



Centrale financiering in de EMU

Auteur(s):

Boonstra, W.W.

*Hoofd internationaal onderzoek bij de Stafgroep Economisch Onderzoek van de Rabobank.***Verschenen in:**

ESB, 84e jaargang, nr. 4215, pagina 571, 13 augustus 1999

Rubriek:

Prikkel

Trefwoord(en):

Op een lezing in Londen lanceerde vertrekkend Europees Commissaris De Silguy onlangs het idee om de uitgifte van staatsleningen in de emu door een centraal agentschap te laten verrichten. Op deze wijze hoopt hij onder meer de werking van de Europese obligatiemarkt te verbeteren. Volgens De Silguy zou dit met name voor kleine landen aantrekkelijk zijn, omdat die vandaag de dag vanwege de relatief kleine omvang van hun staatsleningen een stevige liquiditeitspremie op hun overheidsschuld betalen. Zo betaalt Nederland circa vijftien basispunten meer dan Duitsland, ook al hebben beide landen dezelfde kredietwaardigheid.

Het idee van De Silguy is overigens niet nieuw. Zo heeft ondergetekende een jaar of negen geleden een vergelijkbaar idee al eens aan de kolommen van *ESB* toevertrouwd ¹. Zeer onlangs had ik het genoeg om een verder uitgewerkte versie te presenteren op een seminar, waarvan binnenkort de presentaties zullen worden gepubliceerd in het *Tijdschrift voor Politieke Economie*.

Tot dusver is het idee tamelijk afwijzend ontvangen. Dat lot trof ook het voorstel van De Silguy. Daarbij wijst men op het onwenselijk geachte verlies aan nationale autonomie. Ook wordt gesteld, dat centrale financiering op gespannen voet staat met de 'no bail-out' clause van het Verdrag van Maastricht. Tot slot duidt men op problemen zoals het verschil in kredietwaardigheid tussen de EMU-lidstaten en het feit dat juist Duitsland, dat vandaag de dag benchmarkstatus heeft in de markt, niets bij centrale financiering te winnen heeft. Men leze er de financiële dagbladen van 3 en 4 augustus maar op na.

Deze reacties getuigen van weinig fantasie. De huidige situatie is namelijk op meerdere punten voor verbetering vatbaar. Ik noem vier problemen ².

Ten eerste worden de renteversillen op de Europese obligatiemarkt niet zozeer bepaald door de kwaliteit van de debiteur maar door de omvang van de uitgegeven leningen. Daardoor betaalt Duitsland, ondanks de moeizame wijze waarop dit land aan de toelatingscriteria voor de EMU kon voldoen, de laagste rente, maar moeten landen met uitstekende prestaties op het terrein van de overheidsfinanciën een liquiditeitspremie betalen. Niet alleen is dit 'niet eerlijk', maar het lijkt er ook op te duiden, dat de markten sowieso al geen geloof hechten aan de no bail-out clause.

Ten tweede is de Duitse Bund weliswaar de benchmark, maar deze is in verhouding tot de totale marktomvang veel te klein voor een dergelijke status. Zeker vergeleken met de derivatenmarkt is sprake van een wanverhouding, waarbij de onderliggende waarde van de openstaande contracten een veelvoud is van het totaal aan uitstaande obligatieleningen. Een centrale financieringsinstelling zou wel de benodigde omvang als benchmark kunnen ontwikkelen.

Er is, ten derde, in een aantal landen sprake van een ongezonde verstrengeling tussen de overheid en het bankwezen. Directe monetaire financiering moge dan zijn uitgebannen, maar de indirecte weg via het bankwezen staat nog open en daarvan wordt nog gebruik gemaakt ³. Centrale financiering zou deze banden doorsnijden en voorkomen dat een faillerende overheid het bankwezen in zijn val meesleept.

Het Stabiliteits- en Groeipact is wellicht minder toekomstvast dan menig beleidsmaker vandaag de dag hoopt. Het 'one size fits all' monetaire beleid van de ECB zal in de toekomst regelmatig op gespannen voet staan met de binnenlandse conjunctuur. Zeker als de EMU wordt uitgebreid met de resterende EU-landen en wellicht op lange termijn met nieuwe EU-leden, zal van het begrotingsbeleid een grotere mate van flexibiliteit worden gevraagd dan het Stabiliteitspact toelaat. Centrale financiering, gecombineerd met een zekere mate van conditionaliteit, kan dan een goed alternatief zijn. Over de uitwerking van deze conditionaliteit, die tevens de problemen rond verschillen in kredietwaardigheid en die aangaande de no bail-out clause goeddeels oplost, verwijs ik graag naar voetnoot ².

Zo ver als het afschaffen van het Stabiliteitspact gaat het voorstel van De Silguy niet. Het is voor zover mij bekend ook nog niet tot in detail uitgewerkt. Naar mijn mening zijn er echter redenen te over om dit wel te doen. Een (verplichte) centrale financieringsinstelling, voornamelijk te zien als aanvulling op het Stabiliteitspact, verbetert de werking van de Europese obligatiemarkt, vergroot de financiële stabiliteit in de EMU en kan op termijn zonodig zelfs het Stabiliteitspact vervangen. Nationale overheden leveren er weliswaar een stukje autonomie voor in, maar daar staat een lagere rente en op termijn wellicht zelfs een grotere budgettaire beleidsvrijheid tegenover. Al met al redenen te over om het voorstel van De Silguy serieus te nemen

1 W.W. Boonstra, Het EMU-fonds: ei van Columbus?, *ESB*, 6 december 1989 en The EMU and national autonomy on budgetary issues: an alternative for the Delors and the free market approaches, in: S. Hewin & R. O'Brien, *Finance and the International Economy*, nr.4, Oxford, 1991.

2 W.W. Boonstra, Het EMU-fonds. Een alternatief voor het Stabiliteits- en Groeipact, *Tijdschrift voor Politieke Economie*, binnenkort te verschijnen.

3 I.J.M. Arnold, Financiële stabiliteit als randvoorwaarde voor de EMU, *Tijdschrift voor Politieke Economie*, binnenkort te verschijnen.