

Oplossing euro binnen handbereik

Eenvoudige ingreep vergt wel lef

Wim Boonstra

D

e euro sukkelde van crisis naar crisis en de politiek worstelt met een antwoord. Het is duidelijk dat een vlucht voorwaarts in verdere politieke integratie — de vorming van een Europese regering met een substantieel centraal budget — op dit moment politiek volstrekt niet haalbaar is. Men ziet echter een eenvoudige en goedkope oplossing over het hoofd.

De politieke bereidheid om de euro bij elkaar te houden is nog steeds buitengewoon groot. Dat is goed nieuws. Het probleem is echter dat de gekozen oplossingen niet overtuigen. De uitgifte van zogeheten 'eurobonds' maakt de versnippering van de obligatiemarkten slechts groter. Markten kunnen nog steeds individuele landen in acute liquiditeitsnood brengen. En bij ieder nieuw probleemgeval rijzen weer dezelfde vragen. Is steun nodig, en zo ja, hoeveel? En onder welke voorwaarden? Kortom, de fundamentele weeffouten zijn nog niet uit de Europese economische en monetaire unie (EMU) gehaald.

De EMU kent geen centrale regering en heeft geen centraal budget van betekenis. Als financiële markten het vertrouwen in de financiële degelijkheid van een lidstaat verliezen, kunnen zij rentevoeten nog steeds dermate hoog opstuwen dat een liquiditeitscrisis ontstaat. Maar een muntunie die de intentie heeft om 'voor altijd' te bestaan, moet in staat zijn om een faillierende overheid van een van haar lidstaten te doorstaan zonder in een acute bestaanscrisis te belanden. Net zoals het voortbestaan van de dollar nooit in twijfel is getrokken toen New York failliet ging in 1975 of, meer recentelijk, nu Californië op de rand van het bankroet balanceert.

Zeker in tijden van recessie en bezuinigingen, zoals nu in Griekenland en Ierland, heb-

Aan het voortbestaan van de dollar is nooit getwijfeld toen New York failliet ging en nu Californië op de rand van het bankroet balanceert

ben mensen doorgaans, overigens vaak ten onrechte, nostalgische herinneringen aan 'vroeger, toen het beter was'. Nationale politici kunnen hierop inspelen en oproepen om de eurozone weer te verlaten. Daarmee vertaalt ieder nationaal financieel probleem in zelfs de kleinste lidstaat zich direct in wezenlijke vragen over de levensvatbaarheid van de euro op langere termijn. Dit noopt de EU vervolgens om met reddingsmaatregelen te komen, wat weer tot anti-Europese sentimenten in de sterke landen kan leiden.



Een nieuw te vormen EMU Fonds zou kwetsbare landen de tijd kunnen geven om orde op zaken te stellen, zonder dat de eurozone zich van de ene crisis naar de andere voortsleept. Een hele vooruitgang vergeleken met nu.

Illustratie: Max Kisman

De auteur



Wim Boonstra is chieft econoomist van Rabobank en voorzitter van de monetaire commissie van de European League for Economic Cooperation. Om de 14 dagen schrijft hij op donderdag een column in Het Financieele Dagblad.

Stabilisatie van de EMU is hoognodig en kan worden bereikt door een combinatie van maatregelen. Ten eerste moet worden overgegaan tot het financieren van alle overheidstekorten binnen de EMU via een centraal agentschap. Daarmee behoort de fragmentatie van de markt voor staatsleningen binnen de EMU tot het verleden. Deze stap is noodzakelijk, maar niet afdoende. Het centraal agentschap, aan te duiden als het EMU Fonds, trekt namens de gehele EMU de benodigde financiële middelen aan en wijst deze toe aan de individuele lidstaten. Daarbij hanteert het een opslagmechanisme. Dit is de tweede stap. De rente die de lidstaten op de middelen betalen die zij van het EMU Fonds verkrijgen, hangt mede af van de staat van hun overheidsfinanciën. Hoe groter hun overheidstekort en/of hoe hoger hun staatsschuld, des te hoger het tarief dat zij moeten betalen. Langzaam verslechterende overheidsfinanciën vertalen zich in geleidelijk oplopende opslagen. Individuele lidstaten zijn echter wel afgeschermd van acute schommelingen in marktsentiment.

De derde stap is het versterken van het Stabi-liteits- en Groeipact (SGP). Dat pact moet daarbij worden voorzien van effectieve sancties die stapsgewijs aangrijpen. Dat moet niet zozeer via boetes gebeuren. Politieke sancties zijn pijnlijker voor beleidsmakers en eenvoudiger te effectueren. Ook kan het EMU Fonds aan de kredietverlening aanvullende condities stellen (zoals nu ook gebeurt) naarmate een land slechter presteert.

Met deze combinatie van stappen kan de EMU worden gestabiliseerd, zonder al te groot verder verlies aan nationale soevereiniteit. Daar staan voor alle landen enkele evidente voordelen tegenover.

Iedereen heeft baat bij de vorming van een zeer grote en liquide gemeenschappelijke obligatiemarkt. De Europese Centrale Bank hoeft geen obligaties van individuele lidstaten meer op te kopen, dus de huidige ongewenste vermenging van het monetaire en budgettaire beleid kan worden beëindigd. Zwakkere landen zijn afgeschermd van de schommelingen in marktsentiment. Voor sterke landen speelt dat zij niet iedere keer als een zwakker land in de problemen komt ook zelf met een probleem worden geconfronteerd. Landen die uit de pas lopen, worden geleidelijk aan geconfronteerd met oplopende financieringskosten. Een meerjarige periode van 'free riding' van zwakke landen op de kredietwaardigheid van de sterkere, zoals we in 1999-2008 hebben meegeemaakt, is dus niet meer mogelijk. En als het in een lidstaat dan onverhoopt nog misgaat en de schuld moet worden geherstructureerd dan is het duidelijk dat het EMU Fonds de onderhandelingen voert en wat de spelregels zijn. Geen ad-hoccrisisonderhandelingen meer.

Deze constructie heeft als bijkomend voor-

deel dat er maar één keer, te weten bij de oprichting, hoeft te worden onderhandeld over de voorwaarden. Verder moeten de afspraken uit het SGP worden aangescherpt, maar dat moeten zij sowieso al. De technische aspecten van het EMU Fonds zijn zeer eenvoudig. De politieke hordes die moeten worden genomen, lijken op het eerste gezicht groter. Want de voordelen van het EMU Fonds voor financieel zwakkere landen zijn overduidelijk, maar voor de sterkere landen zijn zij op het eerste gezicht minder evident. Met name Duitsland zal moeten worden overtuigd.

Ook vandaag is het al zo dat de kredietwaardigheid van de eurozone drijft op die van de grootste lidstaten, te weten Duitsland en Frankrijk. Daarom kan het beste vooraf worden vastgesteld dat deze twee landen per definitie geen opslag aan het EMU Fonds betalen. Landen waarvan de overheidsfinanciën in een

De eenvoudigste manier om de oplossing door te voeren is als Frankrijk en Duitsland hun overheidstekort centraal gaan financieren

betere conditie zijn dan die van Duitsland en Frankrijk betalen evenmin een opslag. De financieel zwakkere landen betalen wel een opslag, aangevuld met een geleidelijk strenger wordende conditionaliteit. Dat betekent ook dat het EMU Fonds normaal gesproken altijd met winst opereert, die kan worden toegevoegd aan het kapitaal van het Fonds.

De eenvoudigste manier om het EMU Fonds in te voeren is dan ook als Frankrijk en Duitsland het met elkaar eens zouden worden om over te gaan tot het centraal financieren van hun overheidstekort. Andere landen krijgen dan de mogelijkheid om onder voorwaarden mee te doen. De voordelen van non-participatie zullen dermate evident zijn dat de rest snel zal aanhaken. Zo ging het in het verleden met de oprichting van het Europese Monetaire Stelsel en in feite was het met de opmaat naar de invoering van de euro niet wezenlijk anders.

De instelling van het EMU Fonds kan niet alle problemen van de eurozone oplossen. Het ontslaat beleidsmakers niet van de verplichting om hun overheidsfinanciën en economieën op orde te brengen. Maar het kan de landen de tijd geven om orde op zaken te stellen zonder dat de eurozone zich van de ene crisis naar de andere voortsleept. Boven alles helpt het bij het consolideren van de euro voor de toekomst. Het enige wat nodig is, is een beetje creativiteit en durf.

Oplossing euro binnen handbereik Eenvoudige ingreep vergt wel lef

