

# Europa vorig jaar en volgend jaar

Op 26 juli 2012, tijdens een speech voor de Global Investment Conference in Londen, zei de president van de Europese Centrale Bank (ECB), Mario Draghi, dat de ECB klaarstond om, binnen haar mandaat, alles te doen wat nodig was om de euro te beschermen. Deze uitspraak is inmiddels vaak geciteerd en bracht rust op de financiële markten. Veel minder aandacht trok zijn stelling dat de lidstaten van de eurozone in zes maanden tijd buitengewone vooruitgang hadden geboekt. Hoe staan we ervoor? Een terugblik en een vooruitblik.

**JOB SWANK**  
Directielid bij De  
Nederlandsche Bank  
en hoogleraar aan de  
Erasmus Universiteit  
Rotterdam

**D**e kredietcrisis, van de Verenigde Staten overgewaaid naar Europa, heeft op overtuigende wijze duidelijk gemaakt dat het opgeven van nationale soevereiniteit over het rentebeleid niet voldoende is voor het welslagen van een monetaire unie. Ook op budgettair en macro-economisch terrein moeten nationale bevoegdheden uit handen worden gegeven. Hieraan was bij de start van de EMU invulling gegeven door het Stabiliteits- en Groeiact (SGP) en de globale richtsnoeren voor het economisch beleid, maar de handhavingsmechanismen waren onvoldoende respectievelijk afwezig. Dit leidde tot gebrekkige begrotingsdiscipline, divergerende concurrentieposities en, in een aantal lidstaten, exploderende private schulden en onroerendgoedprijzen.

Een andere kwetsbaarheid die aan het licht kwam, was dat bancaire problemen in de ene lidstaat van invloed konden zijn op de nationale overheidsfinanciën en de gezondheid

van het bankwezen in alle lidstaten. Deze negatieve *feedback loop* bleef lange tijd onder het oppervlak doordat markten en kredietbeoordelaars geen onderscheid naar de kredietwaardigheid van individuele lidstaten maakten en daarmee de *no-bailout*-clausule in het Verdrag van Maastricht de facto als een dode letter beschouwden. Toen deze zienswijze op zijn kop kwam te staan, werd de monetaire unie op de proef gesteld door heftige kapitaalbewegingen, sterk oplopende rentverschillen tussen lidstaten en het volledig opdrogen van de interbancaire geldmarkt. Dit bracht de ECB tot een hele reeks van onconventionele maatregelen, die erop gericht waren de liquiditeitsvoorziening aan banken op peil te houden en de effectiviteit van het rentebeleid zo veel mogelijk te waarborgen. Outright Monetary Transactions (OMT) zijn de laatste loot aan de stam. Daarmee worden ongelimiteerde interventies tegen excessieve rentestijgingen in een land mogelijk zodra een nieuw aanpassingsprogramma is overeengekomen en zolang dit op schema ligt.

Samengevat kunnen de volgende gebreken van de EMU worden geïdentificeerd: onvoldoende waarborgen voor begrotingsdiscipline in individuele lidstaten; geen waarborgen voor evenwichtige macro-economische ontwikkeling van individuele lidstaten; en te grote verwevenheid van nationale overheden en banksectoren.

## FUNDERINGSHERSTEL

Reparatie van de genoemde gebreken kan niet zonder verlies van nationale soevereiniteit. Dit ligt momenteel zeer gevoelig in Europa. Het Noorden is bevreesd voor een transferunie die voorziet in een continue geldstroom naar het Zuiden, terwijl bemoeienis van Brussel met het sociaal-economische beleid en het belastingsysteem altijd en overal verzet oproept. Toch is er het afgelopen jaar, mede onder druk van hachelijke omstandigheden, significante vooruitgang geboekt.

Met de ondertekening van het Stabiliteitsverdrag in maart van dit jaar is een belangrijke stap naar een betere naleving van de Europese tekortnormen gezet. De saldodoel-

stelling voor de middellange termijn zal wettelijk worden verankerd in nationale wetgeving. Verder krijgt de Europese Commissie door een andere stemprocedure in de Raad van Ministers (omgekeerde gekwalificeerde meerderheid) een grotere invloed op het begrotingsbeleid van lidstaten die de drieprocentnorm voor het feitelijke tekort overschrijden. Daardoor stijgt ook de kans op sancties voor lidstaten met een buitensporig tekort, die de aanbevelingen van de Commissie in de wind slaan. Een dergelijk mechanisme was eerder overeengekomen voor de sanctieprocedure bij de macro-economische onevenwichtigheidsprocedure (MEOP), onderdeel van het eind 2011 in werking getreden *Six Pack*.

De versterkte rol van de Commissie betreft vooral de zogenoemde correctieve arm, die gericht is op normhandhaving dan wel correctie van ontsporingen. Aanbevelingen in de preventieve sfeer moeten nog altijd met normale gekwalificeerde meerderheid in de Raad worden aanvaard en blijven daarmee sterk gepolitiseerd. Bovendien kennen de procedures lange doorlooptijden. Dit geldt in het bijzonder voor de MEOP: scoreboard, diepteanalyse, beleidsaanbeveling, goedkeuring actieplan, uitvoering en monitoren actieplan en vervolgens sanctie bij gebrek aan actie. Verder heeft schuldreductie helaas een ondergeschoven plaats in de buitensporige-tekortenprocedure gekregen. Daardoor kunnen lidstaten met een hoge overheidsschuld nog lange tijd kwetsbaar zijn voor rentestijgingen en andere tegenvallers, en is verantwoorde invoering van eurobonds hoogstens verre toekomstmuziek.

De tweede belangrijke stap werd eind juni 2012 gezet met de aanvaarding van het voorstel tot oprichting van een bankenunie. De bedoeling is om het toezicht op banken in de loop van 2013 over te brengen naar de ECB. De precieze modaliteiten zijn nog onderwerp van discussie; hierover moet in december nadere besluitvorming plaatsvinden.

Er liggen nog ten minste twee hete aardappels op het bord. Ten eerste de vraag op welke instellingen de ECB toezicht moet gaan houden. Het oogmerk van de bankenunie is een einde te maken aan de verstrengeling tussen nationale overheden en banken. Tegen die achtergrond is het logisch dat alle banken onder het toezicht van de ECB komen, dus niet alleen de grote, systeemrelevante banken. Bedenk daarbij dat ook gemeenschappelijke problemen van een groep kleine banken in een lidstaat grote consequenties voor de rest van de eurozone kunnen hebben, zoals de Spaanse Cajas laten zien. Uiteraard is het ondoenlijk om volledig toezicht op circa zesduizend banken vanuit Frankfurt te houden. Gezien de lokale karakteristieken van (kleine) banken, zou dat bovendien onwenselijk zijn. Idealiter is de ECB daarom eindverantwoordelijk voor het toezicht op alle banken in de eurozone, maar kunnen bepaalde taken worden gedelegeerd aan de nationale toezichthouders.

De tweede hete aardappel gaat over geld, namelijk de vraag wie opdraait voor de verliezen bij het faillissement of de redding van een bank. In een ideale wereld komt de rekening achterenvolgens terecht bij aandeelhouders, onverzekerde crediteuren, het depositogarantiestelsel (DGS) en de belastingbetaler. Hoewel deze volgorde dwingender kan worden gemaakt dan die nu is, bijvoorbeeld via het instrument van de *bail-inable debt* (schuld waarop wordt afgeschreven of die wordt omgezet in aandelen onder contractueel vastgelegde

omstandigheden), zullen het DGS en de overheid altijd nodig blijven als achtervang. Het is echter cruciaal dat deze achtervang naar supranationaal niveau wordt getild, omdat alleen dan de eerder genoemde negatieve feedback loop tussen nationale overheden en banken wordt doorbroken. Overheveling van toezicht naar de ECB is dus niet genoeg. Er zal ook, liefst gelijktijdig, een Europese resolutieautoriteit met bijbehorende afwikkelingsfondsen (dan wel een mechanisme voor verliesdeling) moeten komen. Als eindbeeld is deze constellatie nauwelijks controversieel. Het politieke verzet komt

## De populaire opvatting dat er weinig tot niets gebeurt in wat inmiddels de periferie van Europa is gaan heten, is ongegrond, ondanks de geweldige uitdagingen die daar nog liggen

vooral van lidstaten die niet willen meebetalen aan verliezen die nog in de vorderingen van buitenlandse banken verborgen zitten, de beruchte *legacy assets*. Dit verklaart ook de behoefte om zo snel mogelijk *asset quality reviews* en stresstesten uit te voeren, opdat duidelijker wordt welke banken nog levensvatbaar zijn (al dan niet na herkapitalisatie) en welke niet. Overigens zal dit altijd enigszins grijs gebied blijven.

Nog één slotoverweging in dit verband. Met het onderbrengen van toezicht bij de ECB ontstaat een complexe organisatie, die meer verantwoording aan de politiek zal moeten afleggen. Het is daarom van belang de nieuwe structuur van de ECB zodanig vorm te geven dat voldoende waarborgen voor onafhankelijk monetair beleid blijven bestaan. Dit betreft niet alleen de interne organisatie van de ECB, maar ook de relaties met andere Europese instellingen.

### PERIFERE INSPANNINGEN

De populaire opvatting dat er weinig tot niets gebeurt in wat inmiddels de periferie van Europa is gaan heten, is ongegrond, ondanks de geweldige uitdagingen die daar nog liggen. Allereerst de zogenoemde programmalanden.

Griekenland heeft zijn overheidstekort weten terug te brengen van bijna 15,5 procent in 2009 naar 9,5 procent in 2011 en – volgens de jongste raming van de Europese Commissie – krap 7 procent in 2012. En dat bij een cumulatief productieverlies van maar liefst 20 procent. Deze prestatie is vooral het resultaat van massieve uitgavenreducties bij het ambtenarenapparaat, de zorg en de pensioenen. Verbetering van de belastinginning blijft een formidabele opgave. Positief is weer wel dat loonsverlagingen hun vruchten beginnen af te werpen. De concurrentiepositie verbetert zichtbaar, waardoor het tekort op de lopende rekening langzaam maar zeker vermindert. Helaas is het allemaal niet genoeg om de overheidsschuld op een houdbaar pad te krijgen. Bovendien verkeert het Griekse bankwezen in een deplorabele staat. Eind november zijn daarom nieuwe afspraken over schuldsanering en herkapitalisatie van banken gemaakt.

Ierland laat sinds 2011 weer economische groei zien. Dit herstel leunt volledig op de uitvoer, gestimuleerd door een forse daling van de loonkosten per eenheid product. De binnenlandse vraag zal naar verwachting pas in 2014 weer aantrekken, na ongekende klappen in eerdere jaren. Illustratief hiervoor is dat de private investeringen ten opzichte van 2009 gehalveerd zijn. Er is ook belangrijke voortgang met de sanering van het Ierse bankwezen gemaakt, waardoor beleggers weer een zekere belangstelling voor het land tonen. Niettemin

## Opvallend is dat de economische ontwikkeling van Nederland, in tegenstelling tot vroeger, de laatste tijd zo veel ongunstiger is dan die in Duitsland

is er nog een lange weg te gaan. Medio 2012 was het balanstotaal van Ierse banken ongeveer achtmaal zo groot als het bbp van Ierland, met alle kwetsbaarheden van dien. De overheidsschuld zal in 2013 boven de 120 procent stijgen en er zullen voortgaande bezuinigingen nodig zijn om dit tijt te keren. Ten slotte staat de potentiële groei onder druk door de aanhoudende emigratie. De Ierse bevolking heeft bereidheid getoond grote offers te brengen, maar de economie heeft daarnaast een toenemende buitenlandse vraag nodig om uit de gevarezone te komen. Ook die staat momenteel onder druk.

Portugal doet wat het moet doen, met veel pijn en moeite. Het overheidstekort – nog ruim 10 procent in 2009 – is in twee jaar tijd gehalveerd en het tekort op de lopende rekening daalt gestaag, mede dankzij een sterk verbeterende prijsconcurrentie. Net als in de twee andere programmalanden gaat dit gepaard met afnemende binnenlandse bestedingen en oplopende werkloosheid. Vooral 2012 is een moeilijk jaar, met een verwachte krimp van 3 procent en een werkloosheid boven 15 procent. Doordat de Portugese uitvoer vooral concurreert met lagelonenlanden, zal de komende decennia flink geïnvesteerd moeten worden in verhoging van het opleidingspeil van de beroepsbevolking om ook andere markten te kunnen betreden en daarmee de exportpositie op lange termijn veilig te stellen.

Ook andere landen in Zuid-Europa hebben aanpassingen gepleegd, maar zijn nog lang niet vrij van zorgen. Spanje is – met Ierland – het voorbeeld bij uitstek van een land waar een zwak bankwezen de nationale overheidsfinanciën in korte tijd dramatisch kan verslechteren. Lag de Spaanse schuld in 2009 nog ruim beneden de Europese norm van 60 procent, inmiddels is die rond 85 procent, terwijl voor de komende jaren een verdere stijging naar 100 procent wordt voorzien. De problematiek is overigens verscherpt door gebrekkige budgetdiscipline van de Spaanse regio's. Naast de overheid en het bankwezen kampt ook de private sector in Spanje met een grote schuldenlast door de onroerendgoedcrisis en jarenlange verslechtering van de internationale concurrentiepositie.

Daarom zijn in Spanje op diverse fronten vergaande beleidsmaatregelen nodig: bezuinigingen en lastenverzwaringen, arbeidsmarkthervormingen en grootscheepse herstructurering van het bankwezen. Hiertoe zijn inmiddels diverse initiatieven genomen en heeft de Europese Financiële Stabiliteitsfaciliteit 100 miljard euro opzijgezet voor herkapitalisatie van banken. Het complex van maatregelen is overigens dusdanig groot dat een volledig programma met betrokkenheid van het IMF geen overbodige luxe zou zijn. Hoewel dit voor Spanje vooralsnog een brug te ver is, kunnen zo tijdspaden met onrealistische ambities en al te optimistische economische voorspellingen worden vermeden. Verder waarborgt conditionaliteit van het programma dat de voorgenomen beleidsaanpassingen met een zekere urgentie worden uitgevoerd.

De problemen in Italië zijn van een geheel andere orde. Belangrijkste uitdaging voor het land is om de economische groei structureel op een hoger peil te krijgen. Dit is ook nodig om de grote staatsschuld – momenteel zo'n 125 procent – naar beheersbare proporties terug te brengen. Er staat inmiddels een hele rits aan structurele hervormingen op stapel, die beogen de arbeidsproductiviteit te verhogen en een einde te maken aan de verstikkende rol van de collectieve sector, onder andere door deze te verkleinen. Dit is een proces van lange adem, niet het minst door het verzet van partijen die belang hebben bij handhaving van de status quo en daarmee het geloof van de markten in modernisering van de Italiaanse economie ondermijnen. Het wekt daarom geen verbazing dat herstel van het concurrentievermogen van Italië ten opzichte van de rest van de EMU nog niet echt van de grond komt. Ook de koersvolatiliteit van Italiaans staatspapier moet – in elk geval deels – tegen die achtergrond worden begrepen.

Cyprus, ten slotte, besmet door de problemen in Griekenland, stevent af op een programma. Dit moet onder andere voorzien in uitgavenbeperkingen bij de overheid en herkapitalisatie van het sterk getroffen en uit zijn krachten gegroeide bankwezen.

### DE REST VAN DE EUROZONE

De rest van de eurozone kent een divers beeld. De Duitse economie, hoewel fors vertraagd in 2012, is fundamenteel gezond. Hetzelfde geldt voor Oostenrijk en *runner-ups* als Estland en Slowakije. De overige economieën presteren matig. Opvallend is dat de economische ontwikkeling van Nederland, in tegenstelling tot vroeger, de laatste tijd zo veel ongunstiger is dan die in Duitsland. Dit ligt vooral aan de achterblijvende particuliere consumptie in Nederland, die de afgelopen tien jaar per saldo niet gegroeid is (tegenover ruim 6,5 procent in Duitsland). In de jaren negentig was het overigens precies omgekeerd. Mede onder invloed van toenemende arbeidsparticipatie – van vooral vrouwen – en explosief stijgende huizenprijzen, voerden Nederlandse huishoudens toen hun reële bestedingen op met gemiddeld zo'n 3 procent per jaar (tegenover 1,25 procent in Duitsland). Dalende huizenprijzen en tekorten in de pensioensector hebben voor een complete omslag gezorgd. Anders dan in Duitsland, zullen stevige ombuigingen, pensioenkortingen en hervormingen op de arbeidsmarkt en de woningmarkt de groei in het komende jaar neerwaarts beïnvloeden. Vanaf 2014 zal het naar verwachting beter gaan.

**DE TOEKOMST**

Er is vrij brede overeenstemming dat Zuid-Europa structurele hervormingen moet uitvoeren en dat ook sommige andere lidstaten, waaronder Nederland, nog het nodige te doen hebben. Daarnaast is een krachtige aanpak van corruptie, nepotisme, belastingontduiking en bureaucratie bittere noodzaak voor een land als Griekenland, wil het niet een permanente splijtzwam in de EMU blijven. Het is evenmin controversieel dat banken doorgaan met verbetering van hun kapitaalposities en dat de meeste overheden – op enig moment – niet ontkomen aan een forse versoering van hun begrotingsbeleid. De meningen over het tempo en de maatvoering zijn echter sterk verdeeld, zeker waar het de sanering van de overheidsfinanciën betreft. Zijn de negatieve bestedingseffecten van bezuinigingen of lastenverzwaringen momenteel zo groot dat je economieën met zulke maatregelen in een neerwaartse spiraal brengt? Of reageren de markten tegenwoordig zo extreem op verslechterende overheidsfinanciën dat bezuinigingen zich uitbetalen in een fors lagere risicopremie op staatspapier? Hoeveel extra eisen kun je aan banken opleggen zonder een *credit crunch* te organiseren?

De economische wetenschap heeft geen pasklare antwoorden op deze vragen, net zo min als economen de huidige crisis in al haar manifestaties hebben voorspeld. De interactie tussen de reële economie en de financiële sector is verwaarloosd onderzoeksterrein. Micro-economische fundering van gedragsrelaties en dynamisch algemeen evenwicht hebben de macro-economie decennialang gedomineerd, soms met een vleugje financiële sector, zoals de door Bernanke *et al.* (1996) geïntroduceerde financiële accelerator. Sinds het uitbreken van de kredietcrisis is een groeiende belangstelling voor zogenoemde *agent-based models* ontstaan. Deze modellen – in feite complexe computersimulaties – staan toe dat individuen of bedrijven uiteenlopend en mogelijk irrationeel gedrag vertonen. Zo'n constellatie sluit evenwicht niet bij voorbaat uit, maar kan ook leiden tot instabiele processen als kuddegedrag, zeepbelvorming of een beurscrash. Hoewel zonder twijfel interessant voor een beter begrip van de huidige crisis, kunnen aan de eerste uitkomsten van deze benadering vooralsnog geen praktische beleidsimplicaties worden verbonden.

Ook in beleidskringen bestond grote sympathie voor het door Greenspan gepropageerde marktdenken. Totdat de crisis uitbrak en iedereen over hem heen viel. Ironisch genoeg wees hij al in 1996, tijdens een *dinner speech*, op het verschijnsel van de irrationele uitbundigheid: *“But how do we know when irrational exuberance has unduly escalated asset values, which then become subject to unexpected and prolonged contractions as they have in Japan over the past decade?”* (Greenspan, 1996). Veel is er uiteindelijk niet gebeurd met dit inzicht. De cocktail van overmatige kredietverlening en per saldo sterk stijgende vermogensprijzen was nog jarenlang aan de orde van de dag. Daarbij ging weinig remkracht uit van het monetaire beleid, dat zich uitsluitend richtte op traditionele inflatie, die laag was door externe factoren, en op de conjunctuur. De excessieve groei van de kredietverlening en de geldhoeveelheid wakte soms wel zorgen, maar het onvermogen om die te relateren aan ontwikkelingen in de reële economie verdrong zulke grootheden als bakens voor het monetaire beleid naar de achtergrond. Om dezelfde reden zijn financiële variabelen en verbanden slechts rudimentair vertegenwoordigd in de mees-

te macro-economische beleidsmodellen, die sinds de kritiek van Lucas (1976) sowieso al aan scherpe kritiek blootstaan.

De paradigma's van de afgelopen decennia doen het dus niet meer, maar er hebben zich nog geen nieuwe aangediend. Wel zijn als eerste reactie op de kredietcrisis de lessen van de Grote Depressie ter harte genomen. Die hebben geleid tot sterk accommoderend begrotingsbeleid, kapitaalinjecties in financiële instellingen en massieve liquiditeitssteun tegen historisch lage rentes aan het bankwezen. Hiermee is een implosie van de wereldeconomie voorkomen, maar de onderliggende problemen bestaan nog steeds.

Institutionele versterking van de EMU, sanering van het Europese bankwezen en structurele hervormingen staan daarom bovenaan de agenda. Voor bepaalde onderdelen is vaart nodig, soms kan echter ook de tijd worden genomen. Fundamenteel vertrouwensherstel vergt echter wel dat met een zekere regelmaat concrete stappen worden gezet en door parlementen worden bekrachtigd. De optimale maatvoering bij overheidsbezuinigingen verschilt van land tot land, maar voor de meeste lidstaten is niets doen geen optie meer. Dit geldt in het bijzonder voor de periferie. Daarbij weten landen als Spanje en Italië zich gesteund door het OMT-programma van de ECB. Frappant genoeg heeft alleen al de aankondiging van het OMT-programma relatief grote rust op de obligatiemarkten gebracht.

Voor de meeste lidstaten wordt 2013 waarschijnlijk een moeilijk jaar, waarin veel budgettaire tegenvallers op de loer liggen. Treden die op door een onverwacht dure conjunctuur, dan is er veel voor te zeggen hier doorheen te kijken, een afweging die overigens van land tot land kan verschillen, gezien de verschillende uitgangsposities van de lidstaten. Zo'n beslissing is echter in eerste instantie aan de Commissie en niet aan de discretie van individuele lidstaten, ook omdat het juist hier in het verleden mis is gelopen.

Het denken over een structurele oplossing van de Europese schuldencrisis zou geholpen zijn met het onder ogen zien van twee onaangename waarheden. De eerste is dat – kijkend naar de omvangrijke schulden in diverse lidstaten – er hoe dan ook een onbetaalde rekening boven de markt hangt, die in elk geval deels in het Noorden terecht zal komen. De tweede waarheid is dat significante welvaartsverliezen in de meeste perifere lidstaten onontkoombaar zijn, daar eerdere groei in die landen sinds 1999 gedeeltelijk op lucht was gebaseerd. Hoe eerder hier een balans wordt gevonden, des te sneller er licht aan het einde van de tunnel zal verschijnen.

**LITERATUUR**

Bernanke, B.S., M. Gertler en S. Gilchrist (1996) *The financial accelerator and the flight to quality. Review of Economics and Statistics*, 78(1), 1–15.

Greenspan, A.S. (1996) *Remarks by Chairman Alan Greenspan at the Annual Dinner and Francis Boyer Lecture of The American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington, D.C., 5 december 1996. Speech op www.federalreserve.gov.*

Lucas, R.E. (1976) *Econometric policy evaluation: a critique. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 1(1), 19–46.