

BEGROTINGSBELEID EN BELEIDSCOÖRDINATIE IN EEN EMU ZONDER POLITIEKE UNIE

F.A.G. den Butter en M.L.L. Segers*

Samenvatting

De plannen van de in het late najaar van 2014 aangetreden Europese Commissie om de economische groei te bevorderen, illustreren twee beleidsdilemma's binnen het functioneren van de Economische en Monetaire Unie (EMU). Ten eerste: kunnen groeibevorderende investeringen worden gestimuleerd zonder dat dit leidt tot stijgende begrotingstekorten? Ten tweede: hoe kan de beleidscoördinatie verbeteren, wanneer regelgeving uit Brussel op een lager pitje wordt gezet? Nu de weg naar een volledige politieke integratie in de Europese Unie politiek gezien lijkt afgesloten, beantwoordt dit artikel de vraag hoe Europa toch verder economisch kan integreren. Binnen de EMU gaat het daarbij om beleidscoördinatie, die rekening houdt met de nog steeds toenemende verwevenheid van de Europese economieën. Nu landspecifieke tegenvallers niet langer via wisselkoersaanpassingen kunnen worden opgevangen, ligt de nadruk bij het versterken van de economische structuur op het arbeidsmarkt- en socialezekerheidsbeleid. Daarbij is een goede institutionele structuur nodig voor het bewaken van de begrotingsdiscipline. Financiële markten zouden er belang bij moeten hebben om bij te dragen aan een beheerste ontwikkeling van de overheidsfinanciën.

Trefwoorden: Economische en Monetaire Unie, beleidscoördinatie

1 Inleiding

De voornaamste zorg van de in november 2014 aangetreden Europese Commissie van voorzitter Jean-Claude Juncker is het bevorderen van de economische groei, om langs deze weg de jarenlange stagnatie na de banken- en schulden crisis te doorbreken. Economische groei is nodig om voldoende banen te creëren, zodat de hoge werkloosheid afneemt. Europa blijft op dit gebied achter bij de Verenigde Staten. Alom worden de achterblijvende investeringen gezien als oorzaak van de stagnerende Europese economie.⁶ De uitdaging is hoe het beleid in de verschillende landen van de Economische en Monetaire Unie (EMU), – het blok van lidstaten van de Europese Unie (EU) met een gemeenschappelijke munt –, de noodzakelijke investeringsimpuls kan uitlokken, zonder dat dit gepaard gaat met toenemende begrotingstekorten.

In meer algemene zin dringt zich in de huidige situatie het dilemma op van de beleidscoördinatie in de EMU. Aan de ene kant is gecoördineerde actie nodig om te komen tot meer economische groei, waarbij de zogeheten investeringskloof, dat wil zeggen de mate waarin de investeringen na de crisis bij hun trendwaarde zijn achtergebleven, wordt opgevuld. Volgens sommige berekeningen is daarvoor een bedrag van 700 miljard euro nodig.⁷ Aan de andere kant mag het opvoeren van de investeringen de Europese begroting, dan wel de begrotingen van de lidstaten, niet te veel belasten. Op 26 november 2014 lanceerde Juncker zijn plan dat uitgaat van een impuls van 315 miljard euro, waarbij vanuit de begroting van de EU slechts 21 miljard euro voor een garantstelling wordt vrijgemaakt.⁸ De wellicht vrome

⁶ Zie bijvoorbeeld DIW (2014).

⁷ Bijvoorbeeld de ALDE-groep van Guy Verhofstadt: Alliance of Liberals and Democrats for Europe, *The European Investment and Recovery Act*, 19 november 2014.

⁸ European Commission (2014).

wens is dat dankzij die garantstelling de private sector dat bedrag met een factor 15 zal opblazen. Het plan illustreert de spagaat waarin de beleidscoördinatie zich bevindt.

Bovendien is het voor een beter functioneren van de Europese economie en voor versterking van de economische structuur nodig dat regelgeving voor het bedrijfsleven beter op het niveau van de EU wordt gestandaardiseerd. Deze wens voor meer regelgeving op Europees niveau staat echter haaks op de opdracht die Frans Timmermans als Europese commissaris voor betere regelgeving en als eerste vicevoorzitter van de Commissie heeft meegekregen. Zijn taak is het juist om te snoeien in het woud van Europese regels. Dit artikel beoogt om, vanuit de politieke geschiedenis van de EMU en de economische theorie over beleidscoördinatie, een nieuwe middenweg te wijzen tussen enerzijds betere economische coördinatie, samenhang en groei en anderzijds verlaagde regeldruk.

2 Het EMU-spanningsveld tussen verdieping van integratie en beleidsautonomie

De EMU staat voor de politieke uitdaging een houdbaar evenwicht te vinden tussen een intergouvernamenteel en een supranationaal bestuur. Doel daarbij is om bij een verdere integratie van de economie van de lidstaten het behoud van nationale identiteit en voorkeuren te koppelen aan de welvaartswinst die de samenwerking en integratie in het kader van de interne markt en de gemeenschappelijke munt opleveren. In de praktijk betekent dit dat de integratie in de EMU nooit kan leiden tot een federale staat zoals de Verenigde Staten, maar wel moet worden voortgezet.

De oprichting van de EMU, de invoering van de euro als gemeenschappelijke munt en het uitbesteden van het monetaire beleid aan de Europese Centrale Bank (ECB) hebben het moeilijker gemaakt om te komen tot een evenwichtige bestuursstructuur in de EU. Momenteel legt de monetaire integratie extra druk op de bestaande vormen van *governance* in de EMU. Deze verhoogde druk is een gevolg van de recente schuldencrisis, die heeft aangetoond dat de verwevenheid van de markten in de EMU, en dan met name die van de financiële markten, niet alleen voordelen maar ook nadelen kan meebrengen. De lijsten met gunstige en ongunstige welvaartseffecten van een monetaire unie zijn beide lang.⁹ De weging van de voor- en nadelen uit die lijsten is momenteel onderwerp van een fel politiek debat.

Dat debat is sterk gepolariseerd. Voorstanders van verdere integratie in de EMU willen nu snel tot een politieke unie komen. Daarmee zou, volgens deze voorstanders, de fout hersteld worden dat er een economische en monetaire unie is zonder een politieke unie. Tegenstanders van verdere integratie in de EMU willen het liefst terug naar een bestuursvorm waar zoveel mogelijk beslissingsbevoegdheden bij de nationale parlementen liggen. Dit artikel schetst, vanuit historisch en economisch perspectief, een praktische middenweg voor een verdergaande institutionalisering van de beleidscoördinatie in de EMU. Een politieke unie is geen noodzakelijke voorwaarde om de welvaartsvruchten van verdere economische integratie te plukken. Maar een compromis tussen verdere verdieping van de Unie en het garanderen van een zekere nationale beleidsautonomie, vereist een gedegen opzet van de coördinatiemechanismen. Daarmee moet worden voorkomen dat lidstaten hun beleidsproblemen op de andere lidstaten van de EMU kunnen afwentelen. Bijzondere aandacht verdient daarbij de rol die de financiële markten spelen. Die dienen eigenstandig aan disciplineren van het begrotingsbeleid van de lidstaten bij te dragen, in plaats van, zoals tijdens de recente wereldwijde financiële crisis is gebeurd, voor veel onrust te zorgen.

3 Het einde van de Krönungstheorie

Na het Verdrag van Maastricht (1992) was vooral de Duitse financiële elite een groot voorstander van een politieke unie; dat gold in het bijzonder voor de vertegenwoordigers van

⁹ Beetsma en Giuliodori (2010).

de Bundesbank.¹⁰ De klassieke ('ordoliberalen') Krönungstheorie bood hiervoor de logica. Volgens deze theorie is de EMU uiteindelijk onhoudbaar zonder politieke unie: monetaire eenwording moet de kroon zijn op de politieke unie, deze volgorde is cruciaal. Maar de Duitse financiële elite en het gedachtegoed van de Krönungstheorie werden onder druk van de gebeurtenissen in 1989-1991 rond het Verdrag van Maastricht buiten spel gezet.¹¹ Doorslaggevend daarbij was het overweldigende 'politieke momentum' dat de voorstanders van de EMU wisten te creëren voor een zo spoedig mogelijke oprichting van de muntunie. Commissievoorzitter Jacques Delors was een drijvende kracht in die politieke lobby.¹²

Illustratief was de gang van zaken tijdens de Ecofin Raad van 9 september 1989 in Antibes (waaraan ook de leden van het Monetair Comité deelnamen). In deze vergadering benadrukte Delors, in vervolg op zijn veelgeprezen rapport over deze kwestie, dat een versterking van het Europees Monetair Stelsel en het vrije verkeer van kapitaal onlosmakelijk met elkaar verbonden waren.¹³ De Duitse en Nederlandse tegenstanders van een muntunie zonder voorafgaande diepe economische convergentie en/of een politieke unie werden zo overruled. De achtergrond van dit EMU-momentum waren afspraken die Mitterrand en Kohl in juni 1988 in Evian hadden gemaakt. Mitterrand had de Duitsers de volledige vrijmaking van het kapitaalverkeer gegund in ruil voor Duitse steun bij een ambitieuze EMU-agenda (waaruit het rapport-Delors was voortgevloeid) en een herbenoeming van Delors als Commissievoorzitter. De consequentie was dat de vorming van de EMU niet langer kon worden opgehouden met het argument dat eerst een politieke unie nodig was.¹⁴

In essentie betekende dit twee dingen. Ten eerste werd de Krönungstheorie verlaten. Ten tweede werd de institutionalisering van de EMU hier sterk door gepolitiseerd. Nu waren er ineens veel meer deskundigen bij betrokken, dan uitsluitend de monetaire technocraten. Het monopolie van het Monetair Comité en de Ecofin op de onderhandelingen over de EMU was hiermee voorbij. In feite werd met deze besluitvorming over de EMU en de invoering van de euro de kiem gelegd voor de problemen die later in de banken- en schulden crisis manifest zijn geworden. Ook het gegeven dat de Europese Politieke Unie (EPU) maar boven de EMU blijft zweven als een panacee voor alle huidige problemen, heeft hier zijn wortels. In de hoogste Europese kringen heeft het denken over de politieke unie de laatste tijd echter een ontwikkeling doorgemaakt die fundamenteel is, maar nog weinig wordt opgemerkt. Voormalig president van de Europese Raad Van Rompuy is de vaandeldrager van deze verandering.

De ommekeer van Van Rompuy

Op 28 februari 2013 hield Van Rompuy een voordracht in de City van Londen. Daarin ontvouwde hij een nieuwe visie op de EPU. Van Rompuy reageerde in zijn lezing op de beruchte speech van de Britse premier David Cameron eerder dat jaar, waarin deze openlijk twijfel uitsprak over de vraag of het Verenigd Koninkrijk wel lid van de EU diende te blijven. Opmerkelijk was dat Van Rompuy deze gelegenheid aangreep om zijn eigen visie te geven op de toekomst van de Europese integratie, en in het bijzonder de monetaire kant ervan. Daarbij ging hij veel verder dan alleen maar een bemiddelingspoging te doen, in reactie op de Britse zorgen over de EU. Hij was ook duidelijk over de te volgen weg: 'We zijn niet getuige van de barensweeën van een federaal 'Euroland.' Het wijzigen van de EU-verdragen is dus geen prioriteit.' Volgens Van Rompuy moet de topprioriteit voor de EU iets anders zijn, namelijk

¹⁰ Deutsche Bundesbank (1992).

¹¹ Segers en Van Esch (2007), 1096-1098.

¹² Jabko (1999), 481.

¹³ Archief Ministerie van Buitenlandse Zaken, Den Haag, 996 EG, 1985-989, 1624, Maas naar DGES plus appendix, 5 oktober 1989.

¹⁴ Segers (2013), 234-241.

‘verdieping van de economische coördinatie’. Van Rompuy was vrij expliciet over wat dit betekent: ‘evolutie en geen revolutie’ in de voortgang van de EMU.¹⁵ Toch was het in feite ‘revolutie’, die Van Rompuy predikte. In weerwil van zijn houding van pragmatische bescheidenheid, deed Van Rompuy op die februaridag in Londen niets minder dan de gedachte van een Europese politieke unie ten grave dragen. Vanuit historisch perspectief is dat allerm minst een bescheiden ambitie, zij het dat de draagwijdte van wat Van Rompuy verkondigde vanwege zijn ingetogen manier van presenteren lang niet tot alle waarnemers is doorgedrongen.

4 Economische beleidscoördinatie

De visie op de politieke unie die Van Rompuy in Londen ontvouwde, betrof een uitwerking van de ‘blauwdruk’ voor verdere beleidsintegratie in de eurozone en de EMU die hij in het najaar van 2012 gepresenteerd had, en die sindsdien wordt uitgewerkt.¹⁶ Daarom is zij van groot belang bij het beantwoorden van de vraag hoe de verdieping van de economische beleidscoördinatie eruit moet zien. De hamvraag daarbij is of, vanuit het perspectief van de economische welvaartsanalyse, een monetaire unie wel kan bestaan zonder politieke unie. Een monetaire unie vereist een geavanceerde coördinatie van het economisch beleid tussen de lidstaten. Volgens de theorie van de optimale valutagebieden moet er sprake te zijn van economische convergentie tussen de lidstaten om de coördinatie goed te laten plaatsvinden. In dat geval dient het gemeenschappelijke monetaire beleid om symmetrische schokken, bijvoorbeeld een verandering in de wereldconjunctuur, op te vangen, terwijl asymmetrische – landspecifieke – schokken worden geabsorbeerd door het nationale begrotingsbeleid (waarvan de speelruimte overigens wordt beperkt door de voorwaarden die aan de omvang van de overheidsschuld en het begrotingstekort worden opgelegd) en door het arbeidsmarktbeleid.¹⁷ Daarbij zijn het uiteindelijk vooral aanpassingen van de arbeidsmarkt, inclusief regelingen voor sociale zekerheid, die het gemis van het vroegere wisselkoersinstrument moeten opvangen.

De opzet van de EMU, zoals ontworpen bij het Verdrag van Maastricht (1992), volgt deze logica. De *no-bail-out*-clausule uit dat verdrag dient om te voorkomen dat de tekorten in landen die door een grote landspecifieke schok zijn getroffen, te hoog oplopen. Het doel was om een zekere mate van begrotingsdiscipline in de EMU te waarborgen. De gedachte hierachter was dat grote tekorten en de daaruit voortvloeiende overheidsschulden de waarde van de euro in gevaar kunnen brengen. De regels voor de procedure bij buitensporige tekorten in het Verdrag van Maastricht (sectie 104C) zijn echter niet strikt kwantitatief en bindend, en hebben een sterk intergouvernementeel karakter.¹⁸

Op zich is in een land de coördinatie tussen het monetaire beleid, het begrotingsbeleid en het arbeidsmarktbeleid al ingewikkeld. Dat geldt in nog veel sterkere mate voor de beleidscoördinatie op deze drie gebieden tussen landen. Zo moet de beleidscoördinatie in een economische unie voldoen aan de voorwaarde dat zij welvaartswinst oplevert ten opzichte van de situatie waarin alle landen afzonderlijk hun beleid voeren, zonder gemeenschappelijke coördinatie. In de beleidspraktijk van de EMU blijkt deze zoektocht naar welvaartsverbetering door gemeenschappelijke regelingen zeer moeizaam te zijn. Hij vergt veelal lange onderhandelingen over de verdeling van de welvaartswinst van coördinatie, aangezien sommige landen verliezen en andere winnen. Vanuit economisch-theoretisch perspectief kan

¹⁵ President of the European Union (Van Rompuy) (2013).

¹⁶ President of the European Union (Van Rompuy) (2012).

¹⁷ Zie bijvoorbeeld Bayoumi en Eichengreen (1992) en Verhoef (2003) voor de identificatie en kwantificering van dergelijke schokken.

¹⁸ Zie het Verdrag betreffende de Europese Unie (2002), art. 104; Van Riel en Metten (2000), 59.

de coördinatie als een spel worden opgevat om tot een Pareto-verbetering van de welvaart tussen de lidstaten van de EMU te komen.

Vanuit technocratisch perspectief zijn er twee aanvullende gegevenheden, die de interstatelijke beleidscoördinatie compliceren. In de eerste plaats verlangt de theorie dat bekend is welke typen schokken zich voordoen, waarop het beleid dient te reageren. Er is een groot aantal empirische tijdreeksanalyses uitgevoerd om de verschillende soorten schokken te identificeren en om de mate van (a)symmetrie te meten.¹⁹ Dat soort studies toont echter pas achteraf welke schokken er zijn geweest, terwijl beleidsmakers moeten weten op welke schokken in het heden, en liefst nog in de toekomst, gereageerd moet worden.

Het tweede probleem in de praktijk van de beleidscoördinatie is dat, zelfs wanneer de aard en omvang van de schokken precies bekend zouden zijn, er een enorme casuïstiek in de onderlinge afstemming ontstaat.²⁰ Zo is de belangrijkste les uit de economische literatuur over optimale beleidscoördinatie dat dergelijke beleidscoördinatie zonder politieke unie mogelijk is, maar dat er veel politieke intuïtie aan te pas moet komen om in de voorkomende gevallen een goede beleidsafweging te maken.²¹

Falende coördinatie tijdens de eurocrisis

De receptuur voor de beleidscoördinatie, zoals die in het verdrag van Maastricht was voorzien, heeft in de afgelopen schulden crisis nog extra aan geloofwaardigheid ingeboet. De belangrijkste reden was dat voor landen die in financiële problemen raakten de *no-bail-out*-optie niet geloofwaardig bleek. Het gevolg was dat landen die eigenlijk via hervormingen van de arbeidsmarkt structurele financieringsproblemen hadden moeten opvangen, dat – rekenend op een *bail-out* – niet deden. De bankencrisis, waardoor ook nog eens banken via overheidsfinanciering moesten worden gered, versterkte dit probleem van verslapping van begrotingsdiscipline, met name in de zuidelijke lidstaten. Een bijkomende complicatie was dat de overheidsschuld van al deze landen in euro's luidt, en dat de financiële markten deze schulden tegen relatief lage rentes wilden financieren. De schulden crisis werd echt manifest, toen de financiële markten onzeker werden over de houdbaarheid van de schulden in de zuidelijke lidstaten, met name de overheidsschuld van Griekenland. Daardoor namen de rentever verschillen zodanig toe, dat financiering van overheidsschuld voor de tekortlanden te duur werd. Redding, inclusief het opgeven van de *no-bail-out*-optie, was toen onvermijdelijk.

De reeks reddingsoperaties die volgde, zorgde voor veel politieke onrust, zowel in de lidstaten die voor redding moesten zorgen als in de lidstaten die moesten worden gered. Bij de redders was er bezorgdheid over de grote sommen geld die naar de landen met een slap begrotingsbeleid moesten worden overgemaakt, terwijl de te redden landen werden geconfronteerd met de harde 'conditionaliteit', die gekoppeld aan de schuldfinanciering aan hun beleid werd opgelegd. Dat zorgde voor een gevoel van aantasting van de eigen soevereiniteit en voor veel maatschappelijke onrust. De EMU werd in feite overweldigd door deze gebeurtenissen. De instituties van de monetaire unie bleken onvoldoende en ongeschikt om deze crisis het hoofd te bieden. Het gevolg was dat Europa verstrikt raakte in een ad hoc crisismanagement van *trial and error*. Dit ging, in een doorlopende reeks van Europese toppen, gepaard met een politieke machtsstrijd die gedomineerd werd door Duitsland en de Noord-Europese bondgenoten.

¹⁹ In navolging van Bayoumi en Eichengreen (1992): zie bijvoorbeeld de 83 studies die De Grauwe en Costa Storti (2005) in hun meta-analyse over de draagwijdte van het monetaire beleid hebben bekeken.

²⁰ Zie Beetsma *et al.* (2001).

²¹ Al deze problemen om tot een gecoördineerd conjunctuurbeleid te komen bij verschillende schokken onderstrepen de conclusie van Gilbert en Hessel (2014) dat een budgettair stabilisatiefonds in de EMU om asymmetrische schokken op te vangen in de praktijk weinig nut heeft.

4 Besmettingsgevaar en het gijzelnemingspel

De steeds grotere verstrengeling en verwevenheid van de productieketens en de wereldwijde financiële markten vormen een belangrijke reden voor de eurocrisis en de coördinatieproblemen die de crisis meebrengt. Deze complexiteit verhoogt het risico op *besmetting*. Besmetting kan hierbij worden omschreven als de situatie waarin een grote negatieve schok in een financiële instelling, of in een land, zich snel verspreidt naar andere financiële instellingen of andere landen.²² Dit roept allerlei externe effecten op. Vooral nog valt moeilijk te bepalen welke verschillende externe effecten hierbij relevant zijn en hoe het beleid hierop dient te reageren.

In deze beschrijving van het besmettingsrisico is de omvang van de negatieve schok cruciaal. De idee is dat de besmetting alleen optreedt bij een ‘grote’ schok, dus wanneer een bepaalde drempel wordt overschreden. Dit onderscheid tussen normale tijden en tijden van crisis, of tussen een gewone negatieve schok en een uitzonderlijk grote negatieve schok, heeft belangrijke implicaties voor het beleid.²³ Daarom bestaat bij beleidscoördinatie tussen landen een verschil tussen de afhankelijkheden tussen landen die altijd bestaan – de ‘normale’ afhankelijkheden – en de afhankelijkheden die ontstaan nadat de grote negatieve schok is opgetreden. Wanneer in het eerste geval, bijvoorbeeld via de handelskanalen, een negatieve schok in het ene land zich voortplant naar andere landen, is het niet raadzaam om de schok te neutraliseren door het verstrekken van liquiditeiten of door andere vormen van financiële ondersteuning. Zo’n beleid kan alleen maar de noodzakelijke structurele aanpassingen vertragen. Wanneer echter de besmetting plaatsvindt via kanalen die pas kort na de schok ontstaan, kan het verstrekken van liquiditeit of een andere vorm van financiële steun de economie juist stabiliseren. Dan wordt een onnodig en pijnlijk aanpassingsproces vermeden.

Tijdens de eurocrisis dwong het besmettingsgevaar landen met een goede begrotingsdiscipline de landen met een schuld-financieringsprobleem binnen de EMU te houden en daarmee de euro te redden. Het alternatief leek een uiterst kostbare chaos op de financiële markten. Dit onaanlokkelijk alternatief bood de financiële markten en de regeringen van de EMU-landen met lakse begrotingsdiscipline de gelegenheid om de sterke eurolanden als het ware in gijzeling te nemen. De kosten van de reddingsoperatie – de *bail-out* – vormden daarbij het losgeld. In de speltheorie staat deze dreigingsstrategie bekend als de ‘brinkmanship’-strategie. Het is alsof de gijzelnemer zich aan de gijzelaar vastketent en dreigt samen in de afgrond – de ‘brink’ – te springen wanneer het losgeld niet wordt betaald. De vraag hierbij is hoe de instituties van de EMU kunnen worden aangepast zodat de destabiliserende rol van de financiële markten bij de dreiging van besmetting wordt omgezet in een stabiliserende rol, waarbij de financiële markten zelf een prikkel ervaren om besmetting te voorkomen en om behulpzaam te zijn bij het bevorderen van begrotingsdiscipline.

De speltheoretische beschouwing over deze dreigingsstrategie biedt hiertoe een aanzet.²⁴ Deze analyse van het ‘brinkmanship’-spel gaat ervan uit dat – in lijn met het betoog in dit artikel – de EMU als gevolg van politieke voorkeuren niet zal convergeren naar een federale staat met één gezamenlijk begrotingsbeleid. Het probleem in dit herhaalde spel is dat het voor de financiële markten geloofwaardig moet zijn dat in geval van een gijzeling geen losgeld wordt betaald. Dus dat geen *bail-out*, of tenminste geen volledige *bail-out* zal plaatsvinden. Een mogelijkheid om dat te bereiken is de verplichting dat een land dat zeer in gebreke is gebleven – zeg Griekenland – de EMU moet verlaten, ook al is daar voor de overige eurolanden een hoge prijs aan verbonden. De bedoeling bij het geloofwaardig maken van deze dwang tot een ‘exit’ is de financiële markten te betrekken bij het handhaven van de

²² Forbes (2012).

²³ Forbes (2012).

²⁴ Fahrholz en Wójcik (2012).

begrotingsdiscipline, doordat (ook) zij schade van zo'n exit ondervinden. In feite krijgt daarbij, volgens deze speltheorie, de exit het karakter van een 'nuclear option' aangezien deze in werkelijkheid nooit zal hoeven plaats te vinden. Op deze manier worden de negatieve externe effecten die besmetting meebrengt, uitgeschakeld.

Momenteel lijkt een exit van een land uit de euro niet langer een optie na de 'Whatever it takes'-speech van ECB-president Draghi op 26 juli 2012.²⁵ Andere oplossingen zijn daarom gewenst om het gijzelnemersspel te omzeilen en de financiële markten tot meer eigen verantwoordelijkheid aan te zetten bij de bevordering van begrotingsdiscipline in het eurogebied. Een interessante suggestie in dit opzicht is het voorstel van de Brusselse denktank Bruegel voor de uitgifte van blauwe en rode obligatieleningen voor de schuldfinanciering van de eurolanden. Het idee is om de schuld van de lidstaten tot een omvang van 60 procent van het bbp te financieren met blauwe euro-obligaties die gemeenschappelijk door de eurolanden worden uitgegeven.²⁶ Schulden boven de 60 procent van het bbp moeten vervolgens door de landen zelf met achtergestelde rode obligaties worden gefinancierd. De rente die voor de blauwe obligaties betaald moet worden is waarschijnlijk zeer laag doordat deze door de markt als weinig risicovol worden gezien. Daarentegen kan de rente op rode obligaties vanwege een hoge risicopremie flink oplopen. Dit vormt een prikkel voor de zwakke eurolanden met een schuld boven de 60 procent van het bbp om het tekort binnen de perken te houden en om de schuld geleidelijk af te bouwen. Bovendien past het plan uitstekend in de traditie van de EMU als compromis tussen het federatieve en het intergouvernementele gedachtegoed. De blauwe euro-obligaties representeren de federatieve ideeën en de aanvullende rode obligaties voor de afzonderlijke eurolanden de notie van een intergouvernementele unie.

Een andere oplossing voor meer begrotingsdiscipline binnen een EMU zonder politieke unie is de procedure van de *bail-in*, die in de crisis op Cyprus is beproefd. In feite is het een partiële *bail-out* waarbij eigenaars van aandelen, obligaties en andere activa een deel van de kosten van de redding betalen. Dit institutionele kader is bedoeld om de regels van het coördinatiespel tussen de fiscale autoriteiten en de financiële markten zo te veranderen, dat de financiële markten er voortaan belang bij hebben om de euro te redden in plaats van de euro aan te vallen en te hopen op profijt van zo'n aanval. Zo'n *bail-in* is daarmee een belangrijke stap om de dreiging van besmetting te verminderen. Hij verlaagt het morele gevaar van te risicovol gedrag van systeembanken die niet langer op een volledige *bail-out* kunnen rekenen en daardoor ook beter risicovolle leningen (denk aan 'subprime' hypotheekleningen) zullen gaan monitoren.²⁷

6 Besluit: opties voor beleidscoördinatie zonder een politieke unie

In beginsel zijn er drie wegen om vanuit de huidige status quo het proces van Europese politieke en economische integratie te vervolgen. De eerste weg is om de monetaire unie tot een volwaardige politieke unie uit te bouwen. Deze weg naar een meer federaal Europa lijkt echter niet bewandelbaar, gezien de diversiteit aan politieke en culturele voorkeuren in de lidstaten van de eurozone. Bovendien heeft de toenmalige president van de Europese Raad, Van Rompuy, in zijn toespraak van 28 februari 2013 deze weg naar verdere federalisering geblokkeerd; hetgeen veel, zo niet alles zegt over de politieke begaanbaarheid van deze eerste weg. De lidstaten willen (in grote meerderheid) geen verdere federalisering.

De tweede weg is een terugkeer naar de situatie waarin ieder land zijn eigen valuta heeft, en waarbij het gemeenschappelijke monetaire beleid is afgeschaft. Deze oplossing via een vergroting van de nationale beleidsautonomie lijkt evenmin haalbaar, omdat zij erg duur

²⁵ Zij het dat een Grexit na de overwinning van Syriza eind januari 2015 toch weer als een mogelijkheid wordt gezien.

²⁶ Delpla en Von Weizsacker (2010).

²⁷ Zie Dell'Araccia en Ratnovski (2013).

zal blijken te zijn en de grote voordelen van het gemeenschappelijk beleid vernietigt.²⁸ Zo blijven alleen middenwegen tussen federalisme en maximalisatie van nationale beleidsautonomie begaanbaar.

De eurocrisis heeft geleerd dat het belangrijkste coördinatieprobleem zich concentreert op het punt van begrotingsdiscipline in eurolanden met structurele moeilijkheden. De steeds grotere verstrengeling van goederen- en dienstenmarkten en financiële markten in de EMU heeft het onderlinge besmettingsgevaar doen toenemen. Daarmee is ook de noodzaak gegroeid om de hiermee verbonden externe effecten via gecoördineerd beleid te internaliseren. Deze inniger verstrengeling van markten was juist het doel van de EMU, dus daaraan kan geen strobreed in de weg worden gelegd. Bovendien zijn, in reactie op de banken- en schulden crisis, al flink wat maatregelen genomen om de economische beleidscoördinatie te versterken. Dat geldt zeker voor maatregelen op het gebied van het begrotingsbeleid.²⁹ Toch blijft het de vraag hoe het besmettingsgevaar en de daarmee geboden mogelijkheid van verslachte begrotingsdiscipline binnen een Europa zonder politieke unie moet worden opgelost.

Er zijn twee opties. De eerste optie is om de dreiging van besmetting te verminderen. De voorgestelde bankenunie met EMU-breed toezicht op banken kan daartoe instrumenteel zijn. Banken worden gedwongen om minder risico te nemen door een geringere verhouding tussen het vreemde en het eigen vermogen te realiseren (dat wil zeggen een geringere hefboom). Indien nodig dienen banken te worden geherkapitaliseerd. Dit micro-prudentieel toezicht op het EMU-niveau moet echter worden aangevuld met voldoende macro-prudentieel toezicht om besmettingsgevaar te beperken en om te voorkomen dat systeembanken ‘too big to fail’ zijn.³⁰ Uitgangspunt voor het macro-prudentieel toezicht moet zijn dat financiële innovaties het systeem niet zodanig complex maken, dat hierdoor juist het besmettingsgevaar toeneemt.³¹ De toegenomen complexiteit en onderlinge verstrengeling op de financiële markten heeft tot gevolg dat onzekerheid over de doorverkochte risico’s ontstaat. Dit betekent een extra extern effect, de zogenaamde complexiteitsexternaliteit.³² In de discussie over het hoe en het waarom van het macro-prudentieel toezicht blijft nog wel eens buiten beeld dat het hier in feite om het internaliseren van externe effecten gaat.³³ Voor een gedegen macro-prudentieel toezicht is het echter noodzakelijk expliciet vast te stellen welke vormen van externe effecten het toezicht beoogt te internaliseren.

De tweede optie is om de mogelijkheid af te sluiten dat gebruik wordt gemaakt van het besmettingsgevaar via het gijzelnemersspel. Binnen deze optie passen de *bail-in* en het onderscheid tussen de blauwe en rode obligaties om de overheidsschuld te financieren. Kernpunt is dat de beleidscoördinatie zodanig moet worden geïnstitutionaliseerd dat het in het eigenbelang van de financiële markten is dat begrotingsdiscipline gehandhaafd blijft. Het begrotingsbeleid kan dan weer volledig worden ingezet om te reageren op asymmetrische schokken. Maar ook in dat geval blijft er het probleem van het tijdig kunnen benoemen van de schokken en van de onzekerheid over hoe vanuit het welvaarts-theoretisch perspectief via gecoördineerd beleid op de schokken dient te worden gereageerd. Een en ander betekent dat de politieke component van de beleidscoördinatie altijd zwaar zal meewegen.

Deze politieke component vormt ook een belangrijk onderdeel in de discussie over het belang van investeringsimpulsen om te komen tot meer economische groei in de EMU. Op dit gebied vervullen de financiële markten evenzeer een cruciale rol. De vraag is hier in hoeverre

²⁸ Zie bijvoorbeeld Beetsma en Giuliadori (2010).

²⁹ Zie Bos en Van Riel (2014).

³⁰ Of liever ‘too interconnected to fail’: zie Den Butter (2011); Gai *et al.* (2011).

³¹ Zie de discussie over de risico’s van het grote aantal door Europese banken uitgegeven CoCo’s (contingent convertibles): Chan en Van Wijnbergen (2014); Boermans *et al.* (2014).

³² Caballero en Simsek (2013).

³³ Zoals bijvoorbeeld blijkt uit Houben en Kakes (2013); Galati en Moessner (2013); Houben *et al.* (2014).

beleidscoördinatie op het niveau van de EMU ertoe kan bijdragen dat de financiële markten zelf via de, in beginsel, ruim aanwezige middelen voor financiering van structurele verbeteringen in de EMU willen zorgen. Met andere woorden: welke beleidscoördinatie hebben de EMU en de eurozone nodig om een nieuwe stabiliteit te creëren, die aan geloofwaardigheid kan winnen doordat de markten er als een constructieve kracht bij ingeschakeld kunnen worden (in plaats van middelpuntvliedend te werken)? Dat is de grote uitdaging aan de verdere vormgeving van de Economische en Monetaire Unie op dit moment.

Frank den Butter en Mathieu Segers

* De eerstgenoemde auteur is hoogleraar Algemene Economie, Vrije Universiteit, Amsterdam en Tinbergen Instituut. E-mailadres: f.a.g.denbutter@vu.nl. De tweede auteur is universitair docent Europese integratie, Universiteit van Utrecht. E-mailadres: m.m.l.segers@uu.nl.

LITERATUUR

- Bayoumi Tamin, en Barry Eichengreen (1992), *Shocking aspects of European monetary unification*, NBER Working Paper, nr. 3949, Cambridge, MA: The National Bureau of Economic Research
- Beetsma, Roel, Xavier Debrun, en Franc Klaassen (2001), Is fiscal policy coordination in the EU desirable?, *Swedish Economic Policy Review*, 8, 57-98
- Beetsma, Roel, en Massimo Giuliodori (2010), The macroeconomic costs and benefits of the EMU and other monetary unions. An overview of recent research, *Journal of Economic Literature*, 48, 603-641
- Boermans, Martijn, Sînziana Petrescu, en Razvlan Vlahu (2014), De toekomst voor CoCo-obligaties, *Economisch Statistische Berichten*, 99(4695), 616-619
- Bos, M.G., en B. van Riel (2014), Meer economische beleidscoördinatie in de EMU, *Tijdschrift voor Openbare Financiën*, 46(2), 106-114
- Butter, F.A.G. den (2011), The macroeconomics of the credit crisis: in search of externalities for macro prudential supervision, in E.F.M. Wubben (red.), *Institutions and Regulation for Economic Growth? Public Interest Versus Private Incentives*, Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 187-209
- Caballero, Ricardo J., en Alp Simsek (2013), Fire sales in a model of complexity, *Journal of Finance*, 68(6), 2549-2587
- Chan, S., en S. van Wijnbergen (2014), CoCo's en het risico van een nieuwe crisis, *Economisch Statistische Berichten*, 99(4695), 612-615
- Dell'Ariccia, G. en L. Ratnovski (2013), Bailouts and systemic insurance, *IMF Working Paper*, 13/233, Washington: Internationaal Monetair Fonds
- Deutsche Bundesbank (1992), The Maastricht Decisions on EMU, *Monatsberichte der Deutsche Bundesbank*, februari 1992
- Delpla, J., en J. von Weizsacker (2010), The blue bond proposal, *Bruegel policy brief*, 2010/3, mei 2010
- DIW (2014), Economic impulses in Europe, *DIW Economic Bulletin*, nr. 7
- European Commission (2014), *An Investment Plan for Europe*, COM (2014) 903 final, Brussels 26-11-2014
- Fahrholz, Ch., en C. Wójcik (2012), *The Eurozone needs exit rules*, CESifo Working Paper, nr. 3845
- Forbes, K. (2012), *The 'big C', Identifying contagion*, NBER Working Paper, nr. 18465, Cambridge, MA: The National Bureau of Economic Research

- Gai, P., A. Haldaney en S. Kapadia (2011), Complexity, concentration and contagion, *Journal of Monetary Economics*, 58, 453-470
- Galati, G., en R. Moessner (2013), Macroprudential policy – a literature review, *Journal of Economic Surveys*, 27(5), 846-878
- Gilbert, N.D. en J.P.C. Hessel (2014), Hoe nuttig is een budgettaire stabilisatiefonds in de EMU?, *Tijdschrift voor Openbare Financiën*, 46(2), 96-105
- Grauwe, P. de, en C. Costa Storti (2005), *Is Monetary Policy in the Eurozone less Effective than in the US?*, CESifo Working Paper, nr. 1606
- Jabko, N. (1999), In the name of the market: how the Commission paved the way for monetary union, *Journal of European Public Policy*, 6(3), 475-495
- Houben, A.C.F.J., en J.I. Kakes (2013), *Financial imbalances and macroprudential policy in a currency union*, DNB Occasional Studies, 11(5), Amsterdam: De Nederlandsche Bank
- Houben, Aert, Rob Nijskens, en Mark Teunissen (red.), 2014, Putting macroprudential policy to work, *De Nederlandsche Bank Occasional Studies*, 12(7), Amsterdam: De Nederlandsche Bank
- President of the European Council (Herman van Rompuy) (2012), *Towards a Genuine Economic and Monetary Union*, 26 juni 2012
- President of the European Council (Herman van Rompuy) (2013), *Speech at the Annual Conference of Policy Network: 'Britain in Europe: channeling change together'*, Londen, 28 februari 2013
- Segers, Mathieu (2013), *Reis naar het continent. Nederland en de Europese integratie, 1950 tot heden*: Amsterdam: Bert Bakker
- Segers, Mathieu, en Femke van Esch (2007), Behind the veil of budgetary discipline. The political logic of budgetary rules in EMU and the SGP, *Journal of Common Market Studies*, 45(5), 1089-1109
- Van Riel, Bart, en Alman Metten (2000), *De keuzes van Maastricht*: Assen: Van Gorcum
- Verhoef, Bastiaan A. (2003), *The (a)symmetry of shocks in the EMU*, DNB Staff Reports, nr. 106, Amsterdam: De Nederlandsche Bank