

De weeffouten in de EMU hersteld? De toekomstvisie van Van Rompuy

Silvie Verkaart, Niels Gilbert en Jeroen Hessel

Van Rompuy stelt de juiste diagnose en geeft een aantal goede elementen om tot een echte Economische en Monetaire Unie te komen. De verdere invulling daarvan is essentieel om de unie consistent en stabiel te maken. Dit vereist dat het delen van risico's, via een financiële unie of eurobonds, vooraf wordt gedaan door het effectief verkleinen van deze risico's, door de schokbestendigheid van individuele EMU-landen te vergroten. Bovenal moeten daartoe de waarborgen voor gezonde overheidsfinanciën zijn hersteld, door begrotingsdiscipline en economische hervormingen afdwingbaar te maken. De kwetsbare overgangperiode vereist een politiek commitment aan de EMU in woord en daad, met een heldere toekomstvisie als anker en een geloofwaardige routekaart daarnaartoe.

1 Inleiding

De crisis heeft een aantal belangrijke weeffouten in de opzet van de EMU blootgelegd. In zijn tussenrapport 'Naar een echte Economische en Monetaire Unie' schetst de voorzitter van de Europese Raad Herman van Rompuy – in nauwe samenwerking met de presidenten van de Europese Commissie, de Eurogroep en de Europese Centrale Bank – de contouren voor een toekomstige opzet van de EMU, waarin deze weeffouten worden geadresseerd. De Europese Raad heeft Van Rompuy gevraagd deze toekomstvisie verder uit te werken, zodat zij in december van dit jaar kan besluiten over een routekaart.

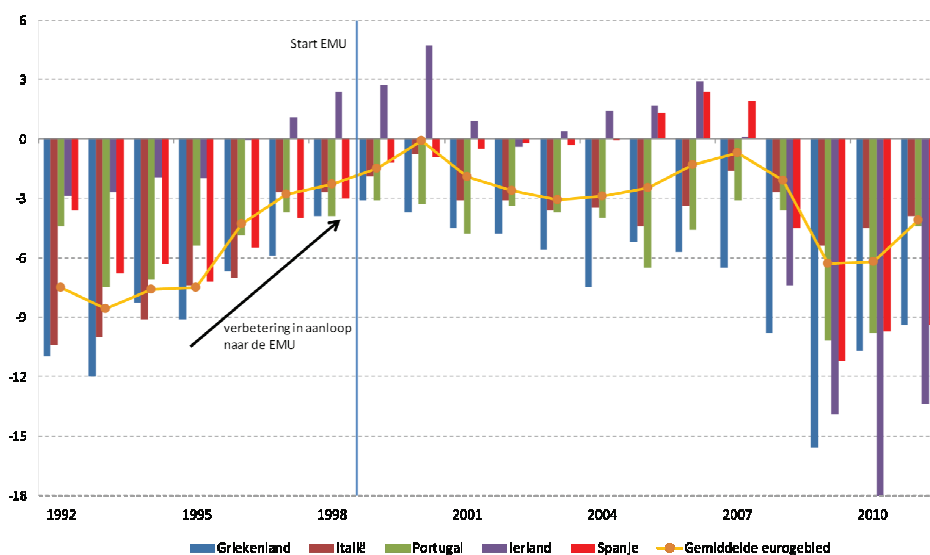
Van Rompuy geeft vier bouwstenen voor de toekomstige EMU: een financiële unie, een begrotingsunie en een economische unie, aangevuld met een versterking van de democratische legitimiteit en verantwoording. Sommige onderdelen daarvan zijn al concreter ingevuld dan andere. Dit artikel bespreekt de voorstellen van Van Rompuy en bekijkt hoe de nog openstaande punten kunnen worden ingevuld om te komen tot een stabiele en consistente opzet van de EMU. Daartoe begint Sectie 2 met een diagnose van de weeffouten in de EMU die door de crisis zijn blootgelegd. Sectie 3 bespreekt vervolgens de hoofdelementen van de toekomstvisie van Van Rompuy, geeft aan wat de belangrijkste openstaande kwesties zijn en welke keuzes daarin kunnen worden gemaakt om de gesignaleerde weeffouten te herstellen. Zonder afbreuk te willen doen aan het vereiste van een versterking van

de democratische legitimiteit, richt dit artikel zich primair op de drie economische bouwstenen in Van Rompuy's toekomstvisie. Sectie 4 geeft overwegingen voor de overgangperiode.

2 Een diagnose

Alvorens over oplossingen te kunnen oordelen, moet eerst duidelijk zijn wat er mis is met de opzet van de EMU. De belangrijkste weeffouten die door de crisis zijn blootgelegd, betreffen de waarborgen voor gezonde nationale overheidsfinanciën. Ten eerste bleken begrotingsplannen vaak rooskleurig en was de handhaving van de tekort- en schuldregels uit het stabiliteits- en groeipact (SGP) sterk gepolitiiseerd, waardoor de verbetering van de begrotingsdiscipline in de aanloop naar de EMU voor een aantal eurolanden van tijdelijke aard bleek (DNB 2010), zie Figuur 1. Zeker het feit dat het SGP werd versoepeld nadat Duitsland en Frankrijk in 2003 geen waarschuwing van de Europese Raad over hun begrotingsbeleid accepteerden, ondermijnde de begrotingsdiscipline in de EMU. Zodoende waren de budgettaire uitgangsposities onvoldoende om een grote schok als de financiële crisis op te kunnen vangen. De slechte uitgangspositie speelde het sterkst in enkele van de huidige probleemlanden: Griekenland, Portugal en Italië. Deze weeffout vraagt om beter afdwingbare begrotingsdiscipline, via een begrotingsunie.

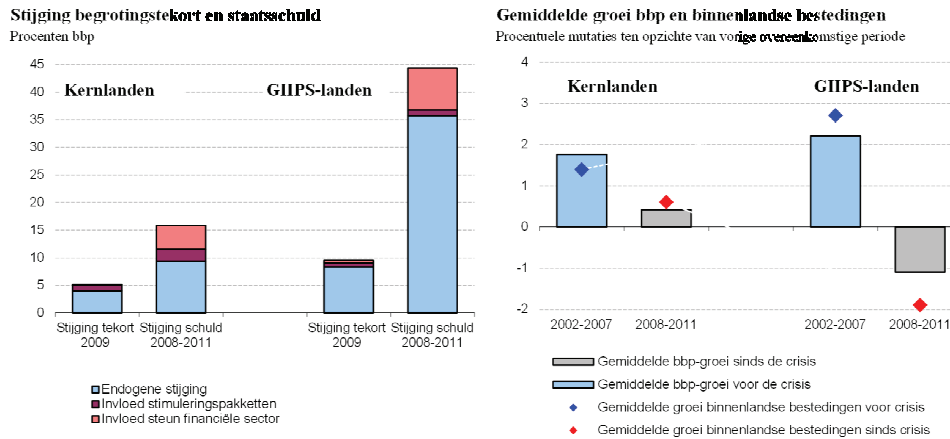
Figuur 1 Begrotingsdiscipline in het eurogebied (begrotingstekort als % bbp)



De tekortschietende naleving van de begrotingsregels is echter zeker niet de enige reden waardoor landen in de problemen zijn gekomen (Pisani-Ferry 2012). Twee andere probleemlanden, Spanje en Ierland, hadden in 2007 immers een begrotingsoverschot en een zeer lage staatsschuld. De tweede weeffout is dat onvoldoende rekening is gehouden met langdurige macro-economische en financiële onevenwichtigheden binnen de EMU en met de gevolgen die deze onevenwichtigheden kunnen hebben voor de nationale overheidsfinanciën. Vanaf de start van de EMU in 1999 was duidelijk dat de lidstaten het aanpassingsvermogen van hun economie moesten vergroten. Dit is nodig om het groeivermogen te versterken en om binnen de monetaire unie schokken op te vangen, omdat landen niet meer kunnen beschikken over de wisselkoers als aanpassingsmechanisme. Toch liet het tempo van hervormingen in veel landen te wensen over. In de Zuid-Europese landen (Griekenland, Italië, Portugal en Spanje) zorgden de rigide en slecht functionerende arbeidsmarkten voor een hardnekkig te hoge loongroei en daarmee inflatie (Jau-motte en Morsy 2012). Hierdoor trad een verlies aan concurrentiekracht op, wat bijdroeg aan de forse tekorten op de lopende rekening. Ook leidde de langdurige combinatie van een relatief lage rente en hoge loongroei tot zeepbellen op de huizenmarkt, vooral in Spanje en Ierland. Mede door deze onevenwichtigheden was de verslechtering van begrotingsposities tijdens de crisis veel groter dan waar de tekort- en schuldregels mee om konden gaan. In de EMU als geheel steeg het gemiddelde tekort in 2009 met ruim 5% bbp ten opzichte van de inschatting vóór de crisis, terwijl de schuld van 2008 tot 2011 opliep met ruim 15% bbp. De belangrijkste oorzaak was dat de groei in alle eurolanden langdurig fors tegenviel, terwijl de begroting veel gevoeliger bleek voor de recessie dan gedacht. Dit gold nog veel sterker in landen met grote onevenwichtigheden, waar vooral de overheidsinkomsten onverwacht sterk reageerden op de recessie (Gilbert en Hessel 2012). In die landen steeg het tekort gemiddeld met 10% bbp en de schuld met maar liefst 45% bbp, zie Figuur 2. Reinhart en Rogoff (2009) tonen aan dat de effecten van financiële crises op de overheidsfinanciën hoofdzakelijk lopen via het effect op de economische groei, terwijl de kosten van stimuleringspakketten en de redding van banken slechts een bijrol vervullen.

Figuur 2 laat zien dat deze conclusie zeker ook opgaat voor de financiële crisis van 2008. De landen met onevenwichtigheden maakten een veel grotere budgettaire verslechtering door, vanwege een grotere omslag in de groei van het bbp en met name de binnenlandse bestedingen. Deze weeffout vraagt om beter afdwingbare regels om macro-economische onevenwichtigheden te voorkomen en het groeivermogen te versterken, via een economische unie. Dit om een dramatische verslechtering van de overheidsfinanciën als gevolg van een crisis in de toekomst te voorkomen.

Figuur 2 Budgettaire verslechtering en conjuncturele omslag eurogebied



Een derde weeffout in de waarborgen voor gezonde nationale overheidsfinanciën is dat onvoldoende rekening werd gehouden met de wisselwerking tussen de financiële sector en de overheidsfinanciën. De kredietcrisis maakt duidelijk dat de nationale overheid als achtervang fungeert voor het nationale bankwezen, wanneer dat nodig is om de financiële stabiliteit te waarborgen. De steun aan de financiële sector heeft vooral in Ierland aanzienlijk bijgedragen aan de budgettaire problemen. Ook de impliciete garantie voor het bankwezen roept voor een aantal landen twijfels op over de toekomstige schuldhoudbaarheid. Het meest duidelijk speelt dit nu in Spanje, waar overigens niet zozeer de grote, grensoverschrijdende banken, maar veeleer de lokale spaarbanken in de problemen zijn gekomen. Tegelijkertijd heeft het bankwezen vaak een aanzienlijke exposure op de eigen overheid (Pisani-Ferry 2012). Zoals de ervaringen in Spanje en Ierland laten zien kan er zo een vicieuze cirkel ontstaan, waarin twijfels over de schuldhoudbaarheid van de overheid en over de stabiliteit van het bankwezen elkaar wederzijds versterken. Deze weeffout vraagt om een ont koppeling van de (nationale) overheidsfinanciën en het (nationale) bankwezen, via een financiële unie.

Deze drie tekortkomingen in de waarborgen voor gezonde nationale overheidsfinanciën hebben een vierde weeffout in de EMU blootgelegd, namelijk de potentiële instabiliteit van de combinatie van nationale schuldfinanciering met een gemeenschappelijke munt. EMU-landen hebben geen eigen monetair beleid en wisselkoers, zodat een renteverlaging en depreciatie geen (tijdelijke) verlichting kunnen bieden in een crisissituatie. Binnen de EMU is het hierdoor mogelijk dat onrust over de schuldhoudbaarheid van een land leidt tot een *selffulfilling prophecy*, waarbij het land door de stijgende rente uiteindelijk daadwerkelijk insolvent wordt (De Grauwe 2011). Omdat alle EMU-landen in dit opzicht kwetsbaar zijn, kan financiële onrust in één land snel overslaan naar andere (probleem)landen. Daarbij speelt de internationale verwevenheid van de financiële sector een belang-

rijke rol. De grote exposure van nationale banken, verzekeraars en pensioenfondsen op zowel de staatsschuld als op de private (financiële) sector van de andere EMU-landen versterkt het besmettingsrisico binnen de EMU aanzienlijk. Problemen in één euroland kunnen zo de financiële stabiliteit in de hele EMU in gevaar brengen. Als sluitstuk op het herstellen van de waarborgen voor gezonde nationale overheidsfinanciën via een financiële unie, een begrotingsunie en een economische unie kan deze weeffout worden hersteld door middel van gezamenlijke schuldfinanciering via eurobonds.

Al met al zijn de tekortschietende begrotingsdiscipline, de onvoldoende aanpak van macro-economische onevenwichtigheden en de verwevenheid tussen nationale overheidsfinanciën en bankwezen – versterkt door de combinatie van nationale schuldfinanciering met een gemeenschappelijke munt – gezamenlijk verantwoordelijk voor de huidige crisis. Van Rompuy adresseert al deze weeffouten in zijn toekomstvisie op de EMU, zij het niet overal even concreet.

3 Van Rompuy's toekomstvisie

Van Rompuy stelt voor om in de komende tien jaar de overgang te maken naar een sterkere EMU-architectuur, die op geïntegreerde raamwerken voor de financiële sector (financiële unie), begrotingszaken (begrotingsunie) en economisch beleid (economische unie) is gestoeld. Terecht merkt hij daarbij op dat beleid zoveel mogelijk nationaal kan blijven, maar dat het mogelijk moet zijn de naleving van de voorschriften af te dwingen wanneer nationaal beleid negatieve gevolgen heeft voor andere EMU-landen. Hieronder worden bij alle drie de bouwstenen de concrete institutionele versterkingen beschreven die Van Rompuy voorstaat om dit te bereiken. Daarbij wordt bekeken wat daarin nog de belangrijkste openstaande kwesties zijn en welke keuzes daarin kunnen worden gemaakt, zodat de stabiliteit en consistentie van de EMU zijn gewaarborgd en de in de diagnose gesignaleerde weeffouten in de architectuur zijn hersteld.

Financiële unie. Van Rompuy doet concrete voorstellen om de verwevenheid tussen de nationale overheidsfinanciën en het nationale bankwezen aan te pakken. Hij pleit voor Europees banktoezicht, met de ECB als toezichthouder, een Europees afwikkelingskader voor niet-levensvatbare banken en geharmoniseerde depositogarantieregelingen. Om de belastingbetaler zoveel mogelijk te beschermen zouden de kosten van afwikkelingen hoofdzakelijk door de private sector gedragen worden, met het permanente noodfonds van de Europese overheden ESM als achtervang. Op termijn ontkoppelen deze voorstellen de (nationale) overheidsfinanciën grotendeels van het (nationale) bankwezen en *vice versa* en bevatten daarmee de belangrijkste elementen om dit deel van het probleem op te lossen. Los van de waarborgen voor gezonde overheidsfinanciën doet een financiële unie ook recht aan de grensoverschrijdende financiële verwevenheid en de interne markt, waarbij Van Rompuy terecht de noodzaak om te komen tot een EU-breed raamwerk benadrukt.

Daarbij is wel van belang te beseffen dat een financiële unie de huidige budgettaire problemen niet volledig zou hebben voorkomen, omdat de kosten van de redding van banken slechts een deel van de totale budgettaire verslechtering in de kwetsbare landen vormden (Gilbert en Hessel 2012).

Deze opzet voor een Europese financiële unie zou effectief zijn onder de volgende voorwaarden. Ten eerste zou de financiële unie (uiteindelijk) van toepassing moeten zijn op alle Europese banken en niet alleen op de grote, grensoverschrijdende banken (Pisani-Ferry et al. 2012). Alleen zo wordt de verwevenheid tussen de nationale overheidsfinanciën en het nationale bankwezen echt doorbroken. Zoals de ervaringen in Ierland en Spanje aantonen, kan een nationale financiële crisis waarbij meerdere kleine of middelgrote en binnenlands georiënteerde banken betrokken zijn nog steeds de nationale schuldhoudbaarheid en de Europese financiële stabiliteit bedreigen. Ook creëert alleen een gemeenschappelijke toezichthouder voor alle banken een *level playing field* in Europa.¹

Ten tweede is het van belang dat de elementen van een financiële unie zoveel mogelijk gelijktijdig worden ontwikkeld. Zo kunnen problemen met *burden sharing* worden voorkomen. Immers, wanneer het banktoezicht naar het Europese niveau zou worden getild, maar nationale overheden de kosten voor een eventuele herstructurering of afwikkeling van een bank moeten blijven dragen, zouden grote belangentegenstellingen kunnen ontstaan tussen Europees toezicht en de nationale autoriteiten. Dit zou goed crisismanagement en een ordentelijke afwikkeling van banken in de weg staan. Een derde voorwaarde is dat een onafhankelijke doorlichting en herkapitalisatie, dan wel ordelijke liquidatie van niet-levensvatbare banken plaatsvindt, alvorens banken kunnen worden toegelaten tot de financiële unie. Op die manier zouden de risico's bij de start van de financiële unie zo evenwichtig mogelijk verdeeld zijn. Indien landen de kosten van resolutie niet kunnen dragen zou het ESM hierbij een rol kunnen spelen. Ten slotte zouden, totdat alle weeffouten in de EMU zijn hersteld, waarborgen moeten worden ingebouwd om te voorkomen dat overheden de financiële unie kunnen misbruiken om hun eigen schuldproblemen op andere eurolanden af te wentelen. Een mogelijke manier om dit te ondervangen is het instellen van (concentratie)limieten op nationale overheids-schuld die banken aanhouden.

Begrotingsunie. Van Rompuy wijst er terecht op dat effectieve mechanismen om onhoudbaar begrotingsbeleid in individuele landen te voorkomen en te corrigeren essentieel zijn in de EMU. Hij doet vervolgens echter geen concrete voorstellen voor de verdere versterking van de begrotingsdiscipline. Wel stelt Van Rompuy de conditionele introductie van gezamenlijke schulduitgifte via (kortlopende of tijdelijke) eurobonds voor. Ook pleit hij voor een begrotingscapaciteit voor de EMU, die de mogelijkheid zou hebben leningen aan te gaan. Deze EMU-begroting zou

¹ Dit neemt niet weg dat het wenselijk is om systeemrelevante (grote) banken strengere regels op te leggen, zoals het aanhouden van hogere buffers en het opstellen van afwikkelplannen, om het 'too big to fail' probleem te adresseren.

wat hem betreft kunnen worden ingezet om landspecifieke schokken op te vangen en om structurele hervormingen te stimuleren. Uiteindelijk zou een volwaardige begrotingsunie met een minister van Financiën op eurogebiedniveau kunnen resulteren.

Bij de concrete invulling van deze voorstellen is vooral de afdwingbaarheid van de begrotingsregels van belang. Zoals uit Sectie 2 blijkt zijn afdwingbare begrotingsregels essentieel voor een houdbare opzet van de monetaire unie. Een grote en onafhankelijke rol voor de Europese Commissie – of een andere Europese begrotingsautoriteit – bij de handhaving van de budgettaire regels is daarbij noodzakelijk. De ervaringen met het SGP leren immers dat regeringsleiders begrotings-toezicht laten houden op elkaar – en daarmee op zichzelf – niet werkt als het erop aankomt. Het sprekendste voorbeeld daarvan was de versoepeling van het SGP in 2003, toen de regels dreigden te gaan knellen voor Duitsland en Frankrijk. Maar ook los van deze versoepeling trad de eurogroep of Europese Raad niet op tegen de telkens te rooskleurige begrotingsplannen en de te hoge schuldratio's van veel eurolanden. Om dit te adresseren is in ieder geval een uitbreiding van omgekeerde meerderheidsbeslissingen (*reversed QMV*) naar de preventieve arm van het SGP en de schuldregel nodig. Echt onafhankelijke handhaving van de begrotings- en schuldregels, bijvoorbeeld door de Commissie, biedt nog meer waarborgen tegen de politieke *deficit bias*. Om de *deficit bias* ook op nationaal niveau te adresseren zouden de Europese begrotingsregels verder kunnen worden verankerd in nationale wetten.² Daarbij zou tevens moeten zijn gewaarborgd dat regionale overheidsbudgetten kunnen worden beheerst, zodat deze de schuldhoudbaarheid van de nationale overheid niet in gevaar kunnen brengen, zoals nu in Spanje het geval is.

Met zijn voorstel voor tijdelijke of kortlopende eurobonds zet Van Rompuy een eerste stap naar het collectiviseren van de overheidsschuld in het eurogebied. Eurobonds kunnen onder strikte voorwaarden een nuttig element zijn in een stabiele opzet van de EMU. Voor een overzicht van eurobondvarianten, zie bijvoorbeeld Eijffinger (2011). Met de meest vergaande vorm – eurobonds voor de volledige staatsschuld van alle eurolanden – mondt een liquiditeitsprobleem in een euroland niet meer onnodig uit in een solvabiliteitsprobleem. Bovendien werpt deze vorm van eurobonds een dam op tegen besmettingsgevaar. Echter, als gevolg van de wederzijdse garanties en de afwezigheid van marktdiscipline vermindert deze vorm van eurobonds de prikkels voor gezond nationaal begrotingsbeleid het meest. Eurobonds voor de volledige schuld van alle eurolanden kunnen dan ook alleen nuttig zijn als sluitstuk, nadat alle waarborgen voor gezonde nationale overheidsfinanciën zijn hersteld en de schuldratio's in alle eurolanden tot onder de 60% bbp zijn gedaald (DNB 2011).³ Voordat eurobonds kunnen worden ingevoerd zijn een financiële unie, waarborgen tegen macro-economische onevenwichtigheden (zie verder-

² Met het nieuwe begrotingsverdrag (*Stabiliteitsverdrag*) is hiertoe al een eerste stap gezet: landen hebben afgesproken het streven naar structureel begrotingsevenwicht vast te leggen in hun nationale wetgeving.

³ Deze in het Europese Verdrag vastgelegde schuldenlimiet zorgt voor enige buffer om schokken op te kunnen vangen.

op) en een onafhankelijke Europese autoriteit die in toenemende mate in kan grijpen in het budgettaire beleid van landen die de afspraken schenden dan ook essentieel. Eventuele tussenvarianten van eurobonds leiden niet tot een volledig stabiele eindsituatie, omdat de mogelijkheid te ‘speculeren’ tegen afzonderlijke landen alleen tijdelijk of gedeeltelijk wordt weggenomen. Ze zouden wellicht wel nuttig kunnen zijn in de overgangsfase, zie ook Sectie 4.

Beperkte eigen begrotingscapaciteit voor de EMU zou onder voorwaarden nuttig kunnen zijn om structurele hervormingen te stimuleren, zie ook verderop. Een EMU-budget zou ook gebruikt kunnen worden om bijvoorbeeld de werkloosheidsuitkeringen (deels) uit te betalen. Op die manier kan een EMU-budget in een eindsituatie bijdragen aan het opvangen van landspecifieke schokken, al is het op zich voldoende om de schokbestendigheid van individuele EMU-landen te vergroten. Echter, de komende jaren (decennia?) zijn niet landspecifieke schokken, maar structurele tekortkomingen bepalend voor het werkloosheidsniveau van individuele EMU-landen. Wanneer inleg en uitkering uit dit ‘stabilisatiebudget’ gebaseerd zijn op het werkloosheidsniveau van individuele lidstaten, leidt een dergelijk budget dan onherroepelijk tot langdurige overdrachten van structureel sterke naar structureel zwakke landen. Zwakke landen hebben vervolgens minder prikkels om hun structurele tekortkomingen aan te pakken. En zelfs bij gelijke werkloosheidsniveaus zouden de sterk uiteenlopende sociale zekerheidsstelsels in het eurogebied alsnog tot langdurige overdrachten kunnen leiden, terwijl harmonisatie van deze stelsels politiek zeer moeilijk haalbaar lijkt. De door Van Rompuy gesuggereerde mogelijkheid schulden aan te gaan ten behoeve van het EMU-budget is hoe dan ook onwenselijk, omdat dit eerder bijdraagt aan een verdere Europese schuldopbouw dan aan de noodzakelijke afbouw.

Economische unie. Van Rompuy noemt terecht het belang van meer afdwingbare nationale beleidscoördinatie, om te voorkomen dat onhoudbaar nationaal beleid de stabiliteit van de EMU in gevaar brengt. De institutionele kwaliteit, de arbeidsmarkt en het ondernemingsklimaat worden expliciet genoemd als aandachtspunten. Van Rompuy pleit ervoor dat EMU-landen individuele contracten afsluiten met de Commissie, waarin zij de structurele hervormingen vastleggen die nodig zijn om hun concurrentie- en groeivermogen te versterken en hun economische flexibiliteit te vergroten. Het hierboven genoemde EMU-budget zou daarbij kunnen worden ingezet als positieve stimulans.

Wat betreft de nadere invulling van dit raamwerk is van belang dat de meer afdwingbare beleidscoördinatie beperkt blijft tot voor het functioneren van de EMU essentiële beleidsterreinen. Zeker de hervorming van arbeids- en productmarkten komt in aanmerking voor gemeenschappelijk beleid (Biroli et al. 2010). Dat zijn de gebieden waar een gebrek aan hervormingen zorgt voor negatieve spillovers tussen eurolanden. De introductie van de macro-economische onevenwichtigheidsprocedure (MEOP) was een belangrijke stap. Indien goed vormgegeven kan de door Van Rompuy voorgestelde contractbenadering bijdragen aan de effectiviteit en afdwingbaarheid van de MEOP. Een (beperkt) EMU-budget om daarbij als wortel te

dienen kan nuttig zijn, maar het ligt voor de hand hier dan eerst de huidige structuur- (en cohesie)fondsen voor in te zetten. Een effectiever gebruik van de huidige middelen helpt voorkomen dat landen beloond worden voor het jarenlang uitstellen van noodzakelijke structurele hervormingen, ten koste van landen die deze hervormingen wel tijdig hebben doorgevoerd. Dit doet ook recht aan het feit dat een efficiënte en flexibele economie in de eerste plaats in het belang van het land zelf is.

Als aanvulling daarop zouden formeel afdwingbare *best practices* of minimumstandaarden kunnen worden geïntroduceerd, zodat macro-economische onevenwichtigheden kunnen worden voorkomen in plaats van via de MEOP te worden genezen (DNB 2012b). Op arbeidsmarktterrein zouden de *best practices* en minimumstandaarden erop gericht moeten zijn de loonontwikkeling beter te laten aansluiten op de productiviteitsontwikkeling op sectorniveau en bedrijfsniveau. Relevant hiervoor zijn bijvoorbeeld (i) de mate van centralisatie van loonvorming, (ii) de mate van automatische loonindexatie, (iii) de hoogte van het minimumloon ten opzichte van het mediane loon, (iv) de belastingwig op arbeid en (v) de starheid van ontslagbescherming. Zolang landen aan de minimumstandaarden voldoen houden ze de vrijheid hun eigen beleid te voeren.

Minimumstandaarden bijten op dit moment het hardst voor inflexibele landen in Zuid-Europa. In deze landen blijft het concurrentievermogen duidelijk achter bij de kern van de EMU (zie Tabel 1). Vooral de efficiëntie van arbeids- en productmarkten schiet tekort. Onder druk van de crisis zijn sommige landen bezig hervormingen door te voeren, maar hier valt nog veel winst te boeken. De Zuid-Europese arbeidsmarkten behoren tot de meest rigide ter wereld. Ten slotte zou het goed zijn de terecht door Van Rompuy genoemde noodzakelijke versterking van nationale instituties vooral te richten op het verminderen van bureaucratie, corruptie en belastingontduiking en het bevorderen van ondernemerschap.

Tabel 1 Ranking van landen in Global Competitiveness Index van World Economic Forum

	FIN	ZW	NL	D	DK	B	FR	IRL	SP	IT	PT	GR
Overall	3	4	5	6	12	17	21	27	36	42	49	96
Kwaliteit instituties	3	6	7	16	14	27	32	19	48	97	46	111
Druk van overheidsregulering	6	31	34	71	69	133	126	46	120	142	129	141
Efficiëntie justitieel systeem	2	5	8	20	13	45	37	29	69	139	121	135
Efficiëntie goederenmarkt	18	12	6	21	19	15	46	9	55	65	61	108
Procedures om bedrijf te starten	8	8	47	97	20	8	29	20	110	47	29	110
Efficiëntie arbeidsmarkt	15	25	17	53	8	50	66	16	108	127	123	133
Coöperatie werknemers werkgevers	16	8	4	20	3	55	137	14	117	127	96	130
Flexibiliteit aanname & ontslag	80	133	126	127	5	132	141	75	129	136	131	111
Loon naar productiviteit	46	72	67	41	53	90	66	32	133	128	120	132
Kwaliteit primair onderwijs	1	22	9	30	36	2	37	8	79	41	52	77
Kwaliteit hoger onderwijs	2	12	13	20	19	5	41	9	81	87	61	115

Bron: Global competitiveness report 2012/2013 (september 2012). Toelichting: ranking van 142 landen; hoe hoger het cijfer, hoe slechter de score. De Europese probleemlanden scoren op veel terreinen duidelijk slechter dan de kern van de EMU, Ierland uitgezonderd. In de tabel zijn de hoofdbeleidsterreinen gemarkeerd waarop een land bijzonder slecht (rood) of goed (groen) presteert vergeleken met de overall ranking.

Veel eurolanden, waaronder Nederland, zijn huiverig voor beter afdwingbare Europese regels. Ze willen niet door Europa gedwongen worden om impopulaire maatregelen door te voeren. Beter afdwingbare regels zijn echter noodzakelijk om het functioneren van de EMU duurzaam te verbeteren. Zonder verdere hervormingen worden de problemen in het eurogebied niet snel genoeg opgelost. Ook is de kans dan groot dat op termijn weer nieuwe onevenwichtigheden ontstaan. Voor Nederland met haar open economie en grote en internationaal opererende banken en pensioensector zijn beter afdwingbare hervormingen bij uitstek van groot belang. Landen zoals Nederland moeten dus een afweging maken: willen ze ten koste van alles voorkomen dat ze zelf ooit worden aangesproken door Europa, of willen ze de EMU beter laten functioneren zodat ze niet meer geraakt worden door problemen in andere landen?

4 Overwegingen bij de overgangperiode

Van Rompuy stelt terecht dat het proces van verdere integratie hand in hand moet gaan met grotere legitimiteit, zodat het een sterkere democratische grondslag en voldoende draagvlak bij de Europese burgers heeft. Samen met de Verdragswijzigingen die nodig zijn impliceert dit een langdurig traject, dat volgens Van Rompuy een decennium zou kunnen duren.

Juiste volgorde is essentieel.... De essentie uit het voorgaande is dat niet ondoordacht moet worden begonnen met het delen van risico's via een financiële unie of eurobonds, omdat (i) dit bestaande problemen zoals met het Spaanse bankwezen of de Griekse schuldenlast collectiviseert, wat het draagvlak voor de EMU kan ondermijnen, zeker zolang (ii) er nog onvoldoende effectieve garanties zijn dat nieuwe problemen kunnen worden voorkomen. Deze effectieve garanties kunnen alleen worden bereikt door het schokbestendiger maken van individuele EMU-landen, waarvoor beter afdwingbare begrotingsdiscipline en structurele hervormingen nodig zijn. Zoals Van Rompuy lijkt voor te staan kan gestart worden met een financiële unie, wanneer dit politiek en Verdragtechnisch eenvoudiger te regelen is. Het ontkoppelen van de nationale overheidsfinanciën van het nationale bankwezen en *vice versa* vermindert de kwetsbaarheden van de EMU al aanzienlijk. Zoals gezegd is het daarbij wel van belang dat alle elementen van een financiële unie gelijktijdig worden ontwikkeld, om problemen met *burden sharing* te vermijden. Totdat alle weeffouten in de EMU hersteld zijn zullen daarnaast waarborgen moeten worden ingebouwd om te voorkomen dat overheden de financiële unie kunnen misbruiken om hun eigen schuldproblemen op andere eurolanden af te wentelen.

Dit laatste geldt bij uitstek ook voor eurobonds. Het is van belang te beseffen dat het introduceren van eurobonds zonder de juiste waarborgen geen stabiele EMU zou opleveren, omdat er onvoldoende prikkels vanuit gaan voor met name de zuidelijke landen om hun onhoudbare beleid bij te sturen. Niet alleen zou dit in een transfer unie resulteren, maar uiteindelijk zouden de onevenwichtigheden dan zo ver kunnen oplopen dat zelfs de Duitse garanties onvoldoende kunnen zijn, waarmee de eurobonds zelf het vertrouwen van de financiële markten zouden verliezen. Daarom zullen de waarborgen voor gezonde overheidsfinanciën volledig en aantoonbaar moeten zijn hersteld, voordat kan worden overgegaan op – onder die voorwaarden op zichzelf nuttige – gezamenlijke financiering met wederzijdse garanties. Zoals dit artikel duidelijk maakt betreffen deze waarborgen niet alleen het terrein van de overheidsfinanciën zelf, maar ook de andere macro-economische beleidsterreinen die van essentieel belang zijn voor het functioneren van de EMU, met name product- en arbeidsmarktbeleid. Wanneer eurobonds te vroeg worden geïntroduceerd zal de druk wegvallen voor de noodzakelijke afdwingbaarheid op deze beleidsterreinen om een transfer unie te kunnen voorkomen en verzwakken de prikkels voor voldoende solide beleid. Dit als soevereiniteitsoverdracht te bestempelen doet onvoldoende recht aan het feit dat ook de financiële markten een correctie van onhoudbaar beleid zullen afdwingen, alleen dan vaak te laat en met grotere (sociale) kosten, ook voor de EMU als geheel. Het voorkomen van onhoudbaar beleid is dan ook verreweg te prefereren.

... maar vereist een verantwoorde overgangperiode. Zolang de waarborgen voor gezonde nationale overheidsfinanciën niet volledig en aantoonbaar zijn hersteld, leidt volledige gemeenschappelijke schuldfinanciering of een EMU-budget om landspecifieke schokken op te vangen niet tot een stabiele situatie. Nationale schuldfinanciering betekent echter dat eurolanden kwetsbaar blijven voor vertrou-

wensverlies onder beleggers, waarbij de stijgende rente uiteindelijk daadwerkelijk tot schuldhoudbaarheidsproblemen leidt. Elementen om deze periode te overbruggen kunnen zijn een vergroot noodfonds of het introduceren van tussenvormen van eurobonds, zoals het door Van Rompuy gesuggereerde schuldaflossingsfonds (Sachverständigenrat 2011) of gezamenlijke korte-termijnfinanciering met euro-schatkistpapier (ELEC 2012). Hiermee wordt de mogelijkheid te ‘speculeren’ tegen afzonderlijke landen tijdelijk weggenomen. Net als bij financiële steun uit het noodfonds het geval is, vereisen dergelijke tussenvormen van eurobonds echter op zijn minst dat het schuldplafond van 60% bbp beter afdwingbaar wordt en dat de landen die er baat bij hebben zich committeren aan een afdwingbaar aanpassingsprogramma. Op die manier wordt de gekochte tijd benut om hun begrotings-, financiële en structurele onevenwichtigheden te adresseren en wordt zoveel mogelijk voorkomen dat de tussenvormen onder druk van de financiële markten verworden tot permanente eurobonds, zonder dat de daarvoor noodzakelijke waarborgen zijn gecreëerd. Ten slotte kan de nieuwe faciliteit van het Eurosysteem OMT (*Outright Monetary Transactions*) een bijdrage leveren in deze overgangperiode, wederom met name omdat een land zich eerst moet committeren aan een ESM/IMF aanpassingsprogramma alvorens het Eurosysteem kan overgaan tot het opkopen van staatspapier in de secundaire markt.⁴

Echter, het meest essentiële element om deze overgangperiode door te komen is de politieke wil om van de EMU een succes te maken. Net als bij de totstandkoming van de EMU zelf is hiervoor een heldere toekomstvisie nodig als anker voor de markten en een geloofwaardig en tijdsgebonden stappenplan daarnaartoe. Van Rompuy geeft daarvoor op hoofdlijnen een eerste aanzet, die de komende tijd verder ingevuld moet worden. Vervolgens zullen alle overheden daarnaar moeten handelen en communiceren. De ‘schuld en boete’ discussie doet niet alleen geen recht aan de verantwoordelijkheid van alle landen voor de tekortschietende EMU-architectuur, maar is ook weinig behulpzaam voor de oplossing ervan.

Auteurs

Drs. Silvie Verkaart (e-mail: S.A.M.Verkaart@DNB.NL), Niels Gilbert M.Phil. en mr. drs. Jeroen Hessel zijn werkzaam bij de divisie Economisch beleid & onderzoek van de Nederlandsche Bank.

⁴ Door deze conditionaliteit is het OMT in potentie effectiever dan zowel het eerdere Eurosysteem-opkoopprogramma voor staatspapier (SMP), waar een verkeerde prikkelwerking voor overheden vanuit ging, als de driejaars leningen van het Eurosysteem aan het bankwezen. Net als aan het SMP is ook aan deze leningen geen conditionaliteit verbonden en daarnaast hadden ze als ongewenst neveneffect dat de verwevenheid tussen overheden en hun bankwezen verder werd versterkt, omdat banken in problemlanden met deze leningen ook staatspapier van hun nationale overheid hebben gekocht. De conditionaliteit is essentieel omdat interventies van centrale banken alleen tijd kunnen kopen voor overheden om de onderliggende problemen aan te pakken, maar deze crisis op zichzelf niet kunnen oplossen. Ze zullen de problemen uiteindelijk zelfs kunnen verergeren wanneer de noodzakelijke overheidsmaatregelen uitblijven, zie White (2012).

Literatuur

- Biroli, P., G. Mourre en A. Turrini, 2010, Adjustment in the euro area and regulation of product and labour markets: an empirical assessment, CEPR Discussion Paper 8010, september 2010.
- DNB, 2010, Versterking begrotingsdiscipline in het eurogebied, *DNB Kwartaalbericht*, juni 2010.
- DNB, 2011, Eurobonds als sluitstuk van de EMU, *DNBulletin*, 31 oktober 2011.
- DNB, 2012a, Inhaalslag vereist voor achterblijvende eurolanden, *DNBulletin*, 19 januari 2012.
- DNB, 2012b, Naar afdwingbare minimumstandaarden voor structureel beleid in het eurogebied, *DNBulletin*, 28 februari 2012.
- Eijffinger, S.C.W., 2011, Eurobonds – Concepts and implications, European Parliament Briefing Paper, maart 2011.
- ELEC, 2012, Euro T-Bill Fund – A proposal for a two-year refinancing for all € bills/optional refinancing of bond maturities until 2015, 27 januari 2012.
- Gilbert, N.D., en J.P.C. Hessel, 2012, De Europese overheidsfinanciën tijdens de crisis, *Economisch Statistische Berichten*, vol. 97(4631), maart 2012.
- Grauwe, P. de, 2011, Governance of a fragile eurozone, CEPS Working Document 346, mei 2011.
- Jaumotte, F., en H. Morsy, 2012, Determinants of inflation in the Euro Area: The role of labor and product market institutions, *IMF working paper*, No. 12/37, januari 2012.
- Pisani-Ferry, J., 2012, The euro crisis and the new impossible trinity, Bruegel policy contribution 2012/01, januari 2012.
- Pisani-Ferry, J., A. Sapir, N. Verón en G. Wolff, 2012, What kind of European banking union?, Bruegel policy contribution 2012/12, juni 2012.
- Reinhart, C.M. en K. Rogoff, 2009, This time Is different: Eight centuries of financial folly, Princeton University Press, 11 september 2009.
- Rompuy, H. van, 2012, Naar een echte Economische en Monetaire Unie, 25 juni 2012.
- Sachverständigenrat, 2011, A European Redemption Pact, Vox-EU online, 9 november 2011.
- White, W.R., 2012, Ultra easy monetary policy and the law of unintended consequences, Federal Reserve Bank of Dallas Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper 126, augustus 2012.