

Het EMU-Fonds: een commentaar

Lex Hoogduin

In zijn artikel en presentatie heeft Wim Boonstra een interessant voorstel gedaan voor het begrotingsbeleid in de Europese Economische en Monetaire Unie(EMU). Mijn reactie daarop is vermoedelijk net zo voorspelbaar als zijn voorstel creatief is. Ik ben het met hem eens dat marktwerking alleen onvoldoende is om begrotingsdiscipline te handhaven. Aanvullende afspraken zijn dus nodig. Ook daarover zijn wij het eens. Ik ben echter anders dan hij positief over het Stabiteits-en Groeipact (SGP) en minder overtuigd van de heilzame effecten van de instelling van een EMU-fonds voor centrale financiering van overheidstekorten dan hij.

Boonstra's hoofdbezwaar tegen het SGP is dat het te strak is en daardoor te weinig ruimte laat voor het opvangen van conjuncturele schommelingen met het begrotingsbeleid. Landen kunnen worden gedwongen een pro-cyclisch beleid te voeren, terwijl in EMU de vereiste ruimte in het begrotingsbeleid voor het opvangen van conjuncturele schommelingen juist groter moet zijn dan in het verleden. Het gekozen 3%-plafond voor het begrotingstekort en het 60%-plafond voor de overheidsschuld zijn bovendien willekeurig. Onvoldoende wordt rekening gehouden met het feit dat voor verschillende landen een verschillende hoogte van het tekort optimaal is. Ten slotte zijn de sancties van het SGP niet geloofwaardig.

Ik vind deze kritiek niet overtuigend. Stellen dat de normen willekeurig zijn, gaat voorbij aan het feit dat normen juist hun betekenis ontleen aan de onmogelijkheid om op objectieve of wetenschappelijke grond tot een bepaalde gedragslijn te komen. Normen ontstaan juist om in deze leemte te voorzien en kunnen daarom niet (volledig) objectief worden afgeleid. Waarom rijden we

* De auteur is werkzaam bij de Europese Centrale Bank en is part-time hoogleraar Geld- en Bankwezen aan de Rijksuniversiteit van Groningen. Dit commentaar is op persoonlijke titel geschreven en geeft niet noodzakelijk de visie van de Europese Centrale Bank weer.

rechts en niet links? Waarom is de kapitaalvereiste voor banken 8%? Daar zit altijd een element van willekeur in. Dat geldt ook voor normering van begrotingstekorten. Er bestaat geen objectieve manier om optimale normen voor begrotingstekorten af te leiden. Toch is er behoefte aan begrotingsdiscipline. Zonder regels kan de zaak uit de hand lopen. Daarover zijn Boonstra en ik het eens.

Nu zou men op basis van deze redenering kunnen zeggen dat weliswaar normen belangrijk zijn, maar dat hun precieze inhoud er minder toe doet. Waarom dan niet de 3% wat ophogen of dit plafond vervangen door de regel van de verplichte centrale financiering van begrotingstekorten? Omdat wanneer een norm eenmaal gekozen is, de erbij horende getallen richtinggevend worden en niet langer de mate van willekeur hadden als voor hun keuze. Nu het SGP loslaten zou ongetwijfeld sterk negatieve vertrouwenseffecten hebben, omdat het zou worden opgevat als het loslaten van begrotingsdiscipline. De negatieve gevolgen van dit vertrouwensverlies kunnen vele malen groter zijn dan het eventueel in een aantal landen tijdelijk moeten voeren van een pro-cyclisch begrotingsbeleid. Daarover later nog wat meer.

Mijns inziens kan men niet beweren dat het SGP in beginsel te weinig ruimte biedt om conjuncturele schommelingen op te vangen. Door tekorten in normale omstandigheden terug te dringen naar dicht bij evenwicht of eventueel overschotten te creëren, wordt voldoende ruimte geschapen om de automatische stabilisatoren in vrijwel alle omstandigheden te laten werken zonder de 3%-grens te overschrijden. Berekeningen van de Europese Commissie en anderen gebaseerd op conjuncturele schommelingen in het verleden duiden daarop. Zou men ook discretionair anti-cyclisch begrotingsbeleid willen voeren of denkt men, zoals Boonstra, dat de conjuncturele schommelingen in EMU groter zullen zijn dan in het verleden dan is de oplossing binnen het SGP simpel: schep deze ruimte door het tekort in normale omstandigheden verder terug te dringen of grotere overschotten tot stand te brengen. Het SGP maakt dit mogelijk en is volkomen flexibel op dit punt.

Overigens ben ik in normale omstandigheden er niet voor om de werking van de automatische stabilisatoren aan te vullen met discretionair beleid. De timing daarvan is uitermate moeilijk en kan er gemakkelijk toe leiden dat anti-cyclisch bedoeld beleid pro-cyclisch uitpakt. Daar komt bij dat het politiek eenvoudiger is een stimulerend dan een verkrappend beleid te voeren. Het resultaat zal een geleidelijk verlies van de begrotingsdiscipline zijn. Om deze reden hoeft er van mij geen ruimte te worden gecreëerd voor discretionair begrotingsbeleid.

Of conjuncturele uitlagen en landenspecifieke schokken in EMU zullen toenemen is onduidelijk. Verschillen in het monetaire beleid als bron van landenspecifieke schokken zijn verdwenen. Het SGP zal leiden tot een uniformer begrotingsbeleid. Landenspecifieke schokken door een verschillend begro-

tingsbeleid zullen minder groot worden. Als de vorming van EMU het proces van intra-industrie specialisatie versterkt, leidt ook dit tot minder landenspecifieke schokken. Het effect van EMU op het specialisatiepatroon is omstrede. Er wordt ook beweerd dat EMU juist tot grotere regionale specialisatie zal leiden. Dan nemen regionale schokken inderdaad toe. Ook zou EMU ertoe kunnen leiden dat er een gemeenschappelijke Europese conjunctuurcyclus ontstaat met grotere uitslagen, omdat nationale ontwikkelingen elkaar meer dan in het verleden versterken. Overigens is dat nu nog niet zo, kijkend naar het huidige conjunctuurbeeld.

Boonstra baseert zijn pleidooi voor het oprekken of zelfs verlaten van normen voor het begrotingstekort volledig op de ruimte die moet bestaan om conjuncturele schommelingen op te vangen. Er is echter meer aan de hand. Mijn stelling is dat ook zonder EMU behoefte zou bestaan aan een begrotingsbeleid langs de lijnen van het SGP. Ik doel met name op de noodzaak om in de begrotingen van Europese landen ruimte te maken om de kosten van de komende vergrijzing op te vangen. Bij de toepassing van het SGP wordt hier terecht rekening mee gehouden. Ook zonder EMU zou het verstandig, ja noodzakelijk, zijn begrotingstekorten verder terug te dringen. Boonstra gaat hier volkomen aan voorbij.

Het is waar dat het terugdringen van begrotingstekorten kan, ik onderstreep kan, leiden tot het voeren van een pro-cyclisch begrotingsbeleid. Als dat zo is, zo is mijn opvatting, moet dit tijdelijke nadeel voor lief worden genomen. Het lange-termijn voordeel van het bereiken van een gezonde begrotingssituatie is belangrijker. Overigens kan het voeren van een pro-cyclisch begrotingsbeleid worden voorkomen of beperkt door de vermindering van begrotingstekorten vooral in tijden van hoogconjunctuur te concentreren. Wat dat betreft hebben nogal wat Europese landen in 1998 mogelijkheden laten liggen. Wie zijn biljetjes brandt, moet op de blaren zitten. Verder is het niet onmogelijk dat zelfs het terugdringen van tekorten "tegen de conjunctuur in" zodanig positieve effecten heeft dat de negatieve effecten van het voeren van pro-cyclisch beleid gedeeltelijk of zelfs meer dan gecompenseerd worden. Heeft Nederland werkelijk last gehad van de reductie van het tekort van meer dan 10% BBP tot onder 1% BBP? Ik denk dat het antwoord ontkennend is, omdat naast het begrotingsbeleid het andere beleid in beginsel in orde was. In de Europese context is de combinatie van het uitvoeren van het SGP, het doorvoeren van structurele hervormingen om markten beter te laten werken en een monetair beleid consequent gericht op het handhaven van prijsstabiliteit het juiste recept.

Is dan alles koek en ei met het SGP? Neen. Het SGP is een verstandig document. Nu moet het ook echt worden uitgevoerd. Daar kan de schoen gaan wringen. Ik noemde al dat in 1998 onvoldoende gebruik is gemaakt van de mogelijkheden om voortgang te maken met het verder terugdringen van tekorten.

Ook de plannen voor de komende jaren, zoals vastgelegd in de ingediende stabiliteitsprogramma's, zijn onvoldoende ambitieus. Daarop te reageren met het afschaffen van het SGP zou het verkeerde signaal zijn. Het zou contraproductief zijn. Het zou niet alleen tot een slechter begrotingsbeleid leiden, maar ook de economische ontwikkeling in het algemeen schaden. Het juiste antwoord is de ministers van financiën voortdurend te wijzen op en te houden aan de goede afspraken die ze zelf hebben gemaakt in het SGP. Daarbij moet ook worden bedacht dat het SGP veel meer is dan het 3%-plafond en de sancties op overschrijding daarvan. Zo biedt de verplichting om stabiliteitsprogramma's op te stellen een handvat om het begrotingsbeleid in de verschillende landen te bespreken en beoordelen.

Het SGP dient dus gehandhaafd en uitgevoerd te worden. Op zich is het denkbaar in aanvulling op het SGP een EMU-fonds à la Boonstra in te stellen. Niet zelfstandig, maar als onderdeel van het SGP. Ik ben benieuwd wat Boonstra daarvan denkt. Ik heb echter de nodige aarzelingen en vragen bij het instellen van een dergelijk fonds, ook als onderdeel van het SGP.

Ten eerste is het de vraag of het invoeren van rente-opslagen zal leiden tot gezonder begrotingsbeleid of juist niet. De bedoeling is dat het geleidelijk opvoeren van de kosten van een relatief hoog tekort landen tijdig tot inkeer zal brengen. Het is heel wel mogelijk dat landen niet zullen reageren met het op orde brengen van de begroting zolang deze kosten niet als prohibitief worden ervaren. Ik betwijfel of deze administratieve rente-opslagen voldoende kunnen worden gedoseerd om prikkels te creëren om begrotingen in het gareel te houden. Het risico is niet denkbeeldig dat steeds hogere rente-opslagen juist bij zullen dragen aan het uit te hand lopen van de begroting.

De potentieel disciplinerende werking van het fonds heeft alleen betrekking op een relatieve verslechtering van het begrotingstekort in een land. Als het gemiddelde begrotingstekort in het eurogebied te hoog is of in de verkeerde richting beweegt, rest alleen de druk van een door de markt in rekening gebrachte hogere rente aan het EMU-fonds die aan de landen wordt doorgegeven. Wij zijn dan terug bij marktwerking alleen, waarover Boonstra en ik het eens zijn dat zij onvoldoende is.

Het SGP richt zich slechts op het begrotingstekort en de overheidsschuld. In het EMU-fonds speelt daarnaast in ieder geval ook de collectieve lastendruk een rol. Boonstra oppert het aantal criteria verder uit te breiden. Het EMU-fonds legt daarmee te veel beperkingen op aan het begrotingsbeleid van individuele landen. Het is in dat opzicht meer rigide dan het SGP. Dit is ten onrechte. Er is geen reden om burgers in individuele landen zelfstandige keuzes te ontzeggen over het niveau van de overheidsuitgaven, de collectieve lastendruk, de overheidsinvesteringen en wat al niet meer. Bovendien denk ik dat juist op deze ter-

reinen concurrentie tussen verschillende overheden wel goed kan werken. Laat hier als men dat wil duizend bloemen bloeien.

Ik hoef niet veel woorden vuil te maken aan de politieke problemen die zullen rijzen bij het invullen van de formule voor de rente-opslagen en -afslagen. Boonstra noemt dit zelf al als een probleem van zijn fonds. Op een technisch niveau vraag ik mij af of de feitelijke waarden van de grootheden in de formule moeten worden gebruikt, zoals Boonstra lijkt te doen. Zou het niet beter zijn om voor conjuncturele invloeden te corrigeren? Als dat zo is, wordt het vaststellen van de formule politiek nog moeilijker.

Een principieel bezwaar heb ik tegen de voorgestelde sanctie van het intrekken van het stemrecht in de ECB-bestuursraad. Dit suggereert dat de ECB een intergouvernementele instelling is. Dat is niet zo. De ECB is een supranationaal orgaan, een Europese instelling. Leden van de ECB bestuursraad worden niet geacht hun land te vertegenwoordigen, maar beslissingen te nemen die goed zijn voor het eurogebied als geheel. Het instellen van de voorgestelde sanctie zou hieraan afbreuk doen.

Als een bijproduct van het instellen van het EMU-fonds verwacht Boonstra een betere werking van de Europese financiële markten. De vorming van EMU geeft ongetwijfeld een impuls aan de verdere integratie van financiële markten in Europa. Toch zijn de financiële markten in Europa nog niet zo geïntegreerd als die in de VS. De overheden in Europa kunnen op bepaalde terreinen een verdere integratie bevorderen. De Europese Commissie is hiermee volop bezig. Past het EMU-fonds in dit pakket? Ik heb zo mijn twijfels. Het zou leiden tot een versterking van de rol van de overheid op de kapitaalmarkt, zowel door overheidsschuld te concentreren in het EMU-fonds, maar ook door het in omloop brengen van meer schuld papier. De bovengrens aan overheidstekorten wordt immers verhoogd of zelfs afgeschaft. Zouden we, ook vanuit het perspectief van de ontwikkeling van de financiële markten, niet precies het omgekeerde moeten doen? Zou de overheid niet minder dominant moeten worden en ruimte moeten maken voor een grotere rol van de particuliere sector op de financiële markten? Daar ligt een enorm potentieel, gelet op de nog steeds relatief beperkte rol die financiële markten in continentaal Europa spelen ten opzichte van financiële intermediairs.

Ten slotte noemt Boonstra als een bijproduct van het instellen van het EMU-fonds het versterken van de financiële stabiliteit in Europa. Een eerste kanttekening daarbij is dat het in vergelijking met het SGP hogere niveau van overheidstekorten en -schulden juist de andere kant op lijkt te wijzen. Verder vraag ik mij af wie in het voorstel van Boonstra de uiteindelijke risico's van de hogere schuld van individuele landen draagt of dragen? Geldt de no-bail out clause nog en hoe geloofwaardig is deze nog? Het sterk kapitaliseren van het

EMU-fonds maakt deze clause minder geloofwaardig. Als een land dat in problemen is gekomen, simpel weigert te betalen, zal het EMU-fonds zijn kapitaal willen aanspreken om aan zijn eigen verplichtingen te kunnen blijven voldoen en toegang tot de kapitaalmarkt te houden om andere overheden van financiële middelen te voorzien. Het kapitaal van dit fonds zal zijn opgebracht door de individuele landen, die dus indirect het probleemland financieren. Als het EMU-fonds daarentegen in gebreke blijft en de banken (mede)schuldhouders van het EMU-fonds zijn, is dan de situatie beter dan in de huidige situatie? Een nadeel van de EMU-fonds constructie lijkt mij dat het voor beleggers niet meer mogelijk is een verschillende prijs voor verschillende overheden in rekening te brengen. Dat lijkt mij op zich geen bijdrage te leveren aan het bevorderen van financiële stabiliteit.