

# Het EMU-fonds: ei van Columbus?

**Volgens het rapport van de commissie-Delors zullen in een Economische en Monetaire Unie bindende normen moeten worden vastgesteld voor de maximale omvang en de financieringswijze van de nationale begrotingstekorten. De auteur bespreekt de argumenten die hiervoor worden aangevoerd en wijst op de nadelen van de benadering van de commissie-Delors. Vervolgens zet hij uiteen dat een andere, politiek minder moeizame benadering mogelijk is.**

**DRS. W.W. BOONSTRA\***

## Inleiding

In het in april jongstleden gepubliceerde rapport van de commissie-Delors wordt de weg naar de totstandkoming van de Economische en Monetaire Unie (EMU) uitgestippeld<sup>1</sup>. Over de inhoud van dit rapport en de hierin aangesneden materie zijn inmiddels de nodige verhandelingen gepubliceerd<sup>2</sup>.

Eén van de zaken die in het rapport van de commissie-Delors wordt aangesneden is de noodzaak tot het opstellen van bindende normen vanuit Brussel voor de maximaal toegestane omvang en de financieringswijze van de begrotingstekorten van de verschillende nationale overheden. Ik zal allereerst ingaan op de argumenten die kunnen worden aangevoerd voor de noodzaak tot het opstellen van deze normen. Deze normering is geen absolute noodzaak en een andere, politiek minder moeizame benadering is mogelijk. Het is mogelijk om ook in een EMU de verschillende nationale overheden de autonomie over de omvang van hun begrotingstekorten te laten houden, zonder dat dit tot noemenswaardige negatieve bijverschijnselen voor de andere lidstaten hoeft te leiden. Deze benaderingswijze, die van het EMU-fonds, zal vervolgens worden uiteengezet.

## Enkele consequenties van een EMU

Wellicht ten overvloede volgt hier een opsomming van enkele kenmerken en consequenties van een EMU. Een EMU wordt allereerst gekenmerkt door een absolute vrijheid van het verkeer van goederen, diensten, personen en produktiefactoren. Een tweede kenmerk is de absolute vrijheid van kapitaalverkeer. Tot slot wordt een EMU gekenmerkt door stabiele wisselkoersen, ofte wel de totale afwezigheid van valutarisico.

Door het bestaan van een EMU zal de economische ontwikkeling in de verschillende lidstaten nog sterker gaan convergeren dan nu al het geval is. Dit betekent in theorie min of meer parallelle conjunctuurcycli en inflatietempi.

Hierbij moet worden bedacht dat de hoop dat het inflatietempo in de EMU zal uitkomen op ons niveau, waarschijnlijk ijdel is. Voor de lage-inflatielanden in Noordwest-Europa betekent de totstandkoming van de EMU zo goed als zeker een structureel hoger inflatietempo dan dat wat wij nu kennen. Overigens is het eveneens een illusie te veronderstellen dat er tussen de verschillende lidstaten absoluut geen verschillen in conjunctuurverloop zullen zijn. Zelfs in een geïntegreerde markt als de Verenigde Staten vallen tussen de verschillende staten bij tijd en wijle sterk uiteenlopende conjunctuurbewegingen te constateren.

Ook de rentestanden in de verschillende landen zullen sterk gaan convergeren. Bij de afwezigheid van wisselkoersrisico wordt het verschil in rentetarief waartegen de verschillende debiteuren zullen kunnen lenen louter en alleen bepaald door de kwaliteit van de debiteur. Aangezien mag worden verwacht dat de kapitaalmarktrente in de EMU ergens zal liggen tussen het Duitse en Griekse niveau zoals dat zonder EMU tot stand zal komen, betekent dit voor veel debiteuren in de huidige lage-inflatielanden dat hun rentekosten ceteris paribus omhoog zullen gaan vergeleken met de situatie zonder EMU. Voor debiteuren in de huidige hoge-inflatielanden geldt uiteraard het omgekeerde. Dit heeft als consequentie dat een deel van het bedrijfsleven in de lage-rentelanden uit dezen hoofde een verslechterde concurrentiepositie oploopt ten gevolge van de totstandkoming van de EMU<sup>3</sup>.

\* De auteur is medewerker van het Economisch Bureau Buitenland van de Amsterdam-Rotterdam Bank N.V. Het artikel is op persoonlijke titel geschreven.

1. Committee for the study of economic and monetary union, *Report on economic and monetary union in the European Community*, april 1989.

2. Bij voorbeeld S.C.W. Eijffinger, Het rapport-Delors nader beschouwd, *Bank en Effectenbedrijf*, juli/augustus 1989, blz. 14-18  
3. Dit bezwaar geldt overigens niet voor dat (top-)deel van het bedrijfsleven, dat nu reeds toegang heeft tot de internationale kapitaalmarkten. Deze bedrijven, ongeacht hun nationaliteit, worden nu al slechts op hun eigen merites beoordeeld. Genoemd bezwaar geldt dat deel van het bedrijfsleven dat momenteel vooral leent in de eigen valuta.

De convergentie van de rentestanden zal ook gelden voor de tarieven op staatsleningen. Een overheid van een Europees land moet het wel zeer bont maken willen de financiële markten een groot onderscheid maken bij de beoordeling van de kredietwaardigheid. Anders dan het bedrijfsleven kan een nationale overheid immers beschikken over een zeer groot potentieel aan inkomsten uit bijvoorbeeld belastingen en accijnzen. De verschillen in de rente op de staatsleningen van de verschillende lidstaten zullen bij afwezigheid van wisselkoersrisico dan ook minimaal zijn.

Dit betekent dat, als de marktperceptie ten opzichte van bijvoorbeeld een Italiaanse staatslening niet wezenlijk anders zal zijn dan die van een Duitse, de Duitse overheid tegen ongeveer dezelfde tarieven moet gaan lenen als de Italiaanse. Laatstgenoemde zal hier geen moeite mee hebben. Eerstgenoemde zal hier echter wel degelijk bezwaar tegen hebben, zeker zolang het Italiaanse begrotingstekort 11,5% van het bnp bedraagt.

In feite heeft de volledige vrijheid van kapitaalverkeer, in combinatie met vaste wisselkoersen, als eerste effect dat overheden die omvangrijke tekorten realiseren deze eenvoudiger en vooral goedkoper kunnen financieren dan voorheen. De marginale kosten van een onverantwoord begrotingsbeleid nemen af. Andere lidstaten die een meer verantwoord begrotingsbeleid voeren betalen in eerste instantie het gelag. Zij zien in dit geval, ondanks een gering tekort, de rente waartegen zij moeten lenen oplopen. Als het ware zien wij in dit voorbeeld een 'crowding out' van Bonds – of Nederlandse staatsleningen – door Italiaanse overheidsobligaties<sup>4</sup>.

## De benadering van de commissie-Delors

De commissie-Delors ziet dit gevaar duidelijk aan de horizon opdoemen<sup>5</sup>. Het is duidelijk dat de overheden van de huidige lage-rentelanden, zolang deze dreiging niet wordt weggewogen, weinig trek zullen hebben in de totstandkoming van de EMU. De oplossing wordt gezocht in het opstellen van op Europees niveau vastgestelde bindende normen voor zowel de maximale omvang als de financieringswijze van de begrotingstekorten van de verschillende lidstaten<sup>6</sup>. Aan deze benadering kleefde echter een aantal belangrijke nadelen. Ik noem de volgende:

- ten eerste zal het noodzakelijk zijn om tot een gemeenschappelijke definitie van de verschillende tekorten te komen. Zo moet worden afgesproken welke posten mogen worden gedebudgetteerd. Daarnaast zullen ook normen moeten worden vastgesteld wat betreft de afgifte van staatsgaranties. Het omzeilen van de centrale normen vanuit Brussel is anders slechts een simpele oefening in creatief boekhouden;
- de vaststelling van de omvang van de toegestane tekorten zal een moeizame aangelegenheid worden. Weliswaar stelt de commissie dat "...in setting these limits the situation of each member country might have to be taken into consideration..."<sup>7</sup>, maar het is duidelijk dat dit een politiek zeer moeizaam proces zal zijn. Het steeds weer terugkerende geharrewar omtrent de vaststelling van de Europese begroting, waar duidelijk minder belangen op het spel staan, biedt in dit opzicht geen reden voor optimisme. Een additioneel probleem hierbij is dat in dit overlegproces in feite geen objectieve normen kunnen worden gehanteerd. Waarom zou het ene land een hoger maximaal tekort mogen hebben dan het andere? Waarom moet een land dat zijn tekort duidelijk onder zijn norm houdt toch min of meer dezelfde rente betalen als een andere lidstaat die zijn maximaal toegestane tekort wel realiseert? Hier zijn nog vragen te over;
- met de centrale vaststelling van de maximale omvang van de begrotingstekorten leveren de nationale overhe-

den een fors stuk autonomie in. Dit betekent dat elke keer als de inkomsten tegenvallen dan wel de uitgaven hoger uitvallen dan geraamd, men dit direct binnen de eigen begroting dient op te vangen. Lukt dit niet, waardoor het plafond overschreden dreigt te worden, dan moet men weer aan de onderhandelingstafel gaan zitten om een nieuwe norm vast te stellen. Tevens wordt de nationale overheden de mogelijkheid tot het voeren van een anticyclisch begrotingsbeleid op voorhand ontnomen;

- binnen een EMU bestaat per definitie geen wisselkoersrisico meer. Zolang er echter geen Europese munt is, blijft de Europese kapitalmarkt verdeeld in een DM-segment, een gulden-segment, enzovoort. Zolang alles koek en ei is in de EMU behoeft dit geen bezwaar te zijn. Het gevaar is echter reëel aanwezig dat in tijden van politieke onenigheid tussen de lidstaten dit 'politieke risico' toch weer tot valutaspeculatie binnen de EMU leidt. Gezien het bovenstaande zal bij tijd en wijle de nodige onenigheid voortvloeien uit de onderhandelingen omtrent de omvang van het toegestane begrotingstekort. Zeker in de beginjaren van de EMU mag worden verwacht dat de financiële markten de vastheid van de wisselkoersen van de verschillende Europese valuta's zullen 'testen'. In feite krijgen de financiële markten met het voortbestaan van een gesegmenteerde kapitalmarkt een breekijzer aangereikt om de kracht van de EMU uit te proberen. Het voortbestaan van deelmarkten in verschillende valuta's vormt in deze context een potentiële bron van verstoringen.

## De benadering van het EMU-fonds

De kern van het hieronder beschreven voorstel is dat niet de omvang van de toegestane nationale begrotingstekorten centraal wordt vastgesteld, maar dat alleen de financiering wordt gecentraliseerd. Hiermee kan een aantal van de gesignaleerde bezwaren worden ondervangen, terwijl tevens een aanzienlijk voordeel kan worden geboekt.

Het plan behelst de oprichting van een Europees fonds, het zogenaamde EMU-fonds, dat zichzelf financiert door middel van de emissie van obligaties in ecu<sup>8</sup>. De emissie van deze obligaties, die ik gemakshalve EMU-bonds noem, moet gebeuren via een tendersysteem zoals wij dat in Nederland kennen, ten einde een zo marktconform mogelijke prijszetting te bewerkstelligen. De op deze wijze aangetrokken middelen worden aangewend ter financiering van de begrotingstekorten van de verschillende nationale overheden. De verschillende overheden betalen op deze kredieten een rente die gelijk is aan de vigerende rente op EMU-bonds, plus een positieve dan wel negatieve 'spread'. Deze 'spread' moet worden vastgesteld aan de hand van een aantal economische indicatoren. Hierbij kan worden gedacht aan de volgende:

- inflatietempo;
- omvang begrotingstekort;
- beschikbare spaarsaldi in de andere sectoren van de economie, dan wel het nationaal spaaroverschot/tekort (saldo lopende rekening)

4. Het begrip 'crowding out' slaat hier dus op het verschijnsel dat de rentelasten van een land met een gering tekort omhoog worden gezogen door een te expansief begrotingsbeleid elders.

5. Zie Delors-rapport, blz. 16-17.

6. Idem, blz. 17.

7. Idem, blz. 17.

8. Denominatie in ecu is allereerst nodig om politieke gevoeligheden tussen de lidstaten te vermijden. Verder brengt het gebruik van de ecu hier nog een aantal voordelen met zich. Hier ga ik zo verder op in.

Indicator twee en drie geven een indicatie van het kapitaalmarktbeslag van het overheidstekort. De omvang van het overheidstekort alleen is uiteraard niet afdoende als indicator. Vanzelfsprekend worden al deze indicatoren niet in absolute zin bekeken, maar gaat het om de relatieve performance ten opzichte van de andere lidstaten.

Daarnaast dienen de volgende 'spelregels' in acht te worden genomen:

- het bestuur van het EMU-fonds bestaat uit de presidenten van de centrale banken en de ministers van financiën van de verschillende lidstaten. Besluiten moeten bij (gequalificeerde) meerderheid kunnen worden genomen;
- het EMU-fonds mag zelf geen tekort hebben. Met andere woorden: het fungeert slechts als intermediair;
- de nationale overheden mogen zelf geen staatsleningen meer emitteren, onderhandse leningen afsluiten of hun tekort monetair financieren.

## De nadelen van dit plan

Evenals aan de benadering van de commissie-Delors kleefde ook aan deze benadering een aantal nadelen. Allereerst blijft het eerste bezwaar dat bij de Delors-aanpak werd genoemd recht overeind. Er zullen afspraken over tekortdefinities, debudgettering en de afgifte van staatgaranties moeten komen. Ten tweede moeten ook in dit plan regelmatig onderhandelingen worden gevoerd, en wel over de omvang van de 'spread'. Het is duidelijk dat ook de vaststelling van de 'spread' politiek gevoelig ligt en dientengevolge moeizaam zal zijn. Anders dan bij de onderhandelingen over de omvang van het maximaal toegestane tekort is hier echter wel een zekere objectivering mogelijk. De genoemde indicatoren bieden hiertoe een goede 'gereedheidskast'. Belangrijker is hier echter dat de eis, dat de som van de bedragen aan positieve en negatieve 'spreads' per jaar op nul moet uitkomen, een harde randvoorwaarde is. Met andere woorden: de onderhandelingsruimte is in deze aanpak, anders dan in de benadering van de commissie-Delors, wél objectief begrensd.

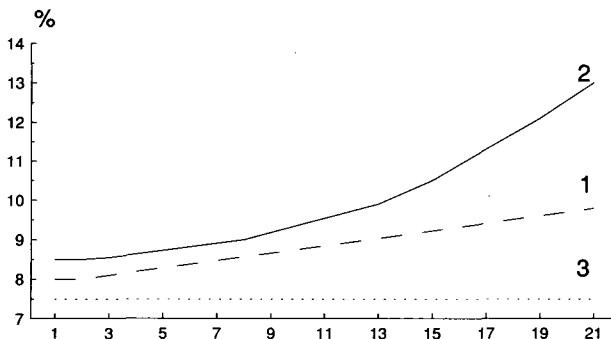
## De voordelen van dit plan

Ten eerste behouden de nationale overheden een grotere autonomie bij hun begrotingsbeleid dan bij de aanpak van Delors. Dit kan van belang zijn als wordt bedacht dat ook in een EMU het conjunctuurverloop per land kan verschillen. Daarnaast kan worden gesteld dat die benadering moet worden gekozen die de nationale staten het minste autonomie kost. Immers, hoe minder autonomie men hoeft af te staan, hoe groter de kans is dat de EMU er überhaupt komt.

Crowding out door een olopend begrotingstekort in één lidstaat hoort, ondanks het genoemde behoud van autonomie, nauwelijks meer tot de mogelijkheden. Immers, zo'n land ziet zijn relatieve performance verslechteren, waardoor het snel wordt geconfronteerd met een olopende 'spread'. De marginale kosten van een uit de hand lopend begrotingstekort zijn dus hoog. De andere landen zien door een betere relatieve performance hun 'spread' juist dalen, dan wel negatiever worden. Zelfs als een land een dusdanig tekort realiseert dat het gehele Europese renteniveau omhoog wordt gezogen, dan nog werkt dit in veel mindere mate door in de rentekosten van de andere lidstaten. In feite herstelt dit plan de discipline die in eerste instantie wegvalt als gevolg van het vrije kapitaalverkeer in combinatie met vaste wisselkoersen.

Zie de bijgevoegde figuur. Zonder centrale financiering door middel van het EMU-fonds zouden alle landen lenen

Figuur. Renteverloop bij toenemend kapitaalmarktbeslag



1. Rendement op EMU-bonds.
2. Rentekosten land met een te groot overheidstekort.
3. Rentekosten land met een laag overheidstekort

tegen een min of meer gelijke rente, die dicht zal liggen tegen de rente zoals die op de EMU-bonds zou moeten worden betaald (lijn 1). Alle landen betalen in min of meer gelijke mate een hogere rente als één van hen de rente opdrijft. Met centrale financiering lopen de rentekosten van de boosdoener (lijn 2) scherper op dan 'de' EMU-rente, terwijl de andere landen daar niet of nauwelijks last van hebben (lijn 3). Wel heeft het bedrijfsleven er last van als de rente op EMU-bonds oploopt, maar dit is niet wezenlijk anders dan in de situatie zoals die zonder EMU-fonds zou ontstaan. Ook dan betaalt het bedrijfsleven de prijs: een olopende rente voor te uitbundige tekorten op de gezamenlijke overheidsbegrotingen. Doordat de marginale kosten van een al te expansief begrotingsbeleid voor de boosdoener in het hier gepresenteerde voorstel scherp kunnen oplopen, is de kans echter gering dat het ooit tot een scherpe stijging van het rentetarief op EMU-bonds door een expansief begrotingsbeleid in één of twee lidstaten zal komen.

Op deze wijze wordt, evenals overigens in de Delors-aanpak, het eerder gesignaleerde probleem van crowding out vanuit Italië ondervangen. Dit gaat echter minder ten koste van de autonomie van de lidstaten. Sterker nog, mochten de nationale overheden een expansiever begrotingsbeleid overwegen, dan hebben zij de mogelijkheid om op voorhand een kosten/baten-analyse van de extra rentekosten te maken. Het omgekeerde geldt uiteraard ook. Een verantwoordelijk begrotingsbeleid wordt tamelijk snel gehonoreerd in termen van een lagere rente. Het 'loont' dus om een voorzichtig tekortbeleid te voeren.

Door de grootschalige emissie van EMU-bonds die in ecu luiden en door de afwezigheid van nieuwe staatsleningen in nationale valuta, zullen de kapitaalmarkten in nationale valuta opdrogen. Hiervoor in de plaats komt echter een veel diepere, meer liquide en homogener markt van EMU-bonds<sup>9</sup>. Deze zal na verloop van tijd in omvang en liquiditeit kunnen wedijveren met de Amerikaanse markt voor Treasury-bonds. Dit betekent dat zeer grote beleggers tamelijk eenvoudig op deze markt zullen kunnen opereren. Concreter, eindelijk zal Japanse beleggers een echt alternatief worden geboden voor T-bonds. Tot dusver zijn zij veroordeeld tot het beleggen in dollars dan wel in yen, omdat verder geen enkele markt de omvang van hun transacties moeiteloos kan verwerken.

## vervolg op blz. 1215

9. Overigens behoeft het EMU-fonds zich geenszins te beperken tot de emissie van obligaties. Er is niets op tegen om het fonds ook instrumenten als CD's of Medium Term Notes te laten uitgeven.

Verwacht mag worden dat Japanse institutionele beleggers, alleen al uit oogpunt van diversificatie van hun portefeuille, op grote schaal in de markt voor EMU-bonds zullen gaan opereren. Dat dit een drukkend effect heeft op het algehele rentepeil in Europa behoeft geen nader betoog. Tevens zal de rente op EMU-bonds een prima richtsnoer zijn voor de tariefstelling op de obligaties van het bedrijfsleven<sup>10</sup>.

Door het hiervoor genoemde zal het gebruik van de ecu een enorme stimulans krijgen. Zonder een geforceerde invoering van de ecu als parallelle munt, zal dit toch mee helpen de 'omgekeerde wet van Gresham' te doen uitkomen: "Good money (ecu's) will drive out bad money". Waarbij met 'bad money' wordt bedoeld op de verschillende nationale valuta's, overblijfselen uit de tijd van vóór de Europese eenwording. De ecu ontwikkelt zich, geholpen door de EMU-bonds, waarschijnlijk tamelijk snel tot de Europese valuta. Valutaspeculatie binnen de EMU wordt in deze context onmogelijk.

---

## Conclusie

---

Het geheel overziend kan ik niet anders dan concluderen dat de introductie van een EMU-fonds, zoals in dit betoog voorgesteld, enkele duidelijke voordelen biedt boven de benadering zoals die momenteel door de commissie-Delors wordt gevolgd. Van de vier nadelen, die ik heb opgesomd bij de benadering van het plan-Delors, worden er drie geheel dan wel gedeeltelijk ondervangen. Daarnaast brengt mijn plan enkele additionele voordelen. Tot slot bestaat de indruk dat het feit dat de lidstaten minder autonomie hoeven in te leveren dan in de benadering van Delors, de politieke haalbaarheid vergroot<sup>11</sup>.

Het hier gepresenteerde plan moet uiteraard worden geplaatst in de context van de EMU. Het staat dan ook nog ver van de politieke realiteit anno 1989 verwijderd. Dit geldt echter voor het gehele EMU-concept. Over de 'costs of non-Europe' is overigens al genoeg gezegd. De EMU moet er komen, de wijze waarop ligt nog open. Er zijn namelijk meer wegen die naar Brussel leiden.

**Wim Boonstra**

---

10. Merk overigens op dat het in mijn voorstel kan voorkomen dat de overheid van een land dat een te expansief beleid voert tegen slechtere voorwaarden moet lenen dan een top corporate uit datzelfde land.

11. Overigens leent mijn aanpak zich ook goed voor een gefaseerde invoering. Het zou bij voorbeeld kunnen worden uitgevoerd door de Benelux, Duitsland en Frankrijk. Wel is de ecu dan als gevolg van de instabiliteit niet de meest geëigende valuta, behalve als de valuta's van de niet-deelnemende landen uit de ecu worden verwijderd. In het geval dat een land obstructie pleegt zou dit trouwens het overwegen waard kunnen zijn. Zo zou, zolang Groot-Brittannië niet participeert in het wisselkoersarrangement van het EMS, verwijdering van sterling uit de ecu voor laatstgenoemde valuta een zeer goede zaak zijn.