

De politieke speelruimte voor de euro

Het gebrek aan democratische legitimiteit van de euro zal tot fricties blijven leiden tussen de lidstaten en daarmee de mogelijkheden van beleid begrenzen. Zolang convergentie uitblijft zullen verschillende arrangementen in de eurozone een zekere *redundancy* moeten bevatten, waarmee speelruimte en schokbestendigheid worden gecreëerd en spanningen beheersbaar blijven. De tijd zal moeten uitwijzen welke mogelijkheden er zijn voor convergentie om de toekomst van de euro veilig te stellen.

ARNOUD BOOT

Hoogleraar aan de Universiteit van Amsterdam en Raadslid van de Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid

ARTHUR VAN RIEL

Stafmedewerker bij de Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid

Met de bekendheid van de euro is niets mis. Wie 'euro' googelt krijgt 1.730 miljoen hits; de dollar komt amper tot de helft. Deze bekendheid met de euro zegt weinig over de populariteit, maar des te meer over het spanningsveld waarin de valuta zich bevindt. De spanningen betreffen niet alleen economische elementen (bijvoorbeeld een divergerende concurrentiekracht en beperkte aanpassingsmechanismes) maar met name politieke spanningen die verbonden zijn aan vraagstukken van soevereiniteit en democratische legitimiteit. Deze bijdrage probeert vanuit een economische en vooral politieke realiteit richting te geven aan het debat over de euro en de langetermijnhoudbaarheid ervan.

EEN OPTIMAAL VALUTAGEBIED

Wanneer is er sprake van een optimaal valutagebied? Volgens Robert Mundell (1961) is in een optimaal valutagebied enige homogeniteit gewenst, zodat asymmetrische schokken onwaarschijnlijk zijn. Voor zover zich toch asymmetrische

ontwikkelingen voordoen, zijn een aantal aanpassingsmechanismes noodzakelijk, waarbij Mundell primair doelde op een grote arbeidsmobiliteit. Voortbouwend op Mundell benadrukte Kenen (1969) het belang van fiscale overdrachten om asymmetrische ontwikkelingen op te vangen. Daarnaast is enige aanpassing mogelijk via de (relatieve) lokale prijs en loonkostenontwikkeling, de zogenaamde interne devaluatie. Echter, Mundell had al onderkend dat devaluatie gemakkelijker is te bewerkstelligen via een aanpassing van de wisselkoers. Juist dit is in een gemeenschappelijk valutagebied niet meer mogelijk.

In een dergelijk optimaal valutagebied moet er ook sprake zijn van een grote mobiliteit van kapitaal zodat optimaal kan worden ingespeeld op waar kansen zich voordoen. Maar Kenen zag dat kapitaalbewegingen juist ook destabiliserend kunnen werken. Hij benadrukte dan ook de noodzaak van regionale diversificatie om macro-economische verschillen te verkleinen.

Deze karakterisering van en kwalificaties bij een optimaal valutagebied zijn weinig omstreden (Krugman, 2012). Maar wat betekenen ze voor de eurozone? De diverse aanpassingsmechanismes zijn grotendeels afwezig in de eurozone. Zo is de arbeidsmobiliteit beperkt en voor fiscale overdrachten is weinig ruimte: het EU-budget is klein, en de bestedingen liggen grotendeels vast. Via de bankenunie is er enige ambitie om te komen tot een Europees vangnet, maar daarvan is nog geen sprake. Er zijn grote kapitaalbewegingen, met parallel hieraan grote onevenwichtigheden in de externe positie: sommige lidstaten hebben grote overschotten op de lopende rekening, andere hebben tekorten.

Van regionale diversificatie is maar beperkt sprake, waardoor asymmetrische schokken vrij spel hebben. Staat de regionale diversificatie die Kenen benadrukte bovendien niet haaks op de regionale specialisatie – gebaseerd op comparatieve voordelen – waaraan vaak grote waarde wordt toegekend? Deze constatering hebben zeker merit, maar zijn misschien toch wat kort door de bocht. Als we het hebben over homogeniteit dan zouden evenzeer vraagtekens kunnen

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders

te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.

worden geplaatst bij bijvoorbeeld de Verenigde Staten, India, Noord- versus Zuid-Italië, en zelfs bij het verenigde Duitsland.

DE POLITIEKE DIMENSIE

Het grote probleem met deze constatering is dat ze puur economisch zijn ingegeven. De euro is echter een politiek project, waarin veel politiek kapitaal is geïnvesteerd. Voor (sta ons toe) eurofielen moet de euro leiden tot een onomkeerbare Europese integratie waarmee voorkomen wordt dat het continent nog ooit geconfronteerd wordt met een onderlinge oorlog. Deze motivatie staat los van bovenstaande economische argumentatie. Ook blijft onduidelijk waarom de euro hiervoor essentieel is – was de Europese Unie met haar interne markt niet voldoende? Natuurlijk is een gemeenschappelijke valuta handig voor de interne markt, maar niet essentieel. Het is onmogelijk om de toegevoegde waarde van de euro te kwantificeren. Voor sommigen is ook de hoop dat de introductie van de euro een katalysator is voor de verdere eenwording van Europa. Dit is voor hen een ideaal dat niet terug te brengen is tot een economisch vraagstuk.

Het introduceren van de euro bleek geen vrijblijvende keuze. Een gemeenschappelijke munt moet houdbaar zijn. Soms wordt er gesproken over de noodzaak van de Verenigde Staten van Europa. Als de eurozone daadwerkelijk als een land zou kunnen opereren, met de volledige democratische legitimiteit daarvoor, dan zijn de interne spanningen (grotendeels) opgelost. Maar de kern van de problematiek is dat de Europese Unie juist geen land is, en dat waarschijnlijk ook niet binnen afzienbare tijd zal zijn. Europa heeft dus niet de luxe die de VS wel heeft. Namelijk, dat problemen in een afzonderlijke staat nooit en te nimmer twijfels doen rijzen over het intact blijven van het geheel. Zo kan de staat Californië failliet gaan zonder dat ook maar iemand denkt dat de Verenigde Staten uit elkaar zullen vallen, of dat Californië tot invoering van een eigen valuta zal besluiten. Deze vanzelfsprekendheid ontbreekt in de eurozone en maakt haar hoe dan ook extra kwetsbaar voor financiële markten die inspelen op onevenwichtigheden.

FALENDE AANPASSINGSMECHANISMEN EN DE ECB

De economische analyse is daarmee niet van tafel. Maar de mogelijkheid om aan de economische houdbaarheidscriteria te voldoen is politiek, maatschappelijk en cultureel begrensd. De arbeidsmobiliteit is bijvoorbeeld sterk cultureel bepaald, met vooralsnog grote gepercipieerde muren tussen lidstaten. De mogelijkheden tot fiscale integratie (met overdrachten tussen lidstaten) of een pan-Europees vangnet voor banken worden bepaald door het draagvlak daartoe in de samenleving.

Bovendien zal men rekening moeten houden met de politieke verhoudingen in de lidstaten. Een land tot de orde roepen omdat het zich niet houdt aan afspraken kan olie op het vuur zijn van nationale groeperingen die afscheid willen nemen van de euro. Toegeven aan de wensen van een pro-euro-regering in de betreffende lidstaat is dan misschien de enige optie. Dit kan bijvoorbeeld betekenen dat gewenste hervormingen worden uitgesteld. Tegelijkertijd kan dit dan weer op weerstand stuiten in de niet-problemlanden.

De problematiek van democratische legitimiteit is niet te veronachtzamen en maakt het moeilijk om te komen tot

een stabiel euro-arrangement. Dit verklaart ook de moeilijke positie waarin de ECB zich bevindt. Het voeren van monetair beleid is hoe dan ook lastig in een divers muntgebied, maar de politieke dimensie creëert extra complicaties. Openmarktoperaties kunnen immers leiden tot overdrachten tussen lidstaten. Ook in haar rol als *lender of last resort* van het bankwezen heeft de ECB te maken met grote asymmetrie in de geldstromen tussen lidstaten. De Grauwe heeft betoogd, dat er zelfs een noodzaak is voor een lender of last resort voor de overheden in de eurozone omdat zij de facto in een buitenlandse valuta moeten lenen; zij hebben namelijk individueel geen greep op de uitgifte van euro's. Dit maakt perverse verstoringen evenwichten mogelijk (De Grauwe en Ji, 2012). Kort gezegd: een land met eigen valuta kan dreigen met monetaire financiering, en dit voorkomt een perverse run op de financierbaarheid van een land.

Het wantrouwen tussen lidstaten en de daarmee samenhangende ontbrekende democratische legitimiteit voor een 'Verenigde Staten van Europa' betekenen ook dat het financieren van overheidschulden met gemeenschappelijke Eurobonds, en een groter centraal EU-budget onmogelijk zijn. De overdrachten tussen lidstaten via de ECB zijn dan een minder zichtbare manier om het democratisch tekort dat zich verzet tegen expliciete onderlinge garanties tussen lidstaten op te vangen. Lidstaten worden geacht hun eigen financiering op orde te houden. Als dit onmogelijk wordt dan wordt naar de ECB gekeken om bij te springen. De ECB kan dan lokale banken ondersteunen die op hun beurt 'hun' lokale overheid aan financiering helpen. Dus al dan niet *by design*, heeft de ECB de rol op zich genomen om waar nodig te hulp te schieten. Hiervoor is geen afstemming nodig met nationale parlementen, waardoor het democratisch tekort wordt omzeild.

De nieuwste incarnatie hiervan kan vastzitten aan het accommoderend beleid van de ECB om deflatie te bestrijden. Als dit betekent dat staatsobligaties worden opgekocht dan kan er (weer) sprake zijn van impliciete overdrachten tussen landen.

FINANCIËLE SECTOR ALS AANGRIJPINGSPUNT

In bovenstaande analyse wordt weinig gezegd over de financiële sector. Dit is een gemis omdat de eurocrisis gepaard ging met een bancaire crisis. Een beklemmende negatieve *feedback loop* tussen overheden en banken had een zelfversterkend effect op de eurocrisis. Omvallende banken trokken nationale overheden met zich mee (Ierland), andersom konden problemen bij overheden lokale banken in de problemen brengen (Griekenland). De zwakke kapitalisatie van Europese banken verergerde dit probleem.

Ook de kapitaalstromen in de eurozone speelden een belangrijke rol in de eurocrisis. Voorafgaand aan de crisis werd door buitenlandse investeerders en masse kapitaal geïnvesteerd in Spanje om te profiteren van de *booming* economie. Dit kapitaal werd via lokale banken in de economie gepompt, waardoor een zeepbel kon ontstaan op de woningmarkt. Toen deze barstte, kwamen de banken in de problemen. De oververhitting op de huizenmarkt en in de bouwsector leidde tot hogere arbeidskosten en daarmee tot een crowding-out van andere sectoren, met een verslechtering van de concurrentiepositie en handelsbalans als resultaat. Het einde van de boom en het barsten van de zeepbel had daarmee langs verschillende kanalen

een dramatisch negatief effect op de Spaanse economie.

Voor Ierland is het verhaal in grote lijnen hetzelfde, maar voor Griekenland is de causaliteit anders. De overheid leefde boven haar stand en moest zich in het buitenland financieren. Wederom betekende dit een inkomende kapitaalstroom en een tekort op de lopende rekening. Deze onevenwichtigheden werden verder versterkt door het *one-size-fits-all* monetaire beleid dat voor Zuid-Europa een te lage reële rente betekende.

De manifestatie van kapitaalstromen bevestigt de eerder genoemde zorgen van Kenen (1969). De onderkenning hiervan heeft ook prompt geleid tot een hernieuwde belangstelling voor de effecten van vrij verkeer van kapitaal (Rey, 2013).

De centrale plaats van het bankwezen in deze discussie, en de evidente problemen die door de negatieve feedback loop worden veroorzaakt, hebben de financiële sector tot aangrij-

Het is niet mogelijk om het bankwezen te zien als iets dat zomaar is los te koppelen van lokale invloedsferen of van de lokale economie

pingspunt gemaakt van het beleid dat tracht de euro een steviger fundament te geven. Daarbij speelt mee dat het aanpakken van banken en het stabiliseren van de eurozone via de financiële sector – in ieder geval in Nederland – op minder verzet stuit van het parlement. Er was relatief weinig discussie over het afstaan van zeggenschap over het toezicht op de financiële sector, terwijl voor wat betreft alles wat te maken heeft met de overheidsboekhouding, het vraagstuk van soevereiniteit en democratische legitimiteit telkens boven komt drijven.

De Amerikaanse ervaring biedt interessante aanknopingspunten voor aanpassingsmechanismen die lopen via de financiële sector. In de VS vonden belangrijke fiscale overdrachten plaats via het federaal depositogarantiesysteem en werden de verliezen op hypotheek via Fannie Mae en Freddie Mac federaal geabsorbeerd. Hierdoor bestond een verzekeringsmechanisme waar probleemregio's van profiteren. Deze (impliciete) overdrachten via het bankwezen zijn misschien wel belangrijker dan 'officiële' fiscale overdrachten (Gros, 2012) en kunnen de negatieve feedback loop tegen gaan.

EFFECTIVITEIT BANKENUNIE

Het idee achter de bankenunie sluit aan op de Amerikaanse ervaring. De bankenunie kan stabiliserend werken als deze de negatieve feedback loop tussen overheden en banken kan doorbreken.

Als de bankenunie betekent dat lokale overheden niet langer 'hun' banken als lokale 'flappentap' kunnen gebruiken, de banken zelf op een steviger fundament komen te staan en bij grote problemen Europa als geheel garant staat, dan is de lokale feedback loop zeker verminderd. Om wederom Californië als voorbeeld te nemen: deze staat kan failliet gaan

zonder dat hij zijn banken meesleept. Bij grote problemen in het bankwezen van Californië is er immers een federale risicodeling via het depositogarantiesysteem van de FDIC en via Fannie Mae en Freddie Mac. Zo wordt 'besmettingsgevaar' in het algemeen ingedamd.

Maar is in de eurozone een vergelijkbare bankenunie mogelijk? De bankenunie bestaat uit een versterkt Europees toezicht (Single Supervisory Mechanism), resolutie (Single Resolution Mechanism) en een Europese supranationale achtervang (ESM, Europees deposito garantiesysteem, etc.). Het is afwachten hoe dit kan gaan werken, aangezien de spanningen in Europa groter zullen zijn dan die in de VS, omdat een vanzelfsprekende eenheid, onder de vlag van de Verenigde Staten van Europa, ontbreekt. Ook de mogelijke noodzaak van een meer accommoderend beleid om nationale pro-euro-politici in het zadel te houden is iets wat typisch is voor Europa. Maar staat deze politieke realiteit een effectieve bankenunie in de weg?

Het antwoord is zeker deels bevestigend. Het bankwezen is diep geworteld in lokale economieën, zowel in leiderschap als in *exposures*. Het is dus niet mogelijk om het bankwezen – of het financiële systeem – te zien als iets dat zomaar is los te koppelen van lokale invloedsferen of van de lokale economie. Wat dit betekent is dat, bijvoorbeeld in de Franse context, de overheid invloed zal blijven uitoefenen op haar banken. Dit kan betekenen dat de Europese toezichthouder essentiële informatie wordt onthouden en deze de problemen dus niet tijdig kan zien aankomen, of dat noodzakelijke (pijnlijke) resoluties en herstructureringen worden bemoeilijkt. Soevereine overheden hebben in de geschiedenis altijd nauwe verbindingen gehad met het financiële systeem en kunnen dus via deze informatieasymmetrie invloed blijven uitoefenen.

Ook moet niet onderschat worden dat grote delen van het bankwezen, mede door culturele verschillen tussen landen, sterk nationaal bepaald zullen blijven. Grensoverschrijdend bankieren, met uitzondering van pure op de financiële markt georiënteerde zakenbankactiviteiten, kent geen groot succes. Bovendien is een van de lessen uit de crisis juist dat het bankwezen lokale verankering behoeft. De keerzijde hiervan is dat dit de lokale 'beïnvloedingsmogelijkheden', en dus ook een mogelijke ondermijning van het Europese toezicht, vergroot. Deze opmerkingen zijn bedoeld als nuanceringen bij de effectiviteit van de bankenunie, en zeker niet als kritiek op de wenselijkheid van een objectiever op afstand staand toezicht waar de bankenunie in voorziet.

Maar goed, enig realisme is wenselijk. Een Europese achtervang kan, wanneer deze ingeroepen moet worden, evenzeer problemen met het draagvlak opleveren. Als de achtervang moet worden ingezet, betekent dit dat financiële middelen naar een bank in een bepaald land stromen. Een dergelijke fiscale overdracht zal niet ongemerkt voorbijgaan. Wantrouwen zal de kop opsteken, met name als het betreffende land effectief ingrijpen door de Europese toezichthouder heeft gefrustreerd. Een backlash is mogelijk die een splijtzwam kan zijn voor Europese integratie.

BEHEERSING VAN KAPITAALSTROMEN

De destabiliserende werking van kapitaalstromen voor de houdbaarheid van een muntunie mag niet worden onderschat. De interne markt is gebaseerd op ondermeer vrij verkeer van

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders

te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik

en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.

Jaargang 99 (4699 & 4700) 18 december 2014

kapitaal, maar de introductie van de euro heeft dit een stuk complexer gemaakt. Kapitaalstromen zijn niet onschuldig, omdat zij onevenwichtigheden kunnen creëren of verergeren. De ervaringen van Spanje en Ierland moeten een grote les zijn.

Een beter macro-prudentieel toezicht op banken met bijvoorbeeld een bijverhoging van de economie aangescherpte maximale *loan-to-value*-eis voor de kredietverlening lijkt wenselijk. Hoewel dit een mogelijk destructieve werking van kapitaalbewegingen kan reduceren, is het de vraag of dit beleid voldoende effectief kan zijn: kapitaalbewegingen zijn complex en niet eenduidig te duiden.

In de nieuwe Europese regelgeving wordt terecht ook gekeken naar macro-economische onevenwichtigheden. Grote tekorten en overschotten op de lopende rekening van de betalingsbalans vertalen zich namelijk in grote kapitaalbewegingen. Zeker in de eurozone, waar kapitaalbewegingen interne spanningen kunnen opvoeren, is dit een van de grote uitdagingen.

OVERHEDEN

Het Stabiliteits- en Groeipact (SGP) dat jammerlijk heeft gefaald, is vervangen door een agenda voor Europees Economisch Bestuur. Deze bestaat uit drie pijlers: begrotings-toezicht (het aangescherpte SGP), het macro-economisch toezicht (met een focus op macro-economische onevenwichtigheden) en coördinatie van structurele hervormingen (gericht op een versterking van het concurrentievermogen). Het is de bedoeling om door middel van deze agenda tot harde en zachte afspraken te komen die de basis vormen voor gemeenschappelijk beleid dat de schokbestendigheid en het groeivermogen van de economieën van de eurolanden versterkt.

De veelheid aan maatregelen en de mogelijke starheid van bepaalde regels (bijvoorbeeld de procedures aangaande het begrotingstekort) reflecteren de onzekerheid om werkelijk grip te krijgen op de lidstaten; onderling wantrouwen speelt hierbij een belangrijke rol. Er is sprake van een politiek mijnenveld aan regels dat telkens onderdeel is van discussies over soevereiniteit. Een meer positieve interpretatie is dat de maatregelen en regels een poging zijn om te komen tot enige convergentie en om ontsporingen te voorkomen. Dat laatste gaat overigens voorbij aan de realiteit dat de eurozone nog steeds in een ontspoorde toestand zit.

Maar goed, gepoogd wordt hiermee zaken in de toekomst beter in de hand te houden. Uiteindelijk is het een opstapje naar een meer Europees bestuur zodra daar democratische legitimiteit voor is.

SLOT

Door middel van een groot aantal beleidsmaatregelen wordt getracht de eurozone in stabiel vaarwater te brengen. Het democratisch tekort dat Europa niet doet functioneren als een Verenigde Staten van Europa, tezamen met de verre van vanzelfsprekende convergentie, spelen de eurozone parten. De muntunie zal hierdoor onder druk blijven staan. Er is veel politiek kapitaal geïnvesteerd in het bij elkaar houden van de eurozone, en de hoop is gevestigd op een steeds verdere integratie en convergentie. Echter, een muntunie die steunt op onafhankelijke lidstaten met elk een eigen bestuur, identiteit en cultuur is bijzonder. Veel ervaringen zijn er niet over de houdbaarheid ervan. Uiteindelijk is deze afhankelijk van de mate waarin daadwerkelijk convergentie plaatsvindt, en of

er een groter draagvlak zal komen voor gemeenschappelijk beleid. Het behoud van de eurozone is daarbij geen vanzelfsprekendheid.

In de tussentijd is het nodig om een zekere *redundancy* in te bouwen, die bijdraagt aan de schokbestendigheid van de eurozone. De beperkingen die het democratisch tekort oplegen aan de eurozone betekenen dat langs veel wegen getracht moet worden enige vastigheid in te bouwen. Gezien de veelheid van maatregelen, lijkt deze weg ingeslagen. Maar is er werkelijk sprake van enige schokbestendigheid? De bankenunie lijkt het meest concreet, maar heeft nog een lange weg te gaan. Juist in de onzekere euro-omgeving zou een veel betere kapitalisatie van het bankwezen gewenst zijn, maar de ambitie hiertoe is beperkt.

Met het oog op het creëren van een groter draagvlak voor de muntunie kan ingezet worden op maatregelen die kans hebben op een democratisch mandaat en zowel de solidariteit tussen lidstaten als de schokbestendigheid vergroten. Specifieke Europese projecten op het gebied van bijvoorbeeld onderwijs en de bestrijding van jeugdwerkloosheid voldoen hier misschien aan. Uiteindelijk vergt de houdbaarheid van de euro een groter gevoel van onderlinge solidariteit en schokbestendigheid.

Daarbij komt ook nog dat de eurozone uit het lood is geslagen. De grote economische onevenwichtigheden die zich de afgelopen jaren hebben gemanifesteerd moeten nog steeds worden opgelost. Hoezeer ook het onderling garant staan via Eurobonds een democratisch tekort kent en daarom zeker niet mag worden overwogen (althans voor een ieder die democratische legitimiteit hiervoor belangrijk vindt), een streep trekken onder het verleden zou van een andere orde moeten zijn. De opgebouwde schulden die met name de zuidelijke economieën in hun greep houden, zijn een probleem voor ons allen. Zou er werkelijk geen draagvlak zijn om dit fait accompli aan te pakken en te komen tot een meer serieuze herstructurering van schulden? De bestaande onevenwichtigheden zijn immers evenzeer bedreigend.

LITERATUUR

- Grauwe, P. en Y. Ji (2012) Mispricing of sovereign risk and multiple equilibria in the eurozone. *CEPS Working Documents*, 2012(316).
- Gros, D. (2012) *Banking Union: Ireland vs Nevada, an illustration of the importance of an integrated banking system*. Blog op www.voxeu.org, 27 november.
- Kenen, P. (1969) The theory of optimum currency areas: an eclectic view. In: Mundell, R. en A. Swoboda (red.) *Monetary problems of the international economy*. Chicago: University of Chicago Press, 41–60.
- Krugman, P. (2012) Revenge of the optimum currency area. *New York Times*, 24 juni.
- Mundell, R.A. (1961) A theory of optimum currency areas. *American Economic Review*, 51(4), 657–665.
- Rey, H. (2013) *Dilemma not trilemma: The global financial cycle and monetary policy independence*. Werkdocument aan de London Business School, CPER en NBER.