

## **Centrale tekortfinanciering in de EMU**

Sinds het begin van dit jaar kennen de EU-lidstaten die aan de EMU deelnemen geen zelfstandig monetair beleid meer. Dit wordt immers centraal geformuleerd door de Europese Centrale Bank (ECB) in Frankfurt. Voor de nationale centrale banken is wat betreft het monetaire beleid nog slechts een taak weggelegd als uitvoerder. De EMU-landen hebben evenmin een zelfstandig wisselkoersbeleid. De nationale munten zijn immers geen zelfstandige valuta's meer, maar zijn nog slechts een nationale uitdrukking van de euro.

Hierdoor vormt de overheidsbegroting tegenwoordig het belangrijkste macro-economische beleidsinstrument voor de nationale beleidsmakers. Tot op de dag van vandaag zijn de lidstaten verregaand autonoom in hun begrotingsbeleid. Waar in andere monetaire unies, zoals de Verenigde Staten, een belangrijke rol is toebedeeld aan de centrale federale begroting, ligt wat dit betreft het zwaartepunt in Europa op nationaal niveau. De begroting van "Brussel" is uiterst gering qua omvang in vergelijking met die van de nationale overheden.

Niet alleen zijn de lidstaten verregaand autonoom op het terrein van het begrotingsbeleid, ook worden zij geacht hun eigen boontjes te doppen als zij budgettaire problemen ondervinden. Een individuele lidstaat staat immers niet garant voor de verplichtingen van de andere landen. Dit is in het Verdrag van Maastricht vastgelegd in de zogenoemde "no bail-out" clause (artikel 104B).

### **Grenzen aan de budgettaire autonomie**

Toch wordt ook aan de autonomie van de EMU-landen op budgettair beleid geknaagd. Zo is monetaire financiering van overheidstekorten volgens het Verdrag van Maastricht verboden. Voorts moesten de landen die aan de EMU wilden meedoen eerst voldoen aan strenge normen aangaande het begrotingsbeleid. Ook na toetreding tot de EMU blijven spelregels gelden, zoals vastgelegd in het zogenoemde Stabiliteits- en Groeipact. Volgens de afspraken in dit Pact mogen de overheidstekorten van EMU-lidstaten het niveau van 3% BBP niet overschrijden, behoudens in enkele nauw omschreven

uitzonderingsgevallen.<sup>1</sup>

Landen met een te hoog tekort kunnen worden verplicht tot het aanhouden van een renteloos deposito bij de ECB of het betalen van een boete. Om ervoor te zorgen dat landen in tijden van gunstig economisch tij voldoende budgettaire manoeuvreerruimte opbouwen om hun tekort ten tijde van laagconjunctuur beneden de 3% BBP te houden, worden zij geacht te streven naar een overheidsbegroting die min of meer in evenwicht is. De beleidsvoornemens worden vastgelegd in zogenoemde stabiliteitsprogramma's, die jaarlijks bij de Europese Raad moeten worden ingediend en door deze moeten worden goedgekeurd.

### **De huidige stand van zaken**

Door hun autonomie op het terrein van het begrotingsbeleid geven de diverse EMU-lidstaten ook nog steeds hun eigen staatsleningen uit ter financiering van hun begrotingstekort. Hierdoor blijft de EMU-obligatiemarkt een versnipperd karakter behouden. In tegenstelling tot de Verenigde Staten, waar de federale overheid veruit de grootste emittent van obligatieleningen is, is in de EMU de belangrijkste overheidsdebiteur klein in verhouding tot de totale markt. De Duitse centrale overheid, de Bund, heeft in de EMU de status van "benchmarkdebiteur" slechts verworven bij gebrek aan beter. De huidige situatie kent een aantal onplezierige bijverschijnselen:

1. De renteverschillen op de Europese obligatiemarkt worden niet zozeer bepaald door de kwaliteit van de debiteur, maar veeleer door de omvang (en daarmee de mate van verhandelbaarheid) van de uitgegeven leningen. Ook is de leverbaarheid onder "futurescontracten" in dit opzicht een belangrijke factor. Daardoor betaalt Duitsland, ondanks de moeizame wijze waarop dit land aan de EMU toelatingscriteria kon voldoen, de laagste rente. Tegelijkertijd moeten landen met uitmuntende prestaties op het terrein van de overheidsfinanciën, zoals Nederland, Ierland of Finland, een liquiditeitspremie betalen (zie tabel). Voor

- ons land is de situatie zelfs relatief verslechterd. In de jaren voorafgaande aan de EMU betaalde de Nederlandse Staat veelal een lagere rente op zijn schuld dan de Duitse overheid. Anno 1999 vertaalt het gezonde begrotingsbeleid in ons land zich niet meer in een lagere rente. Integendeel, Nederland wordt door de markten voor de relatief geringe omvang van haar staatsleningen “gestraft” met een opslag van circa 15 basispunten boven het Duitse tarief.
- Het voorgaande lijkt er op te duiden, dat de markten weinig geloof hechten aan de “no bail-out” clausule. Blijkbaar zien beleggers vandaag de dag vrijwel geen verschil in debiteurenstatus tussen de verschillende EMU-lidstaten.
  - Het schulduitgiftebeleid van de verschillende nationale overheden wordt momenteel niet goed gecoördineerd. Daardoor lopen zij elkaar tijdens emissies van staatsleningen bij tijd en wijle hinderlijk voor de voeten
  - De Duitse Bund is weliswaar de standaard, maar is in verhouding tot de totale marktomvang feitelijk te klein voor een dergelijke status. Zeker vergeleken met de derivatenmarkt is sprake van een wanverhouding, waarbij de onderliggende waarde van de openstaande contracten soms ver uitstijgt boven het totaal aan uitstaande obligatienleningen. Verscheidene toezichhouders hebben er al op gewezen, dat een dergelijke situatie tot spanningen op de financiële markten kan leiden.
  - Er is in een aantal landen sprake van een ongezonde verstrengeling tussen de overheid en het bankwezen. Directe monetaire financiering moge dan zijn uitgebannen, maar de indirecte weg via het bankwezen staat nog open en daarvan wordt nog gebruik gemaakt. Met name in landen waar de overheid een stevige greep heeft op bankwezen, blijken banken forse posities in overheidspapier aan te houden.

- Het Stabiliteits- en Groeipact wellicht minder toekomstvast dan menig beleidsmaker hoopt. Het gemeenschappelijke monetaire beleid van de ECB zal in de toekomst regelmatig op gespannen voet staan met de binnenlandse conjunctuur in een bepaalde lidstaat. In feite is dit thans reeds het geval. Zo zou bijvoorbeeld Nederland best een wat hogere rente kunnen gebruiken, terwijl een lagere rente in Italië geen kwaad zou doen. Waar echter het monetaire en valutaire beleid ontbreken om op nationaal niveau de conjunctuur bij te sturen, is de kans groot, dat van het begrotingsbeleid een grotere mate van flexibiliteit wordt gevergd dan het Pact toestaat. Zeker als de EMU wordt uitgebreid met de resterende EU-landen en op lange termijn wellicht ook met toekomstige EU-leden als bijvoorbeeld Polen, Hongarije en Tsjechië, wint dit argument verder aan belang.

#### Centrale financiering van overheidstekorten

Tegen de achtergrond van het voorgaande is het interessant, dat demissionair Europees commissaris De Silguy onlangs een voorstel heeft gelanceerd om tot centrale financiering van overheidstekorten over te gaan.<sup>2</sup> Zijn voorstel, dat voor zover bekend nog niet in detail is uitgewerkt, komt er grofweg op neer dat de financiering van de overheidstekorten voortaan door een centraal agentschap zou moeten geschieden. De Silguy sprak de verwachting uit, dat op deze wijze de fragmentatie van de Europese obligatiemarkt kan worden verminderd, waardoor de rentelasten voor de emittenten omlaag kunnen, vooral voor de kleinere lidstaten. Naar zijn mening weegt het voordeel van centrale financiering van overheidstekorten in de vorm van een lagere rente ruimschoots op tegen het nadeel van een verdere afname van de nationale autonomie op budgettair terrein.

#### Overheidsfinanciën en rente-ecarts

	B	Du	Fi	Fr	Ir	It	Nl	O	P	Sp
Saldo overheidsbegroting (% BBP)	-1,0	-1,9	2,3	-2,5	2,3	-2,5	-1,4	-2,2	-2,0	-1,8
Staatsschuld (% BBP)	113,2	63,3	47,2	67,4	49,2	118,5	66,7	63,3	56,8	72,8
Renteverschil (10 jr.) met Duitsland (gemiddeld sedert 1/99; basispunten)	25	-	22	11	12	26	13	24	17	26

Ramingen OESO, juni 1999, renteverskil realisaties

### **Voordelen van centrale financiering**

De voordelen van centrale financiering van overheidstekorten zijn duidelijk. Zo zal de nieuwe emittent, onder de veronderstelling dat alle lidstaten hun financiering voortaan centraal regelen, spoedig de positie van “benchmark” in de euro-obligatiemarkt verwerven. Het totaal aan door de centrale instelling uit te geven nieuwe leningen zal daarbij dermate groot zijn, dat de markt in dit nieuwe papier al snel meer liquide is dan welke huidige nationale markt in staatsschuld ook. De nieuwe markt zal ook in staat zijn om een forse derivatenmarkt te dragen, zonder gevaar van illiquiditeit in stress-situaties.

Met name voor kleine landen is er dan het voordeel, dat de huidige liquiditeitspremies verdwijnen, waardoor hun rentekosten duidelijk kunnen dalen. Een bijkomend voordeel is, dat de huidige markt in nationaal schuldpapier geleidelijk zal opdrogen. Dit betekent ook, dat het nationale bankwezen niet meer kan worden gebruikt om nationale staatsschuld op te nemen. Hiermee kan de huidige ongezonde financiële verstrengeling tussen staat en bankwezen, zoals die in een aantal landen nog bestaat, ten einde komen.

### **Problemen bij centrale financiering**

Er kleven aan de centrale financiering van overheidstekorten echter ook enkele nadelen. Ten eerste betekent dit, zeker als de centrale financiering een verplichtend karakter zou hebben, in de ogen van velen een verdere inperking van de nationale autonomie aangaande het begrotingsbeleid. Dit wordt vaak nog als een stap te ver gezien.

Voorts kan er op worden gewezen, dat het voordeel van centrale financiering voor de kleine landen, het verdwijnen van de liquiditeitspremies, voor Duitsland natuurlijk een nadeel is. Dit land geniet nu immers de status van “benchmark”, waardoor het tegen extra lage rente de staatsschuld kan financieren. Het verlies van deze status betekent dus hogere rentelasten.

Tot slot hebben niet alle EMU-lidstaten een identieke kredietwaardigheid; de verschillen hierin zullen in de loop der tijd verder kunnen toenemen als de EMU verder wordt uitgebreid. Dit roept de vraag op wat de kredietwaardigheid van de centraal uitgegeven leningen gaat bepalen? Hiermee samenhangend is de vraag wie er garant staat als een lidstaat in gebreke zou blijven ten opzichte van de centrale agent. In dit

licht rijst ook de vraag, of centrale financiering wel te rijmen valt met de “no bail-out” clausule van het Verdrag van Maastricht.

### **Hoe zwaar wegen de problemen?**

Nadere beschouwing leert echter, dat de problemen niet zo zwaar hoeven te wegen als menigeen denkt. Wat betreft de aantasting van de nationale autonomie aangaande het begrotingsbeleid kan worden opgemerkt dat deze beperkt blijft tot de wijze van financiering van de tekorten. Ten aanzien van veel belangrijker zaken als de omvang van het overheidstekort de samenstelling van de uitgaven en de hoogte van de belastingtarieven brengt centrale financiering geen verdere aantasting van de autonomie met zich mee.

De andere gesignaleerde problemen wegen wellicht zwaarder. Zo zal Duitsland pas bereid zijn mee te doen aan een dergelijke constructie als van te voren aannemelijk kan worden gemaakt, dat het per saldo niet duurder uit zal zijn.

Daarnaast moeten verschillen in kredietwaardigheid zich ook bij centrale financiering uiten in de kosten voor overheidsdebiteuren. Anders zou het voorstel een subsidie-element bevatten, waarin de sterkste landen de minder kredietwaardige subsidiëren. Dit is politiek niet haalbaar, het zou de disciplinerende werking van de financiële markten verder ondermijnen en daarmee uitnodigen tot “free rider” gedrag. Tot slot moet nader worden stilgestaan bij het onverhoopte geval, dat de overheid van een lidstaat faillieert. Hoe verhoudt in zo'n geval centrale financiering zich tot de “no bail-out” clausule van het Verdrag van Maastricht? Dit impliceert, dat wil het voorstel van De Silguy werkbaar zijn, aan de precieze invulling ervan hoge eisen moeten worden gesteld.

### **Institutionele uitwerking<sup>3</sup>**

Een mogelijke invulling zou de volgende kunnen zijn. Denkbaar is, dat een centrale agent obligaties emitteert en de aldus verkregen middelen doorsluisst naar de lidstaten ter financiering van hun overheidstekort. Hierbij zou een rente-opslag of -afslag in rekening kunnen worden gebracht, al naar gelang de relatieve prestaties van de landen op budgettaire terrein. Dit betekent, dat goed beleid wordt beloond, maar slecht beleid wordt gestraft met een geleidelijk

oplopende opslag. Op deze wijze kan binnen de EMU de disciplinerende werking van de markt juist worden versterkt en het subsidie-element en het daarbij gevreesde profiteursgedrag worden vermeden. De som van opslagen en afslagen moet gelijk zijn aan nul; de centrale agent heeft geen winstoogmerk. Deelname aan centrale financiering zou dan wel verplicht moeten zijn. Dit is niet alleen nodig om de nieuwe gemeenschappelijke agent snel de status van "benchmark" te laten bereiken, maar ook om te bewerkstelligen dat deze een sterke positie heeft ten opzichte van de deelnemende landen. Dit is met name van belang voor het vaststellen van de rente-op- en afslagen. Het mag niet zo zijn dat lidstaten, als de uitkomst hen niet zint, zich alsnog direct tot de obligatiemarkt wenden of schuldpapier bij het nationale bankwezen onderbrengen. Vanwege het verplichtende karakter van centrale financiering zou in dit model overigens wel een wijziging van het Verdrag van Maastricht noodzakelijk zijn.

#### **Een in gebreke blijvende lidstaat**

Ofschoon de gemiddelde kredietwaardigheid van de Europese overheden vandaag de dag hoog tot zeer hoog is, mag op voorhand niet worden uitgesloten dat er ooit een EMU-lidstaat in gebreke blijft. In de huidige situatie, waarin ieder land zijn eigen schuld uitgeeft en er soms nauwe banden bestaan tussen overheid en bankwezen, zou een dergelijke gebeurtenis aanleiding geven tot stevige schokgolven door het financiële systeem. Hierbij is het niet uitgesloten, dat de ECB toch zou worden gedwongen tot een steunoperatie voor het bankwezen.

Als een land in gebreke blijft ten opzichte van de centrale agent, is de problematiek vergelijkbaar met de huidige situatie. Het grote verschil is wel, dat zo'n land zich dan ten opzichte van de centrale agent in een uiterst zwakke positie bevindt. In een dergelijke situatie kan het zich immers niet meer zelf wenden tot de kapitaalmarkt of het nationale bankwezen.

Daarnaast is het verstandig om al eerder veiligheidskleppen in te bouwen. Zo kan worden bepaald, dat aan landen waarvan het overheidstekort een bepaald niveau overschrijdt, niet alleen een rente-opslag, maar tevens beleidsrichtlijnen worden opgelegd. Een dergelijke constructie is vergelijkbaar met de zogenoemde conditionaliteit van

kredietverlening, zoals het IMF deze al van oudsher hanteert. De ervaring van het IMF leert, dat dergelijke van buiten af opgelegde beleidscondities het politieke draagvlak voor beleidswijzigingen ten goede nogal eens aanmerkelijk vergroten.

Zo beschouwd hoeft centrale financiering ook niet op gespannen voet te staan met de no bail-out clausule.

#### **Tot slot**

In het voorgaande is het voorstel van De Silguy verder uitgewerkt tot een voor alle EMU-lidstaten verplichte centrale financiering. Het is evenwel ook mogelijk, dat een aantal lidstaten op vrijwillige basis hiertoe overgaat. Met name voor kleinere lidstaten kan dit voordelen met zich meebrengen, al is het dan waarschijnlijk wel nodig dat zij onderling voor elkaars verplichtingen garant staan. Of de voordelen van centrale financiering dan altijd opwegen tegen de nadelen valt nog te bezien. In ieder geval zal in een vrijwillige variant van centrale financiering goed moeten worden afgesproken aan welke criteria een land moet voldoen, wil het eraan mogen meedoen. Een bijkomend voordeel van de hiervoor geschetste zware variant van centrale financiering is, dat het op termijn ook een alternatief voor het Stabiliteits- en Groeipact zou kunnen zijn. Als op de langere termijn de tekortplafonnering van dit Pact als een te strak keurslijf wordt ervaren, kan centrale financiering, aangevuld met rente-op- en afslagen en beleidsconditionaliteit wellicht een goed alternatief zijn. Het geheel overziend zouden de potentiële voordelen van centrale financiering dermate groot kunnen zijn, dat er redenen te over zijn om het voorstel van De Silguy nader uit te werken

Augustus 1999

Wim Boonstra (030-2162629)

w.w.boonstra@rn.rabobank.nl

<sup>1</sup> Zie voor meer details over het SGP Themabericht 1997/02 januari 1997.

<sup>2</sup> Yves-Thibault de Silguy *The euro: the key to Europe's lasting success in the global economy* toespraak voor de Corporation of London 26 juli 1999

<sup>3</sup> Voor een meer in detail uitgewerkt model zie W.W.Boonstra Het EMU-fonds. Een alternatief voor het Stabiliteits- en Groeipact *Tijdschrift voor Politieke Economie* jrg 21(4) oktober 1999.