



Een pact voor het walhalla

Auteur(s):

Arnold, I.J.M.

Verbonden aan Universiteit Nijenrode.

Verschenen in:

ESB, 83e jaargang, nr. 4164, pagina 636, 28 augustus 1998

Rubriek:

Naschrift

Trefwoord(en):

emu, overheidsfinanciën

Dit artikel is een naschrift n.a.v.: J.H. Brits en R.M. Oort, Discussie: [Indexleningen zijn geen alternatief voor het stabiliteitspact](#), *ESB*, 28 augustus 1998, blz. 635-636.

Het voornaamste geschilpunt tussen Brits en Oort en mijzelf betreft de onafhankelijkheid van de ECB. Brits en Oort gaan er bij voorbaat vanuit dat de ECB in de praktijk volledig onafhankelijk van de politiek zal kunnen opereren, waardoor inflatie, inflatieverwachtingen en inflatierisicopremies eeuwig laag kunnen blijven. Kortom, de EMU als monetair walhalla. In zo'n wereld zijn indexleningen inderdaad overbodig (al doen ze ook geen kwaad).

Ikzelf houd liever de mogelijkheid open dat politieke krachten het soms wel eens zouden kunnen winnen van de goede intenties van de ECB¹. Zo heeft de Franse regering er de afgelopen jaren een sport van gemaakt om de onafhankelijkheid van de ECB te ondermijnen. Tot het tegendeel is bewezen is het misschien ook veiliger om aan te nemen dat niet alle bestuurders van de ECB even ongevoelig zijn voor politieke druk van de eigen regering. In zo'n wereld kunnen indexleningen helpen de politieke druk tot reële schuldvermindering te verlichten. In de optiek van Brits en Oort is de onafhankelijkheid van de ECB een dam die tegen elke waterdruk bestand is. Ikzelf sluit niet uit dat er ooit een scheurtje in de dam zal ontstaan en verminder liever de druk van het water. Dat lijkt mij prudentier.

Brits en Oort zijn verder bang dat de uitgifte van indexleningen met renteindexering het management van de begroting kan compliceren bij "fluctuaties in de inflatie". Hier sluipt een inconsistentie in hun betoog: als de ECB erin slaagt, zoals Brits en Oort geloven, de inflatie laag en stabiel te houden, dan hoeven ze hiervoor in ieder geval niet bang te zijn.

Tot slot betogen Brits en Oort dat het stabiliteitspact nodig is voor een evenwichtige beleidsmix en om te voorkomen dat budgettaire expansie in één of enkele EMU-landen leidt tot een renteverhoging in de hele EMU. Deze argumenten zijn afdoende ontkracht in de wetenschappelijke literatuur². Ik volsta met twee citaten uit het overzichtsartikel van Eichengreen en Wyplosz. Over de beleidsmix: "Not only do most studies of policy co-ordination suggest, however, that the benefits are slight, but numerical deficit limits like those of the Stability Pact are far from an ideal basis for encouraging policy co-ordination" (blz. 78). En over het renteopdrijvend effect: "European markets borrow in global not national financial markets: it is unclear how fiscal policy in Italy and Spain has significant effects on interest rates in Germany and France" (blz. 77).

De mening van De Nederlandsche Bank over indexleningen is bekend en onveranderlijk. Ik ben nieuwsgieriger naar de reactie van De Nederlandsche Bank, als toezichthouder op het bankwezen, op mijn pleidooi voor een betere diversificatie van de beleggingen in staatsleningen door Europese financiële instellingen. Helaas gaan Brits en Oort niet in op dit onderdeel van mijn artikel.

Zie ook: I.J.M. Arnold, [Schuldmanagement en het stabiliteitspact](#), *ESB*, 12 juni 1998, blz. 477-479

¹ In een democratische samenleving is dit ook wenselijk. Milton Friedman schreef hierover "money is much too serious a matter to be left to the Central Bankers" (*Capitalism and freedom*, University of Chicago Press, 1962, blz. 51).

² Zie W. Buiters, G. Corsetti en N. Roubini, Excessive deficits: sense and nonsense in the Treaty of Maastricht, *Economic Policy*, nr. 16, april 1993 en B. Eichengreen en C. Wyplosz, Stability pact, more than a minor nuisance? *Economic Policy*, april 1998.