

Het EMU-fonds: Een alternatief voor het Stabiliteits- en Groeipact

*Wim Boonstra**

Sedert 1 januari 1999 is de Economische en Monetaire Unie (EMU) in Europa een feit. In mei 1998 is op basis van de economische prestaties over 1997 besloten, dat 11 landen zich voor de EMU hebben gekwalificeerd. Op 31 december 1998 zijn de vaste verhoudingen tussen de munten van deze 11 landen en de euro vastgesteld, waarna deze met ingang van 1 januari 1999 definitief aan elkaar zijn vastgeklonken.

Om te mogen deelnemen aan de EMU, moeten landen aan bepaalde criteria voldoen, die zijn vastgelegd in het Verdrag van Maastricht¹. Hierbij zijn met name de criteria ten aanzien van de overheidsfinanciën in de politieke discussie van belang. Kort samengevat komen deze criteria neer op het volgende: het overheidstekort mag in beginsel niet hoger zijn dan 3% van het Bruto Binnenlandse Product (BBP) en voor de overheidsschuld is een drempelwaarde van 60% BBP vastgesteld. In beide gevallen biedt het Verdrag van Maastricht echter ruimte voor nadere interpretatie: overschrijding van de drempelwaarden is namelijk toegestaan, als het tekort c.q. de schuld zich in voldoende mate in de richting van de drempelwaarde beweegt en zich in de buurt van de norm bevindt.

* Wim Boonstra is Hoofd Internationaal Onderzoek bij de Stafgroep Economisch Onderzoek van Rabobank Nederland. Hij dankt zijn collegae van Rabobank Nederland voor hun commentaar op een eerdere versie van dit artikel. Speciale dank gaat uit naar Ivo Arnold en Willem Buijter voor uitgebreid en zeer nuttig commentaar. Eventuele omissies zijn uiteraard geheel voor rekening van de auteur. Het artikel is geschreven op persoonlijke titel (tekst afgesloten op 25-6-'99).

¹ Verdrag betreffende de Europese Unie, Brussel/Luxemburg, 1992. De excessieve tekortprocedure staat omschreven in Artikel 104C van dit Verdrag, de toelatingsprocedure staat in Artikel 109J. De feitelijke toelatingscriteria staan nader omschreven in een tweetal protocollen, t.w. het *Protocol betreffende de procedure bij buitensporige tekorten* en het *Protocol betreffende de in artikel 109J van het Verdrag van de Europese Gemeenschap bedoelde convergentiecriteria*.

Bij het opstellen van deze criteria werd alom verwacht, dat de landen uit de DM-zone, die volgens veel analisten tezamen een zogenoemd optimaal valutagebied vormen, zich als eerste voor de EMU zouden kwalificeren. Van de landen in de periferie, zoals Spanje, Portugal en vooral ook Italië, werd verwacht, dat deze zich in de tweede ploeg zouden bevinden.

Sindsdien hebben zich echter twee, indertijd niet voorziene, ontwikkelingen voorgedaan. Ten eerste bleek, dat juist de belangrijkste kernlanden (Duitsland en Frankrijk) grote problemen hadden om aan de tekortnorm van 3% BBP te voldoen. Tegelijkertijd hebben juist de landen in de periferie grote vorderingen geboekt op het terrein van de tekortreductie (Arnold, 1998; Boonstra, 1999). De kopgroep van de EMU is al met al groter en meer divers van samenstelling dan enkele jaren geleden werd verwacht.

Toen in de aanloop naar de EMU steeds meer zicht begon te ontstaan op een brede EMU, waarbij het tevens duidelijk werd dat het schuld criterium soepel zou worden geïnterpreteerd, ontstond er met name van Duitse zijde druk om tot aanvullende afspraken over het budgettaire beleid te komen. Dit leidde tot het zogeheten Stabiliteits- en Groeipact, zoals dat tijdens de Top van Dublin in december 1996 werd vastgesteld en in juni 1997 in Amsterdam werd ondertekend. De huidige situatie is derhalve als volgt. De EMU-lidstaten zijn beperkt in hun budgettaire beleid, omdat het overheidstekort aan een maximum is gebonden. Wel blijven zij hun begrotingstekorten rechtstreeks op de kapitaalmarkt financieren. In het voorliggende artikel zal worden betoogd, dat tegen de achtergrond van het gemeenschappelijke monetaire beleid in de EMU de afspraken in het Stabiliteits- en Groeipact te restrictief zijn en dat het versnipperde aanbod van overheidspapier het optimaal functioneren van de Europese obligatiemarkt belemmert. Na bespreking van de huidige situatie en de daaraan verbonden nadelen wordt een alternatieve benadering voorgesteld: centrale financiering van overheidstekorten door tussenkomst van een nieuw op te richten instituut: het EMU-fonds.

1. Het Stabiliteits- en Groeipact

De kern van dit pact kan als volgt worden samengevat. Het tekort van de overheid van een lidstaat mag, behoudens in zeer uitzonderlijke omstandigheden, het niveau van 3% BBP niet overstijgen. Dit betekent in concreto, dat een land in tijden van economische voorspoed een tekort moet hebben, dat duidelijk beneden dit grensniveau ligt. Alleen in dat geval kunnen de "automatische stabilisatoren" in tijden van een conjuncturele verflauwing hun werk doen. (Van Leysen, 1997; Amtenbrink, De Haan & Sleijpen, 1997)²

² Voor details van de inhoud van dit Pact, zie Amtenbrink, De Haan en Sleijpen (1997) of Van Leysen (1997).

De consequentie van deze afspraak is, dat een land met een onvoldoende budgettaire buffer (d.w.z. het land heeft het budgettaire tekort niet ver genoeg onder het plafond van 3% BBP weten terug te dringen) tijdens een neergaande conjunctuur bezuinigingen moet doorvoeren. Oftewel, de kans bestaat dat het Stabiliteits- en Groeipact landen dwingt tot het voeren van een pro-cyclisch begrotingsbeleid. De afspraken in dit Pact leggen de verschillende landen al met al een tamelijk strakke discipline op voor wat betreft de overheidsfinanciën. Ofschoon de onderliggende gedachte een verstandige is, te weten het trachten te waarborgen dat landen na toetreding tot de EMU niet in de oude fout van een onverantwoord ruim begrotingsbeleid vervallen, kan men zich afvragen of een en ander niet een al te streng keurslijf oplegt aan het budgettaire beleid.

2. Het gemeenschappelijke monetaire beleid

Sedert 1 januari jl. is de Europese Centrale Bank (ECB) verantwoordelijk voor de vaststelling en uitvoering van het gemeenschappelijke monetaire beleid. Hierbij kan zij per definitie haar beleid niet per lidstaat afstemmen op de lokale economische omstandigheden. Het beleid van de ECB richt zich op de gemiddelde economische en monetaire omstandigheden in de EMU, waarbij het kan voorkomen, dat het beleid voor de ene lidstaat te krap, en voor de ander te ruim uitpakt. Zo kan het huidige monetaire beleid in het algemeen worden omschreven als passend bij de gemiddelde stand van de conjunctuur in de EMU, ofschoon het voor de kwakkelende Duitse economie wellicht wat te krap, en voor Nederland en Ierland, die nog in een hogere conjuncturele versnelling zitten, daarentegen juist te ruim is.

Monetair beleid in de EMU is dus geen maatwerk meer. Daar komt bij, dat het gemeenschappelijke monetaire beleid, zoals de ECB dat zal gaan voeren, van land tot land ook nog eens verschillend kan uitwerken. Zo pakt een monetaire maatregel niet in alle landen op dezelfde wijze uit. Sommige economieën zijn meer rentegevoelig dan anderen. Dit kan worden teruggevoerd in de mate van "leverage" van het bedrijfsleven, het aandeel van variabele leningen in de schulden van de overheid, bedrijfsleven en gezinshuishoudingen en de omvang van de overheidsschuld. Ook verschillen in de structuur van de economie spelen een rol, bijvoorbeeld verschillen in het belang van het MKB in het totaal der bedrijvigheid, terwijl ook de financiële structuur, zoals de mate van disintermediatie van het bankwezen, van belang is.

Een stijging van de korte rente zou in Italië (via de rentelast op de omvangrijke variabel rentende staatsschuld) met name relatief sterk doorwerken in het overheidstekort en in het VK (via de hypotheekrente) voor grote delen van de bevolking tot een daling van het vrij beschikbaar gezinsinkomen leiden, terwijl het directe effect op bijvoorbeeld de Nederlandse en Duitse economie veel ge-

ringer zou zijn³. De monetaire transmissiekanalen lijken in de EMU van vandaag van land tot land behoorlijk te verschillen⁴. Tabel 1 vat een en ander samen, waarbij voor de meeste lidstaten van de EMU per sector de rentegevoeligheid op korte en lange termijn staat weergegeven. Uit deze tabel blijkt ook, dat niet alleen de rentegevoeligheid van land tot land sterk uiteenloopt, maar ook dat het kanaal waar de rente het sterkst aangrijpt van land tot land verschilt.

Tabel 1: verschillen in rentegevoeligheid per land

	Gezinshuishoudingen		Bedrijvensector		Collectieve Sector	
	Korte termijn	Lange termijn	Korte termijn	Lange termijn	Korte termijn	Lange termijn
België	L	L	M	L	H	H
Duitsland	M	L	M	M	M	M
Finland	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	M	M
Frankrijk	L	L	M	L	M	M
Ierland	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	L	M
Italië	L	L	M	L	ZH	ZH
Nederland	L	H	M	H	L	M
Oostenrijk	L	L	L	L	L	M
Portugal	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	M	M
Spanje	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	M	M
p.m.						
Denemarken	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	L	M
Griekenland	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	M	H
VK	ZH	ZH	H	H	M	M
Zweden	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	H	M

L = laag, M = gemiddeld, H = hoog, ZH = zeer hoog

Deze tabel is ontleend aan paragraaf 5.3.3 van Rabobank (1998). De rentegevoeligheid van de particuliere sector is berekend op basis van onderzoek van Borio (1995), die van de collectieve sector is gebaseerd op eigen berekeningen op grond van ECB-statistieken. Voor wat betreft de berekeningswijze van de gehanteerde indeling wordt verwezen naar Rabobank (1998)

Uiteraard mag niet worden uitgesloten, dat op termijn ook convergentie op dit vlak gaat optreden. Alle landen vallen vanaf januari 1999 immers onder hetzelfde monetaire regime, hetgeen uiteindelijk via een geleidelijke convergentie

³ Overigens beschikken veel Britten ook over kortlopende financiële activa. Een korte rentestijging leidt dus niet alleen tot een daling van het vrij beschikbare inkomen van mensen met een hypothecaire lening, maar tegelijkertijd tot een verschuiving in de inkomensverdeling.

⁴ Voor een uitgebreide bespreking van de verschillen in monetaire transmissie in de verschillende deelstaten wordt verwezen naar de *Rabobank's Guide to ECB Watchers* (Utrecht, oktober 1998). Zie ook I. Arnold, *De rente doet het*, ESB, 5 maart 1999, pp.

in inflatie(-verwachtingen) ook tot een meer uniforme financieringsstructuur zal leiden. Dit zijn echter processen van lange adem, waarbij op voorhand geen enkel zicht bestaat hoever de convergentie zich zal voortzetten. Hierdoor mag zeker in de eerste jaren van de EMU worden verwacht, dat het gemeenschappelijke monetaire beleid van land tot land een verschillende uitwerking op de conjunctuur zal hebben. Daar komt bij dat het aantal lidstaten van de EMU op termijn waarschijnlijk nog verder zal oplopen, waardoor de kans dat er binnen de uitgebreide EMU verschillen in financiële structuur blijven bestaan tamelijk groot is.

3. Een beleidmatig keurslijf

De nationale beleidsmakers in de aan de EMU deelnemende landen hebben zich dus in een situatie gemanoeuvreerd, waarin het monetaire beleid is overgeheveld naar communautair niveau en daardoor niet meer per definitie aansluit op de nationale conjunctuur, het wisselkoersinstrument voor de individuele landen niet meer bestaat en het begrotingsbeleid aan strakke normen is gebonden⁵. Met name dit laatste kan de beleidsmakers voor problemen gaan stellen, omdat op grond van het feit, dat niet alleen het monetaire beleid, maar ook de valutaire ontwikkeling per land uit de pas kan gaan lopen met de nationale conjunctuur, mag worden verwacht, dat juist van het begrotingsbeleid in de toekomst meer in plaats van minder flexibiliteit zal worden gevergd. Overheidstekorten zullen in de EMU waarschijnlijk meer en grotere schommelingen gaan vertonen dan in het verleden, toen beleidsmakers meer instrumenten tot hun beschikking stonden. Dit betekent ook, dat het onder het Stabiliteits- en Groeipact wijs beleid is om in een opgaande conjunctuurfase het begrotingstekort ver beneden het plafond van 3% BBP terug te dringen. De ervaring van de afgelopen jaren leert echter, dat met name in de grote landen hiertoe niet of nauwelijks de bereidheid bestaat⁶. Voorts moet worden bedacht, dat een aantal landen de afgelopen jaren heeft geprofiteerd van de opgetreden daling van de rente op de geld- en kapitaalmarkt, die de rentelast op de veelal kort gefinancierde staatsschuld sterk heeft doen dalen. Zodra de rente weer opwaarts tendeeft, loopt in deze landen al spoedig de rentelast op de overheidsschuld weer op, waarmee ook het overheidstekort binnen korte tijd onder opwaartse druk komt (Boonstra, 1999).

⁵ Uiteraard is het wisselkoersinstrument voor de EMU als geheel nog wel aanwezig. Het kan echter niet meer worden ingezet voor het opvangen van asymmetrische schokken. Verder is het van belang dat wordt onderkend, dat binnen de EMU een koersbeweging van de euro van land tot land andere gevolgen op de economie heeft. Vanwege de verschillen in spreiding en samenstelling van de buitenlandse handel geldt in feite voor ieder individueel land een andere handelsgewogen euro. Zie paragraaf 6.4 van Rabobank (1998).

⁶ De recente aanpassing van het Italiaanse Stabiliteitsprogramma, waarbij de tekortdoelstelling voor 1999 met instemming van de andere lidstaten werd bijgesteld van 2,0% BBP tot 2,4% BBP vormt wat dit betreft een treffend teken aan de wand.

Mocht de Europese conjunctuur op een gegeven moment eens daadwerkelijk in een dal geraken, dan moet ook worden gevreesd dat al spoedig, dat wil zeggen lang voordat echt sprake is van een recessie, enkele landen met hun tekort door het plafond van 3% BBP zullen schieten. De kans, dat hier vervolgens sancties uit zullen voortvloeien, zoals in het Pact is voorzien, wordt door veel analisten als zeer laag ingeschat. Hiermee dreigt het Stabiliteits- Groeipact een dode letter te worden.

4. Versnipperde obligatiemarkt

De EMU heeft geen communautair budget van betekenis. In tegenstelling tot bijvoorbeeld de Verenigde Staten, waar de federale overheid het grootste deel van het overheidsbudget omvat en de grootste emittent op de obligatiemarkt is, beslaat de Europese communautaire begroting maar enkele procenten van het BBP van de EMU-11 en zijn het vooral de nationale overheden, die schuld-papier uitgeven. Op de obligatiemarkt weerspiegelt dit zich in een versnipperd aanbod van overheidspapier. Weliswaar heeft de komst van de euro ertoe geleid, dat er een EMU-brede obligatiemarkt is ontstaan, die qua omvang enigszins in de buurt komt van de Amerikaanse, maar de nationale emittenten zijn dezelfde gebleven.

Tabel 2: de samenstelling van de verhandelbare EMU-overheidsschuld

	Omvang (euro mrd)	Aandeel (%)
Duitsland	530	23,4
Frankrijk	520	22,9
Italië	514	22,7
Nederland	178	7,9
België	167	7,4
Spanje	208	9,2
Overig	149	6,6
EMU-11	2266	100,0
p.m.		
VS	1838	
Japan	1282	
Verenigd Koninkrijk	387	

Bron: Bishop (1999)

Tabel 2 spreekt wat dit betreft boekdelen. De grootste emittent van staatsleningen in de EMU, de Duitse federale overheid, heeft een aandeel van iets meer dan 23% in het totaal van uitstaande staatsschuld (gewaardeerd tegen marktwaarde op 31 maart 1999). Dit is ternauwernood groter dan de nummers twee en drie, respectievelijk Frankrijk en Italië. Er is *a priori* geen reden om

aan te nemen, dat de huidige markt voor Duitse staatsleningen, de zogenoemde Bunds, in euro meer liquide zou zijn dan voorheen, toen deze leningen nog in Duitse mark werden gedomineerd. Desondanks heeft de Bund zich ondertussen wel ontpopt als de *benchmark* in de markt, te weten het ijkpunt waaraan het tarief waartegen de overige debiteuren middelen uit de markt kunnen halen wordt afgemeten. Daarnaast heeft de handel in termijncontracten op Bunds, de zogenoemde *Bund-future*, zich spectaculair ontwikkeld. De omzet in future contracten op 10 jarigé Bunds heeft in het eerste kwartaal van 1999 structureel boven die van de 30-jarige Treasuries gelegen, ondanks het feit dat de markt voor Treasuries qua omvang meer dan drie keer zo groot is als die voor Bunds (Bishop, 1999).

De aldus ontstane situatie leidt tot een aantal ongewenste ontwikkelingen. Ten eerste ontstaat er zorg of de omvang van de onderliggende markt in Bunds wel groot genoeg is om een zo omvangrijke derivatenmarkt te dragen. Zo is er van Franse zijde al op gewezen dat de markt voor Duitse staatsleningen veel te klein is in verhouding tot de hoeveelheid aan openstaande future-contracten. Op enig moment stond er voor 3,5 keer de totale onderliggende marktwaarde uit aan openstaande future-contracten. In de VS zou de Fed al vrezen voor de stabiliteit van het stelsel als de openstaande posities een omvang van 35-40% van de onderliggende marktwaarde hebben bereikt⁷. Dit kan betekenen, dat in tijden van turbulentie op de financiële markten er niet voldoende onderliggend papier voorhanden is; een fenomeen dat zich bijvoorbeeld in de zomer van 1998 heeft voorgedaan (Dunbar, 1998; Lumpkin, 1999). De Franse optiebeurs Matif heeft daarom bepaald, dat onder haar future-contract zowel Duitse als Franse staatsleningen leverbaar zijn. Een dergelijke maatregel kan echter weer tot nieuwe problemen leiden, als het rendement of zelfs de *rating* op leningen van beide emittenten uiteen gaat lopen.

Een tweede ongewenst effect is, dat de overheden van de andere lidstaten die het niet tot *benchmark*-status weten te brengen er in verhouding ongunstig van af komen. Dit geldt met name voor de kleinere lidstaten, die binnen hun uitstaande staatsschuld per individuele lening per definitie niet dezelfde liquiditeit kunnen bereiken als de grotere landen. Zeker als deze landen goed presteren op het terrein van hun overheidsbegroting zal dit juist resulteren in relatief kleine staatsleningen, die vanwege hun geringe omvang minder goed verhandelbaar zullen zijn. Beleggers zullen daarom, ondanks de goede prestatie van deze emittenten wat betreft hun overheidstekort, wellicht juist relatief hoge liquiditeitspremies eisen (Lumpkin, 1999).

Tot slot zullen kleinere landen sowieso niet in staat zijn om over de gehele *yieldcurve* voldoende omvangrijke staatsleningen uit te geven. Wel zouden zij de uitgifte van nieuwe leningen kunnen concentreren op een klein aantal zo groot mogelijke leningen teneinde de benodigde liquiditeit in hun uitstaande

⁷ Zie, *Bund market too small for derivatives*", Financial Times, 27 januari 1999

staatsschuld te bereiken, maar dit leidt tot een zeer onregelmatig patroon van aflossingen en herfinancieringen.

Nu kan de verhandelbaarheid van de staatsschuld en daarmee de liquiditeit van de Europese obligatiemarkt nog worden verbeterd door staatsschuld die momenteel nog in een andere vorm uitstaat dan obligaties te vervangen door verhandelbare staatsschuld. Het blijkt namelijk, dat in de gehele EMU circa 50% van de overheidsschuld in verhandelbare vorm uitstaat (Bishop, 1999). Ook dan blijft de markt voor overheidsschuld in de EMU echter versnipperd en blijft de *benchmark* klein in vergelijking met de totale markt.

5. Ongewenste vervlechting Staat en bankwezen

De huidige situatie, waarin landen binnen de monetaire unie nog steeds hun eigen staatsschuld financieren, leidt in een aantal landen ook tot een ongewenste financiële vervlechting tussen de nationale overheid en het bankwezen. Arnold (1998, 1999) heeft er op gewezen, dat in een aantal landen binnen de EMU een niet onaanzienlijk deel van de staatsschuld is ondergebracht bij het bankwezen. Dit aandeel is in het algemeen groter naarmate de staatsschuld hoger is. Uit zijn onderzoek blijkt, dat er een stevig positief verband bestaat tussen enerzijds het belang van de overheid als aandeelhouder in het bankwezen en anderzijds het aandeel van vorderingen op de overheid in het totaal van bancaire activa. Voorts toont hij als specifiek voorbeeld aan, dat in Duitsland het inderdaad met name de banken in overheidsbezit zijn, in dit geval de spaarbanken en hun koepelinstellingen, die een onevenredig hoog aandeel staatsschuld op hun balans hebben staan (Arnold, 1999). In de meeste landen bedragen de vorderingen van het bankwezen op de overheid een veelvoud van het eigen vermogen.

Deze nauwe verweving tussen de nationale overheden en het lokale bankwezen heeft enkele uiterst negatieve gevolgen. Ten eerste lijkt het erop, dat in een aantal landen de overheid het door haar gecontroleerde deel van het bankwezen gebruikt om staatsschuld onder te brengen. Soms worden deze banken op hun beurt dan weer bevoordeeld bij het aantrekken van deposito's en spaargelden, bijvoorbeeld door deze fiscaal extra aantrekkelijk te maken. Deze vorm van financiering staat weliswaar niet formeel, maar wel materieel haaks op Artikel 104A van het Verdrag van Maastricht, waarin expliciet staat vermeld dat bevoorrechte toegang tot financiële instellingen voor overheidsinstellingen is verboden.

Ten tweede, en dit is met name het punt waar Arnold op hamert, betekent de nauwe verwevenheid in het financiële wel en wee van de nationale overheid en haar bankwezen, dat zodra een overheid in financiële problemen mocht komen, zij een belangrijk deel van het financiële bestel in haar val dreigt mee te slepen. Daarbij wijst Sims (1999) erop, dat ditzelfde ook geldt voor nationale centrale

banken. Deze zullen uit hoofde van hun open-marktoperaties in het algemeen een omvangrijke portefeuille aan nationaal schuld papier in hun bezit hebben. Dit wordt nl. veelal als onderpand gebruikt bij de inzet van de zogenoemde "refi's".

Hiermee draagt een eventueel failliet van een individuele overheid de kiem van een volledige nationale financiële crisis met zich mee, die zich via het web van interbancaire relaties naar de andere Europese landen kan uitzaaien. De overheden van de andere landen hebben dus een sterk argument om hun collega-overheid financieel te ondersteunen vanwege het EMU-brede systeemrisico van een nationaal failliet. Dit nu vormt een ernstige ondermijning van de *no bail-out*-clausule, zoals die in Artikel 104B van het verdrag van Maastricht is vastgelegd.

6. Afschaffing van het Groei- en Stabiliteitspact?

Gezien de potentiële problemen die de wellicht wat al te rigide afspraken uit het Stabiliteits- en Groeipact met zich meebrengen, valt er veel voor te zeggen om deze afspraken maar snel te vergeten. Er valt namelijk wel degelijk een casus te maken, dat de EMU beter af is zonder aanvullende budgettaire afspraken. De omvang van een "optimaal" trendmatig overheidstekort in een bepaald land is immers een functie van vele zaken, zoals demografische ontwikkelingen, spaarsaldi in de particuliere sector van de economie, de stand van de overheidsinvesteringen en zeker ook het niveau van de in het verleden opgebouwde overheidsschuld. De kans dat dit niveau voor alle EMU-lidstaten hetzelfde is, is gering en wordt nog geringer, als de EMU met nieuwe toetreders wordt uitgebreid. Tegen deze achtergrond, zeker in combinatie met de eerder genoemde benodigde flexibiliteit van het begrotingsbeleid, valt er dan ook veel voor te zeggen, dat de lidstaten uiteindelijk het beste af zijn met een beduidend grotere vrijheid omtrent het niveau van het overheidstekort. De voorstanders van een dergelijke opzet waarin, anders dan het verbod op monetaire financiering en de *no bail-out* clausule, geen aanvullende budgettaire afspraken worden gemaakt en de overheden uitsluitend worden onderworpen aan de tucht van de financiële markten, hebben een zeer groot vertrouwen in het onderscheidend vermogen van deze markten.

Gegeven de "*no bail-out*" clausule zou immers, althans in theorie, mogen worden verwacht dat de financiële markten een toename van het overheidstekort in een bepaald land zullen vertalen in een olopend rentever schil tussen de staatsleningen van het land in kwestie en die van lidstaten met een lager tekort. Daar komt bij, dat de achterdeur van de monetaire financiering op slot zit. Overheden worden dus uiteindelijk zelf geconfronteerd met de gevolgen van hun budgettaire beleid, hetgeen in het extreme geval zou kunnen uitmonden in het failliet van de overheid van een EMU-lidstaat.

De vraag luidt evenwel, of markten inderdaad wel zo goed differentiëren tussen de verschillende debiteuren als de theorie veronderstelt. Deze vraag hangt uiteraard nauw samen met die naar de geloofwaardigheid van de *no bail-out clause*.

Tabel 3 laat zien, hoe de verschillende landen scoren op een aantal indicatoren en in welke mate markten tussen leningen van deze landen differentiëren.

Tabel 3: stand van zaken overheidsfinanciën en rentevershillen

	Overheidstekort	Bruto Over- heidsschuld	Totaalscore	Kwaliteits- Rangorde	Gemiddelde Spread t.o.v. Duitsland		
België	1,5	4	117	9	13	7	23
Duitsland	2,4	8	63	4	12	6	-
Finland	0,8	2	53	1	3	2	21
Frankrijk	2,9	10	66	6	16	9	10
Ierland	-2,5	1	57	2	3	1	9
Italië	2,6	9	119	10	19	10	24
Nederland	1,2	3	68	7	10	3	15
Oostenrijk	2,2	6	64	5	11	5	16
Portugal	2,3	7	58	3	10	4	20
Spanje	1,9	5	72	8	13	8	25

Cijfers hebben betrekking op 1998. Rentever schillen zijn berekend op basis van het gemiddelde in het tijdvak januari – mei 1999. Als landen evenveel punten hadden, is voor wat betreft de onderlinge score aan het overheidstekort een groter gewicht toegekend dan aan de overheidsschuld.

Bron: OECD, Economic Outlook, december 1998; Datastream

Een land als Italië, dat in de laatste jaren op budgettair terrein weliswaar een goede prestatie heeft neergezet, maar dat in verhouding met bijvoorbeeld Duitsland nog steeds tamelijk ongezonde overheidsfinanciën heeft, betaalt slechts circa 25 basispunten meer op zijn staatsschuld dan Duitsland. Voor Frankrijk, dat op het terrein van het begrotingsbeleid de afgelopen jaren ronduit slecht heeft gepresteerd, met sedert 1991 een gestegen overheidstekort, een duidelijke toename van de collectieve lastendruk en een scherp gestegen staatsschuld, geldt een rentever schil met Duitsland van iets meer dan 10 basispunten. Men kan zich terecht afvragen of deze geringe ecarts een correcte afspiegeling vormen van de verschillen in kwaliteit van de debiteuren. Naar het zich laat aanzien spelen hier juist ook markttechnische factoren mee, die samenhangen met de grotere mate van liquiditeit van staatsschuld van grote lidstaten. Zo moet de

Nederlandse Staat, ondanks de aanmerkelijk betere prestaties op het terrein van de tekortreductie dan Frankrijk, een hoger rendement op de door haar uitgegeven leningen bieden.

De vraag naar het onderscheidend vermogen van de financiële markten wordt des te meer nijpend, als men hun vaak wat binaire karakter in de beschouwing betreft. In de loop der decennia blijkt telkenmale, het meest recent nog in Brazilië, dat markten scheefgroeiende financiële verhoudingen gedurende lange tijd tolereren, alvorens met harde hand een abrupte correctie af te dwingen. Deze correctie is dan vaak weer buiten proporties, waardoor grote schade aan de getroffen economie al of niet met uitstralingseffecten naar derde landen kan ontstaan. Een dergelijke ontwikkeling zou ook binnen de EMU kunnen optreden, waarbij een uit de pas lopend land aanvankelijk niet of nauwelijks wordt geconfronteerd met oplopende renteversillen, om eerst als de misstand te ver is scheefgegroeid te worden geconfronteerd met een scherpe omslag in het marktsentiment, waarmee latente problemen plotsklaps versneld acuut worden.

Een dergelijke omslag kan, als het een groter land betreft, vervolgens het hele financiële bestel binnen de EMU op zijn grondvesten doen schudden. Daarbij is natuurlijk de geloofwaardigheid van de *no bail-out* clausule van groot belang. Zo is het allereerst de vraag of de Europese samenwerking een failliet van de overheid van een EMU-lidstaat, zeker als het een groot land betreft, zou overleven. De kans is groot, dat er wel degelijk een politieke reflex zal bestaan om een land in acute problemen tegemoet te komen. De andere lidstaten hebben immers evenmin belang bij het failliet van één hunner, temeer daar dit een EMU-brede financiële schok zou teweegbrengen. Voorts wijst Sims erop, dat zeker als een dergelijk rampscenario zich in de eerste decennia van de EMU zou voltrekken, het zelfs niet is uitgesloten dat een land zich uit de EMU terugtrekt en de eigen munt herinvoert. Weliswaar zou een dergelijke stap het land in kwestie een enorme politieke en financiële schade doen oplopen, maar het is nog de vraag of deze schade groter is dan een formeel in gebreke blijven op de uitstaande staatsschuld.

Hier ligt ook het grote verschil tussen een EMU-lidstaat en de verschillende staten binnen de Verenigde Staten. Laatstgenoemden hebben geen eigen centrale bank, zijn geen soevereine staten zoals de EMU-lidstaten en hebben geen recente geschiedenis van een eigen munt. In de EMU ligt dit wezenlijk anders. Daarom zijn Amerikaanse ervaringen met een faillerende lokale overheid niet goed vergelijkbaar met een faillissement van de overheid van een EMU-lidstaat (Sims, 1999, p. 16).

Een latente dreiging van een uittredende lidstaat zou ook voor de achterblijvers enorme consequenties hebben, temeer daar het Verdrag van Maastricht geen uittredings-procedure kent, waardoor een uittredende lidstaat een enorme chaos zou veroorzaken (Hua en Wilmott, 1999; Shireff, 1998; Wulschots, 1998).

Al met al is het dus niet denkbeeldig, dat de financiële markten de geloofwaardigheid van de *no bail-out* clausule als laag zullen inschatten en in normale om-

standigheden slechts in zeer geringe mate tussen de door de verschillende nationale overheden uitgegeven schuld zullen differentiëren. Bezien vanuit het perspectief van een debiteurland betekent dit, dat de marginale kosten (in termen van een oplopend renteververschil met de andere lidstaten) van een relatieve toename van het overheidstekort aanvankelijk gering zijn. Omgekeerd worden landen die een goed begrotingsbeleid voeren niet of nauwelijks beloond met een relatieve daling van hun financieringskosten. Alleen als markten inschatten dat een land werkelijk op ramkoers ligt met de rest van de EMU, mag een zeer hevige reactie worden verwacht, waarbij het land in kwestie acuut in liquiditeitsproblemen kan komen.

7. Een alternatieve benadering: het EMU-fonds

Op grond van het bovenstaande kan enerzijds worden geconcludeerd, dat het Stabiliteits- en Groeipact in zijn huidige vorm een ongewenst strak keurslijf oplegt aan de nationale beleidsmakers, terwijl afschaffing ervan anderzijds zonder aanvullende afspraken eveneens tot een ongewenste situatie kan leiden. Verder draagt afschaffing van dit Pact niets bij aan een verbeterde werking van de financiële markten.

Het zou dan ook een goede zaak zijn als een oplossing zou kunnen worden gevonden, die zowel de lidstaten van de EMU meer vrijheid verschaft in hun budgettaire beleid, alsook de disciplinerende werking van de financiële markten aanvult en de versnippering van de Europese obligatiemarkt helpt tegengaan.

Het onderstaande poogt een aanzet in deze richting te zijn. De kern van het hierna gepresenteerde voorstel is, dat alle lidstaten van de EMU in beginsel volledig vrij zijn in hun begrotingsbeleid, met uitzondering van de wijze waarop het tekort wordt gefinancierd. In concreto betekent dit, dat de afspraken uit het Stabiliteits- en Groeipact omtrent de hoogte van het overheidstekort en de omvang van de staatsschuld worden opgezegd. Hier staat dan wel tegenover, dat men zich ten aanzien van de financiering van het tekort enkele beperkingen oplegt. Het gaat hierbij om de volgende afspraken:

1. Het overheidstekort mag niet monetair worden gefinancierd. Dit is een reeds in het Verdrag van Maastricht vastgelegde en daarmee door alle lidstaten onderschreven afspraak.
2. Het overheidstekort mag uitsluitend door tussenkomst van een nieuw op te richten centrale financieringsinstelling, hier verder aangeduid als het EMU-fonds, worden gefinancierd. Dit betekent dat overheidsdebiteuren zich niet meer rechtstreeks tot de kapitaalmarkt of onderhandse crediteuren mogen wenden.
3. Dit EMU-fonds financiert zichzelf door middel van uitgifte van obligaties rechtstreeks op de kapitaalmarkt. De op deze wijze aangetrokken middelen

worden doorgesluisd naar de overheden van de EMU-lidstaten. Hierbij brengt het EMU-fonds de verschillende overheden een tarief in rekening, dat bestaat uit zijn eigen financieringskosten plus een marge. Deze marge, die zowel positief als negatief kan zijn, wordt bepaald aan de hand van de prestaties van de betrokken lidstaat op het terrein van de overheidsfinanciën, waarbij kan worden gekeken naar het overheidstekort, de uitstaande staats-schuld en de collectieve lastendruk. De som van deze marges is gelijk aan nul; het EMU-fonds wordt geacht quitte te spelen. Ook wordt het EMU-fonds geacht geen open rentepositie in te nemen. Het is slechts een doorgeef-luik.

4. Voor het geval, dat men de toegestane tekorthoogte toch aan een maximum wil binden, kan worden gedacht aan een plafond van bijvoorbeeld 5% BBP. Dit verschaft de beleidsmakers in de verschillende landen voldoende beleidsvrijheid om het begrotingsbeleid optimaal af te stemmen op de nationale conjunctuur, terwijl toch kan worden voorkomen dat de tekorthoogte weer in de gevarezone terecht komt.
5. Landen die de spelregels overtreden, moeten direct hard worden gestraft. Hierbij kan bijvoorbeeld worden gedacht aan het derven van financiële mid-delen vanuit de Europese begroting en verlies van het stemrecht in de or-ganen van de Europese Centrale Bank.

8. Voordelen van deze benadering

Het oprichten van het EMU-fonds zoals hiervoor geschetst heeft enkele evi-dente voordelen, zowel voor het begrotingsbeleid van de diverse lidstaten van de EMU als voor de werking van de Europese financiële markten. Wat betreft het eerste kan allereerst worden gewezen op de verregaande autonomie in het begrotingsbeleid die de diverse lidstaten in dit model behouden⁸. Dit is zeer wenselijk, gezien de grotere flexibiliteit die in de EMU van het begro-tingsbeleid wordt gevraagd. Naarmate de EMU in de toekomst verder in om-vang toeneemt, eerst met de nog ontbrekende huidige EU-landen, maar op lange termijn wellicht ook met nieuwe toetreders vanuit Midden- en Oost-Europa, zal het belang van deze factor alleen maar toenemen.

Voorts speelt als voordeel het feit, dat de kosten van "slecht beleid" (zoals een oplopend tekort) direct, maar wel geleidelijk, in de vorm van een oplopende opslag terecht komen bij "de boosdoener" zelf, terwijl de andere landen juist met een lagere of zelfs negatieve rentemarge worden geconfronteerd. De mar-ginale kosten van slecht beleid zijn dus relatief hoog; daar staat tegenover dat

⁸ Deze flexibiliteit betreft niet alleen de hoogte van het financieringstekort, maar ook bijvoor-beeld de looptijd van de schuld. Het liquiditeitsargument, dat vandaag de dag kleine landen ertoe aanzet om hun emissie-activiteit op enkele grote leningen te concentreren, doet in deze constructie immers geen opgeld meer.

de voordelen van "goed beleid" navenant groot zijn. Afwentelingsgedrag behoort dus niet of nauwelijks tot de mogelijkheden.

Wat betreft het tweede element –de werking van de financiële markten– kan worden gewezen op het feit, dat het EMU-fonds al spoedig veruit de belangrijkste emittent van euro-obligaties zal zijn. Gezien de omvang van de totaal jaarlijks door het EMU-fonds uit de markt aan te trekken middelen zal dit fonds in staat zijn om zich over het gehele looptijdspectrum van de yieldcurve als *benchmark* te vestigen. Dé markt in leningen van het EMU-fonds zal vanwege zijn diepte en omvang zeer aantrekkelijk zijn voor grote beleggers; daarnaast zal deze veel beter dan de Duitse Bund in staat zijn om een grote derivatenmarkt te dragen, zonder gevaar voor illiquiditeit in stress-situaties⁹.

Een derde gevolg van de centrale financiering van overheidstekorten door middel van het EMU-fonds is, dat de financiële banden tussen de nationale overheden en hun bankwezen worden doorgesneden. Er is immers geen nationale verhandelbare staatsschuld meer; banken die toch vorderingen op de overheid in portefeuille willen nemen zijn aangewezen op het EMU-fonds. Niet alleen betekent dit, dat het financiële lot van de overheid en het binnenlandse financiële bestel op nationaal niveau minder nauw met elkaar verweven is, maar tevens verliest de overheid hierbij een argument om een deel van het bankwezen onder haar controle te houden.

9. Nadelen van het EMU-fonds

Er kleven ook enkele nadelen aan deze benadering. Het belangrijkste valt terug te voeren op de problemen bij de objectieve uitwerking van de op- en afslagen die het EMU-fonds hanteert in zijn kredietverstrekking aan de verschillende nationale overheden. Een tweede nadeel betreft het feit, dat het er op het eerste gezicht op lijkt, dat dit model de *no-bail out* clause van het Verdrag van Maastricht in zekere zin lijkt te ondermijnen.

Het berekenen van de marge. Wat betreft het eerste kan met een eenvoudige recht-toe-recht-aan formule worden volstaan, zoals bijvoorbeeld de volgende:

$$R(i) = \alpha [O(i) - O(m)] + \beta [S(i) - S(m)] + \chi [(B(i) - B(m))]$$

⁹ Een vraag die hierbij opdoemt betreft de reeds opgebouwde staatsschuld. Moet deze ook door het EMU-fonds worden overgenomen of niet? Dit is een van de punten die nadere uitwerking behoeven, maar een eerste gedachte is toch om de reeds bestaande staatsleningen gewoon te laten bestaan en na aflossing door leningen bij het EMU-fonds te vervangen. Dit leidt tot een overgangssituatie van enkele jaren, waarin enerzijds het EMU-fonds zich ontpopt tot *benchmark*, terwijl anderzijds de secundaire markt (de primaire bestaat immers niet meer) voor bestaande staatsleningen opdroogt.

Waarin:

- $R(i)$ = de door land i te betalen marge ten opzichte van de financieringskosten van het EMU-fonds
- $O(i)$ = het overheidstekort van land i , uitgedrukt als % BBP
- $S(i)$ = de staatsschuld van land i , uitgedrukt als % BBP
- $B(i)$ = de collectieve lastendruk van land i , uitgedrukt als % BBP
- De grootheden $O(m)$, $S(m)$ en $B(m)$ betreffen het EMU-gemiddelde voor wat betreft overheidstekort, staatsschuld en collectieve lastendruk
- De parameters α , β en χ zijn coëfficiënten, waarmee de relatieve prestatie op respectievelijk het overheidstekort, de staatsschuld en de collectieve lastendruk worden gemeten.

Uiteraard kunnen er variabelen aan deze vergelijking worden toegevoegd, zoals bijvoorbeeld de stand van de overheidsinvesteringen. De charme van de hier gekozen variabelen is echter, dat de geformuleerde vergelijking zowel recht doet aan de actuele ontwikkeling (relatieve prestaties wat betreft het overheidstekort), de erfenis uit het verleden (de reeds opgebouwde staatsschuld) als de toekomst (de relatieve mogelijkheden tot het opbouwen van toekomstige primaire overschotten).

De coëfficiënten α , β en χ zullen vooraf moeten worden bepaald, onder de randvoorwaarde dat de som van positieve en negatieve marges gelijk moet zijn aan nul. Het bepalen van deze coëfficiënten kan niet zonder een zekere mate van willekeur gebeuren, waarbij ook politieke vragen zullen spelen. De kernvraag hierbij is uiteraard hoe gevoelig men het systeem wil maken voor relatieve prestaties. De op deze wijze eenmaal vastgestelde parameters zijn echter niet meer of minder willekeurig dan de huidige plafonds uit het Verdrag van Maastricht en het Stabiliteits- en Groeipact.

Het failliet van een lidstaat. Ook als overheidstekorten alleen nog maar kunnen worden gefinancierd bij het EMU-fonds kan een lidstaat in theorie failliet gaan. De situatie is daarbij echter wezenlijk anders dan in het huidige model. Het in gebreke blijven van de overheid van een EMU-lidstaat sleurt immers niet meer het nationale bankwezen mee in haar val, maar leidt tot een bilateraal probleem met het EMU-fonds. Dit ziet dan namelijk een deel van zijn activa acuut in kwaliteit verslechteren en zal derhalve in onderhandeling moeten treden met het land in kwestie over de wijze waarop dit weer aan zijn verplichtingen zal voldoen.

Een land dat in gebreke blijft in het voldoen van zijn verplichtingen ten opzichte van het EMU-fonds heeft op dat moment geen enkele andere toegang tot financiële middelen meer. Op zo'n moment zal het immers niet alsnog zelf de kapitaalmarkt kunnen benaderen met een staatslening: een land in deconfiture is namelijk de paria van de internationale financiële wereld. De onderhandelingspositie van het EMU-fonds in een dergelijke situatie is dus erg sterk.

Wel is het zaak dat men, teneinde te voorkomen dat de deconfiture van een enkele lidstaat de kredietwaardigheid van het EMU-fonds in gevaar brengt, het EMU-fonds zwaar kapitaliseert.

Overigens zal het in de praktijk zo ver niet komen. Ten eerste zal de opslag die het EMU-fonds aan slecht presterende lidstaten in rekening brengt zeer geleidelijk oplopen. Overheden worden derhalve al in een vroeg stadium geconfronteerd met de gevolgen van hun gedrag. Een schoksgewijze verslechtering van marktperceptie die één land in een zeer kort tijdsbestek in acute liquiditeitsnood brengt is per definitie niet aan de orde. Ten tweede kan men het overheidstekort ook in dit model aan een maximum binden. Een maximum van bijvoorbeeld 5% BBP ligt hoog genoeg om de beleidsmakers voldoende flexibiliteit in hun begrotingsbeleid te verschaffen, maar ligt tegelijkertijd dermate laag dat een land nog ver van het niveau is verwijderd waarop een faillissement van de overheid opdoemt. Zodra het toegestane plafond in zicht komt zal het EMU-fonds aan de kredietverlening beleidscondities moeten verbinden, vergelijkbaar met de conditionaliteit van het IMF.

10. Politieke haalbaarheid

In technische zin is de constructie van het EMU-fonds eenvoudig te realiseren. De gehele constructie staat of valt echter met de politieke bereidheid om de spelregels rond het EMU-fonds te aanvaarden. Dit betekent, dat de nationale autonomie op het terrein van de wijze van tekortfinanciering wordt afgestaan naar communautair niveau. Ook betekent dit de aanvaarding van het feit, dat een relatief slechte prestatie wordt bestraft met een rente-opslag, terwijl goed beleid wordt beloond met een rentekorting.

Tegenover dit offer staat dan wel, dat de autonomie over de rest van het begrotingsbeleid kan worden bevrijd van de knellende afspraken van het Stabileriteits- en Groeipact, met alle daarmee samenhangende procedures, sancties en andere gegarandeerde ingrediënten voor politiek geharrewar. Mijns inziens is dit geen slechte ruil.

11. Tot besluit

Het hier gepresenteerde voorstel is overigens niet nieuw (Boonstra, 1989, 1991). Bij de eerste keer dat een voorstel mijnerzijds in deze richting werd gelanceerd bleek, dat de hiermee gepaard gaande overdracht van budgettaire soevereiniteit van nationaal naar communautair niveau nog niet haalbaar was. Inmiddels is echter gebleken, dat de nationale overheden in Europa wel bereid zijn verregaand autonomie op te offeren voor het grote goed der EMU. Naar mijn mening is het Stabileriteits- en Groeipact daarin zelfs een stap te ver ge-

weest. Het legt een onnodig keurslijf op aan het begrotingsbeleid, terwijl de kans aanwezig is dat vroeger of later zal blijken dat de afspraken uit dit Pact onhoudbaar zijn. Mocht dat gebeuren, dan is dat een kwalijke zaak, omdat daarmee impliciet twijfel kan ontstaan ten aanzien van de andere afspraken die de EMU omgeven. Het EMU-fonds biedt een alternatief, dat meer toekomstvast is, omdat het de nationale overheden meer autonomie verschaft op het terrein van het begrotingsbeleid, terwijl de disciplinerende werking van de markt kan worden versterkt. Als plezierig bijverschijnsel zal de Europese obligatiemarkt aanmerkelijk homogener worden in vergelijking met de huidige lappendeken van kleine debiteuren en neemt de financiële stabiliteit binnen Europa toe. Al met al zou vorming van het EMU-fonds een logische volgende stap zijn op het pad der Europese integratie.

Literatuur

- Amtenbrink, Fabian, Jakob de Haan en Olaf C.H.M. Sleijpen, 1997, *Stability and Growth Pact: Placebo or Panacea (I) en (II)*, *European Business Law Review*, september en oktober, resp. 202 – 208 en 233 – 238
- Arnold, Ivo J.M., 1998, Schuldmanagement en het stabiliteitspact, *Economisch Statistische Berichten*, 12 juni, pp. 477 – 479
- Arnold, Ivo J.M., 1999, The third leg of the stool. Financial stability as a prerequisite for EMU, te verschijnen in *Weltwirtschaftliches Archiv*
- Arnold, Ivo J.M., 1999b, De rente doet het, *Economisch Statistische Berichten*, 5 maart, 173
- Bishop, Graham P., 1999, *The Euro's First Quarter*, Salomon Smith Barney, 15 april
- Boonstra, Wim W., 1989, het EMU-fonds: Ei van Columbus?, *Economisch Statistische Berichten*, 6 december
- Boonstra, Wim W., 1991, The EMU and National Autonomy on Budget Issues: An Alternative to the Delors and the Free Market Approaches, in: Richard O'Brien en Sarah Hewin (ed), *Finance and the International Economy (4)*, Oxford, 209 – 224
- Boonstra, Wim W., 1999, Budgettaire convergentie in de EMU, *Rabobank Themabericht 1999/05*, februari
- Borio, Claudio E.V., 1995, The structure of credit to the non-government sector and the transmission mechanism of monetary policy: A cross-country comparison, *BIS Working Paper No. 24*, Bazel, april
- Buiter, Willem H., 1992, De budgettaire voodoo van Maastricht, *Economisch Statistische Berichten*, 18 maart, 268 – 272
- Dunbar, Nicholas, 1998, Who's got the nicest curves?, *Risk*, september 1998, 116 – 118

- Horgan, Michael, 1999, EU Government Bond Markets in the Euro, *Financial Market Trends*, OECD, Paris, februari, 57 - 65
- Hua, Philip en Paul Wilmott, 1998, Breaking up is hard to do, *Risk*, september, 126 - 129
- Leysen, Lianne van, 1997, Het Stabiliteits-en groeipact, *Rabobank Themabe-richt 1997/02*, januari
- Lumpkin, Donald, 1999, Impact of the Euro on Financial Markets, *Financial Market Trends*, OECD, Paris, februari, 21 - 37
- McCauley, Robert N. en William R. White, 1997, The euro and European financial markets, *BIS Working Paper No. 41*, Bazel, mei
- Moyaart, Brian, 1998, Battle of the benchmarks, *The euro*, september/oktober, 6 - 14
- Raad en Commissie van de Europese Gemeenschappen, 1992, *Verdrag betreffende de Europese Unie*, Brussel/Luxemburg. (in de tekst aangeduid als Verdrag van Maastricht (VvM))
- Rabobank, 1998, *Rabobank's Guide to ECB Watchers*, Utrecht, oktober
- Shirreff, David, 1998, SS Euro - sinking the unsinkable, *Euromoney*, april, 32 - 37
- Sterks, Cees G.M., Jakob de Haan & Flip de Kam, 1992, Maastrichts compromis: geen voodoo-economie, *Economisch Statistische Berichten*, 18 maart, 273 - 276
- Sims, Christopher A., 1999, The precarious fiscal foundations of EMU, *DNB Staff Report*, No. 34
- Walschots, Bernard G.J., 1998, EMU Crash: consequences for financial markets, Presentation at the Euromoney International Bond Congress, Londen, februari