

Inbreng rondetafelgesprek over de Economische en Monetaire Unie Tweede Kamer¹

Bas Jacobs – Erasmus Universiteit Rotterdam²

2 december 2012

Samenvatting

Er zijn drie noodzakelijke minimumvoorwaarden voor het voortbestaan van de eurozone: i) een bankenunie, ii) het herstructureren van schulden van insolvable overheden, iii) een lener-in-laatste-instantie voor solvabele, maar illiquide overheden (al dan niet na hervormingen en budgettaire ingrepen). De onafhankelijkheid van de Europese Centrale Bank (ECB) moet worden geborgd door verliezen op de openmarktoperaties budgettair te financieren. Het is onvermijdelijk dat Europa transfers en garanties organiseert om de muntunie budgettair te borgen en een onafhankelijke monetaire politiek te kunnen blijven voeren. Dat kan de via noodfondsen, de ECB, eurobonds of andere vormen van budgettaire of quasi-budgettaire solidariteit geschieden. De aangescherpte begrotingsregels miskennen de werkelijke oorzaken van de eurocrisis (bankenproblemen en systeemdefecten in de muntunie) en frustreren het verkleinen van de macro-economische onevenwichtigheden. De no-bailout clause van het verdrag van Maastricht is niet geloofwaardig te maken zonder invoering van een bankenunie. Begrotingsbeleid zou meer moeten worden gecoördineerd en de ECB zou een hogere inflatiedoelstelling kunnen hanteren. Stappen richting een meer federaal Europa zijn geen noodzakelijke voorwaarde voor het voortbestaan van de muntunie. Gebrekkige naleving van de Europese afspraken is de prijs die moet worden betaald voor de onbereidwilligheid van nationale staten om soevereiniteit en bevoegdheden af te dragen aan Europa.

1. Inleiding: schuld en boete?

In het Nederlandse parlement hebben staatsschulden en begrotingsregels een dominante rol gespeeld in de politieke beeldvorming. Veel politieke partijen hebben het ‘schuld-en-boeteverhaal’ als basis voor hun standpunten genomen; de perifere landen hebben een potje gemaakt van hun economie en de overheidsfinanciën.³ De politieke conclusie was vervolgens dat de perifere landen vooral moeten bezuinigen, maar ook hervormen. De Europese begrotingsregels moesten eveneens sterk worden aangescherpt om ontsporingen in de toekomst te voorkomen.

Dit schuld-en-boeteverhaal is op zijn gunstigst een teken van onvolledig begrip van de economische werkelijkheid en op zijn ergst een strategie van doelbewuste misleiding van kiezers.

¹ Deze bijdrage is vrijwel volledig gebaseerd op Jacobs (2012a, 2012b).

² Hoogleraar economie en overheidsfinanciën, Erasmus School of Economics, H8-28, Erasmus Universiteit Rotterdam, Postbus 1738, 3000 DR Rotterdam, tel: 010 – 408 1441, e-mail: bjacobs@ese.eur.nl, homepage: people.few.eur.nl/bjacobs.

³ Voor de volledigheid wordt opgemerkt dat, wanneer hieronder wordt gesproken van perifere landen, we hiermee Griekenland, Italië, Spanje, Portugal, Ierland en Cyprus bedoelen. De kernlanden zijn de overige landen van de Eurozone.

De moraalfilosofie van schuld en boete kan mogelijk alleen op Griekenland (en heel misschien Portugal) van toepassing worden verklaard (zie ook Mansori, 2011). De huidige begrotingsproblemen in alle andere perifere landen zijn vooral het gevolg van de eurocrisis en niet de oorzaak. De gekozen aanpak van zeer strenge begrotingsregels en Europawijde bezuinigingen is daarom eerder symptoombestrijding geweest en heeft de fundamentele oorzaken van de eurocrisis niet weggenomen. De aanpak maakt de crisis in de perifere landen mogelijk zelfs erger als harde bezuinigingen leiden tot permanente economische schade en de mogelijkheid dat bezuinigingen of lastenverzwaringen *self-defeating* worden, zie ook de ervaringen in Griekenland.

Deze bijdrage zal in sectie 2 stilstaan bij de werkelijke oorzaken van de eurocrisis (bankproblemen, systeemdefecten en macro-economische onevenwichtigheden). Bij ieder van die drie hoofdproblemen zal een oplossingsrichting worden geschetst. In sectie 3 worden de afgesproken begrotingsregels besproken. Tot slot wordt een korte beschouwing gegeven over de politieke economie van de eurocrisis in sectie 4 en worden eventuele stappen richting een meer federaal Europa besproken.

2. Analyse eurocrisis en oplossingen

Wat is dan wel het verhaal achter de eurocrisis? Vermoedelijke hoofdoorzaak is een *bankencrisis* (zie ook Eichengreen, 2010a,b; Baldwin en Gros, 2010). Er is via het financiële stelsel een massieve kapitaalstroom uit de kernlanden naar de periferie op gang gekomen. De grote macro-economische onevenwichtigheden in de eurozone zijn ontstaan door excessieve schuldopbouw met name in de private sectoren van de periferie en niet zozeer in de publieke sectoren (behalve in Griekenland en misschien Portugal). Dat heeft geleid tot betalingsbalansproblemen in de perifere landen (CPB, 2011a). De kapitaalinstroom werd grotendeels gebruikt ter financiering van private consumptie en private investeringen, waardoor een hoogconjunctuur ontstond. De perifere landen zagen daardoor hun loonkosten sterk stijgen en hun concurrentiepositie verslechterde bijgevolg. Toen de financiële crisis van 2008 Europa bereikte, liepen de perifere landen tegen een *'sudden stop'* van de kapitaalinstroom aan: de tekorten op de lopende rekening konden ineens niet meer worden gefinancierd.

Systeemdefecten in de eurozone, de tweede hoofdoorzaak, werden daardoor ineens manifest. Private partijen moesten gaan aflossen, in sommige landen knapten de onroerendgoedbubbels (Ierland, Spanje), en overheden en banken raakten in liquiditeitsproblemen. Door constructiefouten in de euro was een adequate reactie om deze schok op te vangen onmogelijk. Er was geen liquiditeitssteun voor solvabele overheden in liquiditeitsnood en er waren onvoldoende ontwikkelde crisisresolutieregimes voor zowel insolvabele overheden als banken die hun schulden zouden moeten herstructureren (De Grauwe 2010, 2011; Wyplosz, 2011a,b; Buiters en Rahbari, 2012). Daardoor zijn obligatiemarkten op hol geslagen, treedt er een gestage bank run op in de perifere landen en raken sommige overheden de toegang tot de kapitaalmarkt kwijt. Mede door het toenemende risico van een algehele systeemcrash in het eurogebied trekken kapitaalverschaffers zich terug uit de perifere landen.

Een diepe economische contractie en paniek op de obligatiemarkten volgt. Zwakke banken in perifere landen moeten worden gered (bv. in Ierland en Spanje). De wurggreep tussen de bancaire sector en de overheidssector wordt sterker (Burda et al., 2012). De banken- en

betalingsbalanscrises zijn uiteindelijk overgeslagen op de overheidsfinanciën. Het gevolg is een alomvattende systeemcrisis in de gehele eurozone met sterke averechtse interacties tussen de private sector, de overheid en het bankwezen (Artus et al., 2012). Pas aan het einde van deze financiële ketting gaan de overheidsschulden een rol spelen, terwijl die overheidsschulden veelal het startpunt zijn geweest in de politieke discussies over de eurocrisis in Nederland.

2.1 *Bankencrisis*

Door het ontbreken van een 'bankenunie' heeft de financiële sector een gigantische kapitaalstroom op gang gebracht van de kern- naar de periferielanden. De no-bailoutclausule in het Verdrag van Maastricht, die zegt dat overheden in financiële problemen niet uitgekocht worden door de andere eurolanden, zijn hierbij door de financiële sector als irrelevant beschouwd. Riskantere kredietverlening is mede daarom uitbundig geweest en is aangejaagd door zeer zwakke bankregulering, die op nationaal niveau plaatsvindt. Internationaal opererende banken konden zo ongebreideld hun eigen gang gaan en nationale toezichthouders tegen elkaar uitspelen. Banken in kernlanden konden leningen verstrekken aan huishoudens, banken en overheden in perifere landen die feitelijk zeer riskant waren, maar binnen de Europese toezichtsregels als (vrijwel) even riskant werden beschouwd als de leningen aan huishoudens, banken en overheden in kernlanden. Eurozonebanken zijn zo blootgesteld geraakt aan risico's van wanbetaling op kredieten aan perifere huishoudens, banken en overheden. Rentevoeten op staatsobligaties in de eurozone convergeerden naar Duitse niveaus en het leek alsof de risico's op obligatiebeleggingen in perifere landen volledig waren verdwenen.

Pas sinds de bijeenkomst van Deauville op 18 oktober 2010, waar Angela Merkel suggereerde dat de obligatiehouders ook zouden moeten opdraaien voor verkeerde risico-inschattingen, weerspiegelen de rentespreads op de obligaties weer het risico van wanbetaling, maar daarnaast ook selffulfilling marktpaniek en een (toenemend) systeemrisico van het opbreken van de euro.

Perifere banken hebben een enorme blootstelling aan de obligaties van de perifere overheden. De *long-term refinancing operation* (LTRO) van de ECB begin dit jaar heeft via de achterdeur gepoogd een lener-in-laatste-instantie te zijn voor illiquide overheden. Het gevolg is dat de wurggreep tussen banken en hun overheden is versterkt aangezien perifere banken nog meer obligatierisico's van de overheid in het betreffende land op zich hebben genomen. Dat heeft vermoedelijk alleen maar door financiële repressie kunnen geschieden; overheden en banken in perifere landen zijn als de lamme en de blinde geworden die elkaar moeten vasthouden. Als de een omvalt, doet de ander dat ook. Tegelijkertijd zijn perifere overheden niet goed meer in staat hun banken te redden en/of te herkapitaliseren aangezien ze de toegang tot de kapitaalmarkten langzaam verliezen, of reeds hebben verloren. Dit zorgt voor een destructieve spiraal waarin bankproblemen groter worden bij grotere problemen op de obligatiemarkten en vice versa.

Het hele Europese bankwezen staat onder enorme spanningen: de Target-2 balansen tonen aan dat banken in perifere landen nauwelijks toegang meer hebben tot de kapitaalmarkten (CPB, 2012b). Grote delen van het perifere banksysteem worden in leven gehouden door de ECB. Aannemelijk is dat een aanzienlijk deel van de liquiditeitssteun van de ECB aan banken in perifere landen een quasi-budgettaire bail-out wordt. Plat gezegd: de geldpers wordt gebruikt om banken te steunen aangezien het onderpand waarop perifere banken liquiditeitssteun van de ECB

krijgen fors in waarde is verminderd en de banken die dat onderpand hebben verstrekt insolvent zijn geworden.

Bankenunie

Voor de oplossing van de eurocrisis is het daarom essentieel een zogenaamde bankenunie in te voeren die bestaat uit de volgende vier zaken (zie ook Buiters en Rahbari, 2011; CPB, 2011a; IMF, 2012; Artus et al., 2012; Burda et al., 2012).

1. Een Europees depositogarantiestelsel (EDGS) waardoor huishoudens en bedrijven in perifere landen veel minder geneigd zijn om hun geld weg te sluisen naar andere landen. Daardoor stopt de ‘*bank jog*’ uit de periferie. Op dit moment is het gevaar van bankruns in de periferie nog levensgroot aanwezig. Een EDGS alleen neemt het risico van een opbreken van de euro niet weg. Zolang dat het risico van een breuk in de eurozone aanwezig is, blijven huishoudens in perifere landen nog steeds prikkels houden om hun geld weg te sluisen. Bij het opbreken van de euro zullen munten in perifere landen devalueren en zal spaargeld dus minder waard worden. Vandaar dat een EDGS een noodzakelijke maar geen voldoende voorwaarde is voor het stoppen van de bankpaniek in de periferie, tenzij ook het redomineer risico onder het Europees garantiestelsel zou komen te vallen.
2. Zwakke banken zullen moeten worden geherstructureerd en geherkapitaliseerd onder strikte voorwaarden, bijvoorbeeld dat (verborgen) verliezen op bankbalansen worden afgeschreven. Daarvoor is een Europees crisisresolutieregime vereist voor insolvente banken. Europese banken moeten een (gedeeltelijke) herstructurering van (deels) insolvente overheden (Griekenland, Portugal, Ierland) kunnen opvangen.
3. Het banktoezicht moet Europees geregeld worden om te voorkomen dat lokaal opererende toezichthouders in de greep blijven van de banken (*‘regulatory capture’*). Ook zullen toezichtseisen veel meer moeten differentiëren bij het risico van de kredietverlening. Het verdwijnen van de risicopremies op riskante kredietverlening in de periferie was mede het gevolg van te zwakke toezichtsregels en gebrekkige internationale coördinatie tussen nationaal opererende toezichthouders.
4. De kosten van die bankreddingen moeten Europees worden gedeeld, want alleen dan wordt de interactie tussen bank- en staatsschulden pas doorbroken. Zwakke overheden kunnen banken niet herkapitaliseren. Voor het Europees redden van banken en herkapitaliseren van banken zijn dus grotere Europese fondsen nodig.

Het is ondenkbaar dat de euro kan functioneren zonder een bankenunie. Voor een bankenunie is verdergaande overdracht van bevoegdheden naar Europa nodig. Anders wordt een belangrijke, zo niet de belangrijkste, oorzaak van de eurocrisis, de excessieve kredietverlening van kernlanden aan de private sectoren in de perifere landen, niet weggenomen. Bovendien kan de no-bailout clause – dat overheden in geldnood niet worden gered – nooit geloofwaardig worden gemaakt als die overheden wel kunnen blijven lenen van banken die weten dat ze altijd zullen worden gered als ze teveel krediet verlenen aan overheden met een hoog wanbetalingsrisico (CPB, 2011a).

Hoewel een bankenunie een noodzakelijke voorwaarde is voor het voortbestaan van de euro, kunnen allerlei aanvullende maatregelen worden genomen die ook tot oogmerk hebben de kans

op crises in het financiële systeem te verkleinen. Voorbeelden zijn: het scheiden of scheidbaar maken van nuts- en zakenbanken en het verbieden van handel voor eigen rekening, een Europese belasting op financiële transacties of een bankenbelasting of maatregelen ter beteugeling van excessieve beloningen op riskant gedrag van banken. Deze maatregelen begrenzen de handelingsvrijheid van de financiële sector hetgeen een bijdrage kan leveren aan de financiële stabiliteit van de eurozone. Het is niet gezegd dat al deze maatregelen economisch wenselijk zijn en tot welvaartsverbeteringen leiden. De kosten van de financiële transactiebelasting zullen bijvoorbeeld de baten overtreffen (CPB, 2011b).

2.2 *Systeemfouten euro I: ontbreken lener-in-laatste-instantie*

De euro kent (tot voor kort) een aantal belangrijke systeemdefecten: het ontbreken van een *lener-in-laatste-instantie* (*lender of last resort*) voor eurozone-overheden, daar waar landen met een eigen munt die wel hebben in de vorm van de eigen centrale bank (De Grauwe, 2010; Wyplosz, 2011a,b; Buiters en Rahbari, 2012). Door het ontbreken van een lener-in-laatste-instantie voor overheden kunnen de obligatiemarkten op hol slaan. Er kan een equivalent van een bank run op overheden in werking worden gezet. Obligatiehouders die menen dat een overheid niet kan voldoen aan haar verplichtingen verkopen hun obligaties, waardoor obligatierentes stijgen. Het gevolg is dat obligatiehouders zien dat overheden in grotere financiële problemen komen, waardoor de slechte marktverwachtingen worden bevestigd. Slechte marktverwachtingen kunnen aldus een *selffulfilling prophecy* veroorzaken waardoor illiquide maar solvabele overheden vanzelf insolvent worden. Dit probleem kan niet optreden indien een land de controle heeft over de eigen munt via de centrale bank. Bij paniek op de obligatiemarkten kan de centrale bank altijd optreden als lener-in-laatste-instantie als overheden markttoegang verliezen.

Lener-in-laatste-instantie voor illiquide overheden

De lener-in-laatste-instantie voor illiquide maar solvabele overheden is, net als een bankenunie, een noodzakelijke randvoorwaarde, zonder welke de eurozone niet kan overleven op lange termijn. Gelukkig heeft de ECB via het OMT-programma (*outright monetary transactions*) aangegeven te willen optreden als een echte lener-in-laatste-instantie, mits landen zich bij het noodfonds melden en zich aan een Trojka-programma onderwerpen. Alleen al door die aankondiging zijn de rentes op perifere staatsobligaties teruggelopen, waardoor staatsschulden van, bijvoorbeeld, Italië en Spanje houdbaarder zijn geworden.

De omvang van de tijdelijke en permanente noodfondsen is veel te gering om indruk te maken op de financiële markten. Een zeer groot noodfonds – in de orde van grootte van 3000 miljard euro – kan ook dienst doen als de lener-in-laatste-instantie (Buiters en Rahbari, 2012). In dat geval opereert het noodfonds op de obligatiemarkten. De facto wordt het noodfonds gefinancierd met euro-obligaties (het draait immers op garanties uit alle eurolidstaten), maar alleen voor een specifiek doel: het stabiliseren van de obligatiemarkten. En dit kan geschieden onder strikte voorwaarden van conditionaliteit.

Een groter noodfonds heeft als belangrijk voordeel dat de monetaire politiek van de ECB dus niet wordt belast met noodoperaties op de obligatiemarkten. Daardoor kan de ECB onafhankelijk blijven. Als nadeel van een vergroot noodfonds kan worden aangevoerd dat een noodfonds minder over geringere geloofwaardigheid beschikt dan de ECB aangezien haar middelen per

definitie begrensd zijn. En dat is zeker het geval zolang de politiek systematisch weigert voldoende middelen en garanties ter beschikking te stellen aan de noodfondsen. De ECB is daarom vooralsnog de enige Europese instantie die over voldoende geloofwaardigheid beschikt om de rol van lener-in-laatste-instantie waar te maken (De Grauwe, 2011; Buiters en Rahbari, 2012).

2.3 Systeemfouten euro II: ontbreken crisisresolutieregime voor insolvente overheden

Een tweede defect in de eurozone is dat er geen resolutiemechanisme bestaat om overheidsschulden van insolvable overheden te herstructureren en landen tijdelijk financiering te bieden onder voorwaarden van strikte conditionaliteit (Eichengreen, 2011; CPB, 2011a, Buiters en Rahbari, 2011; Artus et al., 2012). Dit bedreigt de continuïteit van de eurozone, zoals de laatste jaren duidelijk maken. In de eurozone werden in allerlei bilaterale leningen en noodfondsen in het leven geroepen, waar inmiddels Griekenland, Portugal, Ierland Spanje gebruik van maken.

Crisisresolutieregime met burdensharing voor insolvable overheden

Een derde randvoorwaarde is voor succesvolle muntunie is dat er noodmechanismen zijn om landen die ontsporen weer terug op de economische rails te krijgen teneinde chaotische uittredingstaferelen gepaard gaande met bankencrises, wanbetalingen van overheden en existentiële angsten over het voortbestaan van de euro te bezweren. Het is noodzakelijk dat, mochten overheden vanwege solvabiliteitsproblemen niet langer toegang meer hebben tot de kapitaalmarkten, er voldoende budgettaire back-up is voor noodfondsoperaties. Natuurlijk moeten die operaties onder strikte conditionaliteit (bezuinigingen, lastenverzwaringen en hervormingen) plaatsvinden. Dit impliceert overigens niet dat obligatiehouders een bail-out krijgen. Onderdeel van noodfondsoperaties zou moeten zijn dat overheidsschulden altijd geherstructureerd moeten worden voordat Europese middelen worden ingezet, zoals de PSI (*private sector involvement*) bij Griekenland (Buiters en Rahbari, 2011). Voor het financieren van de noodfondsoperaties bij insolvable landen is dus een budgettaire achtervang van de eurolanden vereist.

2.4 Systeemfouten euro III: scheiden monetaire politiek van noodoperaties

De ECB is door de regeringen van eurolanden bij voortduring onder grote druk gezet om buiten haar mandaat te treden en als een intransparante quasi-fiscale actor op te treden bij gebrek aan politiek draagvlak voor directe budgettaire ingrepen (grotere noodfondsen, burdensharing bij banksteun en -reddingen).

Scheid monetaire politiek van budgettaire politiek

Een laatste voorwaarde voor een succesvolle muntunie is dat er Europese fondsen nodig zijn om de eventuele verliezen af te dekken op de openmarktoperaties van de ECB. Op die manier wordt de onafhankelijkheid en geloofwaardigheid van de ECB geborgd en worden eventuele verliezen uit noodoperaties nooit monetair gefinancierd (Buiters en Rahbari, 2012). Dit is ook van existentieel belang aangezien de Duitsers vermoedelijk de euro zouden verlaten indien de monetaire politiek wordt belast met quasi-budgettaire ge/misbruik van de ECB.

2.5 *Betalingsbalanscrisis*

Van progressieve economen, zoals Paul Krugman, tot aan conservatieve economen, zoals Hans-Werner Sinn, zijn economen het eens dat de eurocrisis is uitgemond in betalingsbalanscrisis. Dat heeft twee waarschijnlijke oorzaken. Ten eerste zijn door de *grote kapitaalstromen* binnen de eurozone van kern- naar perifere landen grote macro-economische onevenwichtigheden gegroeid. De betalingsbalanscrisis is mede het gevolg van de hierboven beschreven bankencrisis: op de betalingsbalans is de som van de lopende rekening en de kapitaalrekening gelijk aan nul. De perifere landen hebben door de ongebreidelde kapitaalinstroom hun *concurrentiepositie* zien *verslechteren*. De instroom van goedkoop krediet heeft zich vertaald in een consumptie- en investeringsboom (denk aan de onroerendgoedsectoren in Spanje en Ierland) waardoor de lonen hard opliepen. De kernlanden hebben van een exportboom kunnen genieten (Mansori, 2011).

Nogmaals wordt opgemerkt dat de eurocrisis hoofdzakelijk het gevolg is van excessieve private schuldopbouw, en in veel geringere mate publieke schuldenopbouw. Daarom zal het invoeren van een bankenunie, zoals hierboven beschreven, de macro-economische onevenwichtigheden fors verminderen. Zonder een bankenunie is het feitelijk onmogelijk om te voorkomen dat de private sectoren in eurolanden teveel lenen, hoe strak de begrotingsregels het leengedrag van de publieke sectoren ook pogen te begrenzen (CPB, 2011a).

Ten tweede, macro-economische onevenwichtigheden zijn gegroeid door structuurproblemen in de economieën van de perifere landen. Wisselkoersen kunnen zich niet aanpassen. En door starre arbeidsmarkten is de economische schok met mokerslag aangekomen. Structurele hervormingen in de periferie, met name in starre arbeidsmarkten en verstoorde productmarkten, zijn nodig om de vereiste interne devaluatie te vergemakkelijken. Het zou overigens van naïviteit getuigen als structurele hervormingen op stel en sprong kunnen worden gerealiseerd. Sommige kernlanden (zoals Duitsland en Nederland) hebben decennialang gedaan over structurele hervormingen in bovendien veel gunstiger economische omstandigheden dan de perifere landen nu. Daarmee is niet gezegd dat de perifere landen geen structurele hervormingen zouden moeten doorvoeren.

Veel eurolanden lijken te doen alsof Europa een kleine open economie is. Op zich is dat misschien begrijpelijk. Maar, als alle landen in Europa dat tegelijkertijd de bril van een kleine open economie opzetten, wordt er verkeerd beleid gevoerd (Münchau, 2010; Wolf, 2011). Landen zien dan over het hoofd dat hun beleid grensoverschrijdende effecten heeft op andere landen. De eurozone als geheel gedraagt zich meer als een grote gesloten economie dan als een kleine open economie. Cijfers van Eurostat laten zien dat bijna 2/3 van de handel binnen Europa met de Europese landen zelf plaats vindt en de lopende rekening van de eurozone in evenwicht is (d.w.z. er wordt evenveel geëxporteerd naar de rest van de wereld als geïmporteerd uit de rest van de wereld). Van de Nederlandse export gaat 77,2 procent naar Europa, van alle importen komt 46,6% uit Europa. Als er in de rest van Europa economische problemen zijn, dan heeft dat aanzienlijke consequenties voor Nederland.

Ten tweede, veel politici realiseren zich niet altijd (of willen zich niet realiseren) dat de concurrentiepositie een relatief begrip is: het zijn de relatieve kosten per eenheid product van een land ten opzichte van een ander land. Herstel van de concurrentiepositie van de perifere landen

ten opzichte van de kernlanden impliceert een verlies aan concurrentiekracht van de kernlanden ten opzichte van de perifere landen (CPB, 2011c). Het verminderen van de Europese onevenwichtigheden kan dus niet asymmetrisch geschieden. De kernlanden zullen hun exportoverschotten aan de perifere landen gaan verminderen en dat kan alleen als de kern wat ‘Spaanser’ wordt en de periferie wat ‘Duitser’; de loonkosten in de kernlanden moeten stijgen ten opzichte van de periferie. Dit is overigens een feitelijke constatering, geen pleidooi voor een loongolf in Nederland. Zolang het overgrote deel van de handel binnen de eurozone blijft, en de vraag uit de rest van de wereld zwak, is het onmogelijk dat alle landen zich tegelijkertijd uit de eurocrisis kunnen exporteren.

Coördinatie begrotingsbeleid

Het coördineren van begrotingsbeleid op Europees niveau helpt om de Europese onevenwichtigheden te verkleinen (CPB, 2010; IMF, 2012; OESO, 2012; Artus et al., 2012). Daarvoor moet het overschot op de lopende rekening in de kernlanden kleiner worden, net als het tekort op de lopende rekening in de perifere landen. Als de kredietwaardige kernlanden minder hard bezuinigen dan neemt hun overschot op de lopende rekening af. Europawijde bestedingsuitval, veroorzaakt door noodzakelijke bezuinigingen in de periferie, worden dan beperkt.

De afgesproken aanscherpingen van het Stabiliteits- en Groeipact dwingen echter vrijwel alle overheden in de eurozone tot simultane bezuinigingen. Dit maakt het vrijwel onmogelijk om begrotingsbeleid op Europees niveau tot stand te brengen dat bijdraagt aan verkleining van de macro-economische onevenwichtigheden. Achteraf kan slechts worden geconstateerd dat de Nederlandse politiek met haar brede steun voor een scherpe simultane reductie van de overheidsschulden in alle eurolanden de problemen in de eurozone op korte termijn niet kleiner, maar groter heeft gemaakt. Daar staat mogelijk op lange termijn winst tegenover als Europa ook tegelijkertijd voldoende krachtige instituties zou ontwikkelen om de strengere begrotingsregels te kunnen afdwingen, maar dat is vooralsnog niet het geval.

Hogere inflatiedoelstelling ECB

Een hogere inflatiedoelstelling van de ECB kan helpen om de macro-economische onevenwichtigheden te verkleinen. Volgens Krugman (2012a,b), het CPB (2011c) en Artus et al. (2012) leidt een hogere inflatiedoelstelling tot daling van de reële loonkosten in de perifere landen aangezien de nominale lonen rigide zijn. Vakbonden in de kernlanden kunnen inflatiecompensatie bedingen. Het gevolg is dat de reële loonkosten in de periferie sneller dalen ten opzichte van de kernlanden. De perifere landen gaan aldus relatief meer exporteren naar de kernlanden, waardoor hun afhankelijkheid van externe financiering daalt en macro-economische onevenwichtigheden minder worden.

Rogoff bepleit meer inflatie om de afbouw van schulden (*‘deleveraging’*) te versnellen (Rogoff, 2008). Via hogere inflatie zien landen, banken en spaarders met netto vermogen hun vermogen afnemen in reële termen, terwijl de landen, banken en spaarders met netto schuld die schuld minder waard zien worden. Inflatie versnelt het proces van schuldafbouw. Door deze impliciete transfer van kernlanden naar perifere landen nemen de macro-economische onevenwichtigheden ook af.

3. Begrotingscontrole

De begrotingsregels van het Stabiteits- en Groeipact zijn stelselmatig niet nageleefd, door veel Eurolidstaten, inclusief Frankrijk en Duitsland. Het niet naleven van de begrotingsregels is voornamelijk relevant geweest voor Griekenland, en wellicht ook Portugal. Ook al zijn deze landen eigenlijk te klein voor een grote directe invloed op de Europese economische ontwikkelingen, ze hebben toch geleid tot grote turbulentie in de eurozone vanwege de existentiële onzekerheid omtrent het voortbestaan de euro en de sterke financiële verwevenheid tussen eurozonelanden. Naleving van (strengere) begrotingsregels hadden economische problemen in genoemde landen kunnen beperken. Daarmee had mogelijk ook de eurosysteemcrisis zich mogelijk in minder grote hevigheid geopenbaard.

3.1 Slechte naleving begrotingsregels geen hoofdoorzaak eurocrisis

Maar de aangescherpte Europese begrotingsregels missen grotendeels doel. De eurocrisis is niet het gevolg van ontspoorde begrotingen, met uitzondering dus van Griekenland en heel misschien Portugal. Denk aan Ierland en Spanje, die beiden voldeden aan de bestaande begrotingsregels en toch in onoverkomelijke economische problemen terecht kwamen. Oplopende overheidstekorten zijn een vooral een symptoom van economische problemen, niet de oorzaak. Overigens zijn overheidsbegrotingen in de perifere landen door de grote economische problemen wel zodanig aangetast dat begrotingsconsolidatie in die landen helaas onvermijdelijk is geworden, maar dat geldt veel minder of niet voor kernlanden in de eurozone.

Strengere begrotingsregels helpen mogelijk een volgende crisis te voorkomen, maar lossen de huidige niet op. Strenge begrotingsregels zijn bovendien noch een noodzakelijke noch een voldoende voorwaarde voor het voorkomen van toekomstige crises in de eurozone. Daarvoor zijn een bankenunie noodzakelijk, een lener-in-laatste-instantie voor illiquide, solvabele overheden en een noodfonds bij de afwikkeling van onhoudbare overheidsschulden. Nogmaals wordt opgemerkt dat de no-bailout clause niet geloofwaardig is zolang overheden kunnen blijven lenen van systeembanken die worden gered als ze teveel risico hebben genomen (CPB, 2011a).

3.2 Strenge begrotingsregels vergroten economische problemen

Economisch bezien zorgen de regels op korte termijn niet voor kleiner wordende economische problemen. Ze leiden tot op korte termijn tot bestedingsuitval in de gehele eurozone aangezien alle eurolanden zich gebonden voelen aan naleving van de nieuwe strengere begrotingsregels. Zie ook de afspraken van het Lenteakkoord. Het in een hoog tempo consolideren van de overheidsbegroting in de kernlanden van de eurozone is economisch onverstandig. Harde bezuinigingen en lastenverzwaringen verdiepen de recessie; ze doen de werkloosheid stijgen en veroorzaken productie- en inkomensdalingen. Bovendien worden de begrotingsdoelen alleen tegen een hoge economische prijs gehaald. De economische opbrengst van begrotingsconsolidatie is laag als de rente zeer laag is en uitverdieneffecten zeer groot. Vanwege de lage rente in kernlanden moet veel worden bezuinigd om slechts een beperkte rentevrijval te realiseren bij de overheidsuitgaven. Daarnaast kunnen uitverdieneffecten mogelijk structurele schade aan de economie veroorzaken indien begrotingsconsolidatie tot permanente

productieverliezen en permanent hogere werkloosheid zou leiden (hysterese), zie ook DeLong en Summers (2012).

Veel Europese landen, Nederland niet uitgezonderd, kampen met een balansrecessie. De private sector heeft teveel schulden gemaakt en er zijn veel vermogens verloren. Denk aan de banken, huisbezitters en pensioendeelnemers. Banken en huishoudens bouwen schulden af en herstellen (pensioen)vermogens (*deleveraging*). Uit talloze economisch onderzoeken blijkt dat harde budgetdiscipline het balansherstel in de private sector ondermijnt, zeker als alle eurolanden door de begrotingsregels tegelijkertijd daartoe worden gedwongen. Begrotingsconsolidatie is op korte termijn economisch veel schadelijker dan gewoonlijk, want uitverdieneffecten zijn (veel) groter door balansproblemen, maar ook door de extreem lage rente van de ECB die dicht in de buurt van de ondergrens van 0 procent komt, vaste wisselkoersen in het eurogebied en een gesynchroniseerde, Europawijde begrotingsconsolidatie. Zie bijvoorbeeld Auerbach en Gorodnichenko (2012a,b), CPB (2012b), Corsetti et al. (2012) of IMF (2012). Daarom lukt het momenteel nauwelijks, in Nederland en andere eurolanden, om substantieel de begrotingstekorten en staatsschulden te reduceren. Overheidsschulden hoeven door een nog diepere recessie niet houdbaarder worden. Financiële markten zien dat er wel meer wordt bezuinigd, maar dat er dan ook grotere economische malaise ontstaat, die de houdbaarheid van de overheidsfinanciën ondermijnt.

De economische onderbouwing van de begrotingsregels is niet bijster overtuigend. Het belangrijkste voordeel is daarom niet economisch, maar politiek. De kernlanden willen niet garant staan voor de overheidsschulden in de perifere landen als daar niet voldoende inspanningen van de perifere landen tegenover staan om die overheidsschulden terug te dringen. Maar het afdwingen van strengere begrotingsregels is bovendien nauwelijks geloofwaardig zolang geen supranationale instituties in het leven worden geroepen die die regels afdwingen. Verwacht mag worden dat de aangescherpte begrotingsregels de komende jaren dan ook weer zullen sneuvelen.

4. Politieke unie

4.1 Uitstel maakt onvermijdelijke verliezen groter

De eurolanden – zowel in de kern als de periferie – lukt het tot op heden niet om een oplossing te realiseren voor de eurocrisis. Ieder euroland probeert de erfenis van fundamentele ontwerpfouten in de eurozone op de andere eurolanden af te wentelen. Dat geldt zowel bij de weigering om fondsen vrij te maken om insolvable landen te herstructureren en zwakke banken te herkapitaliseren (nadat private partijen hun verlies hebben genomen) als voor de onbereidwilligheid om de systeemfouten in de euro te erkennen en een minimum aan budgettaire back-up te organiseren (zodat een bankenunie kan werken, de ECB onafhankelijk kan blijven en er een geloofwaardige lener-in-laatste-instantie is).

De kosten van uitstel van het nemen van onvermijdelijke verliezen en van onvermijdelijke herstel aan de fundering van de euro stijgen exponentieel. Hoe langer wordt getalmd met het nemen van noodzakelijke maatregelen, hoe zenuwachtiger de financiële markten worden, hoe meer het geld wegstroomt uit de perifere landen, hoe groter de financieel-economische problemen worden, en hoe moeilijker het vervolgens wordt om politiek draagvlak te organiseren voor noodzakelijke economische ingrepen in zowel kern als periferie van de eurozone. De financiële markten zien

aldus in politiek onvermogen hun wantrouwen bevestigd. Het politieke aanmodderen krijgt daardoor een steeds hoge prijs en kan in een destructieve spiraal ontaarden.

Economisch is de huidige weg doodlopend omdat het grotendeels is gebaseerd op een onjuiste diagnose van de eurocrisis: het schuld-en-boete-verhaal. De voorgestelde oplossingen (zeer forse bezuinigingen en veel striktere begrotingsregels) maken de economische problemen op korte termijn groter, zonder dat de fundamentele oorzaken van de eurocrisis worden weggenomen. De perifere landen dreigen te bezwijken aan een economische depressie waardoor ieder politiek draagvlak wordt verspeeld om de echte oorzaken van de eurocrisis weg te nemen.

Gelukkig is er de laatste tijd enige kentering zichtbaar in het politieke debat. Er wordt inmiddels gesproken over een bankenunie, de ECB kan grootschalig interveniëren als landen zich bij het noodfonds melden en langzaam dringt de erkenning door dat onhoudbare schulden, zoals die van de Griekse overheid, zullen moeten worden geherstructureerd.

4.2 Eurocrisis: herhaald politiek gevangenendilemma

De eurocrisis kan politiek worden geïnterpreteerd als een herhaald gevangenendilemma. In het goede, coöperatieve evenwicht komen noodzakelijke overdrachten van kernlanden naar de perifere landen op gang in de vorm van directe transfers, herstructureringen en garanties. De perifere landen doen alles om hun economieën te hervormen en de overheidsfinanciën op orde te brengen. In beide gevallen zullen zowel de kernlanden als de perifere landen verliezen. Maar ook al verliest iedereen, deze coöperatieve oplossing is voor alle landen beter. Kernlanden en perifere landen voorkomen dan een kladderadatsch-scenario van een wanordelijk opbreken van de eurozone, waarin alle landen nog veel meer zullen verliezen. Het slechte scenario is echter nog steeds waarschijnlijk aangezien de Europese politici gevangen zitten in het slechte, non-coöperatieve evenwicht van het gevangenendilemma. Niemand wil de verliezen voor zijn rekening nemen, al was het maar door de opkomst van populistische partijen op de flanken.

4.3 Eurobonds

Het is onvermijdelijk dat Europa budgettaire-relevante transfers en garanties organiseert om i) de noodfondsen voor insolvable landen te financieren onder conditionaliteit; ii) garanties voor illiquide, maar solvabele landen te financieren; iii) de kosten van bankreddingen en herkapitalisaties te financieren; iv) de verliezen op ECB operaties te financieren teneinde een onafhankelijke monetaire politiek te kunnen blijven voeren. In welke precieze vorm die garanties en transfers vorm krijgen is minder relevant zolang de Europese belastingbetalers maar garant staan voor de budgettaire borging van deze functies. Men zou dan kunnen spreken over de invoering eurobonds voor deze vier specifiek omschreven doelen. Feitelijk wordt het bestaande noodfonds al met eurobonds gefinancierd, met dien verstande dat die eurobonds alleen voor de specifieke noodfondsoperaties worden ingezet en in omvang begrensd zijn (zie ook Buiters en Rahbari, 2012). Eventuele verliezen van de ECB-operaties komen ook – naar rato van de aandelen in het ECB kapitaal – terug op het bordje van de belastingbetaler via het aandeelhouderschap van de staat in de nationale centrale banken. Dus ook dat is een (quasi-)budgettaire achtervang.

Eurobonds met een volledige collectivisering van alle Europese staatsschulden zijn de meest vergaande vorm van budgettaire solidariteit. Voor het overleven van de muntunie zijn deze vorm van eurobonds niet nodig. Wel zeker is dat zonder de budgettaire borging van de vier genoemde functies het europroject zal falen.

4.4 *Moral hazard?*

Kernlanden wantrouwen de perifere landen, vaak onder de noemer van ‘*moral hazard*’. Het is overigens zuiverder om te spreken over een geloofwaardigheidsprobleem.⁴ De afspraken kunnen alleen niet worden afgedwongen.

Dat de kernlanden de perifere landen niet vertrouwen is deels terecht aangezien sommige perifere landen minder haast maken met bezuinigingen en hervormingen als er door Europa wordt ingegrepen, denk aan bijvoorbeeld Berlusconi die zijn bezuinigingspakket afzwakte nadat de ECB Italiaanse staatsobligaties ging opkopen en aan Rajoy die zich maar niet meldt bij het noodfonds nadat de Spaanse obligatierentes fors omlaag kwamen door de aankondiging van de OMT van de ECB. Ook in Griekenland wordt voortdurend teruggekomen op eerder gedane beloften en er zijn implementatieproblemen met het Trojkaprogramma. Maar het wantrouwen van de kernlanden richting de periferie is ook onterecht gezien de enorme beleidsinspanningen die de perifere landen zich getroosten om hun economieën en overheidsfinanciën weer op orde te brengen, tegen de achtergrond van massawerkloosheid, wankelende banksystemen en economische depressie en grote politieke instabiliteit.

4.5 *Europese regels alleen geloofwaardig met stappen richting federalisering*

Hoe kunnen de perifere landen geloofwaardig maken dat zij de noodzakelijke stappen ondernemen zodat de kernlanden voldoende gerustgesteld worden dat geen misbruik wordt gemaakt van de afgegeven garanties en overdrachten? Ongeloofwaardigheid van beloften van eurolanden blijft altijd een probleem zolang supranationale Europese instituties ontbreken om die landen aan hun beloften te houden. Eurolanden kunnen bij nalatig gedrag niet onder curatele worden gesteld, omdat er geen supranationale entiteit is uitgerust met bevoegdheden om direct in te grijpen in de overheidsfinanciën of de economische structuur (bv. arbeidsmarkt). Daardoor is het dus zeer moeilijk, zo niet onmogelijk, om strenge begrotingsregels en de conditionaliteit bij steunmaatregelen uit het noodfonds of via de Trojka (ECB-EU-IMF) af te dwingen en zo ‘*moral hazard*’ te voorkomen. Alleen stappen richting een meer federale Europese structuur – met verregaande overdrachten van nationale soevereiniteit – kunnen het geloofwaardigheidsprobleem bij het afdwingen van conditionaliteit oplossen. Maar die stappen worden door een grote meerderheid van politieke partijen afgewezen, in Nederland en daarbuiten.

4.6 *Federalisering geen noodzakelijke voorwaarde voortbestaan euro*

Dit impliceert overigens geenszins dat de eurozone niet zou kunnen functioneren zonder een federaal Europa. Alleen dat het voorkomen van ‘*moral hazard*’ moeilijker is; afspraken in de eurozone zijn dan onvermijdelijk minder hard. Bouter en Rahbari (2011) betogen dat volledige federale structuur niet noodzakelijk is voor het volwaardig functioneren van een muntunie.

⁴ Er is geen sprake van verborgen gedrag van perifere landen. Dat is het fundamentele probleem is bij *moral hazard*. Het gedrag van de perifere landen kan *wel* worden waargenomen.

Evenmin is het nodig om staatsschulden op Europees niveau te socialiseren of een permanente ‘transferunie’ in te stellen. Een ‘*minimal fiscal europe*’, een minimaal budgettaire Europa, dat voldoende budgettaire achtervang kan organiseren voor de noodoperaties, een bankenunie en de ECB is voldoende.

Vaak wordt beweerd dat een onvolledige federale structuur onvoldoende democratische legitimiteit verschaft aan de supranationale instituties die nodig zijn voor behoud van de euro. Dat kan een legitiem democratisch bezwaar zijn. Maar in het minimale budgettaire Europa betreft het hier voornamelijk technisch-economische operaties, die op supranationaal niveau plaatsvinden, waarschijnlijk in overheidsorganen, met een duidelijk omschreven mandaat, op afstand van de politiek. Denk bijvoorbeeld aan de ECB dat de liquiditeitsoperaties doet, een bankresolutieautoriteit die wankelende banken in de eurozone saneert, of het ombouwen van het noodfonds tot een Europees Monetair Fonds dat eurolanden, die geheel of gedeeltelijk failliet zijn, herstructureert onder strikte conditionaliteit.

Gezien de strompelende politieke besluitvorming de laatste jaren kan men grote twijfels hebben bij het nut van politieke aansturing of democratische controle op de open-marktoperaties van de ECB, het bankenresolutieregime of de reddingsoperaties met het noodfonds. Zeker als eurozonelanden daarbij ook nog veto’s kunnen uitspreken lijkt de effectiviteit van dergelijke instituties minimaal. Stappen richting federalisering zijn niet noodzakelijk om een muntunie te laten functioneren of democratisch te legitimeren.

Veel partijen die hard roepen om strenge handhaving van de bestaande regels en strengere begrotingsregels bepleiten zijn paradoxaal genoeg ook de partijen die tegen soevereiniteitsoverdrachten naar Europa zijn. Maar hoe kunnen de Europese regels ooit geloofwaardig worden afgedwongen als men zich verzet tegen iedere inmenging van Europa in nationale aangelegenheden? Ongeloofwaardige Europese afspraken zijn daarom uiteindelijk de prijs die wordt betaald voor het niet willen opgeven van nationale soevereiniteit.

Referenties

Artus, Patrick, Erik Berglof, Peter Bofinger, Giancarlo Corsetti, Paul de Grauwe, Guillermo de la Dehesa, Lars Feld, Jean-Paul Fitoussi, Luis Garicano, Daniel Gros, Kevin O’Rourke, Lucrezia Reichlin, Hélène Rey, Andre Sapir, Dennis Snower, Hans-Joachim Voth, Beatrice Weder di Mauro (2012), *Breaking the Dead Lock: A Path out of the Crisis*, Institute for New Economic Thinking, July 23, 2012.

Auerbach, Alan J. en Yuriy Gorodnichenko (2012a), “Measuring the Output Responses to Fiscal Policy”, *American Economic Journal – Economic Policy*, 4, (2), 1–27.

Auerbach, Alan J. en Yuriy Gorodnichenko (2012b), “Fiscal Multipliers in Recession and Expansion”, mimeo, Berkeley: University of California.

Corsetti, Giancarlo, Andre Meier, en Gernot J. Müller (2012), “What Determines Government Spending Multipliers?”, IMF Working Paper No. WP/12/150, Washington DC: IMF.

Baldwin, Richard, en Daniel Gross (2010), *Completing the Eurozone Rescue: What More Needs to be Done?*, E-book, www.voxeu.org

- Burda, Michael, Hans Peter Grüner, Frank Heinemann, Martin Hellwig, Mathias Hoffmann, Gerhard Illing, Hans-Helmut Kotz, Tom Krebs, Jan Pieter Krahen, Gernot Müller, Isabel Schnabel, Andreas Schabert, Moritz Schularick, Dennis J. Snower, Uwe Sunde, Beatrice Weder di Mauro (2012), “In Support of a European Banking Union, Done Properly: A Manifesto by Economists in Germany, Austria and Switzerland”, 9 juli, 2012, www.voxeu.org
- Buiter, Willem H., en Ebrahim Rahbari (2011), “The Future of the Euro Area: Fiscal Union, Break-Up or Blundering Towards a ‘You Break It You Own it Europe’”, *Citi Economics, Global Economics View*, 9 September 2011.
- Buiter, Willem H., en Ebrahim Rahbari (2012), “The ECB as Lender of Last Resort for Sovereigns in the Euro Area”, CEPR Discussion Paper No. 8974, London: CEPR.
- CPB (2010), *Macroeconomische Verkenningen 2011*, Den Haag: CPB.
- CPB (2011a), *Europa in Crisis: Het Centraal Planbureau over Schulden en de Toekomst van de Eurozone*, Amsterdam: Balans.
- CPB (2011b), “Evaluatie van de Financiële Transactiebelasting”, CPB Notitie 21 December, Den Haag: CPB.
- CPB (2011c), *Macroeconomische Verkenningen 2012*, Den Haag: CPB.
- CPB (2012a), *Centraal Economisch Plan 2012*, Den Haag: CPB.
- CPB (2012b), *Macro Economische Verkenning 2013*, Den Haag: CPB.
- DeLong, J. Bradford en Lawrence Summers (2012), “Fiscal Policy in a Depressed Economy”, *Brookings Papers on Economic Activity*, forthcoming.
- Eichengreen, Barry (2010a), “Drawing a Line under Europe’s Crisis”, 17 juni 2010, www.voxeu.org.
- Eichengreen, Barry (2010b), “The Euro: Love It or Leave It?”, May 4, www.voxeu.org.
- Eichengreen, Barry (2011), “The Euro’s Never-Ending Crisis”, *Current History*, 110, 734, 91-96.
- Grauwe, Paul de (2010), “The Financial Crisis and the Future of the Eurozone”, Bruges European Economic Policy Briefings, n.21.
- Grauwe, Paul de (2011), “Managing a Fragile Eurozone”, *CESifo Forum*, 12, (2), 40-45.
- IMF (2012), *World Economic Outlook*, Washington-DC: IMF.
- Jacobs, Bas (2012a), *Een Politiek-Economische Analyse van de Standpunten van de Nederlandse Politieke Partijen over de Eurocrisis tijdens de Verkiezingen van 2012*, Erasmus Universiteit Rotterdam.
- Jacobs, Bas (2012b), *Commentaar Wet Houdbare Overheidsfinanciën*, Tweede Kamer, 20 november 2012.

- Krugman, Paul (2012a), “Europe’s Economic Suicide”, *New York Times*, 15 april.
- Krugman, Paul (2012b), “Europe’s Great Illusion”, *New York Times*, 1 juli.
- Mansori, Kash (2011), “What Really Caused the Eurozone Crisis?”, 22 september, <http://streetlightblog.blogspot.nl>.
- Münchau, Wolfgang (2010), “The Eurozone’s Tragic Small-Country Mindset”, *Financial Times*, 13 juni.
- OESO (2012), *OECD Economic Outlook*, Paris: OECD.
- Rogoff, Kenneth (2008), “Inflation is Now the Lesser Evil”, Project Syndicate, 2 december.
- Wolf, Martin (2011), “Creditors can Huff but They Need Debtors”, *Financial Times*, 1 november.
- Wyplosz, Charles (2011a), “They Still Don’t Get It”, 25 october 2011, www.voxeu.org.
- Wyplosz, Charles (2011b) “A Failsafe Way to End the Eurozone Crisis”, 26 september 2011, www.voxeu.org.
- Wyplosz, Charles (2012), “The Eurozone’s May 2010 Strategy is a Disaster: Time to Pay Up and End This Crisis”, 20 juni 2012, www.voxeu.org.