

Bas Jacobs (2014), "De Toekomst van de Euro" in: Egbert Kalse en Kees Vendrik (red.), *Het Crisisdiner*, Amsterdam: Prometheus, pp. 85-101.

## **De toekomst van de euro**

### **Bas Jacobs**

*Hoogleraar economie en overheidsfinanciën Erasmus Universiteit Rotterdam*

*'Einde eurocrisis vereist volledige bankenunie, herstructurering schulden failliete overheden en ECB als achtervang niet-failliete overheden'*

@\_basjacobs

In het Nederlandse parlement hebben staatsschulden en begrotingsregels een dominante rol gespeeld in de politieke beeldvorming rond de eurocrisis. Veel politieke partijen hebben het 'schuld-en-boeteverhaal' klakkeloos aangenomen als basis voor hun standpunten; de perifere landen (Griekenland, Cyprus, Italië, Spanje, Portugal en Ierland) hebben een potje gemaakt van hun economie en de overheidsfinanciën. De politieke conclusie was vervolgens dat de perifere landen vooral moeten bezuinigen, maar ook hervormen. De Europese begrotingsregels moeten eveneens sterk worden aangescherpt om ontsporingen in de toekomst te voorkomen.

Het schuld-en-boeteverhaal is op zijn gunstigst een teken van onvolledig begrip of volledig onbegrip van de economische werkelijkheid en op zijn ergst een strategie van misleiding van kiezers. De moraalfilosofie van schuld en boete geldt eigenlijk alleen voor Griekenland. De 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 symptoombestrijding geweest en hebben de oorzaken niet weggenomen.

In deze bijdrage zal ik stilstaan bij de werkelijke oorzaken van de eurocrisis (bankproblemen en systeemdefecten euro) en hoe die problemen kunnen worden opgelost. Ook worden de begrotingsregels besproken en waarom die geen bijdrage leveren tot een oplossing, maar de crisis juist verergeren. Beter is om de begrotingsregels los te laten en de no-bailoutclausule geloofwaardig te maken. Tot slot wordt betoogd dat eurobonds of een federaal Europa geen noodzakelijke voorwaarden zijn voor een oplossing van de eurocrisis. Ongeloofwaardige Europese regels zijn wel de prijs voor het niet willen opgeven van nationale soevereiniteit.

## **Waar komt de eurocrisis vandaan?**

Wat is het verhaal achter de eurocrisis? De vermoedelijke hoofdoorzaak is een *bankencrisis*. Er is sinds de start van de euro via het financiële stelsel een massieve kapitaalstroom uit de kernlanden naar de perifere landen op gang gekomen. De grote macro-economische onevenwichtigheden in de eurozone – de tekorten op de lopende rekening in de perifere landen en de overschotten in de kernlanden – 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). Dit heeft geleid tot betalingsbalansproblemen in de perifere landen. De kapitaalinstroom werd grotendeels gebruikt ter financiering van private consumptie en investeringen, waardoor een hoogconjunctuur ontstond. De perifere landen zagen daardoor hun loonkosten sterk stijgen, met name in de afgeschermdede binnenlandse sectoren. De blootgestelde exportsectoren bleven grotendeels concurrerend. Toen de financiële crisis van 2008 Europa bereikte, liepen de perifere landen tegen een *sudden stop* van de kapitaalinstroom aan: de schulden van banken, huishoudens, bedrijven en overheden konden ineens veel moeilijker of helemaal niet meer worden gefinancierd.

Systeemdefecten in de eurozone, de tweede hoofdoorzaak van de eurocrisis, werden daardoor 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 geregeld voor solvabele overheden in nood. En er waren onvoldoende ontwikkelde crisisresolutieregimes voor zowel insolvabele overheden als banken, die hun schulden zouden moeten herstructureren. Obligatiemarkten sloegen op hol. Sommige overheden raakten de toegang tot de kapitaalmarkt kwijt. En een gestage *bank run* trad op in de perifere landen.

Een diepe economische contractie volgde. De omhelzing tussen banken en overheden werd in sommige landen dodelijk. Zwakke banken in perifere landen moesten worden gered (bijvoorbeeld in Ierland en Spanje). Banken- en betalingsbalanscrises sloegen uiteindelijk over op de overheidsfinanciën. Het gevolg was een alomvattende systeemcrisis in de gehele eurozone met sterke, averechtse interacties tussen de private sector, de overheid en het bankwezen. Pas aan het einde van deze financiële ketting gingen de overheidsschulden een rol spelen, terwijl die overheidsschulden veelal het startpunt waren in de politieke discussies over de eurocrisis in Nederland.

## **Bankencrisis**

Door het ontbreken van een 'bankenunie' heeft de financiële sector sinds het begin van de euro een gigantische kapitaalstroom op gang gebracht van de kern- naar de periferielanden. Het leek alsof de risico's op beleggingen in perifere landen volledig waren verdwenen. De no-bailoutclausule in het

Verdrag van Maastricht, die zegt dat overheden in financiële problemen niet worden uitgekocht door de andere eurolanden, is hierbij door de financiële sector als volkomen irrelevant beschouwd. De obligatierentes van alle eurolanden waren immers geconvergeerd naar de lage rentes van Duitsland, alom beschouwd als de minst riskante overheid van Europa. Daardoor was het alsof de eurolanden al eurobonds hadden waarbij landen volledig garant voor elkaar staan en elkaar zouden redden bij problemen. Riskantere kredietverlening was mede daarom uitbundig en aangejaagd door zeer zwakke bankregulering, die op nationaal niveau plaatsvindt. Internationaal opererende banken konden 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.

Banken in de eurozone hadden grote hoeveelheden obligaties van perifere overheden op hun balans staan. Via de *long-term refinancing operation* (LTRO) van de Europese Centrale Bank (ECB) konden banken tijdelijk tegen zeer lage rentes financiering bij de ECB krijgen. Die financiering is met name door perifere banken gebruikt om grote hoeveelheden obligaties van hun eigen overheid te kopen. Zo kwamen banken en hun overheden in een nog verstikkender wurrgreep; als de een zou omvallen, deed de ander dat ook. Perifere overheden waren niet meer in staat hun banken te redden en/of te herkapitaliseren aangezien ze de toegang tot de kapitaalmarkten langzaam verloren. Dit zorgde voor een destructieve spiraal waarin bankproblemen groter werden bij grotere problemen op de obligatiemarkten, en vice versa. Het hele Europese bankwezen stond onder hoogspanning: banken in perifere landen konden zich nauwelijks nog op de markt financieren. Grote delen van het perifere banksysteem werden in leven gehouden door de ECB.

### **Bankenunie**

Voor de oplossing van de eurocrisis is het essentieel een zogenoemde bankenunie in te voeren die bestaat uit vier zaken. Ten eerste, het banktoezicht moet Europees geregeld worden om te voorkomen dat lokaal opererende toezichthouders in de greep blijven van banken (*regulatory capture*). Het verdwijnen van de risicopremies op riskante kredietverlening in de periferie was mede het gevolg van te zwakke toezicht regels en gebrekkige internationale coördinatie tussen nationaal opererende toezichthouders.

In de tweede plaats zullen zwakke banken moeten worden geherstructureerd en geherkapitaliseerd onder strikte voorwaarden, bijvoorbeeld dat (verborgen) verliezen op bankbalansen worden afgeschreven. Europese banken moeten een (gedeeltelijke) herstructurering van (deels) insolvable overheden (Griekenland, misschien Portugal) kunnen opvangen. Een Europees crisisresolutieregime

moet niet-systeembanken in problemen sluiten en systeembanken saneren en herkapitaliseren. Het is zeer gewenst dat banken met de consequenties van risicozoekend gedrag worden geconfronteerd, anders kan de no-bailoutclausule – dat overheden in geldnood niet worden gered – nooit geloofwaardig worden gemaakt. De ‘Dijsselbloemdoctrine’, waarin verschaffers van eigen- en vreemd vermogen gaan meebetalen aan bankreddingen (*bail-in*), gaat daarom (terecht) een hoofdrol spelen bij banksaneringen.

Ten derde, de kosten van die bankreddingen moeten Europees worden gedeeld, nadat private partijen hun verliezen hebben genomen, want alleen dan wordt de dodelijk omhelzing tussen bank- en staatsschulden definitief doorbroken. Zwakke overheden kunnen banken niet herkapitaliseren. Een bankenunie kan daarom niet functioneren zonder uiteindelijk een gemeenschappelijke Europese achtervang (*backstop*) als bail-ins onvoldoende zijn om systeembanken overeind te houden.

Ten vierde is een Europees depositogarantiestelsel (EDGS) nodig waardoor huishoudens en bedrijven in perifere landen niet langer geneigd zijn hun geld weg te sluisen naar andere landen. Een EDGS is een noodzakelijke maar geen voldoende voorwaarde voor het stoppen van de paniek onder spaarders in de periferie, tenzij ook het valutarisico van herinvoering van een nieuwe munt onder het EDGS zou komen te vallen.

### **Lener-in-laatste-instantie voor overheden**

De euro kende aanvankelijk een aantal grote systeemdefecten. Zo ontbrak 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. Zonder lener-in-laatste-instantie kan een equivalent van een *bank run* op overheden in werking worden gezet, zoals we hebben gezien toen in 2011 de obligatierentes van perifere landen explodeerden. Obligatiehouders die menen dat een overheid niet meer goed aan haar verplichtingen kan voldoen, verkopen hun obligaties, waardoor obligatierentes stijgen. Het gevolg van hogere rentelasten op de staatsschuld is dat dat overheden in grotere financiële problemen komen en dus moeilijker hun schulden kunnen aflossen. Daardoor worden de slechte marktverwachtingen van obligatiehouders bevestigd. Slechte marktverwachtingen kunnen aldus een *self-fulfilling prophecy* veroorzaken waardoor illiquide maar solvabele overheden (die alleen een tijdelijk kasprobleem hebben) vanzelf insolvent kunnen worden (dus niet meer aan hun verplichtingen kunnen voldoen). Overigens is het in de praktijk niet altijd makkelijk helder onderscheid te maken tussen solvabiliteits- en liquiditeitsproblemen. Echter, een obligatierun op de overheid 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 namelijk altijd optreden als lener-in-laatste-instantie als overheden markttoegang verliezen. 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.

## **Crisisresolutieregime voor insolvente overheden**

Een tweede defect in de eurozone is dat er geen resolutiemechanisme bestaat om overheidsschulden van insolvabele overheden te herstructureren en landen tijdelijk financiering te bieden onder strikte voorwaarden. Dit heeft tot een existentiële crisis in de eurozone geleid, zoals de ervaringen in de eurozone, met name die van Griekenland, hebben aangetoond.

Een derde randvoorwaarde voor een succesvolle muntunie is dat er noodmechanismen bestaan 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 insolvabele overheden niet langer toegang meer hebben tot de kapitaalmarkten, er voldoende budgettaire back-up is voor noodfondsoperaties. Natuurlijk moeten die operaties onder strikte voorwaarden (bezuinigingen, lastenverzwaringen en hervormingen) plaatsvinden. Dit impliceert overigens niet dat obligatiehouders een bail-out krijgen. Onderdeel van noodfondsoperaties zou moeten zijn dat overheidsschulden van failliete overheden altijd geheel of gedeeltelijk moeten worden afgeschreven voordat Europese middelen worden ingezet.

## **Marktdiscipline in plaats van begrotingsregels**

Wat was ook alweer de oorspronkelijke bedoeling van de normen voor begrotingstekort en overheidsschuld, zoals die zijn vastgelegd in het Stabiliteits- en Groeipact? Die normen zijn in 1997 ingevoerd omdat beleidsmakers bang waren dat hoge begrotingstekorten zouden leiden tot stijgende rentes in het eurogebied. Overheidstekorten zouden private investeringen kunnen verdringen. Ook zou bij hoge staatsschulden de druk op de ECB worden opgevoerd om de waarde daarvan uit de hollen via hogere inflatie. Maar sinds de invoering van de euro hebben we van beide niets gezien. Terwijl de begrotingsregels stelselmatig niet zijn nageleefd door vele eurolidstaten, inclusief Frankrijk en Duitsland, belandden (obligatie)rentes op historische dieptepunten. Dat had allerlei oorzaken, maar de vrees voor verdringing bleek ongegrond. Tegelijkertijd heeft de ECB zich gevestigd als een (zeer) conservatieve centrale bank die zich niet in het minst gevoelig heeft getoond om de inflatie wat te laten oplopen, ook niet sinds de eurozone is overvallen door de ergste crisis sinds de Grote Depressie.

De eurocrisis is niet het gevolg van ontspoorde begrotingen, met uitzondering van Griekenland (en heel misschien Portugal). Oplopende overheidstekorten zijn vooral een symptoom van economische problemen. Denk aan Ierland en Spanje, die allebei voldeden aan de bestaande begrotingsregels en toch in onoverkomelijke economische problemen terechtkwamen. In een volkomen misdiagnose is – op zwaar aandringen van Nederland – door de regeringsleiders van de eurolanden afgesproken om het Stabiliteits- en Groeipact nog verder aan te scherpen.

Economisch gezien zorgen de aangescherpte begrotingsregels op korte termijn alleen maar voor nog grotere economische problemen. Harde bezuinigingen en lastenverzwaringen verdiepen de recessie door massale bestedingsuitval in de gehele eurozone, grootschalige werkloosheid en sterke onderbezetting in het bedrijfsleven. Daardoor worden de begrotingsdoelen bovendien alleen tegen enorme economische kosten gehaald. Vanwege de lage rente in de kernlanden moet bovendien drastisch worden bezuinigd om slechts een beperkte rentevrijval in de begroting te realiseren. Grote uitverdieneffecten veroorzaken daarnaast structurele schade aan de economie als begrotingsconsolidatie tot permanente productieverliezen en permanent hogere werkloosheid leidt ('hysterese').

Veel Europese landen, Nederland niet uitgezonderd, kampen met een balansrecessie. Banken en huishoudens bouwen schulden af en herstellen (pensioen)vermogens. Uit talloze economisch onderzoeken blijkt dat begrotingsconsolidatie in een balansrecessie veel schadelijker is dan gewoonlijk. Ook kan de ECB niet goed meer stimuleren omdat de beleidsrente zo goed als op nul staat en onconventioneel monetair beleid wordt afgewezen. De ECB zou bijvoorbeeld de lange rentes verder kunnen verlagen via het opkopen van obligaties en andere effecten (kwantitatieve verruiming) of door zich te committeren aan een hogere inflatiedoelstelling in de perioden nadat de nulondergrens op beleidsrentes niet meer bindend is (*forward guidance*). De schade van tekortreductie wordt bovendien veel groter als alle eurolanden dat gesynchroniseerd doen. Bovendien verdwijnen de macro-economische onevenwichtigheden niet als iedereen tegelijkertijd probeert te bezuinigen.

Strengere begrotingsregels zijn noch een noodzakelijke noch een voldoende voorwaarde voor het voorkomen van toekomstige crises in de eurozone. Die begrotingsregels blijven ongeloofwaardig zolang overheden kunnen blijven lenen van systeembanken, die worden gered als ze te veel risico hebben genomen. Uit de convergentie van obligatierentes voordat de eurocrisis losbarstte, bleek dat markten kennelijk dachten dat eurobonds de facto al bestonden – dat alle overheidsschulden van eurolanden gecollectiviseerd waren. Dat was volledig in strijd met de no-bailoutclausule van het Verdrag van Maastricht, die zegt dat overheden niet worden gered door andere overheden.

Beter dan strengere begrotingsregels is het om de no-bailoutclausule meer geloofwaardig te maken. Overheden met ontsporende begrotingen, dus met solvabiliteitsproblemen, worden dan gedisciplineerd door de markt via oplopende risicopremies op staatsobligaties en niet door zachte Europese regels. Als marktpartijen zien dat overheden in de problemen komen, zullen ze een hogere rentevergoeding ter compensatie gaan vragen voor het hogere risico. Overheden zullen dan worden aangezet om hun begroting op orde te brengen. Overigens kan marktdiscipline alleen goed werken als er ook een lener-in-laatste-instantie is voor illiquide, maar solvabele overheden. Als die ontbreekt, kunnen runs op overheden plaatsvinden waardoor obligatierentes sterk stijgen, ook als er helemaal niets aan de hand is.

Een bankenunie – met een goed werkend crisis- en resolutieregime – is echter essentieel om de no-bailoutclausule geloofwaardig te maken. Onhoudbare staatsschulden moeten namelijk in het uiterste geval worden geherstructureerd, zonder dat het bankwezen de eurolanden kan gijzelen met een systeemcrash. Dat is de reden waarom de Griekse staatsschuld niet direct is gesaneerd en zo'n twee derde van de Griekse staatsschuld nu op de balansen van vele andere overheden staat, direct via bilaterale leningen aan Griekenland en indirect via de noodfondsen, de leningen die de ECB heeft opgekocht en de IMF-leningen die aan Griekenland zijn verstrekt.

Als overheden zoveel mogelijk op eigen benen moeten staan, kunnen ongeloofwaardige, arbitraire en rigide begrotingsregels overboord worden gezet. Solvabele overheden kunnen dan een anticyclisch begrotingsbeleid blijven voeren, zonder door Brussel op de vingers te worden getikt. Dat is des te belangrijker omdat eurolanden vrijwel alle mogelijkheden om een eigen conjunctuurpolitiek te voeren, hebben opgegeven. De wisselkoers kan immers niet worden gedevalueerd. Het monetaire beleid is uit handen gegeven aan de ECB. Rigide arbeids- en productmarkten en een lage arbeidsmobiliteit maken interne devaluaties moeizaam en economisch pijnlijk.

### **Politieke unie?**

De eurocrisis kan politiek worden geïnterpreteerd als een herhaald gevangenendilemma of een tragedie van de meent (*tragedy of the commons*). Als eurolanden zouden streven naar de best denkbare oplossing voor de eurocrisis dan werken ze samen en komen noodzakelijke overdrachten van kernlanden naar de perifere landen op gang in de vorm van directe transfers, herstructureringen en garanties. De perifere landen doen vervolgens alles om hun economieën te hervormen en de overheidsfinanciën op orde te brengen. Alle eurolanden brengen hun banken op orde. Zowel de kernlanden als de perifere landen zullen dan verliezen.

Maar ook al verliest iedereen, deze coöperatieve oplossing is voor alle landen beter. Kernlanden en perifere landen voorkomen dan scenario's waarin de eurozone verloren decennia zonder groei tegemoet gaat of, erger, kladderadatsch-scenario's met een uiteenvallen van de eurozone. Het slechte scenario is nog steeds goed denkbaar, aangezien Europese politici gevangen zitten in het slechte, niet-coöperatieve evenwicht van het gevangenendilemma. Geen land wil verliezen voor zijn rekening nemen, al was het maar door de opkomst van populistische partijen op de flanken. Maar de prijs is dat de kosten van een oplossing alleen maar verder oplopen.

Het is voor een oplossing van de eurocrisis onvermijdelijk dat Europa minimale budgettaire transfers en garanties organiseert om i) de noodfondsen voor insolvabele landen te financieren onder conditionaliteit en nadat onhoudbare schulden zijn geherstructureerd; ii) garanties voor illiquide, maar solvabele landen te financieren; iii) de kosten van bankreddingen en herkapitalisaties te financieren,

nadat bail-in heeft plaatsgevonden. Zonder de budgettaire borging van deze drie functies zal de euro niet kunnen functioneren.

In welke precieze vorm die garanties en transfers vorm krijgen, is minder relevant zolang de Europese belastingbetalers maar garant staan. Men zou dan kunnen spreken over de invoering van eurobonds voor deze drie specifiek omschreven doelen. Feitelijk wordt het bestaande noodfonds al met eurobonds gefinancierd, voor specifieke noodfondsoperaties die begrensd zijn in omvang. 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. Dat is ook 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.

Maar zelfs de minimaal benodigde transfers en garanties komen vooralsnog niet goed van de grond. Kernlanden wantrouwen de perifere landen omdat afspraken worden geschonden aangezien instituties ontbreken om de Europese regels af te dwingen. Ongeloofwaardigheid van Europese regels zal altijd een probleem blijven zolang eurolanden bij nalatig gedrag niet onder curatele kunnen worden gesteld. Er bestaat geen supranationale entiteit die is uitgerust met bevoegdheden om direct in te grijpen in de overheidsfinanciën of de economische structuur. Het mag geen verwondering wekken dat de aangescherpte begrotingsregels nu al niet strikt worden toegepast.

Alleen stappen richting een meer federale Europese structuur – met verregaande overdrachten van nationale soevereiniteit – kunnen het geloofwaardigheidsprobleem bij het afdwingen van afspraken oplossen. Maar die stappen worden door een grote meerderheid van politieke partijen afgewezen, in Nederland en daarbuiten. Veel partijen die om het hardst roepen om strenge handhaving van de bestaande regels en veel strengere begrotingsregels bepleiten, zijn paradoxaal genoeg ook de partijen die tegen verdere soevereiniteitsoverdrachten naar Europa zijn. Maar hoe kunnen de Europese regels ooit geloofwaardig worden als men zich verzet tegen iedere inmenging van Europa in nationale aangelegenheden?

### **Gaat de euro het redden?**

Politici zijn bij het bestrijden van de eurocrisis aanvankelijk een doodlopende steeg in gelopen. Ze maakten, bewust of onbewust, een foutieve diagnose van de eurocrisis: staatsschulden zouden de oorzaak zijn en bezuinigen dus de oplossing. Niets is minder waar. De ontspoorde overheidsfinanciën zijn gevolg, geen oorzaak geweest van de crisis – behalve in Griekenland. Veel striktere begrotingsregels hebben de economische problemen op korte termijn alleen maar groter gemaakt, zonder dat de wezenlijke oorzaken van de eurocrisis werden weggenomen.



De oorzaken van de eurocrisis moeten worden gezocht in bankproblemen en systeemdefecten van de eurozone. De oplossingen worden daar ook gevonden. De eurozone kan prima overleven als aan drie minimumcondities is voldaan. Ten eerste, een lener-in-laatste-instantie voor illiquide maar solvabele overheden. Ten tweede, een crisismechanisme om insolvabele landen te herstructureren en financiering te geven onder strikte conditionaliteit. Ten derde, een bankenunie met gemeenschappelijk toezicht, een crisisresolutieregime, een budgettaire achtervang en een depositogarantiestelsel. Langzaam maar gestaag komen leiders van de eurozone uit hun doodlopende steeg en strompelen richting een uitweg uit de crisis.

Toen de obligatiemarkten volledig op hol sloegen en sommige overheden in grote financieringsnood kwamen, zijn in allerijl de noodfondsen ESFS, EFSM en ESM in het leven geroepen waarvan een aantal landen gebruikmaakt(e): Griekenland, Ierland, Portugal, Cyprus en Spanje. Ook voor de toekomst is het belangrijk dat de noodfondsen blijven bestaan, want het is niet uitgesloten dat ooit weer een land ontspoot. Zelfs als private partijen zoveel mogelijk hun verliezen hebben genomen, is het van belang voor de geloofwaardigheid van de eurozone dat existentiële paniek over haar voortbestaan wordt voorkomen. Voor het financieren van de noodfondsoperaties blijft een budgettaire achtervang van de eurolanden vereist. Het zou bovendien goed zijn de noodfondsoperaties buiten de politiek te plaatsen en in een Europees Monetair Fonds (EMF) onder te brengen. Een EMF zou meer geloofwaardigheid hebben om conditionaliteit af te dwingen dan de trojka, die de belangen van de euroleiders en ECB te veel heeft laten meewegen.

Gelukkig heeft de ECB uiteindelijk via het OMT-programma (*Outright Monetary Transactions*) aangekondigd te willen optreden als een echte lener-in-laatste-instantie, mits landen zich bij het noodfonds melden en zich aan een trojka-programma onderwerpen, waarmee wordt voorkomen dat de ECB steun zou geven aan insolvabele overheden. Deze ingreep van de ECB is de belangrijkste reden geweest dat de paniek in de eurozone in 2012 is gaan liggen. Door die aankondiging zijn de rentes op perifere staatsobligaties sterk teruggelopen, waardoor staatsschulden van bijvoorbeeld Italië en Spanje houdbaarder zijn geworden.

In 2015 begint ook gemeenschappelijk, Europees banktoezicht op de grootste banken in de eurozone vanuit de ECB nadat alle bankbalansen zijn doorgelicht (*Asset Quality Review (AQR)*) en gestresstest. Die grote banken vertegenwoordigen zo'n 80 procent van het balanstotaal van de banken in de eurozone. De nationale centrale banken blijven onder dezelfde regels toezicht houden op de kleine banken. Hopelijk zet dit een rem op excessieve en riskante kredietverlening in de toekomst, waardoor banken- en betalingsbalanscrises worden voorkomen.

Maar, de toekomst van de eurozone is nog lang niet veiliggesteld. Eurolanden – zowel in de kern als de periferie – lukt het tot op heden niet om een definitieve oplossing te realiseren. Ieder euroland probeert nog steeds de erfenis van fundamentele ontwerpfouten in de eurozone op de andere

eurolanden af te wentelen. Dat geldt evenzeer voor de politieke weigering een minimum aan budgettaire back-up voor de muntunie te organiseren. De kosten van uitstel van het nemen van onvermijdelijke verliezen en van onvermijdelijke herstel aan de fundering van de euro stijgen nog steeds exponentieel.

Het voorgestelde Europees banktoezicht en bankenresolutie kunnen belangrijke stappen voorwaarts zijn. Alleen, de maatregelen helpen slechts de volgende crisis op te lossen, niet de huidige. Zo gaat het nieuwe crisisresolutieregime bij de banken pas vanaf 2015 stapsgewijs van start. Het afwickelen van wankelende banken berust bovendien weer sterk op politieke overeenstemming in de eurozone. Acute problemen in het Europese bankwezen worden nog steeds niet opgelost, en zullen volop aan het licht komen na de AQR en stresstesten. Een deel van de banken kampt met zo veel verborgen verliezen dat ze kunnen omvallen als die verliezen worden gerealiseerd. Wat volgend jaar gebeurt na de AQR en de stresstesten is daarom onduidelijk. Nationale toezichthouders moeten zelf maar zien hoe eventuele lijken in de kast worden opgeruimd, wat kan leiden tot financiële ongelukken.

Ook de budgettaire achtervang voor de bankenunie ontbreekt. Sterker, eurozoneleiders menen dankzij bail-ins helemaal geen budgettair vangnet meer nodig te hebben. Het afgesproken 'resolutiefonds' is piepklein: in tien jaar tijd wordt dit fonds door banken gevuld met 50 miljard euro op een bankbalanstotaal van meer dan 30.000 miljard euro in de eurozone. Daarmee is het voorgestelde bankenresolutieregime ongeloofwaardig. Aangezien de dodelijke omhelzing niet wordt doorbroken, blijft de fragmentatie in het eurozone-bankwezen voortbestaan. Een euro op een bank in Spanje is een andere dan een euro op een bank in Nederland. Een Europees depositogarantiestelsel staat al helemaal niet op de Europese agenda.

Strengere begrotingsafspraken zijn in beginsel overbodig. Als de no-bailoutclausule maar in ere wordt hersteld en insolvable overheden daadwerkelijk failliet kunnen gaan. Dan kunnen obligatiemarkten overheden disciplineren. Ongeloofwaardige begrotingsregels uit Brussel kunnen dan worden afgeschaft. En solide overheden kunnen gewoon weer anticyclisch begrotingsbeleid voeren.

Voor het functioneren van de eurozone is het niet nodig om staatsschulden op Europees niveau te socialiseren of een permanente 'transferunie' in te stellen. Evenmin als stappen te zetten richting een federaal Europa. Echter, afspraken in de eurozone zullen onvermijdelijk zachter zijn zonder verdere integratie. Ongeloofwaardige Europese afspraken zijn namelijk de prijs die moet worden betaald voor het niet willen opgeven van nationale soevereiniteit.

Met aanvullend loodgieterswerk kunnen de defecten in de eurozone alsnog worden gerepareerd. Daarvoor moeten onvermijdelijke verliezen bij de sanering van banken en de herstructurering van sommige overheidsschulden worden genomen. Die verliezen zullen moeten worden verdeeld over de eurolanden. Daarnaast moet alsnog de budgettaire borging voor de noodfondsoperaties en de

bankenunie worden geregeld. Maar, helaas, de regeringen van de eurolanden zijn daartoe nog steeds niet bereid. En zolang dat niet gebeurt, gaat de crisis in de eurozone niet over. Die kan ineens weer opblazen of, misschien waarschijnlijker, jarenlang doorsluimeren in een zombiescenario met zeer lage groei.

*Bas Jacobs is hoogleraar economie en overheidsfinanciën en coördinator van de masteropleiding Policy Economics aan de Erasmus School of Economics. Zijn onderzoek bevindt zich op het snijvlak van openbare financiën, welvaartseconomie, macro-economie en arbeidsmarkteconomie. Jacobs is ook onderzoeksfellow bij het Tinbergen Instituut, CESifo en Netspar, en Academic Partner van het CPB. Hij schrijft over economie op zijn blog [basjacobs.wordpress.com](http://basjacobs.wordpress.com) en de websites van ESB, Follow the Money en MeJudice.*

## **Noten**

Adres: Prof. dr. B. Jacobs Erasmus School of Economics, H9-33, Erasmus Universiteit Rotterdam, Postbus 1738, 3000 DR Rotterdam, tel: 010 – 408 1441, e-mail: [bjacobs@ese.eur.nl](mailto:bjacobs@ese.eur.nl), homepage: <http://people.few.eur.nl/bjacobs>.

Dit hoofdstuk is deels gebaseerd op een bijdrage voor de Tweede Kamer op 2 december 2012 over de toekomst van de euro: [http://people.few.eur.nl/bjacobs/jacobs\\_2ekamer\\_EMU.pdf](http://people.few.eur.nl/bjacobs/jacobs_2ekamer_EMU.pdf).

Gekozen is om zonder literatuurverwijzingen te werken. De belangrijkste achtergrondliteratuur bij dit hoofdstuk is:

Artus, Patrick, et al. (2012), *Breaking the Dead Lock: A Path out of the Crisis*, Institute for New Economic Thinking, July 23, 2012.

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.

Blanchard, Olivier, en David Leigh (2013), “Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers”, IMF Working Paper Series WP/13/1, Washington-DC: IMF.

CPB (2011), *Europa in Crisis: Het Centraal Planbureau over Schulden en de Toekomst van de Eurozone*, Amsterdam: Balans.

- Eggertsson, Gauti, en Paul Krugman (2012), “Debt, Deleveraging and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky-Koo Approach”, *Quarterly Journal of Economics*, 127, (3), 1469–1513.
- Eichengreen, Barry (2010), “The Break Up of the Euro Area”, in: Alberto Alesina and Francesco Giavazzi (2010), *Europe and the Euro*, Chicago: University of Chicago Press.
- Eichengreen, Barry (2011), “The Euro’s Never-Ending Crisis”, *Current History*, 110, 734, 91-96.
- Gaulier, Guillaume, en Vincent Vicard (2013), “The Signature of Euro Area Imbalances”, *Compnet Policy Brief*, 02/2013, European Central Bank.
- Grauwe, Paul de (2011), “Managing a Fragile Eurozone”, *CESifo Forum*, 12, (2), 40-45.
- Mansori, Kash (2011), “What Really Caused the Eurozone Crisis?”, 22 september, <http://streetlightblog.blogspot.nl>.
- Ramey, Valérie (2011), “Can Government Purchases Stimulate the Economy?”, *Journal of Economic Perspectives*, 49, (3), 673–685.
- 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](http://www.voxeu.org).
- Wyplosz, Charles (2012), “Fiscal Discipline in the Monetary Union”, 26 november 2012, [www.voxeu.org](http://www.voxeu.org).