

Gemeenschappelijke financiering van overheidstekorten in de eurozone

Door Dr. W.W. Boonstra

Inleiding en samenvatting

In januari 1999 werd in elf lidstaten van de Europese Unie landen de girale euro ingevoerd. Nadien is de eurozone uitgebreid met drie landen tot veertien lidstaten. De euro heeft de deelnemende landen een hoge mate van financiële stabiliteit gebracht. Zonder meer kan worden gesteld dat zonder de euro de diverse economieën in Europa nog veel zwaarder door de huidige crisis zouden zijn getroffen. Voor landen als Ierland en Spanje, maar wellicht ook voor ons eigen land met zijn relatief grote banksector, geldt dat zij net als IJsland in grote problemen zouden zijn geraakt.

Toch staat de euro bij tijd en wijle nog steeds onder druk. Dit kwam dit voorjaar tot uiting in oplopende lange renteverschillen tussen de deelnemende landen. In dit artikel wordt betoogd dat de kracht van de euro wordt ondermijnd doordat het Europese integratie project nog lang niet voltooid is. Dit is het gevolg van het feit dat de monetaire integratie van Europa vooruit loopt op de politieke integratie. Hoewel de euro al heeft aangetoond een sterke munt te zijn en sterk bij te dragen aan de financiële stabiliteit in de deelnemende landen, kan een verdere stap in het integratieproces de munt institutioneel verder versterken. Dit is nodig omdat, zolang als de financiële markten de euro van binnenuit kunnen aanvallen, en zolang als er speculaties kunnen ontstaan dat landen uit de euro zouden willen of moeten treden, de munt potentieel kwetsbaar blijft.¹

In dit artikel wordt voorgesteld om zo snel mogelijk over te gaan tot het centraal financieren van alle overheidstekorten binnen de eurozone. Dit maakt speculatie van binnenuit onmogelijk. Die speculatie van binnenuit is in zekere zin de 'opvolger' van de traditionele valutaspeculatie zoals die binnen het wisselkoersarrangement van het Europese Monetaire Stelsel regelmatig noopte tot aanpassing van de spelkoersen. Nu door de komst van de euro wisselkoersspeculatie niet langer tot de mogelijkheden behoort, kan de euro nog steeds via de obligatiemarkten worden aangevallen. Hiermee wordt gedoeld op het gevaar dat oplopende renteverschillen binnen de eurozone landen ertoe zouden dwingen om uit de euro te stappen.

Het hier gepresenteerde voorstel brengt meer voordelen. Zo zou het centraal financieren van begrotingstekorten leiden tot een zeer omvangrijke en liquide markt in homogene euro-obligaties, waarmee de positie van de euro ten opzichte van de dollar verder kan worden versterkt. Ook mag worden verwacht dat de gemiddelde financieringskosten voor emittenten van obligaties in euro zullen dalen. Deze stap kan worden gezet zonder dat de huidige budgettaire autonomie van de lidstaten wordt aangetast en zonder de 'no bail-out' clause van het Verdrag van Maastricht (VVM) te ondermijnen. Het is zelfs mogelijk om het instrument van centrale financiering van overheidstekorten aan te wenden voor

¹ Met name in Azië leeft onder beleggers nog de vrees dat de euro op enig moment weer uit elkaar kan vallen. Dit is één van de redenen waarom men daar nog steeds een sterke voorkeur voor de Amerikaanse dollar heeft, allende die de afgelopen tijd vanuit de VS over de wereld is uitgestort ten spijt.

versterking van de budgettaire discipline binnen de eurozone. Centrale financiering kan snel en eenvoudig worden ingevoerd met slechts een bescheiden uitbreiding van het Europese institutionele kader. Sterker nog, dit idee kan op zeer korte termijn door een groep koplopers in daden worden omgezet.

De opbouw van het artikel is als volgt. Eerst wordt een stuk achtergrond geschetst, waarna nader wordt stilgestaan bij de recente ontwikkelingen op de Europese financiële markten. Daarna wordt het voorstel om tot centrale financiering over te gaan nader uitgewerkt. Vervolgens wordt afgesloten met een bespreking van de diverse voor- en nadelen die aan het hier gepresenteerde voorstel kleven.

Achtergrond

De komst van de euro kan in zekere zin worden gezien als de voltooiing van de Interne Markt. Deze laatste werd in 1993 ingevoerd en behelst het vrije verkeer van goederen, diensten en personen binnen de Europese Unie (EU). Het belang van de euro voor dit project kan worden ingezien als men zich realiseert welke versturende werking kan uitgaan van valutaschommelingen binnen zo'n Interne Markt.² In het verleden werden de wisselkoersen van de toenmalige lidstaten, die sinds februari 1979 vrijwel allemaal met elkaar verbonden waren via het wisselkoersarrangement van het Europese Monetair Stelsel (EMS), regelmatig aangepast. Dit was het gevolg van uiteenlopend monetair en budgettair beleid in de deelnemende landen. De landen waarvan de concurrentiepositie als gevolg van hoge inflatie en loonstijgingen te ver verslechterde herstelden regelmatig hun concurrentiepositie althans tijdelijk door hun munt te devalueren ten opzichte van de sterkere landen.

Dit alles leidde tot verstoringen van de werking van de interne markt. Niet alleen omdat de concurrentieverhoudingen regelmatig acuut en sterk werden verstoord, maar ook omdat er binnen Europa veelal grote en sterk fluctuerende rentever schillen waren. Als partijen op de financiële markten twijfelden aan bepaalde beleidsmakers begonnen zij tegen de vermeende zwakke munten te speculeren, waarbij het in een wereld met vrij kapitaalverkeer steeds eenvoudiger was om wisselkoersaanpassingen af te dwingen. Het gevaar dat in reactie op grote wisselkoersinstabiliteit handelsbelemmerende maatregelen konden worden getroffen bleef in potentie dus altijd aanwezig. Het enige definitieve antwoord daarop is natuurlijk de invoering van een gemeenschappelijke munt. Deze munt werd de euro.³

Voor- en nadelen van de euro

De voordelen van de gemeenschappelijke munt voor de deelnemende landen zijn legio. De munt draagt bij aan een grotere economische efficiency, want deze leidt tot een grote en transparante markt waarbinnen prijzen goed met elkaar kunnen worden vergeleken en waarop producenten en

² Merk overigens op dat de reikwijdte van de euro zich op dit moment slechts beperkt tot een deelverzameling van 16 leden van de EU.

³ Een uitstekend overzicht over de aanloop naar de invoering van de euro en de daarbij spelende overwegingen kan worden gevonden in The Economist (2009)).

consumenten optimaal hun besluiten kunnen baseren. Andere voordelen zijn diepere financiële markten, leidend tot lagere rentes, eenvoudiger administraties voor internationaal opererende ondernemingen en de afwezigheid van valutarisico binnen de Economische en Monetaire Unie (EMU). Ook transacties met landen buiten de eurozone kunnen vaker in de eigen valuta, de euro, worden afgewikkeld.⁴ Dit alles stimuleert, althans binnen het ene valutagebied, de grensoverschrijdende handel. Ook kunnen in de eurozone de renteverschillen omlaag, omdat daarbinnen geen rekening meer hoeft te worden gehouden met wisselkoersverschillen. De aan de euro deelnemende landen kunnen hun concurrentiepositie niet meer ten koste van hun buurlanden verbeteren door competitieve devaluaties. En een gemeenschappelijk, op inflatiebestrijding gericht monetair beleid vormt de beste garantie voor een structureel lage inflatie en dito rente. En zoals reeds betoogd in de inleiding, de euro heeft de financiële stabiliteit in de regio aanzienlijk versterkt.

Er kleven ook nadelen aan deelname aan een gemeenschappelijke valuta. Door deelname geeft een land namelijk twee instrumenten van economisch beleid uit handen, te weten het monetaire en het wisselkoersbeleid. Het eerste is gecentraliseerd en wordt voor het gehele valutagebied uitgevoerd door de Europese Centrale Bank (ECB). Deze kan in haar beleid niet differentiëren naar de situatie in de individuele lidstaten, net zomin als de Amerikaanse Federal Reserve (Fed) haar monetaire beleid binnen de Verenigde Staten per staat kan differentiëren. Ten tweede kan een land als de economische situatie uit de pas gaat lopen met die in de andere lidstaten het verschil niet meer corrigeren door de wisselkoers aan te passen.

Toch is dit verlies aan nationale autonomie in de praktijk minder belangrijk dan het lijkt. In het verleden is keer op keer gebleken dat landen die hun munt al te vaak devalueerden werden afgestraft via een structureel hogere inflatie en rentevoeten, waardoor hun economische prestaties in het algemeen achterbleven bij de landen met een sterkere valuta. Ook werden zwakke-valutalanden vaak gekenmerkt door relatief slechte overheidsfinanciën, wat bij de beleidsmakers aldaar tot een zekere voorkeur voor een wat hogere inflatie leidde. Dat leidde ertoe dat steeds meer Europese landen overgingen tot een beleid van *Exchange Rate Targeting*, waarbij de munt aan de Duitse mark werd gekoppeld. Dat betekende dat de monetaire autonomie in de praktijk feitelijk al uit handen was gegeven.

Door de achterdeur van devaluatie af te sluiten en het monetaire beleid op afstand van de dagelijkse politiek te plaatsen worden landen als het ware gedwongen om een verstandige politiek te voeren. Dit is althans de theorie. Zoals verderop zal blijken hebben diverse landen zich onvoldoende gerealiseerd dat deelname aan de euro tot het voeren van een verstandig macro-economisch beleid noopte. Men verzuimde de overheidsfinanciën op orde te brengen en de concurrentiepositie van het bedrijfsleven met stabiliteitsbeleid te ondersteunen. Dit verzuim is één van de oorzaken van de huidige spanningen binnen de eurozone. Het paradoxale van de situatie was dat landen, om aan de euro te mogen deelnemen, een gezond beleid moesten voeren maar dat zij, eenmaal binnen, dankzij de euro gedurende langere tijd ongestraft grote binnenlandse onevenwichtigheden in stand konden houden.

⁴ In dit artikel worden de termen eurozone en EMU als synoniem gehanteerd.

Het opgeven van de nationale autonomie ten aanzien van het monetaire en valulaire beleid is voor de meeste landen al met al slechts een beperkt offer, dat zij in de praktijk al eerder – in de loop van de jaren 1990 - hadden gebracht. De meeste landen hadden door hun eigen munt te koppelen aan de Duitse mark in de praktijk hun monetaire beleid immers al geheel uitbesteed aan de Deutsche Bundesbank. Maar een dergelijk beleid vereist wel, wil het houdbaar zijn, dat de concurrentiekracht met structurele aanpassingen op peil wordt gehouden. Devaluatie behoort immers niet meer tot de mogelijkheden.

Convergentiecriteria en Stabiliteitspact

Om mee te doen aan de gemeenschappelijke munt moesten landen overigens eerst voldoen aan de bekende toetredingscriteria. Deze zijn vastgelegd in het Verdrag van Maastricht (VVM), dat in december 1991 is uitonderhandeld. Verder zijn er nog enkele aanvullende bepalingen. Zo moet de centrale bank buiten de invloedssfeer van de dagelijkse politiek worden geplaatst (VVM, artikel 107). Ook geldt een verbod op monetaire financiering (VVM, artikel 104, lid 1). Verder, en dat is in het kader van dit artikel van groot belang, geldt een zogeheten 'no bail-out' clause. Hierin staat letterlijk dat landen als puntje bij paaltje komt zelf moeten opdraaien voor eventuele financiële problemen. Want het Verdrag stelt onomwonden dat zowel de Gemeenschap als de lidstaten ... *niet aansprakelijk zijn voor de verbintenissen van centrale overheden, regionale, lokale of andere overheden of openbare bedrijven van een andere Lid-Staat en nemen deze verbintenissen niet over ...* (VVM, artikel 104B).

Aanvankelijk heerste de gedachte dat de EMU van start zou gaan met een relatief kleine kopgroep, bestaande uit de traditionele sterke-valutalanden. Gaandeweg de jaren '90 bleek echter dat deelname van een aantal van de beoogde kopgroeplanden bij een strikte toepassing van met name het schuld criterium problematisch zou zijn. De staatsschuld van België, traditioneel veel te hoog, daalde weliswaar, maar het tempo waarin kon nauwelijks bevredigend worden genoemd. De Duitse staatsschuld was in de nasleep van de Duitse eenwording juist gestaag opgelopen. Weliswaar lag de Duitse schuldratio veel lager dan het Belgische of Italiaanse niveau, maar deze lag wel boven de 60%-grens en vertoonde geen dalende, maar een stijgende lijn.

In de zwakke-valutalanden zoals Italië was juist een proces van scherpe tekortreductie op gang gekomen. Behalve door op budgettaire stabiliteit gericht beleid was deze tekortreductie ook het gevolg van de duidelijke rentedaling die zich in Europa begon in te zetten. Markten begonnen te geloven in een brede EMU. Dit vertaalde zich in een zekere mate van renteconvergentie, die direct in positieve zin doorwerkte in bijvoorbeeld het zeer rentegevoelige Italiaanse begrotingstekort. Deze beweging versterkte het positieve marktsentiment ten opzichte van Italië weer, zodat hier een zichzelf versterkende opwaartse spiraal ontstond.

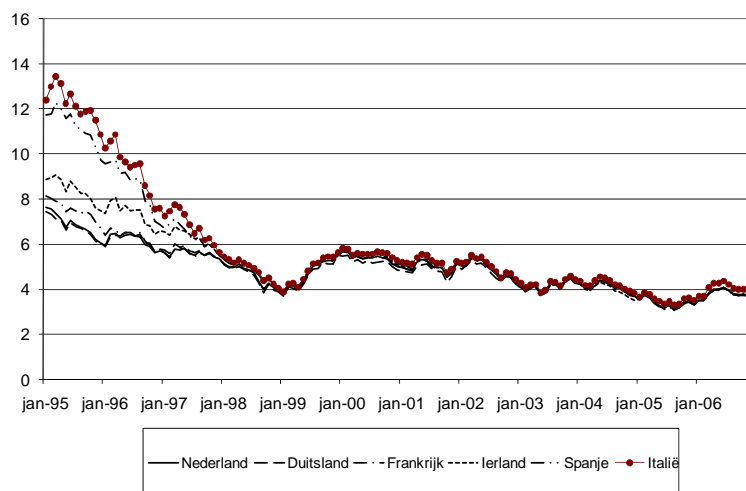
Toen duidelijk werd dat de EMU naar alle waarschijnlijkheid een brede samenstelling zou hebben realiseerden de beleidsmakers zich dat er weliswaar toetredingscriteria voor deelname aan de EMU waren vastgelegd, maar dat er geen spelregels waren voor landen als zij eenmaal waren toegetreden. Uit angst dat landen met een traditioneel zwakke begrotingsdiscipline na toetreding tot de EMU zouden teruggelopen in hun slechte gewoontes drongen met name Nederland en Duitsland aan op aanvullende

afspraken. Deze zijn in 1997, bij de top van Amsterdam, uitonderhandeld en vastgelegd in het zogeheten Stabiliteits- en Groeipact (SGP). Op hoofdlijnen trachtte dit Pact ervoor te zorgen dat landen zich ook na toetreding aan de budgettaire toetredingscriteria zouden houden. Over dit Pact is al veel geschreven. Het is zowel inhoudelijk als institutioneel slecht vormgegeven, de afgesproken sancties voor landen die zich er niet aan zouden houden waren zwak en slecht afdwingbaar en menigeen verwachtte van meet af aan dat het Pact de facto buiten werking zou worden gesteld zodra een van de grote lidstaten zich er niet aan zou kunnen houden [Boonstra (1999)]. Dit geschiedde in 2003, wat leidde tot een hervorming van het Pact. Het is er niet sterker, maar wel flexibeler op geworden.

Veel tegenstanders van het Stabiliteitspact vonden aanvullende budgettaire afspraken onnodig. Zij rekenden op de disciplinerende werking van financiële markten om de overheidsuitgaven van de diverse lidstaten in het gareel te houden. Als landen hun budgettaire beleid zouden laten verslappen zou dat immers door markten worden afgestraft met een hogere risicopremie ten opzichte van de benchmark, Duitsland. Met de eerder genoemde 'no bail-out' clause als stok achter de deur zouden de markten het onderscheid tussen goede en minder goede debiteuren wel maken.

Dit bleek in de praktijk echter ijdele hoop. Toen de EMU eenmaal was gevormd trad een zeer snelle renteconvergentie op, waarbij het verschil in rendement op staatsleningen tussen de rente die de meest solide overheid moest betalen enerzijds en het tarief op leningen van het land met de zwakste overheidsfinanciën terugliep tot hooguit enkele tientallen basispunten, vaak minder. Blijkbaar gingen markten er vanuit dat het debiteurenrisico van overheden zelfs bij een hoge staatsschuld van meer dan 100% bbp in de praktijk verwaarloosbaar was. Het kan ook zijn dat men er impliciet vanuit ging dat als puntje bij paaltje kwam de 'no-bail-out' clause een wassen neus zou zijn. In ieder geval kan worden geconstateerd dat met name de landen met relatief zwakke overheidsfinanciën meer dan evenredig van deelname aan de euro hebben geprofiteerd. De oorzaak hiervan is gelegen dat markten jarenlang niet of nauwelijks hebben gedifferentieerd tussen landen met sterke en met zwakke overheidsfinanciën.

Figuur 1: Rendement op staatsschuld in de eurozone, 1995-2006



Rendement op 5 jarige staatsleningen. Bron: EcoWin

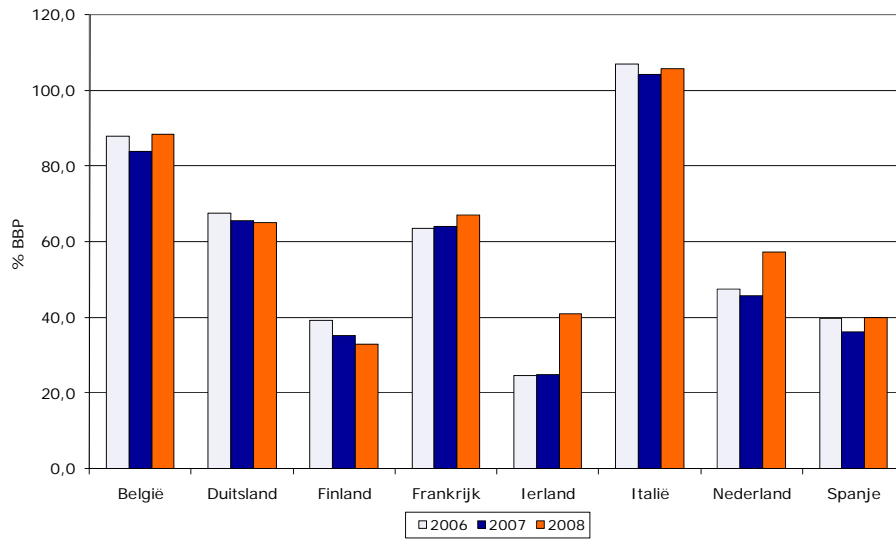
Zo beschouwd hadden de voorstanders van aanvullende budgetafspraken met hun gebrek aan vertrouwen in de disciplinerende werking van de financiële markten het gelijk aan hun zijde. Helaas was de vorm van de gemaakte afspraken, het SGP, vooral als uitvloeisel van de slechte vormgeving van dit pact, in de praktijk niet goed werkbaar.

Falende marktwerking en de kredietcrisis

Van de financiële markten ging binnen de eurozone de eerste jaren al met al dus weinig disciplinerende werking uit. Merk overigens op dat dit verschijnsel optrad in het tijdvak voorafgaande aan de kredietcrisis, een periode waarvan kan worden vastgesteld dat de financiële markten wereldwijd risico's volstrekt verkeerd hebben ingeprijsd. Des te heviger is de reactie geweest toen deze crisis eenmaal uitbrak. Risico heeft weer een prijs, een prijs die veel hoger ligt dan debiteuren de afgelopen jaren of wellicht wel decennia gewend waren. Na oktober 2008, toen de overheden in de diverse Europese lidstaten massaal moesten ingrijpen om hun respectievelijke financiële stelsels te redden, verslechterden wereldwijd de overheidsfinanciën in het algemeen sterk. De staatsschuld in de meeste landen in de eurozone liep door de reddingsoperaties in het laatste kwartaal van 2008 sterk op en de prognose voor de komende jaren is als gevolg van scherp oplopende tekorten en een krimpende economie ronduit slecht. De in 2004 nieuw toegetreden lidstaten in midden- en oost Europa werden geconfronteerd met financiële problemen; buiten Europa raakte IJsland diep in de financiële problemen.⁵ Voor de komende jaren ligt als gevolg van de recessie een forse verdere verslechtering van de overheidsfinanciën in het verschiet. Opeens werd duidelijk dat ook overheden van industrielanden wel degelijk in de financiële problemen zouden kunnen komen. En de markten begonnen ook binnen de EMU acuut te differentiëren tussen de diverse emittenten van staatsschuld met oplopende rentever verschillen binnen de eurozone als gevolg.

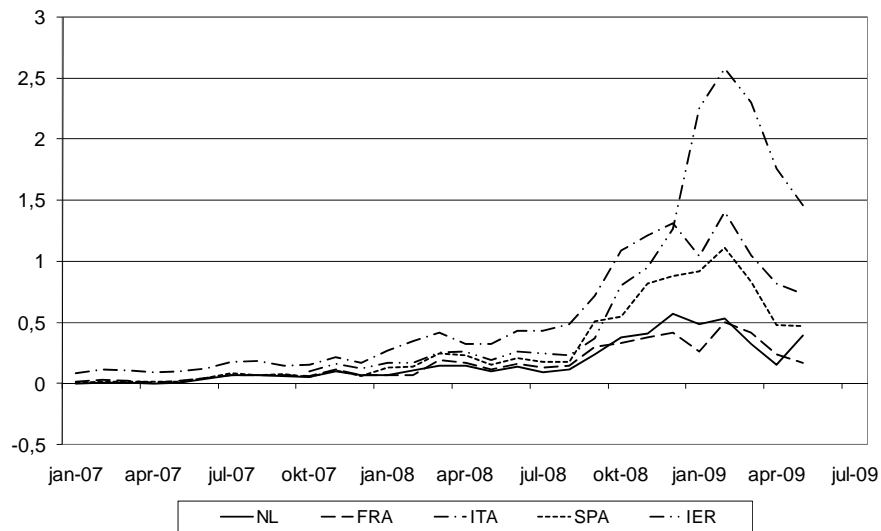
⁵ In november 2007 verscheen nog een studie over IJsland die bol stond van de superlatieven over de kwaliteit van de IJslandse banken en het toezicht erop (Portes c.s, 2007). Buiter en Sibert zagen daarentegen in de zomer van 2008 al in dat de situatie onhoudbaar was (Buiter&Sibert, 2009).

Figuur 2: Staatsschuld EMU-landen, 2006 - 2008



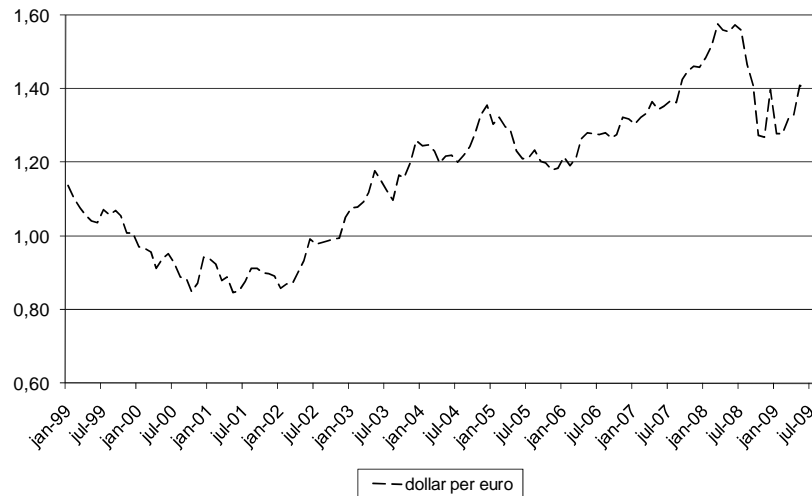
Bron: Europese commissie

Figuur 3: Vijfjaars rente-ecart ten opzichte van Duitsland (jan 2007 – jan 2009)



Bron: EcoWin

Figuur 4: Koers euro ten opzichte van de dollar



Bron: EcoWin

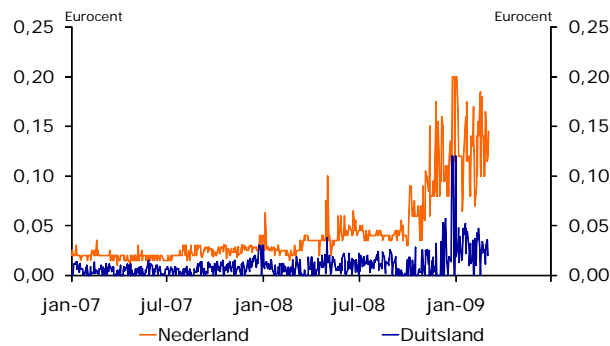
Euro versus dollar

Deze ontwikkeling vond in de tweede helft plaats tegen de achtergrond van een herstel van de koers van de Amerikaanse dollar ten opzichte van de euro. Hoewel de Amerikaanse dollar zich sinds 2002 per saldo op een neerwaartse trend ten opzichte van de euro beweegt, gaat deze ontwikkeling niet in een rechte lijn. De onderliggende zwakte van de dollar is gelegen in het grote spaartekort van de Amerikaanse economie en de daaruit volgende netto schuldpositie [Boonstra (2008)(2009)]. Deze grootheden vormen de reflectie op macroniveau van een belangrijke oorzaak van de kredietcrisis: Amerikanen consumeren trendmatig meer dan zij produceren. De vooruitzichten van de Amerikaanse overheidsfinanciën voor de komende jaren zijn dramatisch. President Obama heeft inmiddels een budget ingediend met een verwacht tekort van meer dan 12% bbp voor 2009 en slechts een zeer geleidelijke daling nadien. Het spaarsaldo van de particuliere sector is als gevolg van de huidige vraaguitval wel snel verbeterd, maar is onvoldoende om dergelijke overheidstekorten te financieren. Er bestaat voor de komende jaren geen zicht op evenwicht op de Amerikaanse lopende rekening van de betalingsbalans.

Toch blijft de dollar een rol als veilige haven vervullen. Hoewel de financiële positie van de eurozone in het algemeen minder slecht is dan die van de Verenigde Staten, wint de dollar in tijden van grote onzekerheid aan kracht. In de eerste helft van 2008 verloor de Amerikaanse munt nog in recordtempo aan waarde ten opzicht van de euro, maar sindsdien is sprake van een opmerkelijk herstel.

Aan de verzwakking van de euro in de tweede helft van 2008 liggen diverse verklaringen ten grondslag. Deels kan het koersverloop worden herleid tot de timing van het slechte nieuws. Begin 2008 leefde nog het gevoel dat met name de Amerikaanse economie in recessie zou geraken, maar dat de Europese economieën relatief ongeschonden zouden blijven. Ook de komst van een nieuwe, inspirerende Amerikaanse president heeft de dollar zonder twijfel goed gedaan.

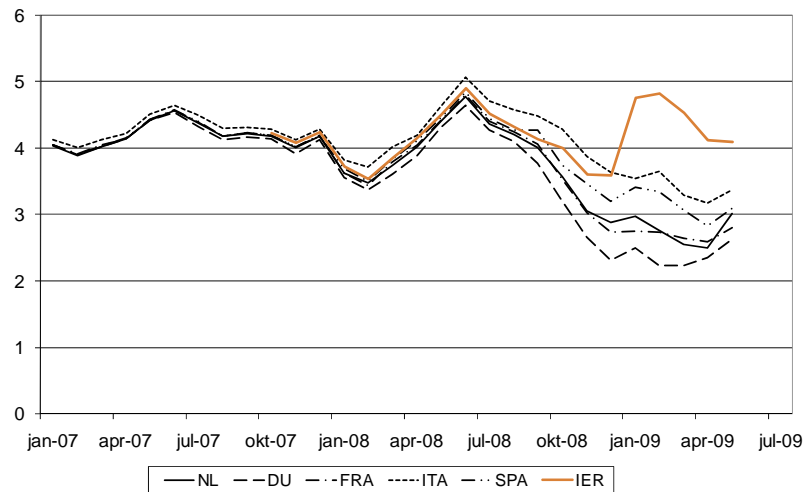
Figuur 5: Liquiditeit: Bid ask spreads op diverse markten voor staatsleningen, Nederland en Duitsland.



Bron: Bloomberg

Daarnaast kunnen twee belangrijke andere verklaringen worden gevonden. Een is de omvang en liquiditeit van de Amerikaanse markt voor Treasuries. Deze is veel groter dan de meest liquide markt binnen de eurozone, die van de Duitse Bunds. In tijden van onzekerheid willen beleggers hun middelen in veiligheid brengen in een markt waarin niet alleen goudgerand papier wordt verhandeld, maar waar het liquiditeitsrisico ook minimaal is. Deze neiging verklaart de tamelijk grote vraag naar Treasuries, die de dollar extra ondersteunt. Het verklaart ook mede dat binnen de eurozone de renteversillen tussen de diverse staatsobligaties weer oplopen. Hier speelt namelijk ook de relatief grote liquiditeit van de markt voor Duitse Bunds een rol. Een niet onaanzienlijk deel van de olopemde renteversillen binnen de EMU is niet zozeer veroorzaakt door rentestijging in de relatief zwak geachte landen, maar juist door de daling van het effectieve rendement op Duitse staatsleningen (figuur 6).

Figuur 6: Lange rente (vijf jaar) binnen eurozone, 2007 – heden



Bron: EcoWin

De tweede verklaring voor de minder sterke euro kan worden gevonden binnen de eurozone zelf. Net als in 2005, toen de euro mede in reactie op het mislukte eerste referendum over de herziening van het Europese Verdrag aan waarde verloor, is de munt nu ook slachtoffer van speculaties over de inherente zwakte van de Europese Unie. Verder dreigen Europese lidstaten van buiten de eurozone als gevolg van de crisis in financiële problemen te komen, waarbij zij zich tot de EU en de ECB richten om hulp. De financiële druk op de eurozone neemt al met al zowel van binnen als van buiten fors toe. Tot op de dag van vandaag zijn er vooral buiten Europa waarnemers die er rekening mee houden dat de euro door alle druk uiteindelijk niet houdbaar zal blijken te zijn.⁶

Dit zou bijvoorbeeld kunnen gebeuren doordat lidstaten ervoor zouden kiezen om weer terug te keren naar een nationale valuta. Het VVM en de latere herzieningen van dit verdrag bevatten echter wel een draaiboek om de euro in te voeren, maar kennen geen exit-scenario. Als een land eenmaal tot de eurozone is toegelaten is er geen weg meer terug. Uiteraard kan een land altijd besluiten om eenzijdig uit de euro te stappen en weer een eigen munt in te voeren, maar dat zou een flagrante schending van de Europese verdragen betekenen. Of een land in dat geval weer kan terugkeren naar een eigen nationale munt zonder tegelijkertijd alle andere voordelen van de Europese integratie, zoals de vrijhandel binnen de interne markt, op te geven is in hoge mate de vraag.

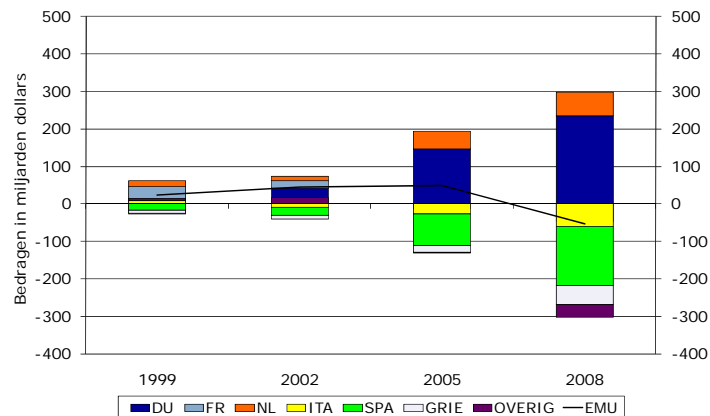
Er zijn analisten die denken dat het voor de euro goed zou zijn als enkele zwakkere landen de munt weer vaarwel zouden zeggen[Mujagic (2009)]. Naar mijn mening is dit echter een hevige misvatting. Uittreding van een lidstaat uit de EMU zou juist voor alle eurolanden een grote schok geven. Ten eerste zouden markten, onder het motto 'als er één schaap over de dam is volgen er meer', tegen andere zwak geachte landen binnen de eurozone gaan speculeren. Dit kan tot zeer grote en wellicht onhoudbare

⁶ Dit is bijvoorbeeld één van de te overwinnen obstakels voor Europese financiële instellingen die in het buitenland funding proberen aan te trekken.

druk aanleiding geven. Ten tweede mag worden verwacht dat als een land vrijwillig of door de markten gedwongen over zou gaan tot herinvoering van de nationale munt, deze munt ogenblikkelijk scherp in waarde zou dalen. Dit is zeer ongunstig voor het uittredende land, dat met hoge inflatie en in reële termen een scherp stijgende buitenlandse (staats)schuld zou worden geconfronteerd. De reeds aangegane schuld luidt immers in euro en deze mag niet in de nieuwe nationale munt worden geconfronteerd. Als de nieuwe munt dan deprecieert ten opzichte van de euro, stijgt de schuldenlast als percentage van het bruto binnenlands product. De achterblijvende landen in de eurozone zien acuut hun concurrentiepositie verslechteren en de interne markt krimpen. Zou het Griekenland of Malta betreffen dan is dat probleem wellicht nog beperkt, maar zouden Italië of Spanje uittreden dan is de acute economische verstoring veel groter. Dit zou de stabiliteit van de Interne Markt sterk ondermijnen. Het is dan ook een illusie om te veronderstellen dat de sterke eurolanden gebaat zijn bij het uit de euro stappen van één van de zwakkere lidstaten.

Hoe reëel is het gevaar dat een land wil uittreden? Uitgaande van rationeel gedrag en goed inzicht in alle voor- en nadelen van deelname aan de eurozone kan men stellen dat deze kans gering is. Maar daarmee is niet gezegd dat het nooit kan gebeuren. Ten eerste is de euro weliswaar geaccepteerd, maar niet populair. Zeker in tijden van crisis, waarin het gevaar van populisme altijd aanwezig is, mag niet worden uitgesloten dat politici de euro de schuld gaan geven voor de zaken die mis gaan. Dit kan uit de hand lopen.

Figuur 7: Lopende rekening saldi binnen de EMU



Bron: OESO

Ten tweede moet worden geconstateerd dat een aantal landen met name vanwege het politieke prestige aan de euro heeft willen meedoen. Men heeft daarop de meevaller van de lagere rentelast voor de overheidsbegroting geïncasseerd, maar heeft het vervolgens laten afweten bij het op orde brengen van de concurrentiekracht van de eigen economie. Dit komt tot uiting in grote tekorten op de lopende rekening van de betalingsbalans (nationaal spaartekort), die door het buitenland moeten worden gefinancierd. Achter de tamelijk evenwichtige externe positie van de eurozone als geheel, zitten grote

en oplopende onderlinge betalingsbalansonevenwichtigheden. Deze vallen te herleiden tot grote onderlinge handelstekorten en –overschotten, die door de instroom van buitenlands kapitaal – waarschijnlijk vaak vanuit de overschotlanden binnen de eurozone- worden gefinancierd. Dit zou economisch binnen een land geen groot probleem hoeven te zijn. Maar de eurozone is weliswaar één valutagebied, maar niet één land. De arbeidsmobiliteit binnen de eurozone is verre van perfect. De meeste mensen voelen zich meer Fransman, Griek, Duitser, Italiaan of Nederlander dan Europeaan, dus het ligt bijvoorbeeld in Italië wel degelijk gevoelig als de aandelen op de Italiaanse beurs steeds meer in Duitse of Nederlandse handen komen of, zoals tot voor kort speelde, het Italiaanse Fiat het Duitse Opel dreigt over te nemen. En er is geen EMU-brede herverdeling van welvaart via een gemeenschappelijk budget of een gezamenlijke sociale zekerheid. De Europese integratie is in veel opzichte pas halverwege.

De geschiedenis leert dat veel pogingen om tot monetaire unies te komen tussen landen mislukken. Een voorbeeld hiervan is de zogeheten Latijnse Monetaire Unie (LMU), die in 1865 begon, zij het dat dit LMU een minder diepe monetaire integratiegraad kende dan de EMU. Zo had de LMU, anders dan de EMU, geen gemeenschappelijke munt en monetair beleid. Overigens leert diezelfde geschiedenis ook dat veel van dergelijke pogingen slagen. De Verenigde Staten zijn daarvan een voorbeeld, maar ook aan de nationale munten als de gulden en de mark zoals wij die hebben gekend gingen periodes met versnipperde muntgebieden vooraf. Bijna iedere huidige nationale munt is zelf weer het gevolg van eerdere processen van monetaire integratie.

Wel is het zo dat men er voor zover bekend niet eerder in is geslaagd om een levensvatbare monetaire unie bestaande uit min of meer gelijkwaardige partners met een gemeenschappelijke munt en een dito monetair beleid te creëren zonder politieke eenwording.⁷ Maar dat betekent niet dat het niet mogelijk is. Voorafgaand aan het succes van de gebroeders Wright die in december 1903 als eerste een vliegtuig in de lucht wisten te krijgen gingen ook eeuwen van mislukte pogingen tot vliegen vooraf. Vrijwel iedere succesvolle innovatie is voorafgegaan door een reeks van mislukkingen. Er is geen objectieve reden waarom de euro die succesvolle innovatie niet zou kunnen zijn.

Centrale financiering via het EMU-fonds

Zoals gezegd is de Europese integratie nog een incompleet project. Dat maakt de euro kwetsbaar. Voor een deel betreft het hier een probleem dat zich in de loop der tijd deels vanzelf zal oplossen.

Toekomstige generaties zullen de euro steeds meer als iets vanzelfsprekends zien en geen nostalgie meer koesteren naar de situatie in het pre-euro tijdperk. Maar dan moet de euro die tijd natuurlijk wel

⁷ Kindleberger (1993) wijst overigens op een debat inzake de monetaire eenwording van Duitsland, waarin de stelling is geponeerd dat daar de monetaire eenwording via het gemeenschappelijke gebruik van muntgeld *de facto* aan de politieke eenwording vooraf ging, ook al was er nog geen sprake van een gemeenschappelijke centrale bank en papiergeld (p. 122). Ook de Oostenrijks-Hongaarse monetaire unie (1867 – 1914) is een vreemde eend in de bijt. Wel een politieke en monetaire unie, zij het met een dominante partner, maar geen gemeenschappelijk budget (met dank aan Hans Visser voor het voorbeeld). De Belgisch Luxemburgs Economische Unie (BLEU) is een goed voorbeeld van een succesvolle monetaire unie (zonder politieke integratie) tussen een groot en een klein land.

worden gegund. In de tussentijd moet alles in het werk worden gesteld om de euro verder te versterken en te verankeren. Hier rust een grote verantwoordelijkheid bij nationale beleidsmakers, die met structureel beleid de kracht van economie en de gezondheid van hun overheidsfinanciën dienen na te streven. De ervaring van de afgelopen tien jaar zijn hier helaas zoals gezegd niet erg hoopgevend.

Een wezenlijke verdieping van de Europese samenwerking en versterking van de euro zou worden bereikt als in Europa wél een gemeenschappelijk overheidsbudget zou worden ingevoerd, waardoor de delen van het continent waar het goed gaat vanzelf bijdragen in de financiering van de problemen in de zwakkere gebieden. Dit zou een grote stap zijn, maar vooralsnog is deze volkomen irrealistisch. Het politieke draagvlak voor een dergelijke stap is altijd al klein geweest en is momenteel eerder aan het krimpen dan aan het groeien. Wellicht dat volgende generaties deze stap ooit wel zullen zetten, maar een EMU-brede gemeenschappelijke begroting ligt nu nog ver achter de horizon.

Een andere mogelijkheid om de euro te versterken kan worden gevonden door het centraal financieren van overheidstekorten binnen de eurozone. Dat moet dan wel op een manier gebeuren die de budgettaire discipline van landen niet ondermijnt, maar juist versterkt, en die de budgettaire autonomie zo min mogelijk aantast. Dit idee wordt in het vervolg van dit artikel nader uitgewerkt.

Het idee achter mijn voorstel is de euro te versterken versterkt op een wijze die zowel de lidstaten van de EMU meer vrijheid verschaft in hun budgettaire beleid, alsook de disciplinerende werking van de financiële markten aanvult en de versnippering van de Europese obligatiemarkt helpt tegengaan. De kern van het hierna gepresenteerde voorstel is, dat alle lidstaten van de EMU in beginsel net zo vrij of onvrij blijven in hun begrotingsbeleid als nu het geval is, met uitzondering van de wijze waarop het tekort wordt gefinancierd. Dit betekent in concreto dat men zich ten aanzien van de financiering van het tekort enkele beperkingen moet opleggen. Het gaat hierbij om de volgende afspraken:

1. Overheidstekorten mogen niet monetair worden gefinancierd. Dit is een reeds in het Verdrag van Maastricht vastgelegde en daarmee door alle lidstaten onderschreven afspraak.
2. Overheidstekorten mogen voortaan uitsluitend door tussenkomst van een nieuw op te richten centrale financieringsinstelling worden gefinancierd. Deze instelling wordt hier verder aangeduid als het EMU-fonds. Dit betekent dat overheidsdebiteuren zich niet meer rechtstreeks tot de kapitaalmarkt of onderhandse crediteuren mogen wenden.
3. Dit EMU-fonds financiert zichzelf door middel van uitgifte van obligaties en ander schuldpapier rechtstreeks op de financiële markten. De op deze wijze aangetrokken middelen worden doorgesluisd naar de overheden van de EMU-lidstaten. Hierbij brengt het EMU-fonds de verschillende overheden een tarief in rekening, dat bestaat uit zijn eigen financieringskosten plus een marge.
4. Deze marge, die zowel positief als negatief kan zijn, wordt bepaald aan de hand van de relatieve prestaties van de betrokken lidstaat op het terrein van de overheidsfinanciën. Daarbij kan bijvoorbeeld worden gekeken naar het overheidstekort, de uitstaande staatsschuld en de collectieve lastendruk, waarbij de prestaties van de individuele landen steeds worden gerelateerd aan het

gemiddelde binnen de EMU. Er wordt naar gestreefd om de som van deze marges gelijk te laten zijn aan nul; het EMU-fonds wordt geacht quitte te spelen. Ook wordt het EMU-fonds geacht geen open rentepositie in te nemen. Het is slechts een doorgeefluik van middelen.

5. Landen die de spelregels overtreden, moeten direct hard worden gestraft. Hierbij kan bijvoorbeeld worden gedacht aan het derven van financiële middelen vanuit de Europese begroting en verlies van politieke invloed of het stemrecht in de organen van de Europese Centrale Bank.

Voordelen van het EMU-fonds

Het oprichten van het EMU-fonds zoals hiervoor geschetst heeft enkele evidente voordelen, zowel voor het begrotingsbeleid van de diverse lidstaten van de EMU als voor de werking van de Europese financiële markten. Zoals hierna zal worden uiteengezet, hebben zowel de sterke landen als de zwakkere lidstaten baat bij deelname aan deze constructie. Wat betreft het begrotingsbeleid kan er allereerst op worden gewezen dat het fonds kan worden ingevoerd zonder de verregaande autonomie in het begrotingsbeleid die de lidstaten nu nog hebben wezenlijk aan te tasten.⁸ Voorts speelt als voordeel het feit, dat de kosten van 'slecht beleid' (zoals een te snel oplopend overheidstekort) direct, maar wel geleidelijk, in de vorm van een oplopende opslag terecht komen bij 'de boosdoener' zelf, terwijl de andere landen juist met een lagere of zelfs negatieve rentemarge worden geconfronteerd. De marginale kosten van slecht beleid zijn voor de individuele lidstaten dus hoger dan zij de afgelopen jaren waren; daar staat tegenover dat de voordelen van 'goed beleid' navenant groot zijn. Afwentelinggedrag behoort dus niet of nauwelijks tot de mogelijkheden. Wel kan door een intelligente keuze van parameters tamelijk genuanceerd met landen worden omgegaan. Daardoor wordt bijvoorbeeld een land met een snel oplopend overheidstekort, maar met een relatief lage staatsschuld, minder hard gestraft dan een land dat op beide grootheden slecht scoort.

Een zeer groot voordeel is dat de op- en afslagen worden bepaald op basis van objectieve maatstaven, maar dat zij niet gevoelig zijn voor acute sentimentsomslagen.⁹ Het nieuwe fonds herstelt enerzijds de disciplinerende werking die de financiële markten in normale tijden zouden moeten uitoefenen, maar dit in de praktijk vaak niet doen, maar beschermt landen tegelijkertijd voor acute omslagen in het sentiment. De meer structurele discipline van het EMU-fonds komt in dit model in de plaats van de meer wispelturige discipline vanuit de financiële markten.

⁸ Men zou zelfs kunnen overwegen om deze autonomie groter te maken door het SGP te verruimen. Dit zou wenselijk kunnen zijn, gezien de grotere flexibiliteit die in de EMU van het nationale begrotingsbeleid kan worden gevraagd. Naarmate de EMU in de toekomst verder in omvang toeneemt, eerst met de nog niet deelnemende huidige EU-landen, maar op lange termijn wellicht ook met nieuwe toetreders, zal het belang van deze factor alleen maar toenemen. Dit is echter niet noodzakelijk. Het EMU-fonds zou ook als aanvulling op het SGP kunnen worden gebruikt. Dit idee wordt in dit artikel niet verder uitgewerkt.

⁹ Uiteraard kunnen omslagen in marktsentiment ook bij centrale financiering nog steeds de eurozone treffen. Dat geldt nu ook, niet alleen voor de euro, maar ook voor andere valutagebieden zoals de VS. Maar net zomin als nu een zwakke dollar leidt tot speculaties dat de VS uiteenvallen, zal dit straks dankzij de centrale financiering bij de euro het geval zijn. Dat is een fundamentele verbetering ten opzichte van de situatie van vandaag.

Het EMU-fonds zal spoedig veruit de belangrijkste emittent van euro-obligaties zijn. Gezien de omvang van de totaal jaarlijks door het EMU-fonds uit de markt aan te trekken middelen zal dit fonds in staat zijn om zich over het gehele looptijdenspectrum van de yieldcurve als benchmark te vestigen. De markt in leningen van het EMU-fonds zal vanwege zijn diepte en omvang zeer aantrekkelijk zijn voor grote beleggers; daarnaast zal deze veel beter dan de Duitse Bund in staat zijn om een grote derivatenmarkt te dragen, zonder gevaar voor illiquiditeit in stress-situaties. Het emissievolume van het nieuwe fonds zal al spoedig dat van de Amerikaanse markt voor Treasuries overstijgen en de 'concurrentiepositie' van de euro ten opzichte van de dollar aanmerkelijk versterken. De dollar heeft dan geen monopolie meer als de ultieme veilige haven.

Nadelen van het EMU-fonds

Er kleven ook enkele nadelen aan deze benadering. Het belangrijkste valt terug te voeren op de problemen bij de objectieve uitwerking van de op- en afslagen die het EMU-fonds hanteert in zijn kredietverstrekking aan de verschillende nationale overheden. Een tweede nadeel betreft het feit, dat het er op het eerste gezicht op lijkt, dat dit model de 'no-bail-out' clausule van het Verdrag van Maastricht in zekere zin ondermijnt.

Het berekenen van de marge

Wat betreft het eerste kan met een eenvoudige recht-toe-recht-aan formule worden volstaan, zoals de volgende:

$$R(i) = \alpha [O(i) - O(m)] + \beta [S(i) - S(m)]$$

Waarin:

- $R(i)$ = de door land i te betalen marge ten opzichte van de financieringskosten van het EMU-fonds
- $O(i)$ = het overheidstekort van land i , uitgedrukt als % bbp
- $S(i)$ = de staatsschuld van land i , uitgedrukt als % bbp
- De grootheden $O(m)$ en $S(m)$ betreffen het EMU-gemiddelde voor wat betreft overheidstekort- en staatsschuld ratio's
- De parameters α en β zijn coëfficiënten, waarmee het gewicht van de relatieve prestatie op respectievelijk het overheidstekort en de staatsschuld in het bepalen van de toeslag wordt bepaald.

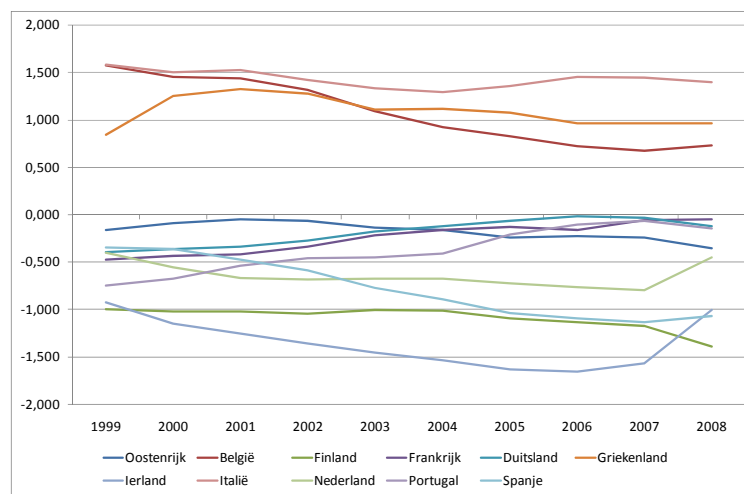
Box: Twee rekenvoorbeelden

In deze box worden twee scenario's uitgewerkt. Zoals gezegd is het vaststellen van de parameters α en β een tamelijk arbitrair proces. Een belangrijke vraag daarbij is natuurlijk hoe gevoelig men de te

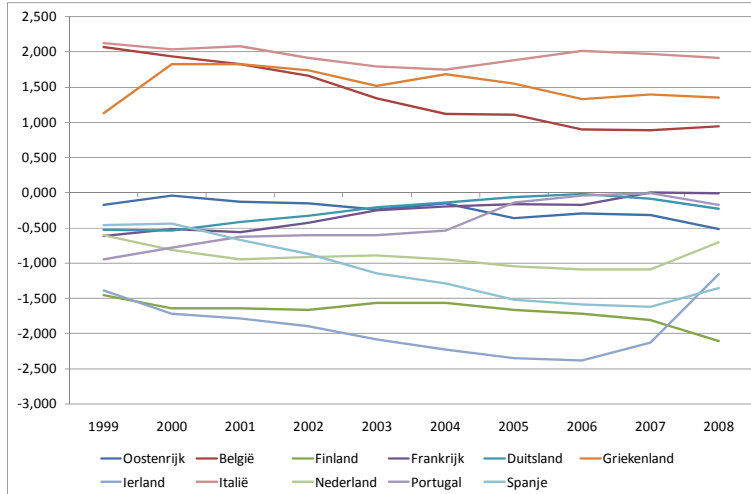
berekenen spread wil maken voor de ontwikkelingen van respectievelijk de staatsschuld of het begrotingstekort. De staatsschuld is belangrijk, omdat die de beste indicator is van de financiële status van de overheid van een land. De tekortontwikkeling sluit natuurlijk het beste aan bij de actuele stand van zaken. Verder is deze grootte relatief snel bij te sturen, waardoor goed beleid dus ook snel kan worden beloond. Het terugdringen van een te ver opgelopen staatsschuld is naar zijn aard een langzamer proces dat meer jaren in beslag neemt. Het gaat bij de vaststelling van de parameters dus zowel om de relatieve verhouding tussen beide parameters, alsook de hoogte: hoe groot wil men de maximale spread laten oplopen.

In onderstaande grafieken zijn bij wijze van voorbeeld twee scenario's in beeld gebracht. In het eerste scenario is de α vastgesteld op 0,0075 en de β op 0,0375. In het tweede scenario staan de parameters beide op 0,05.

Grafiek 1 (Box): Scenario 1



Grafiek 2 (Box): Scenario 2



Het vaststellen van de parameters α en β zal dus ook in hoge mate een politiek proces zijn. Daarbij is het wel zo dat dit proces slechts eenmalig, bij het begin van het fonds moet plaatsvinden. Eenmaal vastgesteld is het berekenen van de spread verder een recht-toe-recht-aan rekenproces. Ook dit is een verbetering ten opzichte van de huidige situatie, waar iedere overschrijding van de Europese budgetafspraken tot nieuwe onderhandelingen leidt.

Uiteraard kunnen er variabelen aan deze vergelijking worden toegevoegd, zoals de stand van de overheidsinvesteringen of de collectieve lastendruk. De charme van de hier gekozen variabelen is echter dat de geformuleerde vergelijking recht doet aan zowel de actuele ontwikkeling (relatieve prestaties wat betreft het overheidstekort) als aan de erfenis uit het verleden (de reeds opgebouwde staatschuld). Eventueel kan men overwegen om bijvoorbeeld toekomstige tekortontwikkelingen in de spread te laten meewegen, bijvoorbeeld op grond van de voorspellingen van de Europese Commissie van overheidstekort en staatschuld. Maar ter wille van de eenvoud en transparantie heeft dit niet mijn voorkeur. De coëfficiënten α en β zullen vooraf moeten worden bepaald, onder de randvoorwaarde dat de som van positieve en negatieve marges idealiter bij benadering gelijk moet zijn aan nul.

Het bepalen van deze coëfficiënten kan niet zonder een zekere mate van willekeur gebeuren, waarbij ook politieke vragen zullen spelen. De kernvraag hierbij is uiteraard hoe gevoelig men het systeem wil maken voor relatieve prestaties (zie box). Toch moet de ernst van deze willekeur bij het vaststellen van de benodigde parameters niet worden overdreven. De eenmaal vastgestelde parameters zijn immers niet meer of minder willekeurig dan de huidige plafonds uit het Verdrag van Maastricht en het SGP. Het goede nieuws is dat als de parameters eenmaal zijn vastgesteld het verder een kwestie van recht-toe-recht-aan rekenwerk is. Het stelsel is volkomen transparant.

Het failliet van een lidstaat en de 'no bail-out clause'

Een belangrijk punt dat speelt is in hoeverre het EMU-fonds op gespannen voet staat met de 'no bail-out clause' van het verdrag van Maastricht. Dit punt is naar voren gebracht door Issing (2009), in reactie

op andere voorstellen om tot een gemeenschappelijke uitgifte van obligaties. Meer in het algemeen speelt hier de angst dat een dergelijk gemeenschappelijk initiatief de budgettaire discipline in de EMU eerder ondermijnt dan versterkt. De opvattingen van Issing gaan voorbij aan het feit dat in de afgelopen tien jaar juist de afwezigheid van een correctiemechanisme en een falende disciplinerende werking van financiële markten ertoe hebben geleid dat landen met een zwakke begrotingsdiscipline jarenlang konden meeliften op het succes van de euro. Het spreadmechanisme van het EMU-fonds zal in een veel eerder stadium, maar wel geleidelijk disciplinerend gaan werken. *'Free rider'* gedrag behoort niet meer tot de mogelijkheden.

Ook als overheidstekorten alleen nog maar kunnen worden gefinancierd bij het EMU-fonds kan een lidstaat in theorie failliet gaan. De situatie is daarbij echter wezenlijk anders dan in de huidige situatie. Als nu een land in gebreke zou blijven met de schuldendienst op de staatsschuld dan moet het met een veelheid van crediteuren en beleggers onderhandelen. Het in gebreke blijven van de overheid van een EMU-lidstaat in de situatie van centraal financieren van overheidstekorten leidt daarentegen tot een bilateraal probleem met het EMU-fonds. Dit ziet dan namelijk een deel van zijn activa acuut in kwaliteit verslechteren en zal derhalve in onderhandeling moeten treden met het land in kwestie over de wijze waarop dit weer aan zijn verplichtingen zal voldoen.

Daarbij heeft het EMU-fonds wel een zeer sterke onderhandelingspositie. Een land dat in gebreke blijft in het voldoen van zijn verplichtingen ten opzichte van het EMU-fonds heeft op dat moment namelijk geen enkele andere toegang tot financiële middelen meer. Op zo'n moment zal het immers niet alsnog zelf de kapitaalmarkt kunnen benaderen met een staatslening: een land in deconfiture is namelijk de paria van de internationale financiële wereld. Het EMU-fonds zal in een dergelijke situatie dus, analoog aan de conditionaliteit die het IMF haar leden kan opdringen, zeer strenge en afdwingbare voorwaarden kunnen opleggen.¹⁰

Overigens zal het in de praktijk niet snel zo ver komen. Ten eerste zal de opslag die het EMU-fonds aan slecht presterende lidstaten in rekening brengt van meet af aan geleidelijk oplopen. Overheden worden derhalve al in een vroeg stadium geconfronteerd met de gevolgen van hun gedrag. Een schoksgewijze verslechtering van de marktperceptie die een land in een zeer kort tijdsbestek in acute liquiditeitsnood brengt is in het voorgestelde model per definitie niet aan de orde. Zodra de door de Europese verdragen vastgelegde tekort- of schuldplafonds in zicht komen kan het EMU-fonds aan de kredietverlening beleidscondities verbinden, vergelijkbaar met de conditionaliteit van het IMF. Dit punt kan eenvoudig verder worden verfijnd. Het is wel zaak dat de totaal ineffectieve sancties uit het SGP worden vervangen door politieke, meer effectieve sancties. Denk daarbij aan het verlies van politieke invloed zodra een land zich niet aan de spelregels houdt. Een voorstel hiertoe is uitgewerkt in Boonstra (2005). Daarbij

¹⁰ Een vraag die hierbij overigens wel rijst is of de EU de politieke wil en kracht heeft om werkelijk budgettaire discipline af te dwingen. Zo valt het in de huidige crisis op dat het IMF een veel grotere rol speelt bij reddingsoperaties voor landen in Midden en Oost Europa die in de problemen zijn geraakt dan de EU [Global Insight, (2009)].

spreekt het vanzelf dat de door het fonds opgelegde budgetnormen ver af moeten liggen van het punt waar een land in betalingsmoeilijkheden kan komen.¹¹

Eenvoudige haalbaarheid

In technische zin is de constructie van het EMU-fonds eenvoudig te realiseren. De gehele constructie staat of valt echter met de politieke bereidheid om de spelregels rond het EMU-fonds te aanvaarden. Dit betekent, dat de nationale autonomie op het terrein van de wijze van tekortfinanciering wordt afgestaan naar communautair niveau. Ook betekent dit de aanvaarding van het feit, dat een relatief slechte prestatie wordt bestraft met een rente-opslag, terwijl goed beleid wordt beloond met een rentekorting.

Het mooie van het voorliggende voorstel is evenwel dat niet hoeft te worden gewacht tot het meest onwillige land binnenboord is. Het stelsel kan geheel op basis van vrijwilligheid worden opgestart. Als alleen een paar grote landen met de meest hoogwaardige kredietwaardigheid, waaronder Duitsland, Frankrijk en Nederland, zouden besluiten om hun staatsschuld voortaan centraal via een gemeenschappelijk agentschap te financieren kan het nieuwe fonds al snel een feit zijn. De voordelen van de gemeenschappelijke funding zouden snel evident worden, waarna de andere landen spoedig vrijwillig zullen aanhaken. Daarbij kunnen de sterke landen van de nieuwkomers kunnen eisen om het stelsel van op- en afslagen te accepteren. Deze zullen daar waarschijnlijk snel mee akkoord gaan omdat zelfs voor de zwakkere landen de voordelen van de lagere gemiddelde fundingkosten (vanwege de grotere liquiditeit) en de grotere stabiliteit ruimschoots zullen opwegen tegen de opslag die hen in rekening zal worden gebracht.

Ook in technische zin is het voorstel goed haalbaar. Wat het EMU-fonds doet is ten principale niet veel anders dan wat de centrale banken van decentraal georganiseerde bankengroepen, zoals coöperatieve banken en spaarbanken, in Europa van oudsher al doen. Zo regelt Rabobank Nederland centraal de financieringsbehoefte voor alle aangesloten banken van de Rabobank Groep. Wel gaat het in geval van de EMU-fonds om grotere volumes en vormt het in rekening brengen van de op- en afslagen een bijkomende factor. Deze problemen lijken echter bepaald niet onoverkomelijk.¹²

Tot besluit

¹¹ Sommigen hebben gesuggereerd dat de EU het opleggen van beleidscondities beter aan het IMF kan overlaten. Dit zou naar mijn mening een ultiem zwakgebod zijn, waarbij Europa aangeeft niet in staat te zijn met de eigen lidstaten tot goede afspraken te komen. Dan zullen zowel de euro als de EMU ook tot in lengte van dagen met wantrouwen worden beschouwd.

¹² Op dit moment bevinden zich genoeg banken vanwege financiële problemen *de facto* in staatshanden. Van sommige kan worden gesteld dat zij in feite geen levensvatbaar business model meer hebben. Men zou dan ook kunnen overwegen om de infrastructuur (dealingroomfaciliteiten) van een in problemen geraakte bank hiervoor te gebruiken.

De laatste wordt de roep om E(M)U-brede uitgifte van obligaties steeds vaker gehoord. Daarbij gaat het ten dele om het uitgeven van door de EU gegarandeerde obligaties ter ondersteuning van de landen in Midden – en Oost Europa, die als gevolg van hun tamelijk zwakke financiële positie door de crisis in de problemen dreigen te komen. Hoewel het leeuwendeel van deze steunoperaties vooralsnog niet door de EU, maar door het IMF zijn uitgevoerd, heeft ook de EU onlangs een steunfaciliteit (Balance of Payments Facility) van € 50 miljard euro in het leven geroepen. Zeer recent is een pleidooi van Gros en Micossi (2009), die pleiten voor het in het leven roepen van een door de European Investment Bank te beheren European Financial Stability Fund (EFSF) ter grootte van € 500 – 700 miljard euro. Dit, overigens slechts tijdelijke (5 jaar), fonds zou de in problemen geraakte landen door de moeilijkheden heen moeten loodsen. Zij wijzen erop dat de financiële markten waarschijnlijk erg open zullen staan voor een EU-breed gegarandeerde emissie. Verder wijze ook zij op de positieve uitwerking die een dergelijk fonds kan hebben op de ‘concurrentiepositie’ van de euro ten opzichte van de dollar. Het nadeel van hun voorstel is tweeledig. Ten eerste lost het vanwege het voorgestelde tijdelijke karakter de problemen dus ook op zijn best slechts tijdelijk op. Ten tweede zouden de emissies van het EFSF de zoveelste publieke emittent van EU-papier zijn, naast alle emissies van de nationale overheden en andere Europese instellingen.

Mijn voorstel pakt de oorzaak van deze versnippering juist fundamenteel aan en zal, meer dan welk ander initiatief ook, al snel leiden tot een massieve EMU-brede obligatiemarkt. Het voorstel is overigens niet geheel nieuw [Boonstra (2001)]. Bij de eerste keer dat dit voorstel werd gelanceerd bleek, dat de hiermee gepaard gaande overdracht van budgettaire soevereiniteit van nationaal naar communautair niveau nog een stap te ver was. Inmiddels is de euro ingevoerd, is het SGP al jaren in gebruik en is de gemeenschappelijke munt in veel opzichten een groot succes. Toch is het noodzakelijk om de gemeenschappelijke valuta verder te versterken. Dit kan al op heel korte termijn. Op het moment dat een kopgroep van belangrijke EMU-lidstaten met een AAA-rating, zoals Duitsland, Frankrijk en Nederland, zou besluiten om hun tekorten voortaan via een gemeenschappelijk agentschap te financieren, eventueel met een kruiselingsgarantie, dan is de EMU de Rubicon al min of meer overgetrokken. Want als de belangrijkste landen in de eurozone overgaan tot het centraal financieren van hun overheidstekorten maken zij de euro niet alleen een stuk steviger, maar geven zij ook een onomwonden signaal af dat de komst van de euro een onomkeerbaar proces is geweest.

De achterblijvers zullen gezien de evidente voordelen van gemeenschappelijke financiering snel willen aanhaken en zullen daarbij naar verwachting bereid zijn om aanvullende voorwaarden te accepteren. Dit laatste omdat, als zij buiten de gemeenschappelijke financiering blijven, zij al snel een stigma als potentiële uitvaller opgedrukt zullen krijgen. Eenmaal toegetreden tot het EMU-fonds is het financiële lot van de deelnemers onomkeerbaar met elkaar verbonden en zijn de Verenigde Staten van Europa althans in financiële zin een feit. Dan zal niemand ooit nog speculeren op het uiteenvallen van de eurozone, net zo min als de grote economische verschillen binnen de Verenigde Staten ooit tot speculaties leiden over het uiteenvallen van de Amerikaanse dollar.

Met het consolideren van de euro voor de toekomst positioneert de Europese Unie zich ook voor de 21e eeuw als een financiële grootmacht. Het uiteenvallen van de eurozone daarentegen zou Europa geleidelijk aan veroordelen tot een rol in de marge in het mondiale krachtenveld. Als blok is de EU de

grootste economie ter wereld en daarmee een majeure partij, individueel spelen de lidstaten, wellicht met uitzondering van Duitsland, straks geen rol van betekenis meer. Hoe klein de kans op uiteenvallen van de euro ook mogen zijn, de gevolgen zouden dermate ernstig zijn dat het koste wat kost moet worden voorkomen. De euro moet daarom worden gekoesterd, versterkt en toekomstvast worden gemaakt. Al met al zou centrale financiering van begrotingstekorten binnen de EMU via het nieuw op te richten het EMU-fonds een logische volgende stap zijn op het pad der Europese integratie.

Literatuur

Arnold, I.J.M (2000)., The Third leg of the Stool. Financial Stability as a prerequisite for EMU, *Weltwirtschaftliches Archiv*.

Boonstra, W.W. (1991), The EMU and National Autonomy on Budget Issues: An Alternative to the Delors and the Free Market Approaches, in: Richard O'Brien en Sarah Hewin (ed), *Finance and the International Economy* (4), Oxford, pp. 209 – 224.

Boonstra, W.W. (1999) Haalt het Stabiliteits- en Groeipact 2005?, in: W.W. Boonstra en P.L.M. van de Ven (red.), *Van alle markten,.....*, opstellen aangeboden aan drs A.M. Dierick, NIBE, Amsterdam, november, pp. 213 - 226.

Boonstra, W.W. (2005), Towards a better Stability Pact, *Intereconomics*, Vol. 40, (1), January/ February, pp. 4 – 9

Boonstra, W.W. (2009), De Verenigde Staten als exporteur van problemen, *Economisch Statistische Berichten*, dossier kredietcrisis, 26 juni 2009

Buiter, W.H. (1992), De budgettaire voodoo van Maastricht, *Economisch Statistische Berichten*, 18 maart, pp. 268 – 272.

Buiter, W.H. (2003), How to reform the Stability and Growth Pact, mimeo, January.

Buiter, W.H. & A. Sibert (2009), The Icelandic banking crisis and what to do about it, CEPR Policy Insight No. 26.

De Silguy, Y.-T. (1999), The euro, the key to Europe's lasting success in the global economy, Address to The Corporation of London, 26 July.

Eijffinger, S.C.W. & J. de Haan (2000), *European Monetary and Fiscal Policy*; Oxford University Press, Oxford.

Global Insight (2009), The IMF in Europe – A Survey of the Fund's Programmes during the Global Crisis (updated report), HIS Global Insight Article, May 27th.

Goldschmidt, p.n. (2009), comments on Gros & Micossi, *Europe's World*, Spring.

Gros, D. & S. Micossi (2009), A bond-issuing EU stability fund could rescue Europe, *Europe's World*, Spring.

Haan, J. De, S.C.W. Eijffinger & S. Waller (2005), *The European Central Bank*, MIT Press, London and Cambridge (M).

Issing, O. (2009), Why a common eurozone bond issue isn't such a good idea, Europe's World, summer 2009.

Kindleberger, C.P. (1993), A Financial History of Western Europe, 2nd edition, Oxford University Press, Oxford.

Mujagic, E. (2009), Tien jaar euro: biografie van een jonge wereldmunt, Tilburg, april 2009

Portes, R. & F.M. Baldursson (2007), The Internationalisation of the Icelandic Financial Sector, Iceland Chamber of Commerce, Reykjavik, november 2009.

The Economist (2009), Holding together. A special report on the euro area, 13 juni 2009