Europees groeivermogen en lessen van de jaren dertig

Een goed functionerende muntunie vereist het delegeren van bevoegdheden op het terrein van het toezicht op de financiële sector, het verstrekken van liquiditeitssteun aan solvabele overheden en banken bij marktpaniek en het herstructureren van schulden bij overheden en banken met solvabiliteitsproblemen. Structurele hervormingen kunnen de Nederlandse kredietwaardigheid borgen, waarmee extra vraaguitval door bezuinigingen kan worden voorkomen.

De toekomst van de euro, en daarmee de welvaart in de Europese landen, staat op het spel door een gevaarlijke cocktail van een fragiel bankwezen, ongezonde overheidsfinanciën en inzakkende groei. Beleidsmakers in Noord-Europa, zoals in Nederland en Duitsland, moeten nu de belangrijkste lessen van de jaren dertig ter harte te nemen: het versterken van het bankwezen, het voorkomen van protectionisme door sentimenten als "eigen volk eerst" en "geen cent naar de Grieken", en vergroten van economische activiteit, in plaats van een exclusieve beleidsfixatie op een kleinere overheidsschuld. Op dit historische moment zijn ideeën belangrijker dan ooit. Het gaat om ideeën die zijn gebaseerd op een diagnose van de crisis en waaruit maatregelen volgen voor de beheersstructuur van de euro, het bankwezen en de overheidsfinanciën.

Diagnose eurocrisis

Funderingsprobleem muntunie

De essentie van het europrobleem is tweeledig. Ten eerste, de eurozone ontbeert zowel een adequate bestuursstructuur als de noodzakelijke minimale budgettaire achtervang om paniek op de financiële markten te bezweren. Het gevolg is een geloofwaardigheidsprobleem waarbij negatieve marktverwachtingen voortdurend worden bevestigd door uitblijven van adequate maatregelen van politieke leiders uit de eurozone. Rentes op staatsobligaties en bankpapier voor solvabele landen, zoals Italië en Spanje, lopen op – ver boven niveaus die in normale situaties de kans op wanbetaling weerspiegelen. Solvabele landen met liquiditeitsproblemen dreigen insolvabel te worden. De grote les van Milton Friedman in de jaren dertig was dat de Federal Reserve zijn rol als *lender of last resort* weigerde te spelen (Friedman en Schwartz, 1963). Wanneer solvabele overheden in liquiditeitsproblemen aan hun lot worden overgelaten in de eurozone, wordt deze fout herhaald (De Grauwe, 2011).

Kostenafwenteling door overheden

Het tweede probleem is dat eurolanden de verliezen van insolvabele landen en banken op elkaar proberen af te wentelen. Dit is een *common pool*-probleem (Persson en Tabellini, 2000). Noord-Europa poogt zijn banken uit de wind te houden door alle aanpassingslast op Zuid-Europa af te wentelen, terwijl Zuid-Europa Noord-Europa gijzelt met de dreiging van een bankencrisis. Door dit hoge spel wordt het voortbestaan van de eurozone op het spel gezet.

Geloofwaardigheid ECB

In deze patstelling is de Europese Centrale Bank (ECB) vooralsnog de enige partij die de paniek op financiële markten kan bezweren. De ECB biedt ongekende liquiditeitssteun aan banken die geen toegang meer hebben tot de interbancaire markten. Daarbij wordt zelfs onderpand van insolvabele landen zoals Griekse obligaties geaccepteerd. De ECB staat ook onder zware druk staatsobligaties te kopen van zwakke eurolidstaten, doordat de ministers van Financiën geen overeenstemming bereiken over het verdelen van de verliezen. Dit bedreigt de geloofwaardigheid van de ECB, die feitelijk zonder politieke dekking budgettaire politiek bedrijft door herverdeling van middelen van Noord- naar Zuid-Europa.

Oplossing eurocrisis

Fundering muntunie

De fundering van de eurozone als een muntunie zonder politieke unie vereist interventiemechanismen voor als lidstaten uit de bocht dreigen te vliegen door liquiditeits- of solvabiliteitsproblemen. Landen die door turbulentie op de financiële markten in liquiditeitsproblemen worden gebracht, kunnen uit de wind gehouden worden door een geloofwaardig noodfonds zoals het European Financial Stabilisation Mechanism (EFSM), en in de toekomst het Europees Stabilisatiemechanisme (ESM).

Daarnaast zou het noodfonds de mogelijkheid moeten krijgen om steun te verlenen bij herstructurering van schulden van insolvabele landen. Het noodfonds kan uitgroeien tot een soort Europees Monetair Fonds, dat de solvabiliteit van landen en banken beoordeelt (Tabellini, 2011). Bij insolvabiliteit kan het fonds de pijn eerlijk, efficiënt en snel verdelen over crediteuren en debiteuren. De bevoegdheid van het fonds om leningen (met preferentiële status) te verstrekken aan insolvabele landen zou er alleen mogen zijn als die landen economische hervormingen doorvoeren zodat in combinatie met

ARNOUD BOOT
Hoogleraar aan de Universiteit van Amsterdam

LANS BOVENBERG
Hoogleraar aan de Universiteit van Tilburg

BAS JACOBS
Hoogleraar aan de Erasmus Universiteit Rotterdam

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.

herstructurering uitzicht ontstaat op solvabiliteit.
Om dit te bereiken zou het huidige noodfonds moeten worden vergroot, omdat het in zijn huidige omvang te klein is om geloofwaardig te zijn (Wyplosz, 2011).
De directe politiek invloed op het noodfonds hindert het fonds in het besluitvaardig opereren, omdat bij elke steunaanvraag alle eurolanden apart goedkeuring moeten verlenen. Dit frustreert noodzakelijke reddingsoperaties.
Een welomschreven en te controleren mandaat is daarom te prefereren boven directe politieke invloed.
Zolang het ESM zowel noodzakelijke bevoegdheden als slagkracht ontbeert, zal de ECB de taak van het noodfonds moeten blijven vervullen, maar wel met de volledige en onvoorwaardelijke democratische legitimiteit én budgettaire achtervang van de eurolanden. Het noodfonds kan de verliezen op openmarktoperaties van de ECB financieren, zodat de onafhankelijkheid van de ECB gewaarborgd blijft.
Een groot en inzetbaar noodfonds zou de rol van *lender of last resort* voor landen van de ECB snel over moeten kunnen nemen.
Voor de delegatie van bevoegdheden aan het ESM is geenszins een fiscale unie of federaal Europa nodig (Buiter en Rahbari, 2011). Het ontbreekt momenteel aan democratische legitimiteit voor een fiscale unie. Het inzetten van eurobonds of andere instrumenten om de schulden in eurolanden te socialiseren is onwenselijk, want dit geeft grote problemen in termen van moreel risico. Maar ook politiek-filosofisch bezien is socialisatie van euroschulden onwenselijk zolang de politieke verantwoording en democratische legitimiteit die daarbij hoort ontbreekt: *no taxation without representation* (Gros, 2011). Het is een taak van de politiek, niet van economen, om al dan niet te pleiten voor een Verenigde Staten van Europa.

Het afschrijven van Griekse verliezen
Het tweede fundamentele probleem kan worden opgelost door oninbare schulden van landen of banken te herstructureren in ruil voor fundamentele hervormingen in de betreffende economieën en het bankwezen. Hiervoor is het van belang om onderscheid te maken tussen landen die solvabel zijn, zoals Spanje en Italië, en landen die insolvabel zijn, en dit is met name Griekenland. Herstructurering van de Griekse schuld is niet alleen in het belang van Griekenland, maar evenzeer van de Griekse obligatiehouders – de crediteuren. Hervormingen zijn politiek niet af te dwingen zolang de Griekse schuldenlast niet te dragen is.

Hervormingen financiële sector

Banken zijn de ultieme katalysator van financieel risico, omdat elke macro-economische onzekerheid zich vertaalt in grotere onzekerheid rond de banken. Door de financiële accelerator kunnen bankbalansen snel besmet raken. Via het belastingstelsel in de vorm van renteaftrek voor bedrijven en huishoudens versterkt de overheid bovendien de prikkels voor overmatige schuldfinanciering.
De financiële sector is onvoldoende gekapitaliseerd (IMF, 2011). De kern van het probleem bij banken is structurele onderkapitalisatie. Banken lijken ook nog eens beter gekapitaliseerd dan ze in werkelijkheid zijn, bijvoorbeeld omdat ze obligatierisico's van problematische eurolanden onderschatten. Deze obligaties staan namelijk veelal tegen boekwaarde in plaats van marktwaarde op de balansen van banken (IMF, 2011). De enige reden waarom het bankwezen in Europa zich nog kan financieren is omdat depositogaranties door overheden zijn opgetrokken en de ECB bereid is een groot deel van de overige financiering voor haar rekening te nemen (IMF, 2011). Alleen met een gezonde kapitaalbasis kunnen banken weer op een normale manier hun rol spelen in de kredietverlening. Dat is essentieel om de groeicapaciteit van Europa te herstellen en Japanse scenario's met "zombiebanken" te voorkomen.

Banken zijn de ultieme katalysator van financieelrisico, omdat elke macro-economische onzekerheid zich vertaalt in grotere onzekerheid rond de banken

Risico bij de belastingbetaler
Een sterkere kapitaalbasis is ook gewenst om de claims van de financiële sector op de overheidsfinanciën te beperken. Door grotere kapitaalbuffers kunnen banken beter financiële schokken absorberen en neemt de kans af dat overheden systeembanken moeten redden. Hogere kapitaalsniveaus zullen louterend werken voor *too-big-to-fail*-banken. Zij kunnen namelijk nu te veel risico nemen dankzij de impliciete rugdekking van de belastingbetaler en expliciete steun via depositogaranties. Hogere kapitaaleisen bij een systeembank kunnen de kredietkosten verhogen omdat de impliciete subsidies van de belastingbetaler daardoor afnemen. Vanuit maatschappelijk oogpunt is dat gewenst (Admati en Allen, 2010).

Langetermijnagenda financiële sector
De belangrijkste problemen in de financiële sector zijn nog steeds niet opgelost: het too-big-to-fail-probleem, de complexiteit van financiële instellingen, het gebrek aan internationale coördinatie in het bankentoezicht en de sterke fiscale prikkels voor schuldfinanciering. Structuurveranderingen zouden banken minder complex moeten maken en daarmee hun speelveld indammen. De Independent Commission on Banking in het Verenigd Koninkrijk (ICB, 2011) heeft bijvoorbeeld een afscherming (*ringfencing*) van het retailbedrijf met zwaardere kapitaaleisen voorgesteld.
Er is een visie nodig van het kabinet op de toekomst van de financiële sector en hoe de financiële risico's van systeembanken voor de Nederlandse openbare financiën kunnen worden verkleind. Een goede Europese toezichtstructuur en het delen van kosten van bankreddingen (*burden sharing*) zijn essentieel. De versnipperde expliciete maar vooral impliciete overheidsgaranties bedreigen de financiële stabiliteit van Europa. Kleine landen als Ierland en Nederland kunnen

John Maynard Keynes

"The ideas of economists and political philosophers, both when they are right and when they are wrong, are more powerful than is commonly understood. Indeed the world is ruled by little else. Practical men, who believe themselves to be quite exempt from any intellectual influence, are usually the slaves of some defunct economist. Madmen in authority, who hear voices in the air, are distilling their frenzy from some academic scribbler of a few years back. I am sure that the power of vested interests is vastly exaggerated compared with the gradual encroachment of ideas." **(Keynes, 1936).**

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.

niet alleen garant staan voor een relatief grote financiële sector. In Europees verband moet een eind worden gemaakt aan de bevoordeling van vreemd ten opzichte van eigen vermogen in de vennootschapsbelasting.
Om de problemen met betrekking tot moreel risico in het bankwezen te verkleinen, zou enige marktdiscipline kunnen helpen. Zo zouden private crediteuren uiteindelijk weer aansprakelijk moeten kunnen worden gesteld voor de risico's die zij nemen, in plaats van de verliezen af te wentelen op de belastingbetaler. Door in een vroegtijdig stadium financieringskosten te differentiëren zouden crediteuren enige discipline kunnen uitoefenen op landen en financiële instellingen.

De euro kent systeemfouten, die kunnen worden gerepareerd door de Europese financiële sector te herkapitaliseren en het toezicht daarop te versterken

Nederlandse begrotingsbeleid

De laatste CPB-ramingen voor de economische groei zijn pessimistisch (CPB, 2011). Er zijn grote neerwaartse risico's voor de economische groei en het begrotingstekort. Reinhart en Rogoff (2009) laten zien dat oplaaiende financiële crises vrijwel altijd een enorme aanslag vormen op de overheidsbegroting. Daarnaast loopt de Nederlandse overheid ook een rechtstreeks risico op banken en de zwakke lidstaten via het EFSN en de ECB. Het is daarom van belang te anticiperen op een sterke verslechtering van de overheidsfinanciën.

Macro-economische weeffouten

De regering heeft ervoor gekozen om op lange termijn niet te veel te hervormen en vooral op korte termijn te bezuinigen. Als de crisis aanhoudt dan gaat de regering meer bezuinigen om niet meer dan één procent van het begrotingspad uit de startnota af te wijken (CPB, 2011).
Als Europa weer in een recessie komt, dan leiden extra bezuinigingen tot vraaguitval en dit kan een destructieve neerwaartse (deflatie)spiraal in gang zetten. Als Noord-Europa via sterke bezuinigingen een nationaal spaaroverschot kweekt, dan kan dat alleen zijn uitweg vinden via hogere netto-exporten en een daling van de reële wisselkoers. De versterking van de Noord-Europese concurrentiepositie ondermijnt daarmee het broodnodige herstel van de concurrentiepositie van Zuid-Europa, vergroot de Europese onevenwichtigheden en versterkt daarmee de schuldencrisis (CPB, 2011).
Dit is een dilemma. De Noord-Europese overheden moeten ruimte creëren om bij een verdiepende crisis de automatische stabilisatoren – ofwel het door laten lopen van uitgaven terwijl inkomsten dalen – toch te laten werken om een destructieve neerwaartse spiraal van vraaguitval in Europa te voorkomen. Dit kan alleen als de overheid haar kredietwaardigheid veiligstelt.

Structurele hervormingen voor kredietwaardigheid

Om de Nederlandse kredietwaardigheid te borgen is een bredere toekomstige belastingbasis nodig. Deze verbreding kan worden bereikt door een aantal structurele hervormingen door te voeren, zoals het sneller invoeren van een hogere pensioenleeftijd naar 68 jaar en die vervolgens koppelen aan de levensverwachting. Ook dienen hervormingen te worden doorgevoerd op de arbeidsmarkt voor ouderen door het moderniseren van het ontslagrecht en de WW, het beperken van de fiscale prikkels voor vreemd vermogen, zoals inperken van hypotheekrenteaftrek en gelijkstellen van fiscale behandeling van vreemd en eigen vermogen in de vennootschapsbelasting, het hervormen van het bankwezen waardoor subsidies aan de financiële sector verminderen en de kans op *bail outs* afneemt, en beperkingen van overheidsuitgaven op lange termijn door hervormingen in de zorg, het pensioensysteem en op de woningmarkt.

Conclusies

Nederland heeft een unieke kans om zijn sterke positie aan te wenden voor het behoud van vrede en welvaart in Europa. Dat vereist niet alleen dat er geleerd wordt van fouten in het verleden, maar ook dat een goed doordachte visie wordt geformuleerd om uit de eurocrisis te komen. De euro kent systeemfouten, die kunnen worden gerepareerd door de Europese financiële sector te herkapitaliseren en het toezicht daarop te versterken. Voor het bestrijden van de schuldencrisis dient de liquiditeitssteun aan Europese overheden te worden uitgebreid, en het Europese groeivermogen en de langetermijnhoudbaarheid van de overheidsfinanciën te worden versterkt. De geloofwaardigheid van de eurozone vereist ook een effectief disciplineringsmechanisme op nationale overheden, zoals ook het Kabinet onderschrijft in haar Toekomstvisie Economische en Monetaire Unie (Tweede Kamer, 2011). De economische en politieke risico's van een ineenstorting van de eurozone zijn gigantisch. Hoe langer gewacht wordt met het nemen van politieke besluiten, hoe meer de geloofwaardigheid van Europese beleidsmakers daalt en hoe groter de uiteindelijke kosten zullen zijn voor de belastingbetaler. Het regeringsbeleid is nog te veel *penny wise and pound foolish*. Dit is dus geen tijd voor boekhouders, maar voor staatsmannen en -vrouwen die niet vastzitten in een idee-fixe dat staatsschuld de oorzaak is van alle europroblemen en dat bezuinigen dus de enige remedie is. Laten Merkel en Rutte niet de fouten van Colijn en andere beleidsmakers uit de jaren dertig herhalen. Uiteindelijk heeft Keynes (1936) het gelijk aan zijn kant: *"... sooner or later, it is ideas, not vested interests, which are dangerous for good or evil."*

LITERATUUR

Admati, A. en F. Allen (2010) Healthy banking system is the goal, not profitable banks. *Financial Times*, 9 november.
Buiter, W.H. en E. Rahbari (2011) The future of the euro area: fiscal union, break-up or blundering towards a 'you break it, you own it Europe'. *City Global Economics View*, 9 september.
CPB (2011) *Macro Economische Verkenning 2012*. Den Haag: Centraal Planbureau.
Friedman, M. en A.J. Schwartz (1963) *A monetary history of the United States, 1867–1960*. Princeton: Princeton University Press.
Grauwe, P. de (2011) The governance of a fragile eurozone. *CEPS Working Documents*, 346.
Gros, D. (2011) *Eurobonds: wrong solution for legal, political and economic reasons*. Internetdocument op www.voxeu.org, 24 augustus.
ICB (2011) *Final Report. Recommendations.* Londen: Domarn Group.
IMF (2011) *Global Financial Stability Report*. Washington DC: Internationaal Monetair Fonds.
Keynes, J.M. (1936) *The general theory of employment interest and money*. San Diego/New York/Londen: Harcourt Brace and Company, uitgave 1964, 384.
Persson, T. en G. Tabellini (2000) *Political Economics*. Cambridge, Mass.: MIT-Press.
Reinhart, C.M. en K.S. Rogoff (2009) *This time is different: eight centuries of financial folly*. Princeton: Princeton University Press.
Tabellini, G. (2011) *The eurozone crisis: what needs to be done.* Internetdocument op www.voxeu.org, 15 juli.
Tweede Kamer (2011) *Visie toekomst economische en monetaire unie*, 3106274.
Wyplosz, C. (2011) *Eurozone leaders still don't get it.* Internetdocument op www.voxeu.org, 22 augustus.

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.