

# Het monetaire en budgettaire beleid in de Economische en Monetaire Unie

Discussieverslag van het seminar op 25 juni 1999  
bij Rabobank Nederland te Utrecht

*Alies van den Berg en Inge Mulders\**

In deze bijdrage geven wij een beknopt verslag van de discussie zoals die werd gevoerd, allereerst rond het monetaire en daarna rond het budgettaire beleid in de EMU. Zowel de inleidingen als de reacties daarop van aangewezen discussianten zijn in deze publicatie opgenomen. Voor nadere details van de voorstellen wordt hiernaar verwezen.

## 1. Monetair beleid in de EMU

De discussie over het monetaire beleid in de EMU werd gevoerd aan de hand van inleidingen van Buiten en Arnold. Het debat rond het eerste stuk, waarbij Eijffinger als discussiant optrad, ging vooral in op de openheid en transparantie van de Europese Centrale Bank (ECB). Bij de tweede inleiding, bediscussieerd door Van de Ven, was het vooral de rol van toezichthouder die aanleiding gaf tot debat.

**Openheid en transparantie van de ECB.** De discussie over 'Six Months in the Life of the Euro-What Have We Learnt' van Willem Buiten spitste zich toe op de vraag, of de Europese Centrale Bank (ECB) voldoende openheid omtrent haar beleid betracht. Discussiant Eijffinger verwees in zijn repliek naar een eerdere studie<sup>1</sup>, waaruit bleek dat de ECB hoog scoort op het vlak van de politieke

\* De auteurs zijn beiden werkzaam bij de Stafgroep Economisch Onderzoek van Rabobank Nederland.

onafhankelijkheid, maar op het vlak van openheid en aansprakelijkheid een lage score krijgt. Daarbij deed Buiter enkele voorstellen (naar Angelsaksisch model) ter vergroting van openheid en transparantie van de ECB. Ten eerste zouden de leden van de Raad van Bestuur<sup>2</sup> zowel individueel als collectief verantwoordelijk dienen te zijn voor het beleid, waarbij de Raad tijdens de tweewekelijkse bijeenkomsten altijd tot een formele stemming over de officiële tarieven zou moeten komen. De notulen van deze vergaderingen, inclusief de individuele stemmen, zouden zo spoedig mogelijk na afloop van de vergadering openbaar gemaakt dienen te worden. Aanvullend zou ieder lid van de Raad, zoals dat bijvoorbeeld in Japan gebeurt, zijn of haar stem publiekelijk kort moeten toelichten. Het publiceren van de stemmen en een toelichting daarop zou verder vergezeld dienen te gaan van de onderliggende analyse. Dit zou de transparantie en de verificerbaarheid van het beleid ten goede komen. Ten tweede zou de ECB regelmatig een document moeten publiceren (gelijk het Inflation Report van de Bank of England), waarin zij haar visie op de huidige en verwachte toekomstige economische situatie uiteenzet. Ten derde zou een onafhankelijk orgaan de procedures van de ECB grondig moeten doorlichten.

Hoogduin betoogde echter, dat de ECB juist grote waarde hecht aan openheid en transparantie en daarmee aan de informatieverstreking rondom haar beleid. Vergeleken met de Bank of England (BoE) is slechts de vorm waarin deze openheid wordt gegoten een andere. De door de president voorgezeten persconferenties direct na afloop van de tweewekelijkse bijeenkomst van de Raad zijn hiervan een voorbeeld. Eijffinger bracht hier tegenin dat een persconferentie nooit in de plaats van notulen zal kunnen komen, omdat die, afgezien van het voorbereide gedeelte, te zeer een ad hoc karakter zou hebben en weinig inzicht zou geven in de analyse van de economische situatie en de structuur van de besluitvorming. Notulen daarentegen zouden de markt hiervoor wel een handvat bieden. Buiter voegde hieraan toe, dat de twee weken die de BoE neemt om de notulen van het Monetair Beleidscomité te publiceren het technisch minimum zijn om een dergelijke beleidsbijeenkomst op adequate en zinvolle wijze te verslaan. De opmerking van Hoogduin, dat het beleid van de BoE de financiële markten vaak verrast en daarom niet als transparant en voorspelbaar kan worden gekenmerkt, werd door Buiter van de hand gewezen. Voorspelbaarheid is inderdaad gewenst, maar verrassing is een onderdeel van het leerproces van de markten.

---

<sup>1</sup> Haan, J. De en S.C.W. Eijffinger, *European Monetary and Fiscal Policy*, Oxford University Press, te verschijnen eind 1999.

<sup>2</sup> De Raad van Bestuur bestaat uit de presidenten van de nationale centrale banken en de leden van de directie (de president, de vice-president en vier andere leden). De Raad van Bestuur formuleert het monetaire beleid. De directie heeft tot taak het monetaire beleid uit te voeren overeenkomstig de richtsnoeren en besluiten van de Raad van Bestuur.

Hoogduin stelde voorts, dat de ECB bewust voor collectieve verantwoordelijkheid in plaats van individuele verantwoordelijkheid van de Raadsleden heeft gekozen. Zij is van mening, dat zij collectief als instelling verantwoordelijk is voor haar beleid en hij betwijfelt of het uitvoerig expliciteren van de visies van de individuele raadsleden de transparantie ten goede zou komen. In de strategie van de ECB past het publiceren van individuele stemmen niet. Bovendien worden bij de BoE weliswaar de individuele stemmen bekend gemaakt, maar wordt er tegelijkertijd een *collectieve* inflatievoorspelling naar buiten gebracht. Van den Berg (DNB) voegde hieraan toe, dat de benoeming voor een lange vaste termijn van de leden van de Directie van de ECB de onafhankelijkheid van de monetaire beleidsmaker beter waarborgt dan de herbenoembaarheid van leden van het Monetair Beleidscomité van de BoE. De mogelijkheid tot herbenoeming is bij de ECB-directieleden afwezig. Zij zullen als gevolg hiervan onafhankelijker optreden, omdat de benoemer (vaak de Minister van Financiën) zijn politieke invloed niet via dit kanaal kan aanwenden. Buiten wierp tegen dat politieke invloed ook bij een vaste termijn niet wordt uitgebannen, omdat ook de loopbaan *na* het Directielidmaatschap van invloed zal zijn op het huidige gedrag van de leden. Publicatie van notulen is zijns inziens een belangrijk instrument, ook bij het beperken van politieke invloed.

Hoogduin voerde verschillende redenen aan voor het niet publiceren van een inflatievoorspelling door de ECB. Een belangrijk argument is de 'versheid' van de nieuwe economische relaties in het eurogebied. De EMU bestaat pas een half jaar en de betrouwbaarheid van metingen van bijvoorbeeld M3 of de geharmoniseerde inflatie en hun onderlinge relatie moet nog blijken. De kwaliteitseisen die de ECB aan haar instrumenten en publicaties stelt zijn hoog en weerhouden haar vooralsnog van het uitbrengen van een inflatievoorspelling. Op een later tijdstip zal hier mogelijk wel toe worden overgegaan, maar momenteel dient het de transparantie nog niet. Het publiceren van een inflatievoorspelling zou daarnaast ook een onjuiste voorstelling van zaken geven ten aanzien van de beleidsstrategie van de ECB. Deze heeft gekozen voor een gedifferentieerde strategie (geldgroei en inflatie) waarvan een inflatievoorspelling slechts één element is. Het openbaar maken van (alleen) deze voorspelling brengt het risico van een te zware nadruk op één onderdeel van het beleid met zich mee. Een derde reden om van publicatie af te zien, is het risico dat de inflatievoorspelling het karakter krijgt van een 'self-fulfilling prophecy', dat wil zeggen dat zij de werkelijke inflatieontwikkeling gaat leiden. Eijffinger zag dit minder zwaar in: inflatievoorspellingen worden overal gemaakt en het is daarom niet zinvol er geheimzinnig over te doen. Het is belangrijk met de markt te communiceren.

Von Dewall (ING) vroeg aandacht voor het systeemrisico, dat wil zeggen het risico dat de deconfiture van één financiële instelling zich als een olievlek verspreidt en gevolgen heeft voor het gehele financiële stelsel. Door de toename van de omvang van financiële instellingen is automatisch ook het systeemrisico toegenomen. Vanwege deze ontwikkeling is de integriteit van de ECB en haar

bestuurders van groot belang. De nationale beleidspraktijk is door de samenstelling van de Raad van Bestuur ook van invloed op de wijze waarop op Europees niveau beslissingen worden genomen. Om deze reden moet het besluitvormingsproces volgens hem transparant zijn voor de burgers en zouden de overeengekomen regels strikt moeten worden opgevolgd.

**Financiële integratie en stabiliteit.** Ivo Arnold betoogde bij de presentatie van 'Financiële integratie en stabiliteit als randvoorwaarden voor een goed functionerende EMU', dat in Europa de financiële integratie is achtergebleven bij de monetaire integratie (de totstandkoming van de EMU). Hij stelde dat dit grote risico's voor de financiële sector en de financiële stabiliteit van de Europese economieën met zich meebrengt. Deze nadelen zouden volgens Arnold kunnen worden beperkt door het toezicht over te brengen van de elf nationale autoriteiten naar één Europees orgaan en door grensoverschrijdende fusies en overnames in de financiële sector niet langer door de toezichthouder te laten beoordelen. Dit zou, net als fusies en overnames in andere sectoren van de economie, door de Europese mededingingsautoriteit moeten plaatsvinden. Voordeel van de scheiding van toezichthouder en beleidsmaker is, dat een potentieel conflict tussen nationale en Europese belangen wordt voorkomen. Arnold pleitte er tevens voor, dat de vaak traditionele banden tussen het bankwezen en de overheid omwille van concurrentieverhoudingen en risico's zouden worden doorgesneden. Discussiant Van de Ven onderschreef de behoefte aan marktwerking, maar waarschuwde voor de gevolgen van een overhaaste financiële integratie. De monetaire stabiliteit zou in gevaar kunnen komen, als de nationale financiële markten in te korte tijd worden gedwongen te integreren. De grote verschillen die bestaan op het gebied van bijvoorbeeld woningfinanciering zouden bij snelle integratie de risico's voor de financiële sector vergroten. Bovendien zouden dan de actoren en de besluitvormingsprocessen te weinig tijd krijgen om over te schakelen, waardoor bijvoorbeeld onjuiste investeringsbeslissingen zouden kunnen worden genomen. Wat betreft de lender-of-last-resort-functie is Van de Ven van mening, dat het ESCB voldoende in staat en bereid is om snel te reageren in het geval van acute liquiditeitsproblemen (zowel van individuele instellingen als van de markt als geheel), maar onhelder is nog de precieze lastenverdeling indien hierdoor verliezen voor het ESCB zouden ontstaan.

Kremers (MvF) vroeg aan Arnold, welke volgorde hij voor ogen had: zou de overdracht van toezichthoudende taken vooruit moeten lopen op de financiële integratie of andersom? Welke zaken belemmeren de ontwikkelingen op deze terreinen momenteel? Arnold was van mening, dat hoewel ook de financiële instellingen initiatieven zouden moeten nemen (grensoverschrijdend samenwerken), op dit moment het nationale banktoezicht het voornaamste probleem-punt vormt. De hervormingen op dit vlak zouden vóór moeten gaan, omdat de

huidige starheid op dit terrein in de toekomst alleen maar kwalijker gevolgen zal hebben.

Schoenmaker (MvF) constateerde een onduidelijkheid: wie functioneert er nu als 'lender of last resort', de nationale centrale bank (NCB) of de ECB? Volgens Arnold is dit de NCB, waarbij hij net als Van de Ven verwacht dat de ECB wel als 'ultimate lender of last resort' zal optreden, in het geval de reddingsoperatie tevens een monetair doel, dat wil zeggen de prijsstabiliteit, zou dienen. Het prudentiële of bedrijfseconomische toezicht valt namelijk niet onder de taken van het ESCB of de ECB en de aanpak verschilt op dit moment nog van land tot land. Dus uitsluitend als het nastreven van prijsstabiliteit het deelnemen aan de reddingsoperatie niet in de weg staat, zal de ECB kunnen optreden als reddende engel. In de meeste landen behoort de toezichthoudende taak toe aan de NCB, maar in sommige landen is hiervoor een ander orgaan in het leven geroepen<sup>3</sup>. Overeenkomstig artikel 14.4 van de statuten van het ESCB en de ECB mag een NCB deze rol vervullen voor eigen verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid (voor eigen rekening en risico). De vraag of het optreden als 'lender of last resort' uit monetaire beleidsoverwegingen gewenst is, kan niet op voorhand worden beantwoord. Buiten wees in dit verband op het Amerikaanse model, waar banken in eerste instantie op de regionale Federal Reserve Bank zijn aangewezen, maar waar ook centrale financiering van reddingsoperaties mogelijk is als het belang ervan groot is.

## 2. Budgettair beleid in de EMU

Zowel De Haan als Boonstra presenteerden een alternatief voor het Stabiliteits- en Groeipact. De voordracht van de Haan 'Het Stabiliteits- en Groeipact: Noodzaak, Ervaringen en Verbeteringen' was gebaseerd op een plan van Cassella<sup>4</sup>. In dit plan worden per land overheidstekortrechten toegewezen, die vervolgens onderling kunnen worden verhandeld, zodat budgettair beleid flexibeler wordt dan onder het Pact het geval is. Het systeem wordt wel vergeleken met een systeem van verhandelbare emissierechten, zoals dat geldt voor de uitstoot van zwaveldioxide in de Verenigde Staten. Keller voorzag deze bijdrage van een reactie.

De inleiding van Boonstra 'Het EMU-fonds - Een alternatief voor het Stabiliteits- en Groeipact' bevatte een plan, waarbij de overheden ter financiering van hun tekorten niet langer zelfstandig toegang hebben tot de kapitaalmarkt, maar dit uitsluitend via het zogenoemde 'EMU-fonds' kunnen doen. Dit fonds is als

<sup>3</sup> Zoals in Duitsland het Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen en in België de Commissie voor Bank- en Financien.

<sup>4</sup> Cassella, A., 1999, Tradable Deficit Permits, paper voor de Economic Policy panel meeting, Frankfurt, april 1999.

enige bevoegd om staatsschulden te financieren, zodat nationaal overheidspapier ophoudt te bestaan. Deze inleiding werd bediscussieerd door Hoogduin. Aangezien beide voorstellen zijn gericht op het Pact, wordt het gemeenschappelijke deel van de discussie in dit verslag gezamenlijk behandeld.

**Het Stabiliteits- en Groeipact.** Het Pact werd door beide auteurs beschouwd als een te strak keurslijf, dat te weinig flexibiliteit biedt ten aanzien van de overheidsfinanciën. Lidmaatschap van de EMU vraagt wegens het opgeven van het monetaire beleidsinstrument volgens Boonstra en De Haan een grotere bewegingsruimte voor het budgettaire beleid dan het Pact kan bieden. Beiden voerden als argument aan, dat het begrotingsbeleid essentieel is om landspecifieke schokken op te vangen. Dit argument geldt eens te meer, als de EMU de komende jaren nog zou worden uitgebreid. Bovendien zou het budgettaire beleid door het Pact niet in staat zijn om conjuncturele schommelingen op te vangen, omdat de automatische stabilisatoren, zoals werkloosheidsuitkeringen, te weinig ruimte krijgen om te kunnen werken.

Hoogduin bracht hier echter tegenin, dat de automatische stabilisatoren hun werk kunnen blijven doen, als een land in tijden van economische voorspoed een tekort binnen de norm of liever een overschot heeft, zodat het in tijden van economische verflauwing, wanneer er een beroep op de stabilisatoren wordt gedaan, binnen de tekortnorm kan blijven. Boonstra betoogde, dat een aantal landen een aanzienlijk lager tekort zou moeten creëren om een voldoende buffer op te bouwen, maar dat de bereidheid hiertoe niet erg groot lijkt. Hoogduin bracht naar voren, dat in het Pact reeds is opgenomen dat landen in goede tijden een kleiner tekort en liever nog een overschot op hun begroting moeten hebben, zodat zij een voldoende grote buffer creëren voor slechte tijden. Algemene overeenstemming bestond er over de stelling, dat begrotingsdiscipline ten allen tijde gewenst is, ook zonder EMU. Discussiant Hoogduin voegde hieraan toe, dat er niet alleen op de conjunctuur gelet moet worden, maar dat ook andere factoren de noodzaak van begrotingsdiscipline benadrukken. Een voorbeeld hiervan is de (voorziening voor de) vergrijzing.

Een ander gerelateerd punt van kritiek was, dat het budgettaire beleid door de in het Pact vastgelegde verplichting tot snelle afname van het tekort een procyclisch karakter zou krijgen. In tijden van economische vertraging kunnen landen hun economieën vanwege de strakke tekortnorm niet meer stimuleren, hetgeen een verdere economische vertraging in de hand werkt. Hierdoor zou de conjunctuurencyclus grotere uitslagen kunnen gaan vertonen. Door het wegvallen van het monetaire beleidsinstrument en de beperkte ruimte voor budgettair beleid is er namelijk minder ruimte voor anticyclisch beleid, waardoor de uitslagen minder goed kunnen worden opgevangen. Hoogduin erkende, dat het (verplicht) terugdringen van tekorten kan leiden tot procyclisch begrotingsbeleid. Op lange termijn is tekortreductie echter gewenst, zodat het eerste ongemak vanuit con-

junctureel oogpunt ongewenste tekortreductie voor lief moet worden genomen. Daarnaast kan het terugdringen van tekorten tegen de conjunctuur in volgens Hoogduin ook positieve vertrouwenseffecten teweeg brengen, aangezien het tonen van begrotingsdiscipline door het publiek en de markten op prijs gesteld wordt.

Een volgend discussiepunt ten aanzien van de budgettaire regels betrof de willekeurigheid van de schuld- en tekortnormen van respectievelijk 60% en 3% van het Bruto Binnenlands Product (BBP). Hierbij is geen rekening gehouden met de specifieke situatie van de verschillende landen. De overheidsfinanciën van het ene land zijn immers conjunctuurgevoeliger dan die van het andere land. Het is echter moeilijk om op wetenschappelijke basis tot een bepaalde gedragslijn of specifiek getal te komen. Daarbij komt, dat het afschaffen of wijzigen van de normen grote negatieve vertrouwenseffecten zou kunnen oproepen. Met betrekking tot de individuele landen werd door Keller betoogd, dat het Pact als aanvulling op de afspraken uit het Verdrag van Maastricht een voordeel biedt, aangezien het verder gaat dan de '3%-norm'. Het voorziet in een netwerk van mogelijkheden voor overleg, uitvoering en uitzondering, waardoor niet van een keurslijf zou kunnen worden gesproken. Tegelijkertijd biedt het Pact door de regels voldoende houvast om weerstand te bieden tegen te veel politieke inmenging.

Von Dewall onderschreef de breedgedragen noodzaak van begrotingsdiscipline. Als de afspraken uit het Pact worden opgevolgd, hoeft het slechts tijdelijke werking te hebben. Wanneer de landen zich enige tijd 'netjes' gedragen, zal het Pact daarna niet meer als knellend hoeven worden beschouwd.

Door De Haan werd aangevoerd, dat in het huidige Pact wel een 'straf' bestaat voor het overschrijden van de tekortnorm, maar geen beloning voor 'goed gedrag'. Vooral de kleinere landen met een gezond budgettair beleid zijn hiervan de dupe. Zij betalen volgens Boonstra ook nog eens een onnodig hoge rente, omdat hun overheidspapier te weinig liquide is. De beloning bestaat in het voorstel van De Haan uit de opbrengsten van te verkopen tekortrechten en in het voorstel van Boonstra uit een lager rentetarief. Dit is een stimulans voor de tekortreductie. Verder worden de boetes uit het Pact als weinig geloofwaardig beschouwd. Wat gebeurt er als in tijden van economische neergang de tekortnormen daadwerkelijk worden overschreden, terwijl er in technische zin nog geen sprake is van een recessie? En wat als dit in meerdere landen tegelijk gebeurt? Met andere woorden, hoe heet zal de soep dan worden gegeten? Ook de voorgestelde alternatieven bevatten een 'straf-systeem', dat noodzakelijk is om de afspraken af te dwingen. De vorm is echter afwijkend. Als de overheidstekorten oplopen, zullen de financieringskosten stijgen in de vorm van een hogere renteopslag danwel een hogere prijs van de te verwerven additionele tekortrechten. Uiteindelijk zijn het dan de oplopende kosten die het beleid zouden moeten beïnvloeden. Het Pact vertrouwt op de efficiënte werking van de finan-

ciële markten voor het afdwingen van begrotingsdiscipline. Maar de huidige praktijk van geringe rentever verschillen bij grote verschillen in de gezondheid van de overheidsfinanciën wijst erop, dat deze veronderstelling onjuist is. De *no-bail out* clause uit het Verdrag van Maastricht, die stelt dat landen in financiële problemen niet de helpende hand zal worden toegestoken, wordt blijkbaar niet geloofwaardig geacht. In de kwaliteit van debiteuren binnen de EMU wordt door de financiële markten nauwelijks onderscheid gemaakt. En door gebrek aan een hogere risicopremie gaat van de markten derhalve geen disciplinerende werking op de overheidsfinanciën uit. Een land als Italië heeft bijvoorbeeld wel een discutabele budgettaire reputatie, maar het rentever schil ten opzichte van Duitsland is niet bijster hoog. Bij invoering van het EMU-fonds zou het land dat verzaakt -de tekortnorm overschrijdt- een veel groter probleem hebben dan onder het Pact. Aangezien er bij het EMU-fonds geen nationaal overheidspapier meer bestaat, kan het betrokken land in zo'n geval niet meer de kapitaalmarkt op om geld aan te trekken. Het zal in onderhandeling moeten met het EMU-fonds, dat op deze manier betere discipline af kan dwingen. Discussiant Hoogduin voerde ter verdediging van het Pact aan, dat de vorming van de EMU de werking van de financiële markten reeds een extra impuls heeft gegeven. Daarbij kunnen de nationale overheden en bijvoorbeeld de Europese Commissie een verdere integratie helpen bevorderen.

Buiter was van mening, dat de als negatieve externe effecten bestempelde hogere rentes voor kleine landen geen reden tot ingrijpen zijn. Er kan namelijk onderscheid worden gemaakt tussen technische en financiële externe effecten. De technische externe effecten -dit zijn de externe welvaartseffecten van bijvoorbeeld een faillissement van een land- moeten worden verholpen, maar de financiële externe effecten -de hogere rentes- zijn zuiver het gevolg van marktwerking en vragen derhalve niet om actie. Bovendien zou voor een oplossing een supranationaal orgaan in het leven moeten worden geroepen, terwijl overheidstekorten en -schulden nog altijd een nationale aangelegenheid zijn.

De Haan bracht hiertegen in, dat er wel degelijk sprake is van negatieve externe effecten als gevolg van de kans op een reddingsoperatie ("bail-out"). Vanwege excessief lenen stijgt de rente in het hele eurogebied, zodat ook andere landen daar last van hebben. De Haan vindt het daarom gewenst om juist wel limieten in te voeren.

Of het loslaten van het Pact al dan niet opportuun is, bleek eveneens punt van discussie. Boonstra voerde aan, dat het loslaten van het Pact nu een groot risico lijkt, maar dat het op een later tijdstip loslaten van het Pact in geval van een economische crisissituatie een groter risico met zich mee zou brengen, omdat de negatieve vertrouwenseffecten dan veel groter zouden zijn. Daarbij zou volgens hem het Pact kwetsbaarder worden naarmate de EMU groter wordt, zodat de effecten van het loslaten van het Pact ook groter zouden zijn. Zelfs als er thans



geen vuiltje aan de lucht zou lijken, zouden eventuele toekomstige problemen nu reeds moeten worden ingecalculeerd, opdat men in de toekomst niet voor verrassingen komt te staan. Maar, zoals discussiant Keller en De Haan al aangaven: 'the proof of the pudding is in the eating': bij voortzetting van het huidige Pact zal de toekomst uitwijzen hoe dit daadwerkelijk functioneert.

Hoogduin zag het Pact als een verstandig instrument en het afschaffen als contra-productief. Hij was ervan overtuigd, dat de negatieve effecten hiervan groter zullen zijn dan de positieve effecten en dat het vertrouwen van de markten en het publiek geschaad zal worden. Wel suggereerde hij, dat het EMU-fonds wellicht als aanvulling op het Pact zou kunnen fungeren. Von Dewall voegde hieraan toe, dat een dergelijke constructie (gezamenlijke financiering) misschien wel voor de kleine landen een optie zou kunnen zijn om de liquiditeit van hun schuld te vergroten.

Keller voerde aan, dat het Pact niet perfect is en dat men er dus kritisch naar moet blijven kijken. Het is echter wel de politieke realiteit: de huidige institutionele vormgeving moet als gegeven worden beschouwd, er blijkt bij beleidsmakers weinig ontvankelijkheid voor aanpassingen of alternatieve benaderingen. De Haan was echter van mening, dat de mogelijke gevolgen van het openbreken van het Verdrag van Maastricht op zichzelf niet als argument tegen andere systemen gebruikt kunnen worden. Voor een betere werking van het Pact is het essentieel, dat de Ministers van Financiën voortdurend blijven wijzen op gemaakte afspraken en dat ook de stabiliteitsprogramma's worden nageleefd. Volgens Keller is met name op het gebied van voorlichting over actuele discussies en bijvoorbeeld de stabiliteitsprogramma's nog veel werk te verrichten. Zijns inziens zou de werking van het Pact worden bevorderd als het meer zou leven, niet alleen onder de Europese bevolking, maar ook in het kabinet en het parlement.

**Discussie over het EMU-fonds.** De specifieke discussie over het EMU-fonds spitte zich toe op een aantal meer praktische aspecten. Hoogduin vroeg zich af, of het invoeren van rente-op- en -afslagen wel daadwerkelijk tot een gezonder budgettair beleid zou leiden. Landen zullen immers pas meer discipline aan de dag leggen als de kosten van ongewijzigd beleid te hoog worden, dus als de renteopslagen voldoende prohibitief zijn. Het is echter de vraag, of de opslagen zodanig zullen zijn, dat zij werkelijk prohibitief gaan werken. Het besluit hieromtrent zal namelijk door politici en met eenparigheid van stemmen moeten worden genomen. Boonstra bracht hier tegenin, dat het hier een eenmalig besluit vooraf betreft, in plaats van achteraf per geval stemmen over eventueel op te leggen boetes.

Een tweede punt van kritiek is, dat de hogere rentelasten een uit de hand lopende begrotingssituatie verder zouden kunnen verslechteren. Voorts zou de hogere rente van het oplopend tekort in het ene land worden doorgegeven aan andere landen. Als namelijk het gemiddelde tekort stijgt, zal de standaard (benchmark)-

rente en daarmee ook de rente voor de landen met een klein tekort stijgen. Boonstra vond echter, dat dit geen goed argument is, omdat de andere varianten eveneens voor een verder verslechterende begrotingssituatie zouden kunnen zorgen: bij het Pact door de opgelegde boetes en bij de verhandelbare tekortrechten door het aankopen van deze rechten.

De basisvariant van het EMU-fonds omvat geen tekortplafond, zoals dat in de huidige verdragen wel geldt. Hoogduin vroeg zich af, of dit niet juist voor meer financiële instabiliteit zal gaan zorgen, omdat er niet langer sprake zal zijn van een formele rem op de omvang van het tekort. De renteopslag is in de EMU-fonds-variant namelijk afhankelijk van het verschil tussen het nationale overheidstekort en het EMU-gemiddelde. Bij een stijging van het gemiddelde tekort (waarbij de tekorten niet evenredig toenemen) zou de renteopslag voor de 'slechten' meer dan gemiddeld toenemen. In deze zin is er wel sprake van een rem, maar er is geen eindpunt. Tevens kan het zo zijn, dat de stijging van de standaard-rente groter is dan de 'afslag' voor de 'goeden', waardoor zij per saldo duurder uit zijn.

Boonstra stelde echter, dat het nu niet anders is: Italië morrelt aan de afspraken en prompt loopt in de hele EMU de rente op.

**Discussie over de verhandelbare tekortrechten.** Ook bij het plan van de verhandelbare tekortrechten richtte de discussie zich op de praktische uitwerking van het plan. Hoogduin stelde, dat de grote verschillen in overheidsbudgetten een belemmering voor de verhandeling vormen. Stel dat Nederland een tekortrecht ter waarde van 1% BBP wil verkopen en dat Duitsland ter waarde van 1% BBP wil aankopen. Dat Nederlandse tekortrecht is slechts eenzesde van het Duitse. Hoe wordt dit opgelost? Een tweede vraag luidt, hoe de prijzen van de tekortrechten zouden worden bepaald. In de praktijk zal het erop neerkomen, dat een land het *recht* koopt om bijvoorbeeld 1 miljard euro extra tekort te mogen hebben. Omdat hiervoor moet worden betaald, is de extra bestedingsruimte kleiner dan de omvang van het aangekochte tekortrecht. Hoe geschiedt de toewijzing van de rechten en wie stelt de totale hoeveelheid tekortrechten vast? Zal dit plaatsvinden volgens bepaalde vaste regels of is er een comité dat hier jaarlijks over beslist? Net als bij het EMU-fonds zal hieromtrent in eerste instantie toch politieke besluitvorming moeten plaatsvinden. De antwoorden op de meeste vragen zijn meer in detail uitgewerkt in het plan van Cassella.

Het argument, dat op de markt voor tekortrechten slechts een beperkt aantal spelers zou optreden waardoor de marktwerking onvoldoende is, werd door De Haan weerlegd. Er kan immers worden bepaald, dat er meer spelers dan alleen de nationale overheden mogen toetreden. Naast overheden zouden hier eventueel ook andere partijen, zoals lagere overheden, kunnen worden toegelaten. Zo zou een benadering van een efficiënte markt kunnen worden gecreëerd.

In het algemeen voerde Hoogduin aan, dat het van belang is om over de financiering van overheidstekorten goede afspraken over te maken, omdat het van invloed is op het monetaire beleid. Oplopende overheidstekorten kunnen het monetaire beleid en daarmee de geloofwaardigheid van de ECB danig onder druk zetten. Het budgettaire beleid van de individuele lidstaten is hierdoor van invloed op het communautaire monetaire beleid.

Raab (MvF) stelde, dat het fundamentele probleem bij het streven naar lagere tekorten de politieke omgeving van het budgettaire beleid is, waardoor het beleid onderhevig is aan tijdsinconsistentie. Lagere tekorten zijn een publiek goed, dus over de wenselijkheid hiervan is meestal weinig discussie. Maar rond verkiezingen blijkt het publiek en daarmee de politiek erg gevoelig voor bezuinigingen en verkort de tijdshorizon zich weer tot de verkiezingen. In het plan van De Haan wordt goed gedrag (begrotingsdiscipline) pas op termijn beloond in de vorm van te verkopen tekortruimte. In verband met de relatief korte politieke tijdshorizon zal een regering weinig geneigd zijn impopulaire maatregelen te nemen. De beloning hiervoor is immers onzeker en ligt in de toekomst, terwijl niet bezuinigen direct kan worden beloond met een goed verkiezingsresultaat.

### 3. Afsluiting

Het seminar omvatte twee levendige discussies over actuele onderwerpen, waaruit bleek dat, alhoewel het publieke debat rond de EMU na de totstandkoming ervan enigszins is verstild, er nog voldoende stof voor discussie resteert. De werkwijze van de ECB en de werking van het Pact bleken daarin de favoriete thema's te zijn. Wij hopen, dat deze bundeling van inleidingen en de samenvatting van de discussie aan de verdere ontwikkeling en uitwerking van deze materie een bijdrage kan leveren.