



tekst  
Arnoud Boot

Arnoud Boot is hoogleraar Corporate Finance en Financiële Markten en director van het Amsterdam Center for Law & Economics aan de Universiteit van Amsterdam. Hij is tevens Kroonlid van de Sociaal Economische Raad en Lid van de Bankraad (DNB). Arnoud Boot is lid van de Koninklijke Nederlandse Akademie voor Wetenschappen (KNAW).

Arnoud W.A. Boot

## ENIGE OVERPEINZINGEN BIJ DE EUROPERIKELEN

Het lijkt bijna een moeras. De reeks euroakkoorden die elke keer weer worden aangekondigd als ‘comprehensive’ en ‘beslissend’. De vraag is niet meer of ze het zijn – dat zijn ze zeker niet – maar waar dit allemaal naar toe gaat. Laat ik u in deze column wat gevoel geven over waar we staan in de crisis, en vooral ook u enige richting geven voor wat er nodig is. Er doorheen lopen enige opmerkingen over hoe economen, inclusief mijzelf, een rol kunnen en moeten spelen.

### Diagnose

Misschien toch eerst even een stap terug, en dan enige observaties over hoe ik er in sta. De diagnose van de europroblemen is niet zo lastig. Er waren ontwerpfouten in het euroarrangement. Landen konden onder een soort gemeenschappelijke ‘umbrella’ hun eigen weg gaan, hoe riskant ook, zonder daarvan consequenties te ondervinden; bijvoorbeeld toch relatief goedkoop kunnen lenen omdat de markten dachten dat linksom of rechtsom de eurolanden elkaar toch wel zouden moeten ‘redden’. En als je dan ook nog komt met onduidelijke maatregelen als problemen zich voordoen, is er een voedingsbodemp voor grote onrust. Zo hebben halfslachtige maatregelen van Europa het vertrouwen onder de houdbaarheid van

de euro ondermijnd. Een op zich behapbaar Grieks probleem werd een twistappel voor de euro.

Een land met een onhoudbare schuldenlast – lees: Griekenland – werd met lapmiddelen op de been gehouden. De discussie in de sterke noordelijke landen – lees: Duitsland en Nederland – ging over de vraag waarom wij zouden moeten betalen voor de fouten (en manipulatie) van Griekenland. Griekenland zelf werd gevraagd zware bezuinigingsmaatregelen door te voeren en salarissen te verlagen. De regering-Papandreou deed zijn best, maar zonder licht aan het eind van de tunnel is het moeilijk draagvlak te houden onder de bevolking.

Het echte probleem werd echter de schuldenproblematiek in de rest van het eurogebied. Noodpakketten werden in elkaar gezet voor Portugal en Ierland, maar landen zoals Spanje en Italië kwamen ook onder druk te staan. En dat relatief sterke Italië werd de eye opener voor de Europese problematiek afgelopen zomer. Europese regeringsleiders ontdekten dat als je maar genoeg onzekerheid creëert over de gemeenschappelijke euro, financiële markten vraagtekens gaan plaatsen bij de bereidheid om een beleid te voeren dat past bij een dergelijke gemeenschappelijke munt.

De primaire splijtzwam bij de euro is niet Griekenland maar een noord-zuidbreuklijn. Is het sterkere noorden bereid solidair te zijn met het zuiden, en is het zuiden bereid om een economisch beleid te voeren dat niet anticipeert op subsidies van het noorden?

### ‘DE PRIMAIRE SPLIJTZWAM BIJ DE EURO IS NIET GRIEKENLAND MAAR EEN NOORD-ZUID- BREUKLIJN’

#### Democratische legitimatie en gaten in het stabiliteitspact

Democratische legitimatie is nu een kernprobleem geworden in Euro-land. Moeten we allemaal garant staan voor elkaar? Krijgen we een soort Brussel als het Washington van de Verenigde Staten van Europa? Wanneer krijgt de kiezer hierover weer iets te zeggen? Op zichzelf is dit geen economisch aspect, maar als econoom die nadrukkelijk in het publieke domein opereert is het een belangrijk element in mijn eigen analyse van gewenste en minder gewenste oplossingen voor de huidige crisis. Belangrijk is ook dat de economische wetenschap midden in



**Wat is ook alweer het stabiliteits- en groeipact?** Pact uit 1997 tussen de landen van de Eurozone om ervoor te zorgen dat landen zich houden aan de convergentiecriteria<sup>1</sup> van het verdrag van Maastricht uit 1992.

<sup>1</sup>Twee convergentiecriteria zijn een debt/gdp ratio van minder dan 60% en een begrotingstekort van

maximaal 3%. De andere drie criteria gaan over de wisselkoers, maximale inflatie (1,5% boven het gemiddelde van de drie landen met de laagste inflatie) en de maximale lange-termijnrente (2% boven de drie landen met de laagste inflatie). Het verdrag van Maastricht stond aan de basis van de Europese Unie en de euro.

de maatschappij staat en zich niet kan losmaken van het maatschappelijke krachtenveld. En dat laatste vraagt om democratische legitimatie. De europroblematiek is al on-grijpbaar voor de kiezer. Als we hem nu ook nog eens helemaal buitenspel zetten kan niet verwacht worden dat de kiezer zich achter Europa zal plaatsen. En dat laatste is absoluut noodzakelijk voor de houdbaarheid van de euro.

Toch zijn er ook aardige pure economische aspecten te eren. Het stabiliteitspact dat de Eurolanden in de hand had moeten houden bevatte namelijk weeffouten. En dit was niet alleen dat landen zich er niet aan hielden (en daarvoor niet werden afgestraft) maar er ontbrak ook iets essentieels, namelijk het in de hand houden van private geldstromen en schulden die landen uit evenwicht zouden kunnen brengen. Landen kunnen zich namelijk ‘opblazen’ door inkomende kapitaalstromen die via het bankwezen en veelal een zeepbel op de woningmarkt tot ont-ploffing komen. Ierland is een mooi voorbeeld hiervan. De meer fundamentele invalshoek voor dit zelfde vraagstuk is om met name de lopende rekening van de betalingsbalans in de hand te houden – zonder groot tekort daarop is er normaliter geen grote kapitaalstroom naar binnen

(ligt dus in elkaars verlengde). En als je er dan nog fundamenteeler naar wilt kijken, let dan op de onderliggende concurrentiekracht. Minder concurrerende landen hebben bijna altijd een tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans (ze importeren immers wel maar exporteren weinig). Kern voor mij is dat alle drie de bovenstaande wegen dezelfde lacune eren, namelijk een onevenwichtigheid in de private sector. Uiteraard zijn ze niet helemaal uitwisselbaar, maar voor een groot deel wel.

Dus als vanuit de economische wetenschap zijn er weldegelijk belangrijke inzichten aan te dragen. Of men er naar wil luisteren is altijd de vraag. Meestal doet men dit pas als het ‘kalf is verdronken’. In goede tijden is het moeilijk de diagnose en zorgen voor het voetlicht te brengen, maar als het eenmaal is misgelopen kun je deze boodschap elke dag wel kwijt.

#### Als het kalf verdronken is...

Een aardig voorbeeld is de financiële crisis – lees de bancaire problematiek. Deze crisis is innig verbonden met de huidige eurocrisis. De angst over het bankwezen houdt ons allemaal in de houdgreep. Een anekdote.

Zelf heb ik gewerkt aan de grote spaarbankcrisis in de Verenigde

Staten eind jaren tachtig en de grote Zweedse (of beter Scandinavische) financiële crisis begin jaren negentig. Het was toen duidelijk dat het financiële systeem problemen vertoonde. Opvallend was echter dat er na 1995 – amper 3 jaar na de Zweedse financiële crisis – maatschappelijk geen enkele behoefte meer was aan onderzoek over hoe financiële systemen stabiel zijn te krijgen. En wat bleek? Als er maatschappelijk geen behoefte is aan bepaald onderzoek – hoe relevant dan ook – dan verdwijnt het onderzoek. Schrikbarend misschien, maar dit is wat er gebeurde. Erger nog, beleidsmakers en toezichhouders zaten allemaal in dezelfde hoek. En die hoek werd gedomineerd door bankiers die de agenda bepaalden en beleidsmakers er van wisten te overtuigen wat wel of niet goed was voor de maatschappij. Het maatschappelijk krachtenveld helpt dus vaak niet.

De consequentie daarvan ondervinden we vandaag de dag. Het financiële systeem is op het macro-niveau van de landen en financiële markten enerzijds, en het micro-niveau van de banken anderzijds instabiel. Aangezien dit alles ook nog innig met elkaar is verbonden houdt iedereen elkaar in de houdgreep. Dit is de status quo. Voor de komende decennia een uitdagende agenda voor de wetenschap! ■