

# Een stevige uitglijer van het Duitse Ifo



Column  
Wim Boonstra

**S**tel dat een klimaatwetenschapper wil aantonen dat de planeet opwarmt. Hiertoe zoekt hij een stevige brand op en meet de temperatuur in de brandende woning. Zijn conclusie: de planeet wordt dramatisch op. Hoe zou het met de wetenschappelijke carrière van de man in kwestie gaan? Niet goed waarschijnlijk, want dit is geen serieus onderzoek.

Toch komt dit soort onderzoek voor. Het Duitse economisch

bureau Ifo publiceerde vorige week een inschatting van de kosten van eurobonds voor Duitsland. Daarbij maakte het net zo'n uitglijer als de wetenschapper hierboven. In een poging de kosten van de invoering van eurobonds voor Duitsland te schatten berekende het Ifo een gewogen gemiddelde van de rente die de verschillende lidstaten op hun staatsschuld betalen. Als wegingsfactor gebruikte het het aandeel van de staatsschuld van de individuele landen in het totaal. Tot zover niets mis mee.

Het gaat echter mis als het Ifo een ijkpunt kiest: men neemt de rentestanden van eind juli. Dat was midden in een hevige crisissituatie en vlak voordat de Europese Centrale Bank de markten moest kalmeren. Het komt dan tot de conclusie dat Duitsland met eurobonds een 228 basispunten hogere rente zal betalen. Zijn deze standen representatief voor het toekomstige rendement op eurobonds? De door het Ifo te beantwoorden vraag is natuurlijk

waarom het de standen op het hoogtepunt van de crisis als leidraad neemt en niet de ontwikkeling op langere termijn. De onderzoekers zijn zich dit wel bewust. In een alternatieve berekening neemt het bureau de gemiddelde rentes in januari tot en met juli in ogenschouw. In dat geval komt het op een wat lagere inschatting van 159 basispunten extra rente. Er is echter een betere en eenvoudiger inschatting te maken van het door beleggers gevraagde rendement op eurobonds.

Het Ifo had naar de renteontwikkeling op de obligaties van de Europese faciliteit voor financiële stabiliteit EFSF kunnen kijken. De obligaties van dit Europese noodfonds worden gegarandeerd door de lidstaten van de Econo-

**Mijn verzoek aan het kabinet is om het CPB eens te laten bekijken wat de kosten van eurobonds zijn**

mische en Monetaire Unie (EMU), en zijn op dit moment de beste benadering voor een eurobond. Het blijkt dat het geheel van Europa aanmerkelijk sterker is dan de gewogen som der delen. Het rendement op EFSF-obligaties ligt veel lager dan de gewogen rente op staatsobligaties in EMU.

Het Ifo kan dus weten dat zelfs in crisistijden het rentevoordeel van Duitsland ten opzichte van de EMU als geheel op maximaal 92 basispunten heeft gelegen. In de iets minder hectische tijden tot half juni van dit jaar was het verschil minder dan 50 basispunten. Invoering van een EMU-brede eurobond zal ook resulteren in een liquiditeitseffect. Dit valt op voorhand naar zijn aard moeilijk in te schatten, maar dat dit ergens rond de 50 basispunten ligt, is niet onredelijk. Dat zou betekenen dat zelfs Duitsland en Nederland per saldo goedkoper uit zijn met een eurobond.

Een ander probleem is dat in periodes waarin markten rustig zijn de renteversillen dermate

klein zijn dat het fundingvoordeel voor de sterke landen minimaal is. Alleen in tijden van crises, waarin beleggers 'vluchten' naar Duitse en Nederlandse staatsleningen, is het financieersvoordeel substantieel. Maar dat is wel de periode waarin de sterke landen met dure reddingspakketten moeten komen, die het voordeel weer teniet dreigen te doen. En waarin tientallen, zo geen honderden miljarden euro aan vermogens op de beurzen verdampen. Een gemengde zegen, zal ik maar zeggen.

Ik ben een groot voorstander van eurobonds, mits slim vormgegeven. Mijn vooringenomenheid is dus groot. Maar ik herken broddelwerk als ik het zie. Mijn verzoek aan het kabinet: laat het Centraal Planbureau er eens naar kijken. Die kunnen namelijk beter rekenen dan het Ifo. Want dat heeft nu toch wel een serieus reputatieprobleem.

**Wim Boonstra is chief econo- mist van Rabobank.**