

DE EURO GEWOGEN

Onderzoek naar de toekomst van de euro in opdracht van
het Wetenschappelijk Instituut van de ChristenUnie

Door Prof. Dr. J.J. Graafland

Met medewerking van:

Prof. Dr. E. de Jong

Drs. N. Vogelaar

T. Palm MSc



Voorwoord

Afgelopen voorjaar kwam vanuit de ChristenUnie het verzoek of het Wetenschappelijk Instituut een onderzoek zou kunnen starten naar de eurocrisis. Vervolgens is een onafhankelijke werkgroep onder leiding van prof.dr. Johan Graafland aan de slag gegaan en dat heeft nu geleid tot dit rapport, 'De euro gewogen'. In dit halfjaar heeft de crisis zich verdiept en is de roep om perspectief toegenomen. De economische crisis waarin de Europese Unie zich bevindt, wordt ook in Nederland concreet aanwijsbaar. De werkloosheid neemt toe en uitkeringen worden ingekort. Bezuinigingen gaan ons nu echt raken. En het wordt erger. Want als iets duidelijk wordt uit de voorliggende studie is het wel dat elke route die we kiezen bij de aanpak van de eurocrisis veel geld gaat kosten. Tegelijk gaat het in deze crisis om meer dan geld en goed. De meerwaarde van dit rapport zit in tenminste twee elementen: de wetenschappelijke onderbouwing van de bewering dat er goede alternatieven zijn voor de huidige route (van voortgaande integratie) en de verbinding die wordt gelegd tussen economische en politiek-culturele factoren.

Dominant in het huidige EU-debat is het TINA-denken. De richtinggevende elite zegt: There Is No Alternative. We moeten verder integreren, want anders stort de boel in elkaar en rest chaos. In een globaliserende wereld is dit de enige optie. Punt. Dit rapport kiest nadrukkelijk voor een open benadering waarbij ook alternatieve benaderingswijzen bestudeerd worden. Het rapport schetst vijf beleidsopties die het alle waard zijn in onbevangenheid te onderzoeken: 1) de terugkeer naar nationale munten, 2) opsplitsing in neuro en zeuro, 3) uittreding van Griekenland, 4) uittreding van meerdere Zuid-Europese landen, en 5) voortgaande integratie. Welke optie moet het worden? Als u een kant-en-klaar antwoord gaat zoeken, wordt u teleurgesteld. Het rapport biedt geen eenvoudige oplossing, daarvoor is de crisis te complex en zijn alle scenario's met teveel onzekerheden omgeven. Wat wel naar voren komt, is dat er meer en minder voor de hand liggende opties zijn. Zo bieden een terugkeer naar de gulden en een opsplitsing in neuro en zeuro weinig perspectief. Een Grexit of een uittreding van enkele Zuid-Europese landen daarentegen zullen op de lange termijn naar waarschijnlijkheid vanuit het oogpunt van draagvlak, economische groei en solidariteit betere uitkomsten opleveren. Centraal staat bij de afweging van de opties: wat is op de lange termijn het beste voor de EU en voor eventueel uittredende landen zelf? Vertaald naar de onderzoeksvraag van het rapport: welke beleidsoptie biedt de meeste garantie op een duurzame economische ontwikkeling van de landen van de EU?

Voor de ChristenUnie is de EU altijd meer geweest dan een project van euro's, namelijk ook een gemeenschap van vrede en publieke gerechtigheid, van waarden en normen (begin 2013 publiceert het WI hierover een uitvoerig onderzoek van dr. Sander Luitwieler). De grote vraag is wel hoe de culturele diversiteit binnen de EU zich verhoudt tot de vorming van een politieke eenheid. Die eenheid wordt momenteel in toenemende mate vanuit Brussel opgelegd en laat geen ruimte voor geleidelijke ontwikkeling. Het is zeer de vraag of dit de vrede dient. Want wordt op die manier het door de Europese elite zo gehekeld populisme juist niet

gevoed? De les van het referendum over de 'Europese Grondwet' lijkt vergeten. Solidariteit en lotsverbondenheid laten zich niet afdwingen. Draagvlak zal moeten groeien en dat is op Europese schaal niet eenvoudig – volgens sommigen zelfs onmogelijk. Concreet betekent dit dat medezeggenschap over de ESM-miljarden hard nodig is, alsmede het opstellen en handhaven van strenge voorwaarden voor leningen aan alle landen.

Hier spelen diepgaande culturele verschillen een rol. De klassieke tegenstelling tussen het noorden en het zuiden uit zich bijvoorbeeld in de visie op de overheidsrol, in de omgang met afspraken, de mate van corruptie, een bepaald arbeidsethos, het niveau van onderling vertrouwen. Dit heeft gevolgen voor de crisis. De structurele, economische verschillen zijn lastig te bestrijden juist omdat ze een afspiegeling van de cultuur zijn, zo stelt ook het rapport. In dit opzicht kan voortgaande, opgelegde integratie een groot risico betekenen. Die route miskent een centrale oorzaak van de eurocrisis. Die ligt immers uiteindelijk in de culturele diversiteit in Europa. Het zoeken naar een uitweg uit de crisis zal weinig effectief blijken als dat zoeken gepaard gaat met het negeren van deze oorzaak. Kortom, doorgaan op de weg van verdere integratie is onder bepaalde voorwaarden misschien gunstig, maar of aan die voorwaarden ooit voldaan kan en zal worden is dermate twijfelachtig dat we deze route moeten afwijzen.

We bedanken prof. Graafland heel hartelijk voor deze grondige studie. Het onderzoek heeft een evenwichtig rapport opgeleverd van een even urgent als complex probleem. Tegelijk danken we ook de andere leden van de werkgroep: prof.dr. Eelke de Jong, Trineke Palm MSc en drs. Niek Vogelaar. Zij hebben elk vanuit hun eigen specifieke deskundigheid onmisbare bijdragen geleverd aan deze publicatie. Het is onze overtuiging dat het rapport 'De euro gewogen' van grote betekenis zal zijn voor het denken binnen de ChristenUnie rond dit thema en het is onze hoop dat het een positief effect zal hebben op de politieke discussie in Nederland en daarbuiten.

Jan Westert

Voorzitter van het curatorium van het Wetenschappelijk Instituut van de ChristenUnie

November 2012

Samenvatting

1. In dit rapport worden vijf beleidsopties onderzocht: verdergaande integratie van de huidige Eurozone, Grexit, uittreding van enkele eurolanden uit de euro, opsplitsing van de euro in een neuro en zeuro, en het volledig verlaten van de euro door herinvoering van nationale munten. De vraagstelling is welke beleidsoptie(s) de meeste garantie biedt op een duurzame economische ontwikkeling van de landen in de EMU.
2. De huidige eurozone beantwoordt tot nu toe slecht tot matig aan de criteria die in de economische theorie gesteld worden aan het bestaan van een wisselkoersgebied. Dit wordt bevestigd door het feit dat de structurele voordelen van de eurozone tot nu toe beperkt zijn. Rekening houdend met de hoge kosten van de bestrijding van de huidige crisis is de bijdrage van de euro aan de economische groei in de eurozone sinds haar ontstaan verwaarloosbaar.
3. Een belangrijk voordeel van het verlaten van de eurozone is de mogelijkheid van devaluatie van de nationale munt. De ervaring leert dat externe devaluatie effectiever is om de concurrentiepositie van een land te versterken dan interne devaluatie (dat wil zeggen herstel van concurrentiekracht door loon- en prijsmatiging).
4. Ongeacht of landen uittreden of niet zal er substantieel afgeschreven moeten worden op de leningen aan Zuid-Europese landen om deze landen perspectief te geven. Of de afschrijving groter of lager uitvalt bij uittreding van een of meerdere landen is op voorhand moeilijk te bepalen en hangt sterk af van de condities waaronder de uittreding verloopt.
5. Het volledig verlaten van de euro is op grond van economische afwegingen inferieur ten opzichte van de beleidsopties waarbij de eurozone in kleinere vorm blijft bestaan. Omdat een aantal landen binnen de huidige eurozone wel voldoet aan de criteria van een optimale muntunie, is het volledig opbreken van de euro in nationale munten onnodig kostbaar.
6. Het opsplitsen van de huidige euro in een neuro en zeuro is op grond van economische afwegingen inferieur ten opzichte van uittreding van een of enkele landen uit de eurozone, omdat de landen die in aanmerking komen voor de zeuro-zone slecht tot matig voldoen aan de criteria van een optimale muntunie.
7. De afweging van de drie resterende beleidsopties is niet eenduidig en sterk afhankelijk van de inschatting van risico's. Indien de huidige eurozone in staat blijkt een betrouwbaar institutioneel kader te scheppen waardoor het beter gaat beantwoorden aan de criteria van de optimale muntunie, is deze beleidsoptie de meest gunstige. Maar er bestaan aanzienlijke risico's die de kans daarop verkleinen. Zo vertoont de productiestructuur van de eurolanden grote diversiteit en is het aandeel van de export van Zuid-Europa naar Noord-Europa sinds de euro gedaald in plaats van gestegen. Ook de kans op meer onderlinge transfers, homogene beleidspreferenties en meer solidariteit is gering. Dit maakt deze optie minder aantrekkelijk.
8. Uittreding van Griekenland is zowel voor Griekenland als de resterende eurozone aantrekkelijker dan voortgaande integratie met Griekenland. De stabiliteit van de resterende eurozone neemt op lange termijn toe, omdat beter wordt voldaan aan de criteria van de optimale muntunie. De uittreding biedt Griekenland meer perspectief op economisch herstel mits aan vijf voorwaarden wordt voldaan: 1 dat de uittreding goed gemanaged wordt; 2 dat

substantieel wordt afgeschreven op de leningen aan Griekenland; 3 dat financiële ondersteuning van Griekenland wordt geboden tijdens de transitie; 4. dat Griekenland zelf de voordelen van uittreding inziet en voor de uittreding kiest; 5. dat na de uittreding Griekenland volwaardig lid blijft van de EU met recht op aanspraak op structuurfondsen. Onder deze voorwaarden is te voorzien dat de economische groei in Griekenland en de eurozone hoger is en de afschrijving op schulden lager. Eventueel kan tijdelijk gebruik worden gemaakt van een parallelle munt gedurende de overgangsfase. De uittreding van Griekenland dient gepaard te gaan met een ontwerp van exit-condities voor deelname aan de eurozone. Dit disciplineert de overige eurolanden en verhoogt de kans op een succesvolle verdere integratie van de eurozone.

9. Als meerdere Zuid-Europese landen (Griekenland, Spanje, Portugal en Cyprus) uit de euro treden en overgaan tot nationale munten, treden vergelijkbare effecten op als bij de Grexit, maar op grotere schaal. In vergelijking met de Grexit heeft deze beleids optie als voordeel dat de resterende eurozone beter aan de criteria van een optimale muntunie voldoet, waardoor de kans op succesvolle integratie toeneemt. Een belangrijk nadeel is dat de concurrentiepositie van de landen binnen de resterende eurozone die het minst voldoen aan de criteria van een optimale muntunie (vooral Frankrijk en Italië) extra onder druk komt en daarmee de stabiliteit van de kleinere eurozone.

Inhoudsopgave

Woord vooraf	11
1 Inleiding	13
2 Convergentie en divergentie tussen Eurolanden	15
3 Beleidsopties	24
4 Economische analyse	27
4.1 Theorie van de optimale muntunie (OCA theorie)	29
4.2 Toepassing van economische criteria van OCA theorie	30
4.3 Kosten van opsplitsing van de euro	33
4.4 De gevolgen van devaluaties	35
5 Politieke analyse	42
5.1 Toepassing van politieke criteria van OCA theorie	43
5.2 Andere politieke overwegingen	47
6 Implicaties voor vijf beleidsopties	53
6.1 Verdere integratie van de Eurozone	53
6.2 Uittreding van Griekenland	57
6.3 Uittreding van een aantal Zuid-Europese landen	62
6.4 Een neuro en een zeuro	64
6.5 Terug naar nationale munten	70
7 Conclusies en beleidsimplicaties	71
7.1 Hoofdstuk 4	71
7.2 Hoofdstuk 5	74
7.3 Hoofdstuk 6	77
Literatuur	79
Appendix 1 Kernpunten van verdere integratie van Eurozone	83
Appendix 2 Ervaringen van financiële crisis in het verleden	84
Appendix 3 De Matheo Solution	86
Appendix 4 Bilaterale handelsrelaties tussen Eurolanden	88

Woord vooraf

Deze studie naar het toekomstperspectief van de euro is verricht in opdracht van het wetenschappelijk instituut van de ChristenUnie. Ondanks het feit dat er vrijwel dagelijks bijdragen over de euro in de krant verschijnen, zijn er toch betrekkelijk weinig studies beschikbaar waarin verschillende beleidsopties systematisch met elkaar worden vergeleken. Overheden en centrale banken zijn zeer terughoudend om analyses over alternatieven voor de huidige euro naar buiten te brengen, omdat elke officiële voorbereiding een dynamiek in gang kan zetten die de druk op de euro verder doet toenemen. Veel uitlatingen van beleidsmakers zijn daarom in hoge mate strategisch en bieden weinig inzicht voor een onafhankelijke afweging.

Hoewel er wel verschillende studies zijn gedaan naar mogelijke effecten van het opbreken van de euro, kan men zich afvragen hoe onafhankelijk deze studies zijn. Partijen die deze studies verrichten (of hebben laten verrichten) hebben soms een duidelijk belang bij een bepaalde uitkomst en neigen daarom de nadruk te leggen op bepaalde risico's terwijl andere risico's bewust of onbewust onderbelicht blijven.

Van de ChristenUnie is bekend dat zij kritisch staat tegenover steunverlening aan Griekenland en verdere Europese integratie. Om de onafhankelijkheid van de studie zoveel mogelijk te garanderen is er een klankbordgroep geformeerd, die naast advies ook de nodige bijsturing zou kunnen geven mocht informatie eenzijdig worden weergegeven of geïnterpreteerd. Hierbij wil ik Eelke de Jong, Niek Vogelaar en Trineke Palm hartelijk danken voor de buitengewoon plezierige en constructieve wijze waarop zij gestalte hebben gegeven aan hun klankbordfunctie. Vooral Eelke de Jong wil ik danken voor de vele nuttige suggesties die mij hebben geholpen om in korte tijd wegwijs te worden in de vele aspecten die van belang zijn voor het onderzoek naar de euro. Zijn expertise op het gebied van internationale monetaire economie was van onmisbare waarde om de kwaliteit van deze studie steun te geven. Of dit ertoe heeft geleid dat het onderzoek onafhankelijk en adequaat is uitgevoerd, moet de lezer zelf beoordelen.

Mijn hoop is dat de studie door het combineren van verschillende inzichten en de kritische weging ervan bijdraagt aan de noodzakelijke verdere bezinning over de toekomst van de euro en in het bijzonder aan het denken hierover binnen de ChristenUnie. Gegeven de beperkte opzet en middelen van het onderzoek biedt deze studie slechts een aanzet van analyse. Verder onderzoek zou de analyse verder kunnen verdiepen en verwachte effecten kunnen bijstellen. Evenwel zal ook bij een forse onderzoeksinspanning de onzekerheid nauwelijks afnemen, omdat deze inherent is aan het onderwerp van deze studie. Dat laat onverlet dat, gegeven de fundamentele onzekerheden waaronder het beleid moet worden vormgegeven, het van groot belang is dat alle alternatieven meegewogen worden.

J.J. Graafland

1 Inleiding

Sinds in 2008 Lehman Brothers viel, is het alle hens aan dek voor economische beleidsmakers. Wat begon als een crisis op de huizenmarkt in de Verenigde Staten, breidde zich achtereenvolgens uit tot een internationale financiële crisis, een economische crisis met een aanzienlijke daling van het BNP en een verslechtering van de overheidsfinanciën en nu een Europese schuldencrisis. Een gemeenschappelijk element in veel landen is dat de combinatie van een verslechtering van de financiële sector en een verslechtering van de overheidsfinanciën een explosieve situatie creëerde, waarbij verschillende vliegwieleffecten ontstonden (Blundell-Wignall en Slovik, 2011). Overheden in landen als Ierland, België, Frankrijk of Spanje moesten hun banken steunen om een implosie van de financiële sector te voorkomen. Maar daardoor dreigden zij zelf het vertrouwen van de financiële markten te verliezen vanwege de zware financiële lasten en risico's die hieraan verbonden waren. De daaruit resulterende afwaarderingen van overheidsschuld brachten vervolgens de banken die in overheidspapier geïnvesteerd hadden verder in problemen. Studies laten zien dat sinds 2007 de financiële markten hoge overheidstekorten- en schulden steeds meer afstraffen door hogere rentes (risicopremies) voor de financiering ervan te eisen (Attinasi e.a. 2009).

Een van de vele effecten van de crisis was een toenemende divergentie in het vertrouwen in de economische situatie van verschillende Europese landen. De uitwerking van de crisis bleek sterk afhankelijk van de specifieke economische situatie van landen. Terwijl bijvoorbeeld in Duitsland de banken evengoed grote schade leden door de crisis, bleef het vertrouwen in de Duitse economie groot. Dit was te danken aan het feit dat het over een zeer concurrerende economie beschikte. Bijgevolg herstelde de economische groei zich spoedig en konden de overheidsfinanciën in het gareel worden gebracht. In andere, vooral Zuid-Europese, landen, bracht de crisis een diepe vertrouwensbreuk teweeg in het vermogen van deze landen om zelfstandig de controle over de economie en de overheidsfinanciën terug te winnen. Dit kwam tot uitdrukking in oplopende rentes bij de herfinanciering van de staatsschuld in deze landen (en dalende rentes in landen die wel het vertrouwen van de financiële markten behielden). Hierdoor dreigden de pessimistische verwachtingen vanzelf bewaarheid te worden. Een overheidsschuld wordt onhoudbaar als het zogenaamde primaire overheidsoverschot (dat wil zeggen het verschil tussen overheidsinkomsten en overheidsuitgaven exclusief de rentelasten) niet voldoende is om de kosten van de schuld te betalen. De verschillen in de rentestanden weerspiegelen volgens de theorie de inschatting van de markt van de kans dat een overheidslening om die reden niet terug betaald wordt (Blundell-Wignall en Slovik, 2011).¹

Deze verschillen hebben een geweldige druk op Europese beleidsmakers gezet om door aanvullend beleid de situatie te keren. Vooral voor landen die het meest kwetsbaar bleken, was het van groot belang dat de EU verantwoordelijkheid nam om tot een meer gelijkmatige verdeling van risicopremies te komen om zodoende de druk op de overheidsfinanciën te verminderen. Maar vanwege de verschillen in visie tussen Europese

¹ In de praktijk werken markten echter lang niet altijd zo disciplinerend. In euforische tijden worden risico's vaak te laag ingeschat (Boot, 2011)

landen op het wenselijk geachte beleid werden er maar mondjesmaat maatregelen getroffen. Daardoor bleef het noodzakelijk herstel van het vertrouwen van de financiële markten in deze landen uit.

Door de aanblijvende druk en dreiging van complete ontsporing van de overheidsfinanciën en/of het failliet gaan van banken in sommige landen, hebben de Europese beleidsmakers in de loop van het afgelopen jaar niettemin toch belangrijke stappen gezet in de richting van meer Europese integratie. Het daarmee ingeslagen pad is echter controversieel. Onder economen is er een belangrijke onderstroom die grote bezwaren heeft tegen deze door de economische situatie afgedwongen vorm van integratie. Gebleken is immers dat de economieën die in de EMU verenigd zijn sterk van elkaar verschillen. Een werkelijke convergentie in economische prestaties is nodig om een gemeenschappelijke muntunie tot een succes te maken. Maar er bestaat gerede twijfel of het mogelijk zal zijn door middel van economische hervormingen de divergentie en de al maar groeiende schulden en kredieten blijvend een halt toe te roepen. Mede hierom bestaan er bij sommige politieke stromingen grote bezwaren tegen de centralisatie van bevoegdheden en de afgedwongen solidariteit tussen Europese landen. Immers, als de polsstok van de verdergaande economische integratie niet lang genoeg blijkt voor een duurzaam herstel van de economie in de landen die er nu het slechtste voorstaan, kan de toch al kwetsbare steun voor het Europese project onder de bevolking verder afkalven. De huidige beleidsreactie vormt dan juist een risico voor de verdere ontwikkeling van het Europese project van vrede en samenwerking.

Het is de vraag hoe reëel vanuit economisch en politiek opzicht deze bezwaren zijn en of er alternatieven zijn voor de aanpak van de eurocrisis. Omdat dit onderzoek verricht wordt in opdracht van het wetenschappelijk instituut van de ChristenUnie, hebben wij deze brede vraag ingeperkt en richt het onderzoek zich meer specifiek op de wenselijkheid van de euro. De ChristenUnie heeft in het verleden aangegeven dat het *splitsen van de euro* in twee munten (neuro en zeuro) een mogelijk alternatief is voor het handhaven van de euro. In dit onderzoek willen wij deze beleids optie vergelijken met vier andere beleids opties als een uitweg uit de eurocrisis. De tweede beleids optie is een *verdergaande integratie* van de Europese economieën door een samenhangend pakket van institutionele maatregelen voor de eurolanden, waaronder een bancaire unie en een begrotingsunie. De derde en vierde beleids opties vormen een middenweg en bestaat uit het *verlaten van een of enkele landen van de EMU*. De vijfde beleids optie is het andere uiterste waarbij alle EMU landen *terugkeren naar een nationale munt*. De **centrale onderzoeksvraag** in dit rapport is welke beleids optie(s) de meeste garantie biedt op een duurzame economische ontwikkeling van de landen in de EMU.

De recente beleidsontwikkelingen binnen Europa maken overigens onwaarschijnlijk dat er politieke steun komt voor een (substantiële) omvorming van de eurozone. De huidige topbestuurders binnen Europa (waarvan het merendeel uit Zuid-Europa) is sterk gecommitteerd aan het voortbestaan van de huidige eurozone en er worden steeds meer

stappen gezet die een alternatief zeer kostbaar maken.² Velen denken dat het ‘point of no return’ al gepasseerd is. Dit betekent niet dat bezinning op de eurozone overbodig is. Want ook bij een verdere integratie zijn er veel politieke beslissingen nodig waar het van groot belang is om de risico’s te verdisconteren. Bovendien zijn in het recente verleden te vaak ondenkbare veranderingen voor onmogelijk gehouden, die door onverwachte ontwikkelingen wel politiek relevant werden (zoals de overname van banken door de staat). Ook voor politici die zich door TINA (There Is No Alternative) laten leiden, is een fundamentele bezinning op alternatieven gewenst om voorbereid te kunnen zijn als ontwikkelingen toch een andere wending nemen.

De inhoud van de studie is als volgt. Hoofdstuk twee geeft een beschrijving van de divergentie tussen de economieën van de eurolanden sinds de introductie van de girale euro in 1999, die de achtergrond vormt voor de vertrouwenscrisis in sommige landen. Hoofdstuk drie beschrijft de beleidsopties die onderwerp zijn van onderzoek: versnelde Europese integratie, uittreding van een of meerdere landen uit de euro, opsplitsing van de euro in een neuro en een zeuro en een volledige terugkeer naar nationale munten. Hoofdstuk vier en vijf bieden vervolgens een kwalitatieve economische en politieke analyse van verschillende mechanismen die verbonden zijn met deze beleidsopties. Hoofdstuk zes past deze analyse toe op de vijf beleidsopties en evalueert deze aan de hand van een vijftal criteria. Hoofdstuk zeven sluit af met conclusies.

2 Convergentie en divergentie tussen Eurolanden

“The Euro was a noble experiment, but it has failed”

(Robert Barro, Wall Street Journal, 10-1-2012, “An exit strategy from the Euro”)

De start van de euro en convergentie in inflatie

Het project van de gemeenschappelijke muntunie kreeg in 1992 vorm met het Verdrag van Maastricht en de latere oprichting van het Europees Monetair Instituut (EMI) in 1994.³ Op 2 mei 1998 besloot de Raad van de Europese Unie dat elf lidstaten hadden voldaan aan de vereisten voor deelname aan de invoering van de gemeenschappelijke munt op 1 januari 1999. De eerste deelnemers waren België, Duitsland, Spanje, Frankrijk, Ierland, Italië, Luxemburg, Nederland, Oostenrijk, Portugal en Finland. Het aantal deelnemende lidstaten steeg naar twaalf op 1 januari 2001, toen Griekenland begon aan de derde fase van de EMU. Slovenië

² Maar echt zeker weten doen wij niet. Want als er toch serieuze plannen zouden bestaan om de eurozone aan te passen, dan is het afgeven van een sterk commitment aan de huidige eurozone ook geboden om de markt volledig te kunnen verrassen wanneer men daadwerkelijk overgaat tot een verandering van de eurozone.

³ In de eerste fase van de EMU werd de Europese kapitaalmarkt vrijgemaakt. Dit betekende onder meer dat burgers van de Europese Unie in elke lidstaat een bank- en spaarrekening konden openen, een hypotheek konden afsluiten en aandelen en obligaties vrij konden verhandelen. In de tweede fase werd de EMI opgericht. Het Europees Monetair Instituut had ten doel om de werkzaamheden voor de Europese Monetaire Unie voor te bereiden. Het Instituut is in 1999 herdoopt in de Europese Centrale Bank. In de derde fase werd de euro ingevoerd als gemeenschappelijke munt in het girale verkeer.

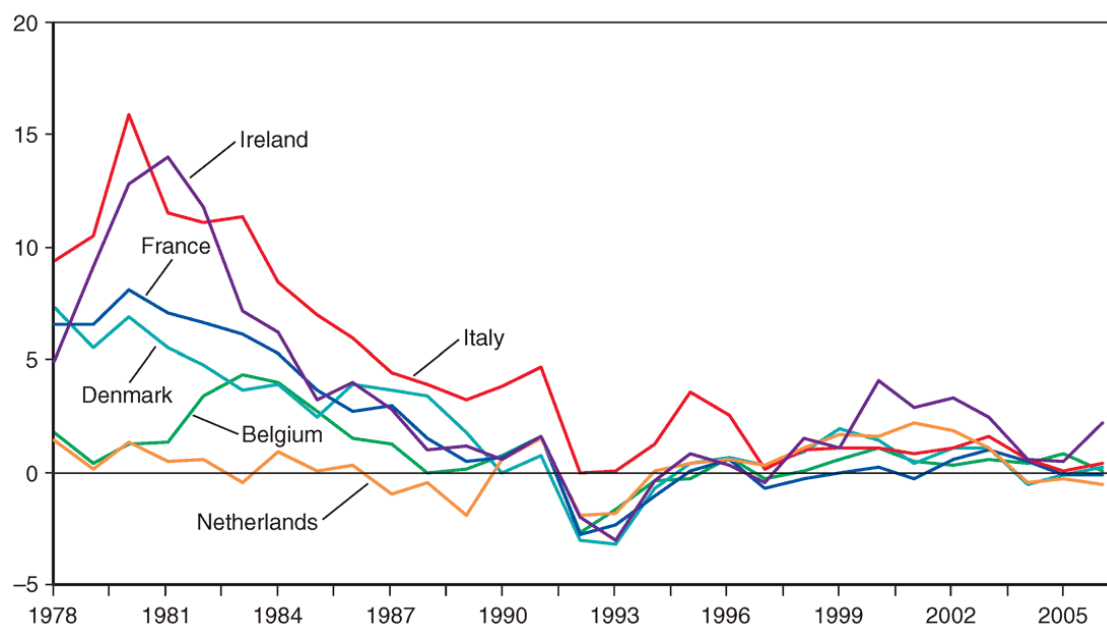
werd op 1 januari 2007 het dertiende lid van het eurogebied, gevolgd door Cyprus en Malta op 1 januari 2008, door Slowakije op 1 januari 2009 en door Estland op 1 januari 2011.

Bij de start van de EMU voldeden Italië en België (en, naar later pas gebleken is, Griekenland) overigens niet aan de toetredingscriteria. Italië had bijvoorbeeld bij toetreding in 1998 een netto overheidsschuld van 106% van het BNP (tegen een maximaal toegestane schuld van 60% van het BNP) en een geschiedenis met hoge overheidstekorten, inflatie en regelmatige devaluatie. De toelating tot de EMU van Italië was vooral om politieke redenen.

Een monetaire unie gaat een stap verder dan een systeem van vaste wisselkoersen. Men heeft immers dezelfde munt en hetzelfde monetaire beleid. Net als een vaste wisselkoers kan het een disciplinerend effect hebben op de landen die anders een te ruim monetair beleid en daarmee een te hoge inflatie zouden hebben. Omdat de eurolanden in de jaren voor de EMU de facto al een vaste wisselkoers hadden is veel van deze convergentie al voor die tijd gerealiseerd (zie figuur 1).

Figuur 1

Country's annual inflation less Germany's annual inflation
(percent per year)



Bron: Krugman, Obstfeld en Melitz (2012)

Toch structurele divergentie in lopende rekening

Uit Tabel 1 blijkt dat er sinds de derde fase van de EMU op sommige gebieden wel, maar op andere gebieden geen sprake is geweest van convergentie.⁴ Het laatste kan worden geïllustreerd aan het verloop van de betalingsbalans, welke voor Griekenland, Portugal en

⁴ Met name de werkloosheidsvoet is in landen als Spanje en Ierland spectaculair gedaald. In de afgelopen jaren steeg de werkloosheid in beide landen overigens weer fors mede door het leeglopen van de vastgoedbubbel.

Spanje een groot negatief saldo liet zien en een verslechtering ten opzichte van de periode voor 1999. In mindere mate geldt dit ook voor Ierland, Frankrijk en Italië, terwijl stabiele Eurolanden als Duitsland, Finland, Luxemburg en Nederland en in mindere mate Oostenrijk en België een overschot hadden en geen verslechtering ten opzichte van de periode voor 1999 lieten zien (uitgezonderd België). Berger en Nitsch (2010) concluderen daarom dat de grootte en persistentie van de onevenwichtigheden van de lopende rekening zijn toegenomen na de introductie van de euro. Dit duidt erop dat er een groot verschil aan concurrentiekracht tussen de verschillende EMU-landen aanwezig bleef in de periode tussen 1999 en 2011. Enerzijds komt dat doordat Noord-Europese landen innovatievere industriële producten en diensten aanbieden dan de Zuid-Europese landen (die voor een aanzienlijk deel afhankelijk zijn van landbouw en toerisme). Een recent onderzoek van Wierds e.a. (2012) laat zien dat de export van de Noord-Europese landen (België, Luxemburg, Duitsland, Frankrijk, Nederland, Oostenrijk) naar opkomende markten in Oost-Europa, Azië en Zuid-Amerika veel hoger is dan de export van de zuidelijke periferie naar opkomende markten. Omdat opkomende landen een hogere inkomensgroei hebben, kunnen de Noord-Europese eurolanden hiervan profiteren. DNB verklaart dit verschil uit het feit dat het aandeel van technologisch hoogwaardige fabricaten in de export van landen in de zuidelijke periferie veel lager is dan in de Noord-Europese landen. Daarnaast is dit het gevolg van een hogere arbeidsproductiviteitsgroei van de Noord-Europese landen als gevolg van de automatisering en digitalisering van industriële productie en commerciële dienstverlening. De arbeidskosten zijn daardoor per eenheid product veel lager (Rodenburg en Zuidhof, 2012). Tussen 1998 en 2011 stegen de arbeidskosten per eenheid product in Frankrijk (28%), Ierland (36%), Spanje (38%) en Italië (40%) veel meer dan in Duitsland (6%). Doordat alle landen gebonden zijn aan dezelfde wisselkoers, leidt dit ertoe dat de munt in feite ondergewaardeerd is voor de Noord-Europese landen en overgewaardeerd voor de Zuid-Europese landen, met als gevolg een groeiend verschil in handelsbalans. Volgens Bofinger (2012) is de relatief zwakke euro zelfs de belangrijkste factor waardoor de Duitse export zo heeft kunnen floreren.

Overigens kan deze scheefgroei in handelsbalans niet alleen de Zuid-Europese landen worden verweten. Even goed kan men de noordelijke landen aanrekenen dat hun groei teveel was gebaseerd op export naar de zuidelijke landen en te weinig op groei van de binnenlandse markt. Dit was mede het gevolg van de relatief hoge reële rente in de noordelijke landen in vergelijking met de zuidelijke landen als resultante van het uniforme monetaire beleid van de ECB. In de private sector in Duitsland zijn de besparingen 8% van het BNP hoger dan de investeringen. De oorzaken hiervan zijn deels demografisch van aard, maar zijn ook een gevolg van het feit dat Duitsland zijn groei op export baseert en te weinig op binnenlandse bestedingen (Rajan, 2010). Omdat Duitsland tegelijkertijd een conservatief beleid voert ten aanzien van overheidstekorten en de overheid een gering spaartekort heeft, leidt dat tot onderbesteding. De hoge besparingen zochten een uitweg in investeringen in de zuidelijke landen, waardoor de reële rente daar laag kon blijven en een situatie van overbesteding bevorderd werd. De lage reële rente in de zuidelijke landen indiceert dat het onverantwoorde leengedrag aan de zuidelijke landen niet zozeer een gevolg was van een vraaggedreven bubbel, maar veeleer van een excessief aanbod van financiële middelen wereldwijd.

Tabel 1 Economische ontwikkeling binnen de eurozone^a

	Groei BNP per jaar	Inflatie ^b	Werkloosheidsvoet ^c	Financierings-Overschot overheid (% BNP) ^d	Bruto Overheidsschuld (% BNP, 2010) ^e	Betalingsbalans (% BNP) ^e
1999-2011						
België	1.8	2.1	7.8	-0.4	96	2.7
Duitsland	1.2	1.5	8.8	-2.2	83	4.7
Finland	2.4	1.8	8.5	4.1	48	5.4
Frankrijk	1.5	1.8	9.0	-2.7	82	0.0
Griekenland	2.4	3.3	10.1	-5.4	144	-9.1
Ierland	3.7	2.5	6.1	1.5	95	-1.9
Italië	0.7	2.2	8.2	-2.9	118	-1.5
Luxemburg	3.7	2.6	3.8	2.3		9.4
Nederland	1.9	2.2	3.8	-0.6	63	5.3
Oostenrijk	1.9	1.8	4.3	-1.6	72	1.8
Portugal	1.2	2.5	7.6	-3.7	93	-9.6
Spanje	2.6	2.8	11.9	0.3	61	-5.7
1991-1999						
België	4.4		8.5	-2.9	124	5.3
Duitsland	1.4	1.8	8.1	-2.2	59	-0.7
Finland	3.9	1.9	13.2	-2.4	54	4.6
Frankrijk	1.9	1.5	10.3	-3.9	58	1.9
Griekenland					97	-2.9
Ierland			12.7	0.4	67	2.1
Italië	1.4	3.9	10.3	-5.0	118	2.5
Luxemburg			2.6	2.7	7	10.7
Nederland	3.2	2.4	5.6	-3.3	71	5.3
Oostenrijk	2.5	1.8		-3.5	66	-2.5
Portugal			5.9	-4.5	56	-4.9
Spanje	2.8	3.9	18.1	-4.9	65	-0.5

^a Bron: Eurostat

^b Voor 1991-1999: op basis van nationale valuta, consumptieprijsindex

^c Voor 1991-1999: gemiddelde over 1991-1998

^d Voor 1999-2011: Gemiddelde gedurende 2000-2007; Bron Teulings e.a. (2011), blz. 15; Voor 1991-1999: gemiddelde over 1995-1998

^e Voor 1991-1999: gemiddelde over 1995-1998

Strikt genomen hoeft divergentie in de lopende rekening niet tot structurele problemen binnen een muntunie te leiden. Landen met een overschot op de lopende rekening moeten dit overschot dan wel risicovol investeren in de gebieden met een tekort op de lopende rekening. Duitse banken belegden bij voorkeur met een vaste rente in Zuid-Europese landen. Ze waren veel terughoudender in het beleggen in aandelen in buitenlandse bedrijven. Dit betekende dat de tekorten op de lopende rekening van de zuidelijke landen werden gefinancierd met leningen (staatsschulden) en niet met beleggingen in bedrijven in die landen. Was het laatste wel gebeurd, dan waren investeerders zich eerder gaan afvragen of de investeringen wel

zouden renderen en terughoudender geworden. Daardoor hadden de zuidelijke landen hun invoer moeten matigen, waardoor de export vanuit de noordelijke landen was afgezwakt en daarmee de divergentie in de lopende rekening binnen de eurozone. Bovendien zou het risico bij de investeerders hebben gelegen en niet alleen bij de lening ontvangende partij in het zuiden van Europa. Daardoor zou het probleem van te grote schuldenlasten afgeremd zijn (De Jong, 2012c).⁵ Dit laat zien dat de schuldencrisis mede veroorzaakt is door de noordelijke Europese landen.

Convergentie in rente niveau

Dit brengt ons bij een ander voor veel economen onverwacht gevolg van de introductie van de euro. Men had verwacht dat door de euro de rentes in de verschillende landen naar elkaar toe zouden groeien, omdat het risico van een devaluatie van de wisselkoers is verdwenen. Men had echter *niet* verwacht dat de rentes op staatsleningen bijna aan elkaar gelijk zouden worden. De gedachte was namelijk dat de kapitaalverstrekkers nog steeds een extra vergoeding zouden vragen voor het feit dat in sommige landen (Italië bijvoorbeeld) de staatsschuld veel hoger was dan in Duitsland. Op de wereldwijde golf van onderwaardering van de risico's gedurende het eerste decennium van deze eeuw deed men dat niet. Hierbij kan een rol gespeeld hebben dat de ECB schuld papier van alle eurolanden in onderpand nam, zonder voor de minder kredietwaardige landen een afslag te berekenen. Het gevolg was dat de rente op staatsleningen van de zuidelijke landen convergeerde naar die van Duitsland. Omdat de inflatie in die landen nog steeds hoger was dan in Duitsland, impliceerde dit een lage reële rente in die landen. In Ierland en Spanje leidde dit tot een stijging in de prijzen van onroerend goed.

Onderzoek heeft aangetoond dat de renteniveaus bepaald door de ECB niet in overeenstemming waren met de fundamentele economische ontwikkelingen in verschillende landen, zoals Duitsland (Hayo en Hofmann, 2006), Griekenland (Arghyrou, 2009) of Spanje (Arghyrou en Gadea, 2012).⁶ Vooral voor Spanje is dat opvallend, omdat Tabel 1 laat zien dat Spanje een relatief hoge economische groei en geen groot financieringstekort of overheidsschuld kende. Wel was de inflatie als gevolg van een starre arbeidsmarkt relatief hoog, waardoor er effectief een reële appreciatie (dat wil zeggen een stijging van de waarde van de munt ten opzichte van andere landen gecorrigeerd voor inflatieverschillen) plaatsvond en de reële rente zelfs negatief werd. Dit leidde niet alleen tot een handelstekort, maar ook tot een grote bubbel in de onroerend goedmarkt, waardoor de economische groei van Spanje in retrospectief een zeer eenzijdig en daardoor kwetsbaar fundament had. Als Spanje geen onderdeel was geworden van de EMU, had de Centrale Bank van Spanje waarschijnlijk een hogere rentevoet gehanteerd om de inflatiedruk te verminderen (Arghyrou en Gadea, 2012).

⁵ De Jong pleit er daarom voor om een bepaling in leningen op te nemen dat in tijden van crisis een deel automatisch wordt omgezet in aandelen of dat geen rente meer wordt vergoed als een land met een onbetaalde schuld dreigt te worden opgezaald.

⁶ Nechio (2011) laat zien dat de target rate van de ECB in de periode voor 2008 te laag was voor de perifere Europese landen (Griekenland, Ierland, Portugal en Spanje), maar na het uitbreken van de economische crisis na 2008 te hoog.

Dit had de bubbel in de onroerende goedmarkt afgeremd. Juist door het uniforme monetaire beleid binnen de EMU is Spanje dus zo kwetsbaar geworden voor de economische crisis vanaf 2008. Gegeven de institutionele setting van de EMU kon de ECB overigens weinig anders doen dan prijsstabiliteit voor de EMU als geheel nastreven. Er was geen ruimte om de macro onevenwichtigheden van specifieke landen te bestrijden.

Uiteenlopen van loonkosten per eenheid product

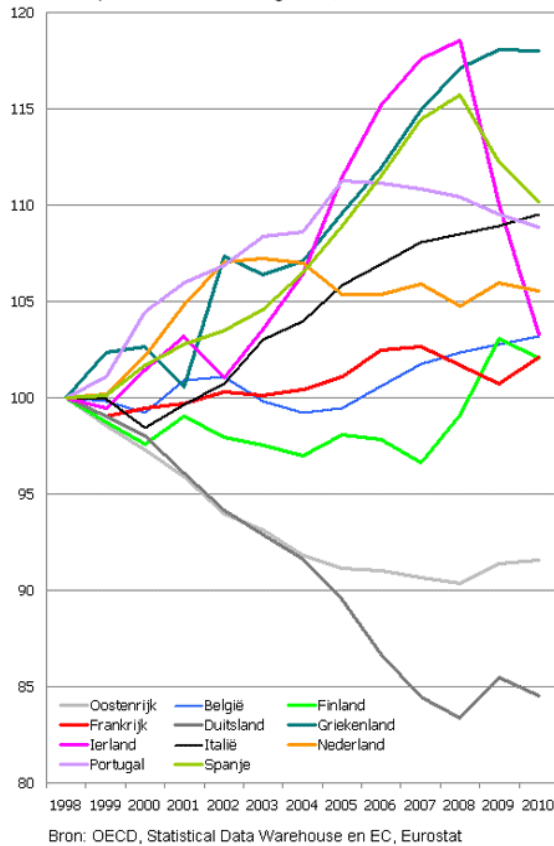
De onderbesteding in de noordelijke eurolanden en overbesteding in de zuidelijke eurolanden verklaren ook mede de verschillen in inflatie die bepalend zijn voor de concurrentiekracht van een land. Deze verschillen in inflatie dateren al van voor de EMU. Nederland had al in de jaren '80 een vergelijkbare inflatie als Duitsland, maar landen als Italië, Spanje en Griekenland hadden voortdurend een hogere inflatie. Dit leidde er dan ook toe dat zij met een zekere regelmaat hun munt devalueerden ten opzichte van de Mark teneinde hun concurrentiepositie te behouden. In feite heeft de invoering van de Euro dit beeld niet ingrijpend veranderd, want sinds 2002 hebben de Zuid-Europese landen voortdurend een hogere inflatie gehad dan het gemiddelde van de eurozone (Rodenburg en Zuidhof, 2012). De index van de arbeidskosten per eenheid product is als gevolg hiervan tussen 1970 en 2012 enorm uit elkaar gegroeid, van 255 voor Duitsland (1970=100) tot 4560 voor Portugal en 7905 voor Griekenland (DNB, 2012a). De mate van divergentie is na 1998 wel minder groot dan in de periode daarvoor. Maar ook nadien stegen de arbeidskosten per eenheid product relatief sterk in Zuid-Europese landen (zie Figuur 2) De reden voor deze aanhoudende verschillen in inflatie wordt vaak gezocht in de verschillende instituties met betrekking tot de arbeids- en goederenmarkt, zoals de mate van ontslagbescherming en toetredingsbarrières tot de goederenmarkt. Volgens Rodenburg en Zuidhof (2012) zijn de structurele verschillen tussen landen als Griekenland en Duitsland moeilijk te bestrijden, omdat zij een afspiegeling zijn van de cultuur van een land. Want Griekenland kent niet alleen een inflexibele arbeidsmarkt, maar ook andere problemen zoals corruptie, cliëntelisme, bureaucratie en een slechte belastingmoraal die de groeicapaciteit van het land beperken. Niettemin hoopten de leden van de monetaire unie bij de oprichting ervan dat de eenwording een impuls zou vormen om hervormingen van de economie door te voeren. Maar terugkijkend moet worden geconstateerd dat de convergentie in inkomen per hoofd in de afgelopen tien jaren meer het gevolg is geweest van stijgende bestedingen, mogelijk gemaakt door goedkoop krediet, dan door aanbod gerichte aanpassingen zoals verbetering van concurrentie op arbeidsmarkt of goederenmarkt (ING, 2012a).

Figuur 2

Arbeidskosten per eenheid

Totale economie

Ten opzichte van het eurogebied, 1998=100



Bron: DNB (2012a)

Financieringstekort en staatsschuld

Een ander structureel verschil betreft de overheidsfinanciën en de staatsschuld, die vooral in Griekenland en Italië hoog zijn. Voor een aantal landen is de staatsschuld opgelopen tot meer dan 90% van het BNP. Deze grens wordt vaak als kritiek beschouwd, omdat zo'n hoge schuld de economische groei belemmert en daarmee de capaciteit om deze af te betalen. Voor een deel is de stijging van de schuld een gevolg van de laagconjunctuur sinds 2008. Landen als Spanje en Ierland hadden tot 2007 zelfs een begrotingsoverschot. Maar ook voorafgaand aan de crisis steeg het structureel begrotingstekort in sommige landen. Landen met een groot tekort *voor* de crisis ondergingen een grotere stijging van het structurele begrotingstekort na de crisis (Gilbert en Hessel, 2012). Een van de redenen dat de structurele overheidsschuld zover heeft kunnen oplopen voor de crisis is de eerder genoemde convergentie in de rente op overheidsschuld in alle EMU-landen vanaf 1995, waardoor de rem op het lenen op de kapitaalmarkt voor landen met een groot tekort verdween. Het CPB meent dat dit echter nog geen voldoende verklaring biedt voor de sterke daling van de rente, omdat vanwege de no-

bailout clause⁷ in het Verdrag van Maastricht investeerders nog altijd het risico liepen dat een land met te hoge schulden niet in staat zou blijken de hele schuld terug te betalen (Teulings e.a., 2011). Het verklaart de sterke convergentie in het rentepeil daarom uit het geloof van de markten dat de no-bailout clause geen stand zou houden als landen die veel van anderen geleend hebben daadwerkelijk in betalingsproblemen zouden komen. De euro en het uniforme monetaire beleid en het daardoor ontstane vertrouwen van de financiële markten in de hele eurozone versterkte op deze manier de divergentie tussen landen. Het Verdrag van Maastricht voorzorg niet in mechanismen die budgettaire convergentie verzekeren en voor zover de regels (de 3% norm voor overheidstekort en 60% norm voor overheidsschuld) wel daarin voorzagen, werden deze al spoedig overtreden door nota bene Duitsland (en ook Frankrijk), waardoor de discipline en de geloofwaardigheid verdwenen. Hierdoor hebben ook andere landen ruimte gekregen voor moral hazard⁸. Duitsland en Frankrijk droegen er zo aan bij dat in de Zuid-Europese landen de begrotingstekorten en staatsschulden konden oplopen.⁹ Dat impliceert dat de euro als eenheidsmunt een rol heeft gespeeld in de totstandkoming en het verloop van de crisis.

Gevolgen van onevenwichtigheden en de rol van financiële markten

Onder invloed van de economische crisis zijn de genoemde verschillen tussen Europese landen als een breekijzer gaan fungeren voor de financiële markten. Begin 2010 ontstonden terechte twijfels over de Griekse staatsfinanciën, die leidden tot een stijgende risicopremie op staatsobligaties. Spoedig volgde een besmettingseffect naar de Portugese en Spaanse economieën, terwijl ook Ierland in grote problemen kwam. Financiële markten en in het verlengde ervan de financiële sector zijn in de afgelopen decennia snel gegroeid. Daarvoor is een drietal oorzaken aan te geven. Ten eerste maken technische ontwikkelingen (de ICT) zeer snelle transacties over de hele wereld mogelijk. In de tweede plaats was er sprake van een vermindering van regelgeving ofwel liberalisering van de markten. Ten derde is er de groeiende beschikbaarheid van grote hoeveelheden te beleggen geld, vooral ook door het ruime monetaire beleid. Op de financiële markten opereren handelaren die in dienst staan van de belangen van beleggers. Achter de keuzes die de markten maken liggen voor een belangrijk deel de belangen van burgers in de rol van spaarder, pensioenopbouwer of gepensioneerde, verzekerde, belegger of belastingbetaler. Naarmate de kans op verlies op een belegging groter is, eisen zij een hoger rendement. Dat kan real time, door verkoop van obligaties op de secundaire markt. Naarmate de marktwaarde van een obligatie daalt, stijgt de daarop betrekking hebbende rentevergoeding als percentage van de nominale waarde (en andersom). Voor zover dat overheidsobligaties betreft, dwingen zij daarmee de desbetreffende regeringen tot een prudenter beleid.

⁷ De no-bailout clause impliceert dat lidstaten in principe hun eigen financiële problemen moeten oplossen. Wederzijdse economische hulp tussen de lidstaten onder elkaar of van de EU aan de lidstaten is in het kader van de EMU slechts binnen een strikt kader voorzien.

⁸ Het begrip moral hazard ofwel moreel risico verwijst naar veranderingen in het gedrag van partijen indien zij daarover niet direct risico lopen.

⁹ Een andere weeffout in het Verdrag van Maastricht is dat niet werd voorzien in Europees banktoezicht.

Deze rol van de financiële sector is echter niet onomstreden. Kapitaalmarkten ofwel de beleggers op die markten onderkennen aanvankelijk onvoldoende de risico's die waren verbonden aan de uitzettingen op de zuidelijke Europese landen. Eerder is aangegeven dat zij mogelijk niet overtuigd waren van de no-bailout clause. Daardoor kwam hun disciplinerende werking te laat. Mede door hun omvang en de technologische mogelijkheden reageren financiële markten razendsnel. Ze zijn nerveus en vertonen kuddegedrag. Toen beleggers constateerden dat de eurozone niet in staat was een nietige economie als Griekenland te stabiliseren, hadden ze ook geen vertrouwen meer in Portugal en Spanje, landen die samen met Ierland kampen met een moeizame financieel-economische ontwikkeling.

Het is de Europese politiek lange tijd nauwelijks gelukt om de markten gerust te stellen. De maatregelen werden gekenmerkt door te weinig en te laat. De opeenvolgende Europese toppen hebben aangetoond dat het beleidsproces in Europa te traag verloopt tegen de achtergrond van de hoge dynamiek van de financieel-economische ontwikkelingen. De noodzaak van politieke steun in nationale parlementen maakt het heel moeilijk voor regeringsleiders een gezamenlijk en overtuigend beleid uit te stippelen. Moeilijke beslissingen werden zo lang mogelijk vooruit geschoven, omdat *a sense of urgency* nodig is om de nationale parlementen mee te krijgen. Een crisisbeleid laat zich moeilijk combineren met de procedures die de (toch al zwakke) democratische legitimiteit van het Europese beleid moeten garanderen. Dat geldt overigens ook voor het democratisch proces binnen landen. Zo lijkt in Italië nu alleen nog een ongekozen (technocratische) regeringsleider in staat om orde op zaken te stellen.

Ondertussen verscherpen de bewegingen vanuit de financiële markten de tegenstellingen in Europa. Landen die met een uitstroom van kapitaal geconfronteerd worden, kunnen alleen nog tegen een relatief hoge rente lenen. Noordelijke landen, waar de geldstromen zich naar verleggen, profiteren daardoor juist van een relatief lage rente. Dat maakt het voor de zwakkere landen bijna onmogelijk weer uit het dal te klimmen. Een van de kritieken op de euro is dan ook dat een gemeenschappelijke muntunie bij divergentie de last van aanpassing niet bij de sterke landen, maar bij de zwakke landen legt. Deze worden gedwongen om via interne devaluatie (dat wil zeggen herstel van concurrentiekracht door loon- en prijsmatiging) hun economie te herstellen en op overheidsuitgaven te bezuinigen (Tepper, 2012).¹⁰

Perspectief is onzeker

Ondanks de vele maatregelen die al genomen zijn, is het nog steeds onzeker of de euro in de huidige vorm zal blijven bestaan. Dit hangt mede af van de economische ontwikkeling. Allerlei scenario's zijn nog mogelijk. Om de gedachten te bepalen beschrijven we twee mogelijke scenario's. In het eerste scenario verloopt het integratieproces steeds overtuigender.

¹⁰ Ierland werd zelfs gedwongen door de ECB om beleggers uit te kopen. Zie <http://www.independent.ie/business/irish/michael-noonan-im-willing-to-overrule-finance-officials-and-release-ecb-letter-on-bailout-3213041.html>.

De Zuid-Europese landen blijken in staat structurele maatregelen te treffen die deze landen op lange termijn concurrerend maken. Portugal en Ierland maken goede vooruitgang. Met de bailout van de Spaanse banken treedt er stabilisatie op. Italië weet onder Monti substantiële stappen te zetten en het vertrouwen in de economie van Italië herstelt. Het beleid vindt daardoor steun onder de bevolking en opvolgende regeringen zetten het beleid van Monti door. De ECB neemt aanvullende maatregelen om de financiële sector in deze landen te stabiliseren, eventueel zonder mandaat.

In het tweede scenario slagen zuidelijke landen er niet goed in om overtuigende structurele maatregelen te treffen. De bezuinigingen in Zuid-Europa doen het BNP daar verder dalen. De situatie blijft verslechteren en de regeringen ontberen de steun van de bevolking om de opgelegde bezuinigingen te realiseren. De neerwaartse spiraal waarin banken en overheden verwickeld zijn wordt niet doorbroken. Duitsland weigert verder uitstel financieel te faciliteren. De ratings van landen en banken dalen verder, ook sterke landen als Nederland en Duitsland worden afgewaardeerd vanwege de hoge lasten die zij in het kader van de reddingsacties op zich genomen hebben en worden mee naar beneden gezogen. Op enig moment leidt dit tot een omvorming van de eurozone.

De mate van waarschijnlijkheid van deze of andere scenario's hangt vanzelfsprekend af van externe condities zoals de economische ontwikkeling in de Verenigde Staten en Azië. De studie heeft niet tot doel om te bepalen welk scenario het meest waarschijnlijk is. Daarvoor is de onzekerheid te groot en het proces van interacties veel te complex. Maar het is wel belangrijk te realiseren dat dit soort scenario's van invloed zijn op de afweging van de verschillende beleidsopties die in deze studie bestudeerd worden. Het onderstreept het grote belang van een fundamentele bezinning op alternatieven naast dat van verdergaande integratie om voorbereid te kunnen zijn als ontwikkelingen toch een andere wending nemen dan gehoopt.

3 Beleidsopties

The Eurozone as designed, has failed. It was based on a set of principles that have proved unworkable at the first contact with a financial and fiscal crisis. It has only two options: to go forwards towards a closer Union or backwards towards at least partial dissolution.

(Martin Wolf, Financial Times, 31 mei 2011)¹¹

Ook al is met de economische crisis duidelijk geworden dat de EMU gefaald heeft, toch betekent dat niet automatisch dat de beste weg voorwaarts een terugkeer naar de oude situatie van nationale wisselkoersen is. Toch is het wel opvallend dat in de meeste studies die verschenen zijn en ook in het feitelijk pad dat de EU volgt bij de bestrijding van de crisis alleen de eerste optie in bovengenoemde citaat serieuze aandacht krijgt. Zelfs in de interessante en leerzame CPB-studie "Europa in crisis" worden de voordelen van het

¹¹ Bron: Teulings e.a. (2011), blz. 11.

terugkeren naar nationale munten met welgeteld twee korte zinnen afgedaan, waarna vervolgens een uitgebreide beschrijving van de kosten van uittreding uit de euro volgt. Dit is opvallend, want er zijn wel degelijk economische aanwijzingen dat een omvorming van de euro ook voordelen kan bieden, zoals in hoofdstuk 4 van deze studie zal blijken. Het is om die reden begrijpelijk dat de ChristenUnie gepleit heeft voor een studie waarin de voor- en nadelen van verschillende opties verder worden onderzocht.

In deze studie hebben wij er daarom voor gekozen om een vijftal beleidsopties te verkennen.

1. Verdere integratie van de huidige eurozone¹²

De beleidsoptie van verdere integratie bestaat uit voortzetting van de huidige eurozone in combinatie met permanent noodfonds, bankenunie, begrotingsunie en een macro onbalans procedure.¹³ De precieze invulling van deze beleidsoptie hangt natuurlijk af van de vormgeving van bovengenoemde elementen. ING (2012a) onderscheidt maar liefst 6 verschillende scenario's waarbij het accent in meer of mindere mate valt op een van mogelijkheden van verdere integratie.

2. Grexit

Naast de optie van verdere integratie van de huidige eurozone onderscheiden wij als eerste variant de optie, waarbij alleen Griekenland de euro verlaat. De reden om deze beleidsoptie mee te nemen, is dat dit misschien wel de meest waarschijnlijke alternatieve beleidsoptie is. Wij gaan er daarbij vanuit dat het verlaten van de euro door Griekenland niet tijdelijk zal zijn. Hoewel technisch mogelijk, heeft dit namelijk grote nadelen. Niet alleen moeten de kosten voor de transitie (uit en weer in de muntunie) dan twee maal gemaakt worden; ook vermindert dit het vertrouwen in de stabiliteit van de muntunie voor andere landen. De muntunie zal dan eroderen tot een blok van landen die met elkaar verbonden zijn via vaste wisselkoersverhoudingen.

3. Meerdere landen verlaten de eurozone

De derde optie is dat meerdere landen de eurozone verlaten. Evenals bij de voorgaande variant gaan wij er daarbij vanuit dat deze uittreding blijvend is. In hoofdstuk 6 zal worden nagegaan welke landen voor deze exit in aanmerking komen.

4. Splitsing euro in neuro en zeuro

In de vierde plaats nemen wij de beleidsoptie in ogenschouw waarin er een splitsing wordt aangebracht tussen een gemeenschappelijke munt voor de noordelijke Europese landen

¹² Bij verdergaande Europese integratie zijn twee varianten mogelijk, met en zonder politieke unie. Het verschil tussen integratie met/zonder politieke unie is te duiden als democratische vs. regeringsfederalisering (Crum 2012). Bij een democratische federalisering wordt de nationale soevereiniteit geofferd ten gunste van monetaire integratie en democratische besluitvorming. Dit zou een sterkere rol voor het Europees Parlement inhouden. Bij regeringsfederalisering gaat de focus op monetaire integratie en nationale autonomie ten koste van de democratische besluitvorming. In deze variant krijgt de ECB een belangrijke rol, evenals de grote lidstaten.

¹³ Voor een korte beschrijving, zie appendix 1.

(neuro) en een gemeenschappelijke munt voor de zuidelijke Europese landen (zeuro), zoals bijvoorbeeld de ChristenUnie overweegt. In hoofdstuk 6 zal worden nagegaan welke landen voor de neuro en zeuro in aanmerking komen.

5. Terug naar nationale munten

De laatste beleids optie is de meest vergaande variant, waarbij alle EMU landen terugkeren naar de nationale munt. Dit is de beleids optie die in een studie in opdracht van de PVV is geanalyseerd.

In onze studie beperken wij ons tot een kwalitatieve analyse. Zo mogelijk zullen wel kwantitatieve gegevens uit andere studies worden gebruikt om de mogelijke omvang van verschillende deeleffecten die naar verwachting optreden in kaart te brengen. Maar omdat de onzekerheid over de effecten van de verschillende beleids opties erg groot is en historische gegevens over het uiteenvallen van een muntunie niet bruikbaar zijn vanwege de uniciteit van de huidige economische situatie, zien wij af van een kwantificering van de economische effecten voor Nederland of voor enig ander EMU-land.

Verder gaan wij ervan uit dat uittreding uit de Euro niet betekent dat het desbetreffende land ook de EU moet verlaten. De verdragen van de EU zeggen niets over de mogelijkheid om uit het eurogebied te stappen, zonder het EU-lidmaatschap op te moeten geven. Zoals het CPB opmerkt, is het denkbaar dat de Europese regels op dit punt worden herschreven of simpelweg terzijde worden geschoven (Teulings e.a., 2011).

Voorts gaan wij ervan uit dat de positie van de EU-landen die niet tot de eurozone behoren onveranderd blijft. Het is denkbaar dat bij een herconfiguratie van de euro ook niet-eurolanden het aantrekkelijk zouden vinden om aan te haken, bijvoorbeeld in een noordelijke eurozone. De huidige problemen met de euro en de enorme dynamiek in de verschillende landen maken dit op korte termijn evenwel niet waarschijnlijk.

Tot slot zal deze studie niet ingaan op de vraag hoe een eventuele opbreking van de euro gemanaged moet worden als men daartoe zou besluiten. Hoe belangrijk deze vraag ook is, beantwoording daarvan vereist een uitvoerige studie die buiten het bestek van deze studie valt. Bovendien bestaan er reeds interessante studies die deze vraag als uitgangspunt nemen (Capital Economics, 2012).¹⁴ Duidelijk is dat een ongeordende opbreking van de euro

¹⁴ Capital Economics (2012) adviseert de volgende maatregelen. Allereerst geheimhouding in de voorbereiding van uittreding; pas wanneer de planning ervan afgerond is dienen partners in de eurozone te worden ingelicht waarvan de samenwerking essentieel is, waaronder de EC en de ECB. Andere organisaties zoals het IMF dient enkele uren voorafgaand aan de bekendmaking van de uittreding gewaarschuwd te worden. Na een publieke bekendmaking wanneer de overgang naar de nieuwe munt zal plaatsvinden, dienen binnenlandse banken en financiële markten gesloten te worden. De nieuwe munt dient tegen een 1:1 verhouding ten opzichte van de euro te worden geïntroduceerd. De autoriteiten dient het gebruik van euro biljetten en munten voor kleine transacties toe te staan totdat nieuwe bankbiljetten en munten beschikbaar komen. Na de introductie van de nieuwe munt dienen binnenlandse banken en financiële markten weer open te gaan. De waarde van de nieuwe munt dient vrij te kunnen depreciëren. De overheid dient haar schuld om te zetten in de nieuwe munt en een duidelijke intentie af te geven dat het de aflossingscondities wil heronderhandelen. Dit dient tot een vermindering van de schuld te leiden tot 60% van het BNP. Zij dient tegelijkertijd duidelijk te maken dat zij de verplichtingen voor de resterende schuld zal nakomen zodra dit praktisch mogelijk is. De nationale bank van het uittredende land dient bereid te zijn een substantiële hoeveelheid aan liquiditeit aan de banken beschikbaar te stellen en de banken te herkapitaliseren. Het uittredende land dient strakke doelen voor inflatie en begrotingsdiscipline naar buiten te

omvangrijke negatieve effecten op de economieën van de eurozone zou hebben. In paragraaf 4.3 gaan we nader in op de transitiekosten die zijn verbonden aan de overgang van de euro naar nationale munten.

4. Economische analyse

Na een beschrijving van de divergentie tussen de economieën van de eurolanden en de daarmee samenhangende vertrouwenscrisis (hoofdstuk 2), werd in het voorafgaande hoofdstuk een vijftal beleidsopties onderscheiden, die een mogelijke oplossing bieden. Bij het doordenken daarvan is gegeven de ontstane situatie van belang dat het daarbij mede aankomt op een goede inschatting van slagingskansen, risico's en kosten.

Iemand die een trektocht maakt door de bergen kan in een situatie terecht komen waarbij het bereiken van de bestemming door allerlei tegenslag heel onzeker wordt. In hooggebergte kan dat levensgevaarlijk zijn. Het probleem waarmee men dan wordt geconfronteerd is dat zowel doorgaan als teruggaan naar de vorige berghut vol gevaren is. Het nadeel van doorgaan is dat men niet weet welke moeilijkheden de tocht nog in petto heeft, men kent de route immers nog niet. Maar teruggaan is ook uiterst onaantrekkelijk. Niet alleen omdat men dan moet erkennen dat men gefaald heeft en de ambities moet opgeven. Maar ook omdat men zich zeer bewust is dat de vele problemen op de heenweg wederom overwonnen zullen moeten worden en het wel zeker is dat men de hut niet voor het invallen van het duister kan bereiken.

Een soortgelijk dilemma schetst ook het citaat van Wolf waarmee hoofdstuk drie inzette. Nu de euro in crisis is, zijn er volgens Wolf twee opties: of met versneld tempo doorgaan met de economische en monetaire integratie van de EMU landen; of teruggaan naar de oorspronkelijke situatie. Welke van deze beide uitersten het verstandigst is hangt af van hoe men de slagingskansen van een verdere integratie inschat afgezet tegen de voordelen van het terugkeren naar de situatie van voor de euro. Aan beide opties zijn hoge risico's en kosten verbonden. De vraag is dus op welke manier het verlies, dat toch genomen moet worden, voor welke optie men ook kiest, het beste kan worden genomen. Wat biedt op lange termijn de beste garantie voor een duurzame economische ontwikkeling van de landen in de EMU?

Om deze vraag te onderzoeken, volgt allereerst een uiteenzetting van de theorie van een optimale muntunie (4.1), ten einde een toetsingskader te formuleren voor het duurzaam succesvol bestaan van een muntunie. Vervolgens passen we deze theorie toe op de eurozone (4.2). Deze analyse is niet eenduidig positief. Aan opsplitsing van de euro zijn echter nadelen en kosten verbonden, die onder 4.3 worden behandeld. Het naast elkaar laten bestaan van verschillende munten biedt de mogelijkheid om economische scheefgroei te herstellen door wijzigingen in de wisselkoers. Voor de zuidelijke eurolanden is daarbij met name devaluatie aan de orde. De gevolgen daarvan worden onder 4.4 beschreven.

brenge en loonindexatie te verbieden. Tevens dient zij voort te gaan met structurele hervormingen om de flexibiliteit van product- en arbeidsmarkten te verbeteren. De autoriteiten dienen duidelijkheid te verschaffen ten aanzien van legale kwesties, waaronder het EU lidmaatschap van het uitredende land en de wijze waarop internationale contracten die in euro's luiden behandeld zullen worden. Daarnaast vermeldt Capital Economics (2012) nog een aantal condities waaraan de landen die binnen de eurozone blijven moeten voldoen.

4.1 Theorie van de optimale muntunie (OCA theorie)

In de optimale wisselkoersgebied (OCA; Optimum Currency Area) theorie is een aantal economische en politieke criteria ontwikkeld aan de hand waarvan getoetst kan worden of het voor een groep landen optimaal is om samen een muntunie te vormen. In deze paragraaf belichten wij de economische criteria.

Er zijn verschillende voor- en nadelen verbonden aan een muntunie (zie ook paragraaf 4.2). Het CPB wijst op vier verschillende positieve effecten van de euro (Teulings e.a., 2011). Allereerst leidt de gemeenschappelijke munt tot een daling van transactiekosten (vanwege het vervallen van het omwisselen van munten en uitschakelen van wisselkoersrisico en de afdekking daarvan op de financiële markt). Dit heeft geleid tot meer handel en een daling van productiekosten. Daarnaast neemt ook de transparantie in prijzen toe, hetgeen de concurrentie versterkt. Baldwin e.a. (2008) schat dat als gevolg van de EMU de handel tussen eurolanden met 5% is toegenomen. In de tweede plaats heeft de euro buitenlandse investeringen binnen de EMU landen bevordert vanwege het verminderde wisselkoersrisico. Geschat wordt dat het effect 15 tot 30% is sinds het ontstaan van EMU. Een derde voordeel van de euro is dat de rente op overheidsschuld gedaald is. Omdat er veel meer kopers en verkopers zijn, is de markt meer liquide en lopen investeerders minder liquiditeitsrisico. Een laatste voordeel van de euro is dat de geloofwaardigheid van het monetaire beleid toenam doordat de ECB maar één belangrijke doelstelling heeft, namelijk een beheerste prijsontwikkeling. Als gevolg van deze effecten is de welvaart in Nederland in 2008 naar schatting met 2% toegenomen, vooral door lagere prijzen vanwege meer concurrentie. Vergelijkbare effecten gelden voor Duitsland, België en Frankrijk. Voor landen als Spanje, Italië, Ierland en Griekenland schat het CPB in dat de voordelen waarschijnlijk veel groter waren.

Tegenover deze voordelen van een gemeenschappelijke munt staan diverse nadelen die verband houden met het ontbreken van de mogelijkheid om een eigen nationaal monetair beleid te voeren. Een muntunie vereist een eenduidig monetair beleid, waardoor geen rekening kan worden gehouden met diversiteit. De basisgedachte is dat diversiteit zich vertaalt in asymmetrische economische schokken en dat een nationale munt een heel nuttig instrument is om dergelijke schokken op te vangen. Dit is niet alleen het geval als landen bloot staan aan heel verschillende schokken, maar ook als landen onderhevig zijn aan dezelfde schok (zoals de economische crisis in 2008) maar daar heel verschillend op reageren. Er kan tal van redenen zijn waarom landen niet op dezelfde wijze reageren op een schok: vanwege het bestaan van verschillende sociaaleconomische instituties, zoals arbeidsmarktregulering en tradities, het relatieve belang van industriële sectoren, de rol en omvang van de financiële en bankensectoren, de hoogte van de buitenlandse schuld, het vermogen van een land om collectieve afspraken te maken tussen bedrijven, vakbonden en overheid, et cetera. Vanwege dit soort diversiteit zal ook een gemeenschappelijk monetair beleid van de centrale bank van een muntunie heel verschillende effecten kunnen hebben in de verschillende lidstaten.

Tabel 2 Criteria voor een gemeenschappelijke muntunie

Economisch	
1 arbeidsmobiliteit	Als mensen gemakkelijk bewegen tussen landen van de unie
2 product differentiatie	Als landen een gediversifieerde productiestructuur hebben die vergelijkbaar is met die van de andere landen binnen de unie
3 open economie	Als landen veel met elkaar verhandelen
Politiek	
4 budgettaire transfers	Als landen elkaar compenseren voor nadelige schokken
5 homogene preferenties	Als er een hoge mate van consensus bestaat over hoe te reageren op schokken
6 solidariteit	Als landen kosten accepteren met het oog op het gezamenlijke belang en toekomst

De OCA theorie heeft een aantal criteria opgesteld om te bepalen in hoeverre de voordelen dan wel de nadelen van een muntunie van toepassing zijn op een groep landen, waarvan drie economisch en drie politiek van aard zijn. Het eerste economische criterium is voorgesteld door de econoom Robert Mundell en stelt dat een muntunie optimaal is voor een gebied waarin de *arbeidsmarktmobiliteit* tussen landen hoog is. De reden is dat asymmetrische schokken dan kunnen worden opgevangen door arbeidsmarktstromen van gebieden waar de productie sterkt daalt naar gebieden waar deze niet sterk daalt. Een voorbeeld is de Verenigde Staten, waar mensen in geval van werkloosheid niet schromen om werk te zoeken in een andere staat waar het beter gaat. Flexibele aanpassing van lonen en prijzen kunnen hetzelfde resultaat hebben als arbeidsmigratie. Wanneer in het negatief getroffen land de lonen en prijzen snel dalen, dan kan ze daarmee haar concurrentiepositie verbeteren en kan de werkgelegenheid weer toenemen. Het tweede criterium is *productdiversificatie*: landen waarvan de productie en export heel divers is en die een vergelijkbare sectorstructuur hebben, kunnen goed een muntunie vormen. De reden is dat schokken dan veel minder asymmetrisch zullen zijn, waardoor landen minder uit de pas zullen lopen en derhalve wisselkoersbewegingen per land minder nodig zijn om dit te corrigeren. Het derde economische criterium is dat landen die een *open economie* hebben en veel met elkaar handel drijven geschikt zijn voor een muntunie. Dit komt doordat de sterke handelsrelaties en de concurrentie ervoor zullen zorgen dat de prijzen van de meeste goederen in de verschillende landen parallel zullen lopen.

De theorie van de optimale muntunie onderscheidt daarnaast drie politieke criteria. Deze komen in hoofdstuk 5 aan de orde.

4.2 Toepassing van economische criteria van de OCA theorie

Hoe werkt deze theorie nu uit als deze wordt toegepast op de eurozone?¹⁵ Passen wij de economische criteria toe, dan blijkt de eurozone slecht tot matig te scoren. Allereerst is de arbeidsmobiliteit tussen landen zeer gering. Voor de 15 eurolanden bedroeg deze in 2008 slechts 0,2% van de bevolking en is daarmee veel lager dan bijvoorbeeld de 2,3% tussen de staten in de Verenigde Staten. Dit verschil wordt behalve door de kosten van verhuizen verklaard door culturele verschillen (taal, religie en traditie) en het sociale zekerheidsstelsel (werkloosheidsuitkering). De arbeidsmarkten zijn in de verschillende Europese landen daarnaast vrij star. Vooral geldt dit in verschillende zuidelijke landen. Hierdoor veranderen de lonen en prijzen niet snel na een externe schok.

Op het tweede criterium scoren de eurolanden gemengd. Als wij Duitsland als uitgangspunt nemen, blijkt de handelsstructuur van bijvoorbeeld Italië, Oostenrijk, België redelijk vergelijkbaar, maar zien wij grotere verschillen met bijvoorbeeld Frankrijk, Spanje, Ierland en Nederland. Opvallend is ook dat er betrekkelijk weinig verschil tussen de eurolanden en de niet-eurolanden bestaat op dit punt. Plaatsen wij alle eurolanden op een rij naar de mate waarin hun handelsstructuur vergelijkbaar is met Duitsland, dan scoren de eurolanden gemiddeld maar licht beter dan de niet-eurolanden.¹⁶

Hetzelfde beeld zien wij bij de mate van openheid gedefinieerd als de verhouding tussen export en import enerzijds en bruto nationaal product anderzijds. In het algemeen scoren de Europese landen hoog op deze index, maar de landen die niet tot de eurozone behoren scoren gemiddeld hoger dan de landen die daar wel toe behoren (Baldwin en Wyplosz, 2012). Dit komt met name omdat Italië, Spanje, Frankrijk en Griekenland de laagste plaats innemen in de ranglijst. Wierds e.a. (2012) laten zien dat de exportprestatie van de zuidelijke Europese landen binnen de eurozone sinds de invoering van de euro ook niet verbeterd is. Men zou verwachten dat de introductie van de euro tot een groei van de export van de zuidelijke eurolanden naar de noordelijke eurolanden zou hebben geleid, maar dit blijkt niet het geval. Wel nam de export naar andere zuidelijke Europese landen toe. Maar als geheel stagneerde de export van de zuidelijke Europese landen als percentage van het BNP.

Op basis van deze drie criteria kan worden geconcludeerd dat de eurozone slecht tot matig scoort op de economische criteria van de OCA theorie. Terwijl arbeidsmobiliteit tussen de eurolanden nihil is, treden er ook aanzienlijke verschillen in de productie- en handelsstructuur op. Dat is de reden waarom landen als Griekenland, Ierland en Spanje en tot op zekere hoogte ook Frankrijk en Portugal zo afwijken van Duitsland in de economische ontwikkeling na de economische crisis. Hetzelfde geldt voor het derde criterium, waarbij vooral Italië, Spanje, Portugal, Frankrijk en Griekenland matig scoren.¹⁷ Dit beeld wordt nog verder bevestigd door de divergentie in inflatie en betalingsbalans zoals in hoofdstuk 2 belicht. Immers, waar productie en handelsstructuur voldoende uniformiteit zouden vertonen

¹⁵ Voor oudere toepassingen van de OCA theorie op de eurozone, zie Eichengreen (1990), De Grauwe en Vanhaverbeke (1993), Bayoumi en Eichengreen (1997) en Artis (2002).

¹⁶ Zie daarvoor figuur 15.10 in Baldwin en Wyplosz (2012).

¹⁷ Zie ook Tabel 7 in paragraaf 6.4.

en door intensieve wederzijdse handelsrelaties onderlinge concurrentie hevig is, zou men geen grote verschillen in inflatie, economische groei en betalingsbalans mogen zien.

Er zijn weinig studies gedaan naar de vraag of asymmetrische schokken zijn toegenomen als gevolg van de EMU. Een studie van Verhoeckx (2010) laat een ambivalent beeld zien. Enerzijds bevestigt de studie dat door de EMU de Europese landen meer onderlinge handel verrichten. Dit effect geldt echter de handel tussen industrieën en niet de handel binnen industrieën. Dit betekent dat de muntunie vooral heeft geleid tot een clustering van industrieën in bepaalde landen. Dat duidt op een toename van de asymmetrische schokken. Hier staat tegenover dat door de toegenomen financiële banden en de diepere markten in in euro genomineerde activa de onderlinge banden zijn toegenomen en de kans op asymmetrische effecten is verkleind.

Ons oordeel over de optimaliteit van de eurozone als muntunie kan evenwel niet alleen worden gebaseerd op de prestaties van de eurozone in het verleden. Alhoewel deze prestaties uit het verleden veel zeggen over de te verwachten ontwikkelingen in de toekomst, kan de eurozone juist ook dankzij de euro wellicht steeds beter gaan beantwoorden aan de criteria die de OCA theorie stelt. Wat betreft de arbeidsmobiliteit is binnen een tijdsbestek van een of enkele decennia geen substantiële verbetering te verwachten. Een alternatief voor arbeidsmobiliteit is arbeidsmarktflexibiliteit. Onder druk van de EU nemen Zuid-Europese landen momenteel diverse maatregelen om de arbeidsmarkt te hervormen, zoals vermindering van ontslagbescherming, vermindering van de uitkeringsduur voor werklozen, afschaffen van hogere uurlonen voor overwerk, vermindering van aantal vakantiedagen, vergroting van de keuzemogelijkheid van individuele bedrijven om zich te onttrekken aan collectieve loononderhandelingen, meer flexibiliteit bij het bepalen van arbeidscondities. Ook hebben Ierland en Griekenland onder zware druk de lonen in de publieke sector verlaagd. Maar het blijft onzeker hoe succesvol de hervormingsmaatregelen op langere termijn zijn.¹⁸ Op het punt van meer uniformiteit in de productiestructuur is er weinig reden om aan te nemen dat de situatie verbetert of verslechtert. Als door de euro een verdere groei van de wederzijdse handelsrelaties plaatsvindt, kan men enerzijds verwachten dat er meer specialisatie tussen de landen ontstaat doordat ieder land zich concentreert op zijn comparatieve voordelen. Maar het is ook mogelijk dat de handelsintegratie de handel binnen industrieën doet toenemen waardoor de diversiteit wel toeneemt. Ook wat betreft de intensiteit van de wederzijdse handelsbetrekkingen is er geen garantie dat de eurozone beter in overeenstemming met de OCA-conditie gaat functioneren. Wierds e.a. (2012) laten namelijk zien dat in tegenstelling tot de verwachting het aandeel van de export van de zuidelijke eurolanden naar de noordelijke eurolanden sinds 1999 eerder is afgenomen dan toegenomen. Overigens is ook het aandeel van de export van noordelijke landen (ongerekend Ierland en Finland) naar andere noordelijke landen afgenomen. Het is onzeker in welke mate deze trends te keren zijn.

¹⁸ Zie bijvoorbeeld The Economist (2012a), Cunat (2012) en <http://reformwatchgreece.wordpress.com/>

4.3 Kosten van opsplitsing van de euro

Het is om deze reden begrijpelijk dat er stemmen opgaan om de eurozone te herzien. Maar voor de beoordeling van de economische voordelen daarvan moet men niet alleen nagaan wat de euro in het verleden aan kosten en baten heeft gegenereerd. Doorslaggevend is hoe hoog de toekomstige kosten en baten van het handhaven dan wel het afschaffen van de euro zijn. Daarbij maken wij onderscheid tussen blijvende kosten die jaarlijks terugkomen en transitiekosten.

Blijvende nadelen van het verdwijnen van de euro

Bij de analyse van de permanente voor- of nadelen van de euro is het van belang om onderscheid te maken tussen lidmaatschap van de euro en lidmaatschap van de Europese Unie en de daaraan gekoppelde interne markt. Volgens het CPB heeft het lidmaatschap van de EU de welvaart in Nederland in 2005 met 4 tot 6% doen toenemen vanwege de bevordering van handel, concurrentie, specialisatie, innovatie en schaalvergroting, mogelijk gemaakt door de reductie van importtarieven en andere handelsbarrières door de interne markt (Teulings e.a., 2011). Dit effect zou op termijn nog groter kunnen worden omdat de innovatiestimulans nog niet is uitgewerkt.

De introductie van de euro heeft veel minder voordelen opgeleverd volgens het CPB, namelijk een welvaartsgroei van ongeveer 2%. Als gevolg van het ontbinden van de euro zullen de voordelen van de introductie van de euro in even zoveel nadelen verkeren: minder concurrentie en handel, minder wederzijdse buitenlandse investeringen en gemiddeld genomen een hogere rente op de overheidsschuld. Volgens ING (2011) zal dit vooral Nederland raken, omdat Nederland als handelsnatie en als land met grote pensioenfondsen en een grote financiële sector sterk verbonden is met de andere eurolanden. Bij een volledig uiteenvallen van de euro schat ING dat de Nederlandse economie in twee jaar met 10% zal krimpen en de werkloosheid zal oplopen tot boven 10% van de beroepsbevolking. De export zal naar schatting met 25% dalen als gevolg van een dalende vraag in de eurolanden en doordat de Nederlandse producten duurder worden. Als enkel Griekenland uittreedt, is de schade vanzelfsprekend veel kleiner, omdat maar 1% van de Nederlandse export naar Griekenland gaat.

Een probleem bij deze studie is dat ING, in onderscheid van Teulings e.a. (2011), geen onderscheid maakt tussen de voordelen van de euro en van het lidmaatschap van de EU. De berekende effecten die ING presenteert hebben eerder betrekking op een volledig uiteenvallen van de EU dan op dat van de euro. De veronderstelling is dat met het uiteenvallen van de euro ook handelsbarrières weer zullen worden ingevoerd om de binnenlandse industrie te beschermen tegen goedkope producten uit landen waarvan de nieuwe valuta sterk is gedeprecieerd. Dit is een extreme veronderstelling. Want de mate waarin de interne markt lijdt onder een eventuele herconfiguratie van de euro hangt af van hoe dit vorm krijgt. Zelfs is denkbaar dat er omgekeerde effecten optreden, bijvoorbeeld als door een verdere integratie

van de eurolanden de verschillen met de overige EU leden toenemen en de laatste categorie landen daardoor minder bereid zijn de interne markt te steunen.

Ook andere studies indiceren dat het handelseffect van de EMU beperkt is geweest. Wierts e.a. (2012) laten zien dat economische studies naar de groei van de handelsintensiteit binnen de eurozone aanvankelijk grote effecten aantoonde, maar dat latere studies deze effecten steeds verder afzwakten. Berger en Nitsch (2008) concluderen zelfs dat na correctie voor een trendmatige groei in handelsintegratie, het effect van de euro op de handel in de eurozone geheel afwezig blijkt.

Tabel 3 Economische groei, inflatie en betalingsbalans in de EU

Regio	economische groei		inflatie		Saldo lopende rekening (%BNP)		
	1999-2008	2008-2011	1999-2008	2008-2011	1999	2007	2011
Europese Unie (27)	2.2	-0.3	2.3	2.1	-0.6	-0.5	-0.5
Euro zone (17)	2.0	-0.4	2.3	1.5	-0.5	0.1	0.0

Bron: Eurostat

Een heel simpele toets of de euro inderdaad toegevoegde waarde heeft gehad bovenop de positieve effecten van de interne markt is door de economische groei van de eurolanden te vergelijken met de economische groei van de EU-landen die niet tot de eurozone behoorden tussen 1999 en 2008. Als de euro bijgedragen heeft aan de economische groei van de eurolanden, mag worden verwacht dat zij meer gegroeid zijn dan de niet euro landen binnen de EU. Tabel 3 laat zien dat deze hypothese niet bevestigd wordt. Integendeel! Gedurende de periode tussen 1999 en 2008 is de economische groei buiten de eurozone in de EU groter geweest. Ook zijn er voor deze periode geen verschillen in inflatie waarneembaar. Wel is gemiddeld genomen de betalingsbalans licht verbeterd in de eurozone. Een mogelijke verklaring voor deze zwakke prestatie van de eurozone is dat onder invloed van de gebrekkige concurrentiekracht van zuidelijke eurolanden ook de druk bij noordelijke eurolanden om hun concurrentiekracht te versterken is afgenomen, waardoor de concurrentiepositie naar landen buiten de eurozone is verzwakt.¹⁹

Natuurlijk biedt deze vergelijking geen uitsluitsel over de toegevoegde waarde van de euro. De economieën binnen de eurozone en buiten de eurozone verschillen daarvoor te veel. Ook dient men te beseffen dat een aantal voordelen van de euro, zoals de convergentie en vermindering in (fluctuaties in) inflatie al in de voorbereidingsperiode van de euro heeft plaatsgevonden. Het biedt hooguit een verdere indicatie voor de bevinding van de CPB-studie dat de bijdrage van de euro in het verleden beperkt is geweest. In combinatie met het feit dat de euro (naast andere factoren) tot grote divergentie binnen de eurozone heeft geleid en een aantal landen enorm kwetsbaar heeft gemaakt voor een crisis als in 2008, is het daarom betwifelbaar of de euro per saldo toegevoegde waarde heeft gehad en zullen om die reden de permanente kosten van het verdwijnen van de euro beperkt zijn. Nobelprijswinnaar Krugman

¹⁹ Een aardige illustratie is een opmerking van Steketeer (2012) die Xavier Comtesse citeert als deze stelt dat de historische positie van Zwitserland als buitenbeentje in Europa de Zwitserse economie tot de meest innovatieve van Europa heeft gemaakt: als je er alleen voor staat, moet je wel slimme oplossingen bedenken.

meent dat de euro een vergissing was en dat het beter was geweest er niet aan te beginnen. De eurolanden hadden goed zonder euro gekund. Economisch was en is daarmee te werken.²⁰

Transitiekosten

Zelfs als erkend wordt dat de structurele voordelen van de euro beperkt zijn, betekent dat nog niet dat de weg terug eenvoudig is. De introductie van de euro heeft de economie van de eurozone ingrijpend veranderd en terugdraaien van de euro zal daarom met zeer hoge transitiekosten gepaard kunnen gaan. Onder transitiekosten verstaan wij kosten die in de transitie naar een nieuwe duurzame eurozone gemaakt worden, zoals het introduceren van nieuwe munten, het afschrijven op leningen of andere vormen van steun aan Zuid-Europese landen.

Allereerst moeten banken hun IT-systeem aanpassen, betaalautomaten moeten worden omgebouwd, nieuwe munten en bankbiljetten moeten worden gedrukt. DNB schat dat deze kosten 1% van het BBP beslaan.

Alhoewel niet onaanzienlijk, vallen bovengenoemde kosten in het niet bij de potentiële kosten die verband houden met de kans op tijdelijke disrupties in het functioneren van banken. Moeilijk in te schatten is hoe ordelijk een overgang naar een nationale munt zal verlopen. In landen die nu onder druk staan zal de overgang van de euro naar de eigen nationale munt snel en onverwacht moeten verlopen om een massale run op het financiële systeem en bankfaillissementen te voorkomen. Daarnaast zal het ontbinden van de euro tot kortstondige onevenwichtigheden leiden in de vorm van speculatieve kapitaalstromen. Dit blijkt uit de ervaringen van het opbreken van muntunies in het verleden.²¹ Een voorbeeld is het uiteenvallen van het Oostenrijks-Hongaarse rijk na 1919, dat van de USSR in 1991 en Tsjecho-Slowakije in 1993 en in mindere mate de Latijns Monetaire Unie en de Scandinavisch Wisselkoers Unie.²² Op basis van een analyse van deze voorbeelden concludeert Capital Economics (2012) dat in de aanloop naar het uiteenvallen van een muntunie een grote kapitaalstroom op gang komt, die destabiliserend werkt en het uiteenvallen van de muntunie versnelt. Binnen het eurogebied zullen mensen bijvoorbeeld hun spaargeld in veiligheid willen brengen door het op banken in sterke landen te zetten vanwege de te verwachten wisselkoersbewegingen na de splitsing. Dit proces is overigens al enige tijd gaande en heeft geleid tot grote onevenwichtigheden in de Target2 financiering van

²⁰ Interview in NRC, 3 juni 2012, blz. 13.

²¹ Rose (2007) laat overigens zien dat bij 69 landen die sinds de Tweede Wereldoorlog een muntunie verlieten geen grote macro-economische gevolgen optraden voor, tijdens of na de uittreding. Nieuwe munten werden zonder al te grote verstoringen ingevoerd. Bootle (2012) merkt evenwel op dat deze voorbeelden niet vergelijkbaar zijn met een uittreding uit de eurozone, omdat het in veel gevallen om kleine, postkoloniale economieën ging die nadien hun munt koppelden aan sterkere munten en omdat geen sprake was van grote externe of publieke schulden.

²² Ook deze opsplitsingen zijn moeilijk vergelijkbaar met de situatie van de eurozone. In geen van de genoemde voorbeelden was er sprake van het probleem van gebrek aan concurrentievermogen van een van de deelnemende landen of excessieve schulden. Bovendien waren de desbetreffende valuta's niet van globale betekenis, terwijl tegelijkertijd de financiële markten tegenwoordig wel veel globaler functioneren.

de ECB²³, waarbij de netto posities van landen als Duitsland en Nederland sterk zijn toegenomen en die van de zuidelijke Europese landen sterk afgenomen (DNB, 2012b). Maar bij een verwachte uitbreiding zal dit nog in sterkere mate plaatsvinden. Een opsplitsing dient daarom gepaard te gaan met strikte controle op en beperking van kapitaalstromen. Een andere les uit deze historische voorbeelden is dat het lot van de munteenheden na de splitsing sterk varieert. Bijvoorbeeld, na de splitsing van de USSR bleken de valuta's van de Baltische staten zich goed te ontwikkelen, terwijl andere valuta binnen het USSR gebied hoge inflatie en devaluaties ondergingen.²⁴

Hoe zwaar de transitiekosten moeten meewegen in de afweging hangt af van de tijdshorizon die beleidsmakers in acht nemen. Hoe korter deze tijdshorizon, hoe zwaarder deze transitiekosten tellen. Maar als men streeft naar een duurzame en optimale muntunie op lange termijn, dienen deze kosten minder zwaar te wegen. Volgens Capital Economics geldt zelfs voor de korte termijn dat de transitiekosten niet een te hoge barrière mogen zijn in de afweging. Want indien het korte termijn beleid afgestemd op het voorkomen van deze kosten de financiële markten niet overtuigt, zal speculatie aanwezig blijven en uiteindelijk toch een aanpassing in de muntunie noodzakelijk maken in de toekomst.

4.4 De gevolgen van devaluaties

Als een land de Euro verlaat en overgaat tot een eigen munt, zullen er ongetwijfeld wisselkoersbewegingen ontstaan. Als het een zwak Europees land betreft, zoals bijvoorbeeld Griekenland, is de verwachting dat er een devaluatie zal optreden in de orde van ongeveer 40% (en voor Italië en Spanje 30% en voor Ierland 25%) om het verlies aan concurrentiekracht sinds de start van de Eurozone in 1999 ten opzichte van Duitsland te compenseren (Capital Economics, 2012, blz. 130-1). De reden voor deze substantiële daling is dat de zuidelijke landen relatief weinig handel met andere landen kennen. Wel treedt er op langere termijn, als de economieën zich langzaam herstellen, een gedeeltelijk herstel op van de wisselkoers.

Handelsbalans

Op korte termijn zal de handelsbalans van een land verslechteren, omdat de extra vraag naar exportgoederen zich pas geleidelijk ontwikkelt terwijl de devaluatie wel tot hogere invoerprijzen leidt. Indien export en import voldoende reageren op veranderingen in de relatieve prijs van binnenlandse producten ten opzichte van buitenlandse producten, zal op de middellange termijn de export toenemen en de import dalen als gevolg van de veranderde concurrentieverhoudingen. Deze vertraging staat bekend als het J-curve effect: na een

²³ Target2 is het interbancair betalingssysteem voor de realtime verwerking van grensoverschrijdende betalingen binnen de Europese Unie.

²⁴ De uitbreiding van een of meerdere landen uit de euro zal ook consequenties hebben voor de afschrijving op leningen aan deze landen. Maar omdat deze effecten samenhangen met de te verwachte devaluatie van de nieuwe munten, bespreken wij deze effecten in de volgende paragraaf.

aanvankelijke verslechtering verbetert de handelsbalans na enige tijd. De mate waarin herstel van de handelsbalans plaatsvindt, hangt af van de prijsreactie. Want de stijging van de invoerprijzen zal een opwaartse invloed uitoefenen op de binnenlandse prijzen en lonen. De prijs van de invoer van intermediaire en finale goederen zal worden doorberekend naar de consument en deze zal in reactie daarop (in de rol van werknemer) hogere lonen eisen. In geval de binnenlandse prijzen en lonen evenredig stijgen met de daling van de waarde van wisselkoers, zal de reële wisselkoers onveranderd blijven en de winst in concurrentiekracht uitblijven. Of dit inflatoire effect optreedt hangt af van een complexe mix van factoren, zoals de reactie van de Centrale Bank op de devaluatie, prijsinertie (vanwege kosten verbonden aan prijsveranderingen) en van de conjunctuur (Garcia-Solanes en Torrejon-Flores, 2010). Indien er sprake is van een groot aanbodoverschot en hoge werkloosheid, is er voldoende productiecapaciteit en arbeid beschikbaar om de extra productie die gemoeid is met de stijging van de export en de daling van de import op te vangen zonder al te veel spanning op de goederen en arbeidsmarkt en zal de inflatoire druk gering zijn.

Het is opvallend dat in verschillende studies, zoals van Teulings e.a. (2011), een devaluatie voornamelijk als nadelig worden beschouwd. De eventuele voordelen in de vorm van toenemende concurrentiekracht en een stijging van de export en daling van de import van een dergelijke devaluatie voor het desbetreffende land zullen volgens deze studies tijdelijk zijn en binnen korte tijd uitgewerkt zijn. De hogere importprijzen waartoe de devaluatie direct leidt zullen namelijk al snel tot hogere lonen aanzetten, waardoor het prijsvoordeel en daarmee het concurrentievoordeel spoedig teniet zal worden gedaan. Voor zover het desbetreffende land inderdaad zal profiteren in de vorm van meer export of minder import, zou dit ten koste gaan van andere eurolanden.

Inderdaad wordt vanuit de optiek van noordelijke eurolanden gevreesd dat de revaluatie van hun munt negatief uitwerkt op hun economische groeipotentie. Ook ten tijde van de ERM-crisis in 1992 stonden landen waarvan de munten effectief revalueerden onder zware druk. Franse vissers, wijnproducenten of autohandelaren verloren toen marktaandeel aan de Italiaanse, Britse en Spaanse concurrenten die door de devaluaties van lire, pond en peseta opeens een stuk goedkoper waren geworden.²⁵ Deze ervaringen illustreren bovendien dat de roep om handelsbeschermende maatregelen kan toenemen bij abrupt verlies aan concurrentievermogen vanwege wisselkoersbewegingen.

Maar er zijn vier argumenten die tegen deze vrees pleiten. Allereerst kan men moeilijk de huidige situatie van grote exportoverschotten in de Noord-Europese landen verdedigen, omdat deze voornamelijk het gevolg zijn van een (vanuit de optiek van de noordelijke eurolanden) ondergewaardeerde euro. Onlosmakelijk aan deze exportpositie is immers het betalingsbalanstekort in de zuidelijke Europese landen verbonden. Een meer marktconforme wisselkoersverhouding is dan te prefereren. De flexibele wisselkoersen voorkomen daarmee toenemende divergentie tussen landen. In de tweede plaats tast de luxepositie van de noordelijke landen, zoals hierboven al aangestipt, op langere termijn de concurrentiepositie van deze landen ten opzichte van landen buiten de eurozone aan. Juist Nederland is daar een

²⁵ Trouw, 26-2-1993, Boze vissers krijgen hun zin: minimumprijs voor import vis; NRC, 24-12-1992, De financiële kater van de Franse wijnhandelaren; NRC 8-10-1992, Peugeotverkopen dalen 1,3 procent.

voorbeeld van, want de export bedient voornamelijk markten in andere eurolanden; de export naar buiten de EU verloopt veel moeizamer. Een derde probleem met het bovengenoemde argument dat meer concurrentie vanuit de zuidelijke landen de export van de noordelijke landen aantast is dat dit misschien op korte of middellange termijn wel waar is, maar geen perspectief biedt voor de lange termijn. Als Zuid-Europese landen door een toenemend concurrentievermogen zich kunnen herstellen, zal ook de import uit de noordelijke Europese landen op den duur weer toenemen.²⁶ Een laatste argument is dat de export van de Noord-Europese landen volgens Wierts e.a. (2012) niet zo gevoelig blijkt te zijn voor prijsconcurrentie als die van Zuid-Europese landen, vanwege het hoogwaardig technologisch gehalte van de exportproducten. Een prijsdaling in de Zuid-Europese landen tast het concurrentievermogen van de noordelijke Eurolanden daardoor minder aan.

Financiële markt

Andere gevolgen van een devaluatie hebben betrekking op de financiële markten. Wanneer landen een omvangrijke schuld aan het buitenland hebben, zowel in de publieke als private sfeer, zullen de schuldverplichtingen toenemen (als % van het BNP) als deze contractueel in buitenlandse valuta blijven luiden. Hierdoor zal de toegang van het land tot de kapitaalmarkt afnemen en de risicopremie stijgen met een negatief effect op de investeringen. Ook voor de andere Europese landen leidt dit tot meer risico's. Want indien de schuld in euro's blijft gelden en de omvang daarvan als % van BBP dus alleen maar groter wordt voor het land dat uittreedt, leidt dat tot een onhoudbare situatie die alleen kan worden opgeheven door een additionele ronde van afschrijvingen op deze schulden. Gezien de fragiele financiële situatie van zowel overheden als van financiële instellingen in verschillende eurolanden, zal dit een verdere neergang van de eurolanden kunnen veroorzaken en de bankencrisis weer doen opblazen. Zowel Duitse als Franse banken hebben bijvoorbeeld voor grote bedragen uitstaan in Spanje, terwijl Franse banken ook veel aan Italië en Duitsland (met Engeland) veel aan Ierland hebben geleend.

Ook op private leningen zal moeten worden afgeschreven. Alle leningen die onder de wet van het uittreedende land vallen, zullen in euro's gemeten een daling ondergaan proportioneel aan de devaluatie van de nieuwe munten. De vraag of een private schuld die in euro's is gedenomineerd nog in euro's inbaar is hangt af van een veelheid aan factoren, zoals de aard van heersende wetgeving die van toepassing is op het contract, of de redenominatie in overeenstemming is met het publieke beleid in het desbetreffende land, de duidelijke intentie van het contract betreffende de muntsoort waarin de schuld afbetaald moet worden en bovenal of de wetgeving afdwingbaar is (Clifford Chance, 2012a).

ING (2012b) heeft berekend dat het totaal aan publieke en private leningen van Nederland waarover bij het uittreden van meerdere eurolanden (Griekenland, Italië, Ierland, Portugal, Spanje) risico wordt gelopen gelijk is aan € 339 mrd euro. Daarvan heeft € 121 mrd

²⁶ Verder kan men erop wijzen dat de revaluatie van de (herziene) euro ten opzichte van de wisselkoers van de uittreedende landen tot een daling van de invoerprijzen leidt en daarmee tot een stijging van het consumentensurplus in de resterende eurolanden.

betrekking op leningen en garanties door de Nederlandse overheid en claims van DNB en €218 mrd op claims in handen van private Nederlandse partijen (€ 111 mrd van Nederlandse banken, € 36 mrd van pensioenfondsen, € 35 mrd van bedrijven, € 10 mrd van verzekeraars en € 26 mrd overig). Indien alleen Griekenland vertrekt, staat € 22 mrd op het spel.²⁷

Aan de andere kant biedt de mogelijkheid van wisselkoersfluctuaties tegelijkertijd een middel om de schulden op langere termijn te beteugelen. Als een land door devaluatie zijn concurrentiekracht kan verbeteren, zal ook het vermogen om haar schulden af te lossen op langere termijn toenemen en de schuldquote op langere termijn dalen onder het niveau dat zonder devaluatie ontstaat. Ervaringen in landen die een grote devaluatie ondergingen, laten zien dat dit waarschijnlijk is (zie hieronder alsook appendix 2). In veel gevallen leidde de devaluatie aanvankelijk tot een stijging van de schuldquote, maar daarna trad een periode van economische groei op waarbij de rentevoet op de schuld daalde en de schuldratio's weer afnamen. Bovendien moeten wij ons realiseren dat ook bij interne devaluatie (dat wil zeggen herstel van concurrentiekracht door loon- en prijsmatiging) de buitenlandse schuld als percentage van het BNP toeneemt. Linksom of rechtsom zal toch moeten worden afgeschreven op de schulden. Ook Buiters (2011) stelt dat het onvermijdelijk is dat publieke en private partijen moeten afschrijven op hun leningen aan Zuid-Europese landen, ongeacht of deze al of niet in de euro blijven.²⁸ Men zou kunnen stellen dat dit zelfs noodzakelijk is. Willen de Zuid-Europese landen kunnen herstellen, dan is het nodig dat schulden worden geherstructureerd. Hoewel het kwijtschelden een groot moreel gevaar vormt doordat het slecht gedrag beloont, is het noodzakelijk om perspectief op herstel te geven.²⁹ Een herconfiguratie van de euro zal erkenning van de noodzaak daartoe kunnen versnellen en zelfs afdwingen en zo overheden, bedrijven en huishoudens in de zwakke eurolanden een schone balans bieden die perspectief geeft op herstel.

De cruciale afweging is dus welke beleidsopties de meeste garantie bieden op een herstel van de fundamentele economische ontwikkeling van een land: steun vanuit het noodfonds in combinatie met een beleid van bezuinigingen en structurele hervormingen van de economie of het verlaten van de euro hetgeen devaluatie van de nationale munt mogelijk maakt. Want indien een land niet meer in staat is om zijn schuld af te lossen, zal toch verlies moeten worden genomen. Op voorhand is het moeilijk te zeggen of het verlies op leningen wanneer een land binnen de EMU blijft (en daardoor niet in staat is om binnen een redelijk tempo zijn concurrentiekracht te herwinnen) groter of kleiner is dan wanneer het land de

²⁷ Overigens zal de private blootstelling aan Zuid-Europese landen nadien verder afgenomen zijn door de kapitaalvlucht. Vanaf juli 2011 tot juli 2012 trokken spaarders en financiers in de eurozone € 326 mrd terug bij de banken in Spanje, Portugal, Ierland en Griekenland (NRC, 2012a). Als gevolg hiervan neemt de onderlinge financiële afhankelijkheid van private marktpartijen binnen de eurozone in hoog tempo af. Maar daarvoor in de plaats is een grotere financiële afhankelijkheid van landen via het Target2 programma van de ECB gekomen.

²⁸ Deze afschrijving vindt dan waarschijnlijk plaats door een verlenging van de vervaltijd. Een haircut van 80% vereist een verlenging van de vervaltijd van (gemiddeld) 33 jaar.

²⁹ Keynes constateerde al dat kwijtschelding van schulden uiteindelijk de enige remedie is om de negatieve gevolgen van een hoge schuldenlast op de reële economie te verlichten (Mensonides, 2012). Ook het IMF is momenteel de mening toegedaan dat afschrijving op leningen van andere eurolanden aan Griekenland noodzakelijk is. Bij de huidige prognose zal de schuld van Griekenland in 2020 niet tot 120% van het BBP zijn teruggebracht (zoals eerder de bedoeling was), maar slechts tot 140%. Dit is onhoudbaar (Lorié e.a., 2012). Maar de eurolanden weigeren tot nu toe om hieraan mee te werken.

EMU verlaat en de nationale munt devalueert ten opzichte van de euro. Dit betekent dat een van de belangrijkste argumenten van de voorstanders van het in tact laten van de EMU op z'n minst moet worden gerelativeerd.

Het laatste maakt inzichtelijk dat de hulpprogramma's die momenteel aan Zuid-Europese landen geboden worden ook als een fuik kunnen werken. Want hoe langer de uittreding uitgesteld wordt en hoe meer de andere Europese landen in de tussentijd geleend hebben om het land binnen de euro te houden, hoe groter de schade die optreedt als het desbetreffende land alsnog uittreedt en hoe moeilijker het is om deze stap alsnog te zetten. Sommigen menen dan ook dat de reddingsoperaties die Draghi heeft genomen via het aankopen van staatsleningen van zwakke landen een gifpil vormen die mede als doel heeft de prijs van een herconfiguratie van de eurozone zo hoog mogelijk te maken (De Jong, 2012b).

Empirische studies

Uit empirisch onderzoek zijn er verschillende indicaties bekend van de effecten van devaluatie. Enerzijds zijn er veel voorbeelden van devaluaties die nauwelijks positief effecten hebben gehad en soms zelfs tot economische chaos hebben geleid, zoals in Argentinië (1955, 1959, 1962 en 1970), terwijl in andere gevallen devaluatie wel tot een substantieel herstel heeft geleid, zoals in Groot-Brittannië in 1992 en in verschillende Aziatische landen zoals Korea, Singapore, Taiwan en Thailand (Kim en Ying, 2007). Dit hangt zoals hierboven belicht onder andere af van het effect dat de devaluatie uitoefent op de inflatie. Ervaringen in het meer recente verleden leren dat de inflatie inderdaad kortstondig stijgt na een devaluatie, maar lang niet altijd evenredig.^{30 31} Dat verklaart waarom in de meeste landen de devaluatie tot een verbetering van de handelsbalans leidde, aanvankelijk vooral door een terugval in de invoer, maar naderhand in veel gevallen ook door een stijging van de export. De handelsbalans verbeterde zo snel dat zelfs een J curve effect niet optrad. Doordat de meeste landen een verbetering van de handelsbalans en economische groei lieten zien, nam ook de schuld aan het buitenland als % van het BNP geleidelijk af.

Een recent voorbeeld is IJsland dat na 2008 zijn Kroon met 50% zag devalueren. Het consumptieprijsindexcijfer steeg vervolgens in 2009 met 18%, maar daarna viel de inflatie terug, waardoor er toch een reële daling van de wisselkoers optrad met 31%. Veelzeggend is een vergelijkende internationale studie van IJsland met Ierland en Letland (Darvas, 2011). Het mooie van deze studie is dat deze landen heel vergelijkbaar zijn (klein, een grote bankensector en snelle kredietgroei voor de crisis, een hoge buitenlandse schuld en een booming onroerend goed sector) en daarom een soort van gecontroleerd experiment bieden van de effecten van het verschil in beleid dat in deze landen gevoerd is betreffende wisselkoers, strikte controle op kapitaalstromen en het (niet) overeind houden van banken. De studie laat zien dat IJsland door de devaluatie in combinatie met strikte kapitaalcontrole en herstructurering van schulden

³⁰ Voor een beschrijving, zie appendix 2.

³¹ Dit stemt overeen met simulatie-resultaten van Garcia-Solanes en Torrejon-Flores (2010) met een structureel algemeen evenwichtsmodel, die laten zien dat de doorwerking van devaluaties op binnenlandse consumptie- en productieprijzen voor landen met een grote schuld beperkt is. Zij concluderen dat devaluatie voor dit type landen een goed middel is om de reële wisselkoers aan te passen.

(waar ook private partijen verlies op moesten nemen) beter herstelt dan Ierland dat zijn munt niet kan devalueren en Letland dat er zelf voor gekozen heeft om de koppeling met de euro in stand te houden. Als gevolg hiervan is de daling in werkgelegenheid in IJsland veel minder groot dan in de andere landen, namelijk 5% tussen 2007 en 2010 tegen 13% in Ierland en 17% in Letland. Met name de werkgelegenheid in de handelssectoren groeide in IJsland. De verwachting is dat IJsland dit jaar met 2,4% zal groeien (tegen een krimp van 0,3% van de eurozone). Interne devaluatie blijkt in Ierland en Letland niet te hebben gewerkt. Een belangrijk verschil is ook dat IJsland banken bankroet heeft laten gaan, terwijl Ierland de hele last van de banken op zijn nek genomen heeft.³² De buitenlandse kredietgevers verloren door het failliet gaan van de IJslandse banken naar schatting 47 miljard euro (Darvas, 2011: blz. 7). De huidige IJslandse banken hebben hoge kapitaalratio's en zijn voor 90% gefinancierd door deposito's. Interessant is dat ondanks de beperkingen op kapitaalstromen en ondanks het failliet laten gaan van haar banken en de afschrijving van schulden aan het buitenland IJsland in 2011 weer in staat bleek om te lenen op de internationale kapitaalmarkt. Dit toont aan dat herstel van concurrentiekracht van een land fundamenteel is voor het vertrouwen dat investeerders in het land hebben en belangrijker dan het krampachtig in stand houden van banken en het vermijden van noodzakelijke afschrijvingen op schulden aan het buitenland.

Tabel 4 Herstel na de crisis: IJsland, Ierland en Letland in 2010

	IJsland	Ierland	Letland
Netto schuld aan buitenland (% BNP)	629	91	80
Reëel effectieve wisselkoers (2007 Q4=100)	69	87	81
Nominale wisselkoers (2007 Q4=100)	55	98	99
Consumptieprijis (2007 Q4=100)	136	98	108
Reëel loon (2007 Q4=100)	91	102	84 ^a
Werkgelegenheid (% mutatie t.o.v. 2007)	-5	-13	-17
Reëel BNP (% mutatie t.o.v. 2007)	-9	-10	-21

^a voornamelijk door loondaling in overheidssector; bron: Darvas (2011).

De mate waarin een devaluatie tot inflatie leidt, hangt ook af van de mate waarin een land bloot staat aan internationale handel. Hoe hoger het aandeel van de invoer, des te sterker zal het opdrijvend consumptieprijseffect zijn. Toch zijn er wel redenen om te verwachten dat een devaluatie niet direct tot hogere binnenlandse prijzen zullen leiden. Vanwege de hoge werkloosheid en de zwakke binnenlandse vraag in de huidige zuidelijke eurolanden, zullen bedrijven moeite hebben hun prijzen te verhogen. Ook zal de loonstijging in reactie op de stijging van de consumptieprijis hierdoor meer gematigd zijn. De verwachting is dan ook

³² Volgens berichten dwong de ECB president Trichet in november 2010 Ierland de bankenschuld te garanderen teneinde obligatiehouders te sparen, waarbij hij dreigde anders de nood liquiditeitssteun (ELA) in te trekken. Dit kan als een politieke interventie worden opgevat, waarbij ECB buiten haar boekje ging. Zie: <http://www.independent.ie/business/irish/michael-noonan-im-willing-to-overrule-finance-officials-and-release-ecb-letter-on-bailout-3213041.html>.

gerechtvaardigd dat de devaluatie niet volledig teniet zal worden gedaan door een evenredige stijging van het prijspeil en er dus wel degelijk een reële depreciatie zal plaatsvinden waardoor de concurrentiepositie van deze landen verbetert.

Indien een devaluatie toch gevolgd wordt door een evenredige stijging van binnenlandse prijzen en lonen, zal een land er geen concurrentievoordeel aan overhouden en treedt er geen herstel op van de betalingsbalans. Maar onder bepaalde condities zal een dergelijke devaluatie een land wel helpen om controle te krijgen over haar overheidsschuld. Dit is met name het geval indien de schuld in nationale valuta is genomineerd. Door de inflatie, uitgelokt door de devaluatie, zal de reële waarde van de schuld dan dalen. Maar in geval de devaluatie niet volledig en direct doorwerkt in de prijzen zal de concurrentiekracht van een land wel verbeteren. In dat geval zal de vermindering van de overheidsschuld als % van het BNP (in nationale valuta) minder groot zijn. Kortom: devaluatie zal ofwel het herstel van de concurrentiekracht van een land bevorderen ofwel de schuld beheersbaarder maken, dan wel een combinatie van beide voordelen op kunnen leveren voor het land dat de EMU verlaat.

Devaluaties in het verleden laten overigens zien dat landen doorgaans te lang wachten met het aanpassen van hun wisselkoers, namelijk totdat hun reserves om de wisselkoers te ondersteunen uitgeput zijn (Frankel, 2003). De Beaufort Wijnholds e.a. (2011) concludeert dat het gevaarlijk is om een vast wisselkoerssysteem te hanteren in een wereld waarin kapitaal in toenemende mate mobiel is, vooral in landen waarin de valutamarkt dun is. Beheerste aanpassing van wisselkoersen in combinatie met inflatiebeheersing is effectiever dan vasthouden aan een vaste wisselkoers. Dit lijkt ook relevant voor sommige Europese landen, omdat de euro hen verhindert om hun wisselkoersen aan te passen en de barrière van het verlaten van de Eurozone heel hoog is.³³

Het beeld dat uit de verschillende studies naar voren komt is dat devaluaties wel degelijk een belangrijke bijdrage kunnen leveren aan het economische herstel van landen die gebukt gaan onder een overgewaardeerde munt in combinatie met veel buitenlandse schuld, mits ook aan verschillende andere condities voldaan wordt, zoals een ordentelijke herstructurering van niet duurzame schulden, waaraan ook private partijen bijdragen. Toch is niet uitgesloten dat een beleid van interne devaluatie op den duur ook vruchten afwerpt. Een voorbeeld daarvan lijkt Portugal dat volgens de evaluatie van de trojka (ECB, EC en IMF) uit juni 2012 goed op schema zit wat de hervormingen betreft. De exporten van Portugal zijn sterker gegroeid dan men had verwacht en de importen gedaald met 3.3%. De verwachting is dat op middellange termijn de lopende rekening weer in evenwicht zal komen (Wise, 2012). Vooral de Portugese export naar China groeide aanzienlijk (met 76% in 2011). Belangrijk is

³³ Andere conclusies die De Beaufort Wijnholds e.a. (2011) verbindt aan de analyse van financiële crisis in het verleden is dat het ordentelijk herstructureren van niet-duurzame schulden van groot belang is teneinde chaos (zoals in Argentinië destijds) te voorkomen. De crisis dient niet te worden bestreden door het aanbieden van meer officiële financiële steun, omdat dit moral hazard bij de ontvanger bevordert. Bij herstructurering van schulden dienen ook private financiers niet gespaard te worden en de last niet te worden afgewenteld op de publieke sector. Een restrictief monetair beleid is nodig om het vertrouwen te herstellen. Als dit beleid goed wordt uitgevoerd, zullen er op korte termijn weliswaar hoge rentes gevraagd worden, maar dit zal slechts tijdelijk zijn totdat het vertrouwen in de markten terugkeert.

ook dat de exportgroei heeft plaatsgevonden in hoogwaardige producten, zoals exclusieve schoenen en auto's (Volkswagen). Dit duidt erop dat de hervormingen de concurrentie op kwaliteit verbeteren kan in plaats van enkel de concurrentie op prijs (waar een devaluatie vooral aan bijdraagt). De Jong (2012a) verbindt daaraan de conclusie dat hervormingen dezelfde en zelfs betere resultaten kunnen bewerkstelligen dan een devaluatie.

In een recente studie vinden Wierds e.a. (2012) echter dat het aandeel van technisch hoogwaardige fabricaten in de export van de perifere landen relatief klein is en dat op de korte termijn dit niet snel zal kunnen veranderen. Daardoor is het voor landen in de zuidelijke eurolanden niet eenvoudig om hun exportgroei snel flink te verhogen. Hoewel het van groot belang is om het technologische gehalte van de uitvoer te verbeteren, zal op korte termijn een gering effect sorteren. Dit wordt bevestigd door Tabel 5 waaruit blijkt dat voor andere Zuid-Europese landen dan Portugal de export nauwelijks gegroeid is sinds 2007. Vooral het verschil met IJsland is beduidend, hetgeen erop duidt dat een aanpassing van de wisselkoers toch een krachtiger middel kan zijn tot herstel van de concurrentiepositie. Dit wordt bevestigd door de bevindingen van Wierds e.a. (2012). Hun onderzoek laat namelijk zien dat het effect van de reële wisselkoers op de exportgroei toeneemt naarmate het aandeel van technisch hoogwaardige fabricaten in de uitvoer lager is. Dat betekent dat als deze landen hun prijsconcurrentiepositie versterken door devaluatie dit een sterker effect heeft op hun exportgroei dan in de kernlanden van het eurogebied.

Tabel 5 Herstel export na de crisis: prognose export 2012 ten opzichte 2007^a

Eurozone: 13.9				Niet-eurozone: 18.5	
België	10.7	Italië	3.6	Denemarken	14.5
Cyprus	0.5	Luxemburg	7.8	Letland	45.0
Duitsland	18.1	Nederland	21.4	Polen	42.7
Estland	39.2	Oostenrijk	6.9	Tsjechië	14.7
Finland	-12.2	Portugal	18.6	UK	16.8
Frankrijk	9.7	Slovenië	7.1	IJsland	71.6
Griekenland	1.4	Slowakije	26.3	Zweden	2.8
Ierland	23.7	Spanje	16.7		

^a 100* (prognose export 2012/export 2007-1); in constante prijzen (purchasing power standard); bron: Eurostats

5 Politieke analyse

Naast de onder 4.1 en 4.2 besproken drie economische criteria bevat de optimale wisselkoersgebied theorie ook drie politieke criteria. Allereerst het *transfer* criterium, dat stelt dat landen die bereid zijn om elkaar te compenseren voor nadelige schokken samen een muntunie kunnen vormen (solidariteit in de zin van financiële ondersteuning). Het tweede politieke criterium is *homogeniteit in politieke preferenties*, waardoor de beleidsreactie op schokken eenduidig kan zijn. Als politieke preferenties sterk uit elkaar lopen, dan zal centraal gevoerd beleid altijd controversieel zijn en tot ressentiment leiden dat de muntunie onder spanning plaatst. Het laatste politieke criterium betreft *solidariteit* in de zin dat landen een

gemeenschappelijke toekomst en bestemming nastreven en met het oog daarop bereid zijn om kosten te dragen om deze bestemming te bereiken en nationale belangen daaraan ondergeschikt maken. De beoordeling van de verschillende opties voor de euro kan derhalve niet zonder een politieke analyse.

In het navolgende gaan wij in op de mogelijkheid van onderlinge overdrachten, de mate van homogene preferenties en solidariteit. Daarna passeren een aantal andere politieke overwegingen de revue.

5.1 Toepassing van politieke criteria van OCA theorie

Onderlinge overdrachten (Transfer)

Onderlinge overdrachten bestaan tot nu vooral tussen regio's binnen Europese landen. Als bijvoorbeeld in Groningen de productie terugloopt en de werkloosheid oploopt als gevolg van een economische schok die vooral de noordelijke regio van Nederland treft, zullen de belastingopbrengsten in Groningen dalen, terwijl inkomensoverdrachten (vooral werkloosheidsuitkeringen) aan mensen in Groningen stijgen, hetgeen de economische gevolgen van de schok dempt.

Het totale budget dat de Europese Unie ter beschikking staat, bedraagt ongeveer 1% van het BBP van de EU, waarvan (in 2011) 42% werd besteed aan directe hulp aan boeren en marktgerelateerde uitgaven en 45% voor cohesie, groei en werkgelegenheid.³⁴ Vooral de structuurfondsen bieden een vorm van herverdeling. Na toetreding van Spanje, Griekenland en Portugal in de jaren '80 werden deze fondsen verdubbeld om deze landen, bij verdergaande integratie van de interne markt, te helpen bij hun functioneren in een competitieve markt. Met de huidige crisis zien we een snelle toename in onderlinge overdrachten. Met behulp van het zogenaamde European Financial Stability Facility (EFSF) en de permanente opvolger daarvan in de vorm van het European Stability Mechanism (ESM) kunnen er leningen worden verstrekt aan landen die in grote financiële problemen zijn geraakt. Hiermee is een eerste stap gezet richting onderlinge overdrachten. Daarmee beantwoordt de eurozone zeker nog niet volledig aan dit criterium van de OCA theorie, want de leningen dienen wel met rente terug betaald te worden. Dit in tegenstelling tot overdrachten binnen landen, zoals werkloosheidsuitkeringen, die een belangrijk herverdelend effect hebben en automatisch zijn en niet via discretionair beleid worden uitgevoerd. Bovendien zal de bereidheid om leningen te verstrekken afnemen als bepaalde landen voortdurend financieel geholpen dienen te worden. Dit is met name het geval als de hulp aan landen moral hazard in de hand werkt. Openlijke directe steunoperaties stuiten daarom op veel weerstand. Als gevolg hiervan vinden onderlinge overdrachten meer onzichtbaar plaats via ruim monetair beleid van de ECB (ING, 2012), zoals leningen tegen lage rente.³⁵ Kortom, er is op beperkte - maar toenemende - schaal sprake van onderlinge overdrachten.

³⁴ Zie http://europa.eu/pol/financ/index_nl.htm

³⁵ Maar zoals De Jong (2012b) aangeeft, zijn deze intransparante maatregelen inefficiënter dan directe steunmaatregelen (zoals een rentesubsidie), want de signaalwerking van de rente voor de mate waarin landen een

Homogene preferenties

Naast belangrijke macro-economische verschillen in prestaties, zijn er belangrijke verschillen in politieke preferenties die tot uitdrukking komen in het commitment ten aanzien van het voorkomen van inflatie, overheidstekort- of schuld of het bestrijden van werkloosheid, de institutionele vormgeving van de economie, begrotingsbeleid, de rol van de staat, de rol van vakbonden, de visie op de ECB, stijl van leiderschap en politieke cultuur, et cetera. Als gevolg van verschil in preferenties zal de beleidsreactie op economische schokken heel verschillend zijn.³⁶

In de Zuid-Europese landen en Frankrijk speelt de overheid traditioneel een grote rol in de economie. Topmanagers bewegen vaak van overheidsbedrijven naar de publieke sector en vice versa. Zowel de samenleving als organisaties hebben een hiërarchische structuur en er is vaak een weerzin tegen marktwerking als oplossing van maatschappelijke problemen. Landen als Frankrijk scoren hoog op de Power Distance en Uncertainty Avoidance indices (Bohn en de Jong, 2011). De politiek is in Frankrijk sterk gecentraliseerd en minder geneigd tot compromisvorming.

Alhoewel de overheid ook in Duitsland een belangrijkere rol speelt dan bijvoorbeeld in de Angelsaksische landen, neemt zij een minder centrale plaats in dan in de zuidelijke landen. De lagere score van Duitsland op de Uncertainty Avoidance index betekent dat men meer open staat voor marktwerking. Door haar federale structuur is de Duitse politiek meer gericht op consensusvorming.

Deze verschillen werken door in de visie op de EMU. De Fransen hebben moeite met een onafhankelijke Centrale Bank die zij niet vanuit de politiek kunnen aansturen. Chirac was daarom tegen Duisenberg als eerste president met als motivatie: “Je ne me laisse pas faire chanter par un petit fonctionnaire”. Voor Frankrijk was het daarom geen gemakkelijke beslissing om de onafhankelijkheid van de ECB te accepteren. Oud-DNB directeur Szász vermoedde daarom in 2001 al dat Frankrijk verwachtte later bij de opstelling van het verdrag en de uitvoering ervan voldoende mogelijkheden te hebben alsnog politieke greep te krijgen op het beleid van de bank, iets wat zich nu inderdaad voltrekt (De Jong, 2002). De Fransen hebben ook moeite met strikte regels en automatische boeteprocedures, terwijl Duitsers daar sterk aan hechten. Ook gedurende de huidige crisis was de Franse president niet bereid om de autoriteit van het bestaande Verdrag van Maastricht te accepteren. Sarkozy had er geen problemen mee om Griekenland financiële steun toe te zeggen zonder mandaat en ondanks de no-bailout regel uit het verdrag. Ook bij de opstelling van de ECB zien wij vergelijkbare verschillen. Terwijl Frankrijk sterk voorstander was van het opkopen van overheidsobligaties van zwakke Zuid-Europese landen en Sarkozy de ECB daartoe maande (op zichzelf al een

geloofwaardig beleid weten te ontwikkelen wordt afgezwakt en dit vergroot de kans op het uitblijven daarvan. Daarnaast bergt het beleid van lage reële rente het gevaar in zich dat zwakke banken in stand blijven.

³⁶ Dat zien wij nu recentelijk in Frankrijk, dat het overheidstekort vooral wil bestrijden door hogere belastingen in plaats van bezuinigingen op de begroting.

schending van de onafhankelijkheid van de ECB), was er sterke oppositie vanuit Duitsland (Bohn en de Jong, 2011).

Kortom, er zijn heterogene preferenties als het gaat om de relatie tussen overheid en economie en de rol van centrale banken. Deze heterogeniteit bevordert dat de EU bestuurlijk vaak log of inconsistent reageert op de verwachtingen en wensen van de financiële markten. Dit heeft de crisis versterkt. Doordat er eindeloze discussies en compromissen nodig zijn, gaat de duidelijkheid en geloofwaardigheid van het beleid teloor. Fundamentele aanpassingen van het stabiliteitspact die het de Europese Commissie mogelijk moeten maken om te interveniëren in het nationale budgettaire beleid van lidstaten zijn daarom op korte termijn niet mogelijk (Kerber, 2010). De tijdelijke maatregelen die genomen worden, zoals door de ECB, brengen vaak slechts tijdelijk rust. De markten zijn zich bewust dat er grote weerstand bestaat bij de Bundesbank tegen de verruiming van de bevoegdheden van de ECB.

Wat is nu het perspectief voor de toekomst? Hiervoor hanteren wij de theorie van Williamson (De Jong, 2002) Hij onderscheidt verschillende niveaus van sociale analyse, variërend van:

1. informele instituties (gebruiken, normen en tradities)
2. formele regels (wetten, functies van overheidsorganen e.d.)
3. governance (de wijze waarop men met contracten omgaat)
4. en de feitelijke allocatie van goederen en diensten.

Als het gaat om het eerste niveau, gaan veranderingen heel langzaam, in termijnen van een eeuw. Ook het tweede niveau verandert langzaam, Williamson schat 10 tot 100 jaar, alhoewel er zich soms ook een stroomversnelling kan voordoen (zoals bij het einde van de Koude Oorlog). Op het derde niveau kunnen gebruiken vrij snel wijzigen (10 jaar). Het vierde niveau heeft betrekking op de feitelijke allocatie van goederen en diensten. Hier treden dagelijks verschuivingen op als gevolg van veranderingen in prijs en hoeveelheid. Omdat de culturele verschillen tussen de Noord-Europese en Zuid-Europese landen onder het eerste niveau van sociale analyse vallen, valt op basis van het model van Williamson te verwachten dat verschillen in politieke preferenties ook in de toekomst zich zullen blijven voordoen. Daarmee lijkt ook in de toekomst de eurozone maar zeer ten dele te voldoen aan de eis van homogene preferenties. Echter, de recente gebeurtenissen hebben laten zien dat onder economische en politieke druk er significante beleidswijzigingen kunnen plaatsvinden waardoor maatregelen die eerder op felle weerstand stuiten toch geaccepteerd worden (ING, 2012a).

Solidariteit

Het laatste criterium toont overeenkomst met het eerste criterium, maar boort een diepere en bredere dimensie van solidariteit aan. De vraag die bij dit criterium centraal staat is of landen bereid zijn, op het moment dat er asymmetrische schokken optreden en er verschil in belangen en visies op het te voeren beleid ontstaan, het besef dat men van elkaar afhankelijk is en uiteindelijk dezelfde toekomst deelt zo sterk is dat men bereid is de verschillen te overbruggen.

Het idee achter de Europese Gemeenschap, hoewel begonnen als één van kolen en staal, is altijd meer geweest dan een economisch project. Het grote idee achter Europese integratie was een nieuwe oorlog op het Europese continent te voorkomen. Grondleggers zoals Schuman hebben daarbij altijd benadrukt dat het Europese vredesproject geworteld is in gedeelde waarden en meer behelst dan gezamenlijke belangen. Ondanks alle diversiteit is er ook sprake van een Europese cultuur en gemeenschappelijk verleden dat doorwerkt in alles wat Europa heeft voortgebracht (Luitwieler, 2013).

De vraag is of dit “grote” verhaal achter het Europese project voldoende wortel heeft geschoten in de “hearts and minds” van Europese burgers. De afgelopen decennia is in toenemende mate de nadruk komen te liggen op de economische dimensie van Europese integratie door de voordelen van de interne markt, het vrije verkeer van personen, diensten, goederen en kapitaal te benadrukken. Nu de economische winsten afnemen en er meer gevraagd wordt van landen, komt steun voor de euro, en daarmee de Europese Unie, onder druk te staan. Alhoewel de politieke elite binnen Europa zich bewust is van de noodzaak van een gemeenschappelijke toekomst, zijn burgers – met name lager opgeleiden - veel minder bereid om nationale soevereiniteit op te geven. De recente Eurobarometer laat zien dat, in antwoord op de vraag ‘Do you ever think of yourself as not only nationalistic, but also European’, slechts 16% ‘vaak’ aangeeft, 43% nooit en 38% soms. Juist tijdens de crisis spelen nationale sentimenten in toenemende mate een belangrijke rol. Dat wordt het meest zichtbaar in de wijze waarop Duitsers over Grieken denken en vice versa.

Het is van groot belang de eurodiscussie niet slechts te voeren vanuit een economische kostenbaten analyse, hoewel deze onmisbaar is voor het beoordelen van verschillende beleidsopties, maar ook de Europese Unie als waargemeenschap in te brengen (Luitwieler, 2013). Dan gaat het niet alleen om solidariteit als een vorm van altruïsme, maar ook om het besef dat de toekomst van Nederland onlosmakelijk is verbonden met de toekomst van de eurozone. De euro draagt bij aan het Europese project om vrede en stabiliteit in Europa te brengen. Zoals Krugman bijvoorbeeld stelt: ‘Het Europese project zorgt al zestig jaar voor vrede, welvaart en democratie. Als dan het grootste avontuur, de euro, faalt dan is dat een ramp voor het Europese project’.³⁷

Een andere mogelijke grond voor solidariteit is wederkerigheid. Dan is de gedachte dat als wij nu andere eurolanden helpen, zij ook ons helpen als wij hen nodig hebben. Het is een kwestie van geven en nemen. Dat is nu al zo, want de noordelijke landen geven niet alleen maar profiteren ook van de slechte economische situatie in de zuidelijke landen door de lage koers van de euro, die ten goede komt aan de export van de noordelijke landen, en de lage rente in de noordelijke landen. Toch wordt deze wederkerigheid door velen niet ervaren. Want als het gaat om onderlinge hulp, is er toch sprake van veel eenrichtingsverkeer van het noorden naar het zuiden en het is niet te verwachten dat dit in de toekomst snel zal veranderen.

Een belangrijke belemmering voor solidariteit is verder gelegen in de hoge mate van culturele diversiteit binnen Europa. Luitwieler (2013) stelt dat herverdelend sociaal beleid op

³⁷ Interview in NRC, 3 juni 2012, blz. 13.

Europees niveau daarom niet wenselijk is gelet op de culturele eigenheid van de deelnemende landen in de eurozone.

Kortom, op basis van dit laatste criterium van de OCA theorie is het moeilijk te zeggen in hoeverre de eurozone beantwoordt aan een optimale muntunie. Volgens Baldwin en Wyplosz (2012) is het glas ofwel half vol, ofwel half leeg. De eurozone scoort niet hoog op dit criterium, en de crisis zet de onderlinge solidariteit onder druk, maar men kan ook niet zeggen dat het volledig faalt.

5.2 Andere politieke overwegingen

Naast de politieke overwegingen die vanuit de OCA theorie opkomen, zijn er tal van andere relevante politieke facetten die in het maatschappelijk debat over verdergaande Europese integratie en de alternatieve beleidsopties een rol spelen. In het navolgende gaan wij kort in op de volgende aspecten: democratische legitimatie, geloofwaardigheid van de EU, positie van kleine Eurolanden, vrede en veiligheid, relatie tussen Euro- en niet-Euro landen, solidariteit binnen landen, en het commitment van de Europese elite.

Democratische legitimatie

De Europese Unie en haar lidstaten benadrukken in hun betrekkingen met de rest van de wereld het belang van democratische besluitvorming en legitimatie. De eurocrisis laat echter zien dat de eurolanden zelf ook worstelen met democratische legitimatie. Er ontstaan steeds meer “parlements vrije zones”, waarbij als parlementen mogen stemmen, dat alleen achteraf kan. Zij *moeten* de genomen maatregelen dan wel goedkeuren, omdat ze anders, volgens de regering, de euro in gevaar brengen. Zo riep premier Monti van Italië, zelf nooit verkozen, in Der Spiegel op om de macht van nationale parlementen inzake Europees beleid te beknotten, omdat zij regeringen voor de voeten lopen. Ook het eerder genoemde voorbeeld dat de ECB Ierland dwong om de schuld van de bankensector op zich te nemen om de schade aan banken in de landen te beperken getuigt van een serieuze schending van het mandaat van de ECB waardoor politieke interventies zonder parlementaire controle plaatsvinden.

Democratische legitimatie is van groot belang, zeker als het daarbij gaat om een correctie op de dominante rol van centrale bankiers en de financiële markten. Nu schulden publiek zijn gemaakt, dient de democratische legitimatie van het beleid te worden versterkt. Voor de verschillende beleidsopties moet dus afgewogen worden in hoeverre democratische legitimatie wordt versterkt dan wel verzwakt op zowel nationaal als Europees niveau.

Geloofwaardigheid Europese Unie

De EU kampt niet alleen met een gebrek aan democratische legitimatie, maar ook met een geloofwaardigheidsprobleem. Veel afspraken en regels die in het verleden zijn vastgelegd blijken niet bestand tegen politieke of economische druk. Hoewel het vaker voorkomt dat in het beleid van staten (al dan niet constitutionele) normen geschonden worden, baart de ernst

van de schending van de regels binnen de eurozone wel zorgen. In het verleden is namelijk gebleken dat landen als Italië, Portugal, Griekenland maar zelfs ook Duitsland en Frankrijk de vrijheid namen en genoten om af te wijken van de regels van het stabiliteitspact zonder dat er consequenties aan werden verbonden. Het straffen van landen die de regels overtreden blijkt als puntje bij paaltje komt heel moeilijk, omdat het uitdelen van de straf zelf destabiliserend werkt. Bovendien is de groep zo klein dat men moeilijk aan elkaar een straf durft uit te delen. Als landen onderling veel kapitaal hebben geleend om de overheidsfinanciën te schragen, is er weerzin om extra risico te nemen door landen die de begrotingsnormen overtreden te straffen en daarmee de kans op aflossing nog verder te doen dalen. Daarmee verdwijnt de dreiging van de straf.

Hetzelfde hebben wij gezien met de no-bailout clause uit het Verdrag van Maastricht. Onder dreiging van de oplopende rentes is deze clause de facto verlaten door het (indirect) opkopen van overheidsschuld door de ECB. Ondanks haar beperkte monetaire mandaat heeft de ECB in toenemende mate een financiële stabiliteitsrol op zich genomen door ruimhartig leningen te verstrekken aan Europese banken en kwalitatief lagere eisen te stellen aan het onderpand voor deze leningen. Terwijl de ECB nadrukkelijk gemodelleerd was naar de Duitse Centrale Bank, heeft zij onder invloed van de crisis in toenemende mate een politiek rol gekregen door onder voorwaarden schuld papier van Zuid-Europese landen te kopen. Door het stellen van voorwaarden in de vorm van noodzakelijke hervormingen, ging zij buiten de haar toegewezen taken en nam zij de rol van nationale regeringen over, zonder daarvoor de democratische legitimatie te hebben. Daarmee dreigde zij haar onafhankelijkheid op het spel te zetten, omdat zij hierdoor gevoeliger werd voor politieke druk. Het achterliggend doel van de maatregelen die de ECB treft is volgens De Jong (2012b) de euro onomkeerbaar te maken. Dat stelt Asmussen (2012) (directeur van de Europese Centrale Bank als opvolger van de vroegtijdig afgetreden Jürgen Stark) ook met zoveel woorden: 'Ons uitgangspunt is dat de euro onomkeerbaar is. En dat we de weeffouten in de muntunie moeten repareren. Dat is inderdaad politiek, ja..... We moeten de monetaire unie afmaken....werken aan een bankunie en een economische, financiële en politieke unie.' Maar het is aan politici en parlementen om dit te beslissen. Het is geen doel van de ECB en mag dat ook niet zijn.

Deze ervaringen roepen twijfel op in hoeverre afspraken binnen de EMU in het algemeen handhaafbaar zijn op het moment dat economische en/of politieke constellaties veranderen. Zolang de druk van de financiële markten moordend is, is er voldoende motivatie om aan de eisen die een dergelijke unie oplegt te voldoen. Maar zodra het vertrouwen enigszins herstelt en deze druk wegvalt, valt te bezien of een strenge toepassing van Europese begrotingsregels haalbaar blijft.

Machtsverhoudingen: positie van kleine landen

Voor wat betreft Nederland kan gesteld worden dat het als klein land uiteindelijk weinig invloed heeft op de EU. Hoe meer integratie, hoe meer Nederland zich uitlevert aan instituties waarop het zelf weinig invloed heeft.

Tegelijk: wanneer er een globaal perspectief wordt genomen en de concurrentie vanuit de BRIC's³⁸ in ogenschouw wordt genomen, geldt voor Nederland evenals voor andere Europese landen dat verdere integratie binnen de EU wellicht noodzakelijk is om het hoofd boven water te houden. Scheffer (2012) meent dat Europa noodzakelijk is om zelfbeschikking in de wereldeconomie uit te oefenen en stelt: 'Als dat klopt gaat Europese integratie niet om soevereiniteitsverlies, maar om toegenomen invloed door gezamenlijk handelen'. Ook kan Nederland als grootste van de kleine landen toch invloed uitoefenen, bijvoorbeeld door samen te werken met andere kleine landen. Verder dient men zich te realiseren dat de beleidsvrijheid in landen als Nederland ook bij minder integratie (of zelfs het op grotere afstand zetten van Europa) beperkt is. Daarvoor is Nederland in de praktijk te afhankelijk van andere landen. Een illustratie is dat het monetaire beleid van DNB tijdens de periode *voor* de invoering van de euro in de praktijk grotendeels bepaald werd door het beleid van de Bundesbank.³⁹

Landen die zich buiten de eurozone plaatsen (en zelfs buiten de EU) lopen dus het gevaar dat zij geen enkele invloed kunnen uitoefenen op de ontwikkelingen binnen de EU, terwijl zij toch in hoge mate afhankelijk daarvan zijn en zich toch moeten conformeren aan dit beleid. Een voorbeeld is Zwitserland, dat in tegenstelling tot Noorwegen, IJsland en Liechtenstein geen deel uitmaakt van de Europese Economische Ruimte (EEA), de gemeenschappelijke Europese markt met een vrij verkeer van goederen, personen, diensten en kapitaal. Wel heeft Zwitserland via tal van bilaterale akkoorden toegang gekregen tot de gemeenschappelijke markt, maar niet tot alle markten. Hoewel die uitzonderingspositie een aantal voordelen heeft – Zwitserland kan daardoor zijn banken (nog) vrijwaren van Europese controle – legt het ook beperkingen op. De onderhandelingspositie van Zwitserland is daarbij zwak vanwege de asymmetrische verhoudingen: Voor Zwitserland is de Unie uiteindelijk belangrijker dan omgekeerd omdat tweederde van de Zwitserse export naar de EU gaat. In de praktijk rest Zwitserland daarom vaak weinig ruimte om af te wijken van EU-regels, maar omdat Zwitserland geen EU-lid is, kan ze niet meebepalen hoe die eruit komen te zien (Steketee, 2012).

Vrede en veiligheid

Zoals hiervoor al besproken is de eurocrisis volgens velen onlosmakelijk verbonden met het Europese project van vrede en veiligheid. Volgens Jean-Claude Piris, voormalig hoofd van de juridische dienst van de Europese Raad, komen, als Europa klapt, alle verborgen conflicten meteen boven, zoals tussen Griekenland en Macedonië.⁴⁰ Schepers, vicepresident van de EBRD, stelt dat de EU in het algemeen en de euro in het bijzonder vreedzame aspiraties verankeren in een "extreem gevoelig gebied".⁴¹ Het is nog niet zo heel lang geleden dat landen als Spanje, Portugal en Griekenland gebukt gingen onder een autoritair regime. En de recente onlusten in Griekenland laten zien hoe kwetsbaar een democratische rechtstaat is. Het

³⁸ De zich snel ontwikkelende economieën van Brazilië, Rusland, India en China.

³⁹ Toch is er wel een verschil in die zin dat het volgen van het beleid van de Bundesbank een eigen keuze was, waarvan men desnoods ook kon afwijken.

⁴⁰ Interview met Jean-Claude Piris, NRC 24 juni, blz. 13.

⁴¹ Interview in NRC, 21 juni 2012, blz. 31.

is daarom van belang dat bij de verschillende beleidsopties wordt afgewogen of de vrede en veiligheid daarbij gediend is.

Men kan zich echter afvragen of een gemeenschappelijke munt werkelijk van zo groot belang is voor de vrede en veiligheid van Europa. Hier dringt zich een parallel op met het verschil in economische baten als gevolg van de eurozone in vergelijking met die van de Europese Unie en interne markt, die in het laatste geval veel groter zijn. Ook voor vrede en veiligheid is het waarschijnlijk van groter belang dat landen goed verankerd zijn binnen de Europese Unie en de interne markt dan dat zij dezelfde munt delen. Dit geldt zeker als het hebben van dezelfde munt met veel spanningen gepaard gaat omdat de economische situatie in landen niet beantwoordt aan de criteria van de optimale muntunie. Daarbij komt dat verdere integratie van de eurozone de relatie met de landen die niet tot de eurozone behoren bemoeilijkt (zie hieronder). Omwille van vrede en veiligheid is het derhalve twijfelachtig of het onverkort handhaven van de eurozone wel zo belangrijk is. Je zou zelfs kunnen beargumenteren dat het binnen de euro blijven en de daarbij afgedwongen hervormingen en bezuinigingen van bovenaf, wellicht tot meer interne spanningen en onlusten leiden.⁴²

Omdat het beleid aangaande de euro zeer sterk door politieke motieven is ingegeven, dreigen economische afwegingen onder te sneeuwen. En andersom. Om de potentiële economische risico's die hieruit voortvloeien te beperken, ware het beter om de euro voornamelijk als een economisch instrument te beschouwen en als zodanig te beoordelen en voor Europese eenwording het accent te leggen op de Europese Unie in plaats van de eurozone. Dit geeft meer flexibiliteit bij een optimale afstemming van de euro op economische belangen en vermindert de kans dat een herconfiguratie van de eurozone het Europese project van vrede en veiligheid schade doet.

Relatie tussen niet-eurolanden en eurolanden

Een nadeel van een verdere integratie tussen de EMU-landen is dat de afstand tot de andere EU lidstaten toeneemt, op het moment dat zij niet zover willen gaan. Het behoud van de euro dreigt aldus een wig te drijven tussen EMU-landen en andere EU-lidstaten. Een voorbeeld is het plan van de Britse minister van Buitenlandse zaken, William Hague, om ieder aspect van de Europese regelgeving aan 'een uitvoerig onderzoek' te onderwerpen, of het de Britse belangen wel dient. Het steekt de Britten nog steeds dat de zeventien eurolanden vorig jaar een reeks maatregelen hebben genomen om de euro te beschermen, waarbij Groot-Brittannië en andere EU-landen buiten de eurozone buiten spel werden gezet.

De niet-eurolanden maken zich zorgen dat er een twee-snelheden-EU komt en dat dit ten koste zal gaan van het level playing field tussen bedrijven binnen de eurozone en daarbuiten. Een voorbeeld betreft de bankenunie. Op het moment dat banken binnen de eurozone de zekerheid van eventuele steun vanuit het ESM-fonds hebben, worden banken

⁴² Ook Scheffer (2012) relateert het belang van de euro voor vrede en veiligheid binnen Europa. Hij kwalificeert het 'nooit meer oorlog' argument als een achterhaalde vorm van eurocentrisme en benadrukt dat de verdediging van de euro niet in het verleden ligt maar in de toekomst van veranderende verhoudingen in de wereld.

buiten de eurozone op achterstand gezet.⁴³ Alhoewel niet-eurolanden de optie hebben om mee te doen aan de bankenunie, is het nadeel dat zij niet kunnen meebeslissen over de vormgeving en uitvoering daarvan, omdat zij geen deel hebben in de ECB. Vooral het Verenigd Koninkrijk is beducht dat haar invloed op de regulering van de bankensector afneemt.^{44 45}

Meer algemeen zal de grotere divergentie tussen EU lidstaten binnen en buiten de eurozone ertoe leiden dat er een mismatch ontstaat tussen Europese instituties en het doel dat zij dienen. Want op het moment dat de eurozone sterker geïntegreerd dient te worden, is het ook nodig dat andere Europese instituties zoals het Europees Parlement versterkt worden. Maar het Europees Parlement is niet de meest geschikte instantie voor regelgeving die de eurozone aangaat, omdat ook niet-eurolanden daaraan deelnemen. Een sterkere integratie van de eurozone vereist dus eigenlijk een verdubbeling van de instituties waarop de eurozone en de Europese Unie rusten.

Nationale (binnenstatelijke) solidariteit

De solidariteit tussen eurolanden wordt begrensd doordat de meeste EU-lidstaten zo min mogelijk bevoegdheden aan Europa willen overdragen. Maar ook op het niveau van staten lijkt zich een beweging af te tekenen waarin solidariteit afneemt, een proces dat mede bevorderd wordt door de crisis in de eurozone. Een illustratie hiervan zijn de huidige spanningen tussen Catalonië en de centrale regering in Spanje⁴⁶ en tussen Vlaanderen and Wallonië in België.⁴⁷ De Catalanen verwijten de Spaanse regering dat zij de vereiste bezuinigingen afwentelt op de regio's. De crisis wakkert hierdoor de onafhankelijkheidsdrift aan. De Catalaanse president Artur Mas kondigde een referendum aan over zelfbeschikking als hij wordt herkozen op 25 november. Dus zoals Rajoy zich verzet tegen de voorwaarden die aan een Europese redding voor Spanje kleven, zo doen de regio's in Spanje dit op nationaal niveau. Men kan zich afvragen waarom, als Catalanen al niet solidair zijn met andere regio's in Spanje en Vlamingen niet met Wallonië, burgers in Noord-Europese landen dan solidair moeten zijn met Zuid-Europese landen. Er zijn daarom grenzen aan de solidariteit die men tussen Europese landen kan verwachten.

Tegelijkertijd biedt de inbedding in het grotere geheel van de eurozone regio's ook meer mogelijkheden voor verzelfstandiging ten opzichte van de nationale staat. Het is moeilijk te overzien wat de gevolgen zijn van deze ontwikkeling. Enerzijds vergroot deze

⁴³ Dat is wellicht ook de bedoeling als het doel is dat andere EU landen uiteindelijk tot de euro toetreden.

⁴⁴ Een andere complicatie betreft landen die wel tot de eurozone behoren, maar waar de banken voornamelijk in handen van niet-eurolanden zijn, zoals Estland.

⁴⁵ Dit heeft ook zijn weerslag op de positie die Duitsland inneemt binnen de eurozone. Dit heeft te maken met het feit dat Duitsland in de Eurogroep een minderheidspositie heeft en - hoewel vaak gesteund door Nederland, Finland en Oostenrijk - het aflegt tegenover Frankrijk dat samen met Zuid-Europese landen opereert. Meer natuurlijke bondgenoten van Duitsland, zoals de Scandinavische landen en Midden-Europese landen, maken geen deel uit van de eurolanden en de verdere integratie van de eurozone zal de afstand verder doen toenemen.

⁴⁶ Zie: <http://euobserver.com/political/118125>.

⁴⁷ Vergelijkbare spanningen treden op in Duitsland, waar in de deelstaat Beieren de kritiek groeit op de vele opdrachten aan Berlijn ter financiering van de nieuwe deelstaten. Een ander voorbeeld is het voorgenomen referendum over onafhankelijkheid van Schotland, maar de redenen voor meer autonomie zijn daar van andere aard.

versnippering de complexiteit binnen Europa, waardoor het nog moeilijker wordt om een effectief bestuur te voeren. Aan de andere kant maakt dit de individuele landen meer afhankelijk van Europa en zal het de machtsbalans verschuiven in het voordeel van Europa, hetgeen de mogelijkheden voor centraal beleid ten goede komt.

De crisis in de eurozone zet daarnaast de solidariteit op nationaal niveau onder druk doordat de verdere integratie van de eurozone volgens de huidige beleidsplannen tot een flexibilisering van de arbeidsmarkt leidt. Zolang een land een eigen munt heeft kan het zich relatief eenvoudig aanpassen aan veranderende economische omstandigheden. Door de waarde van de munt te laten dalen, wordt het weer concurrerend. Maar als dat mechanisme wegvalt, is een land aangewezen op een flexibele arbeidsmarkt, waarbij lonen zich snel aanpassen als de werkloosheid oploopt. Gezien de rigide arbeidsmarkt in veel Zuid-Europese landen kan dit als een belangrijk voordeel worden beschouwd van de huidige beleidslijn van voortgaande integratie in combinatie van structurele hervormingen. In de huidige globaliserende wereldeconomie zijn goed functionerende arbeidsmarkten onontbeerlijk, niet alleen omwille van scherpe prijsconcurrentie (door matiging van de loonkosten), maar ook met het oog op concurrentie op kwaliteit. Want door goede afstemming van vraag en aanbod van arbeid kunnen werknemers in banen stromen waar zij het meest productief zijn. De crisis werkt als een breekijzer waardoor verouderde arbeidsmarktinstuties zich noodzakelijkerwijs aanpassen. Maar een gevaar is dat onder de grote druk van de crisis de balans naar de andere kant doorslaat en de economische nadelen van teveel flexibilisering onvoldoende verdisconteerd worden. Als de arbeidsmarkt teveel flexibiliseert hindert dit de innovatie omdat dit het commitment van werknemers uitholt (Volberda en Heij, 2012). Bovendien gaat flexibilisering gepaard met meer onzekerheid onder werknemers. Geluksonderzoek laat zien dat een flexibele arbeidsmarkt een substantiële aanslag doet op het menselijk geluk (Layard, 2002).

Commitment van de Europese elite

Degenen die momenteel beslissen over de toekomst van Europa zijn sterk gecommitteerd aan het redden van de euro. Het is daarom niet aannemelijk dat de huidige Europese elite een andere oplossing dan het doorgaan op de huidige weg zal accepteren. Dat bemoeilijkt een ordentelijke uittreding. Ook is het niet waarschijnlijk dat een of meerdere landen vrijwillig de eurozone zullen verlaten, omdat de zuidelijke Europese landen ervan overtuigd zijn dat zij geen andere optie hebben dan te vertrouwen op de redding door de EU of de ECB of een vorm van bailout gefinancierd door de andere EMU-leden (Kerber, 2010). Pas wanneer de steun vanuit de EU of ECB dreigt op te houden en er steun komt om de eurozone te verlaten, zal uittreding serieus overwogen worden door de zuidelijke Europese landen. In perifere eurolanden is de politieke wil om samen een zeuro te vormen daarom (nog) niet aanwezig.

Ook is het niet waarschijnlijk dat sterke landen de eurozone verlaten. Er is geen wettelijk mandaat hiervoor en het kan de Europese Commissie ertoe brengen om de zogenaamde infringement procedure te starten. Het opblazen van de euro zal zoveel politieke schade geven dat landen als Duitsland nooit een dergelijke stap zullen overwegen.

6 Implicaties voor vier beleidsopties

In deze paragraaf passen wij de analyse van de voorgaande hoofdstukken toe op de verschillende beleidsopties en evalueren wij de beleidsopties op basis van economische en politieke doeleinden. Met het oog daarop presenteren wij eerst een raamwerk van economische en politieke criteria. Vervolgens worden in de navolgende paragrafen de verschillende beleidsopties op de onderscheiden criteria beoordeeld.

In het analyseraamwerk hanteren wij drie economische en twee politieke doeleinden: economische groei, waarde schuldsposities, economische stabiliteit, democratie en vrede en veiligheid. Bij elk van deze doeleinden zijn diverse aspecten van belang (zie Tabel 6).⁴⁸

Tabel 6 Evaluatiecriteria

Economische doelen			Politieke doelen	
Economische groei	Waarde schuldsposities	Economische stabiliteit	Democratie	Vrede en veiligheid
Inflatie, concurrentiepositie, lopende rekening	Waarde schuldsposities binnen de EMU	Convergentie in economische prestaties	Democratische legitimatie en draagvlak	Europese solidariteit
Buitenlandse investeringen			Spanning eurolanden en niet eurolanden in EU	Kans op regionale conflicten
Economische groei, werkloosheid, consumptieniveau, staatsschuld				

De meeste criteria spreken vanzelf, omdat zij in het debat over de eurozone allen een belangrijke spelen. De economische en politieke criteria van de OCA theorie komen vooral terug in het derde criterium van economische stabiliteit. Naarmate de beleids optie beter beantwoordt aan de voorwaarden die de OCA theorie stelt aan een muntunie, neemt de kans op economische divergentie tussen de deelnemende landen binnen de muntunie af en zal de muntunie duurzamer zijn.

6.1 Verdere integratie van de Eurozone

Allereerst bespreken wij de risico's die verbonden zijn aan het huidige beleid waarbij de inzet is dat geen enkel land de euro verlaat door een verdere monetaire en economische integratie van de eurolanden af te dwingen.

⁴⁸ Per onderscheiden doel kan verder onderscheid worden gemaakt naar regio (Nederland, uittredende land, overige eurolanden, eurozone, overige EU lidstaten, EU, rest van de wereld), maar een dergelijke systematische uitwerking laten wij achterwege.

De verwachte effecten van verdere integratie van de eurozone op economische groei hangen in hoge mate af van hoe succesvol de zuidelijke Europese landen zullen zijn in het hervormen van de economie en dit hangt weer sterk af van politieke ontwikkelingen die moeilijk voorspelbaar zijn. Institutionele veranderingen vergen doorgaans een lange periode (zie hierboven), maar onder invloed van de huidige crisis kunnen veranderingen in een stroomversnelling raken. Alleen in het geval dat de Eurozone in staat blijkt een eenduidig institutioneel kader te scheppen dat de juiste economische randvoorwaarden schept waardoor de zuidelijke Europese landen hun concurrentiepositie aanzienlijk versterken, is deze beleids optie de meest gunstige. De hervormingen zullen dan tot convergentie in inflatie, rente en lopende rekening leiden en het vertrouwen van buitenlandse investeerders in de zuidelijke Europese landen herstellen. Daarmee wordt de basis gelegd voor een aanzienlijke versterking van de economie en welvaarts-groei in de zuidelijke landen op lange termijn en zal de eurozone in toenemende mate gaan beantwoorden aan de criteria die voor een optimaal wisselkoers gebied gelden.

Maar de onzekerheid is groot, zowel op korte termijn als op langere termijn. Voor de zuidelijke Europese landen is het gevaar groot dat het proces van interne devaluatie onvoldoende snel tot herstel van het concurrentievermogen leidt. Structurele hervormingen in Zuid-Europese landen zullen pas op lange termijn (Blundell-Wignall en Slovik (2010) spreken over decennia) effect sorteren. Het verhogen van arbeidsproductiviteit door hervormingen is moeizaam: als een overheid door goed beleid in staat zou zijn om de jaarlijkse arbeidsproductiviteitsgroei met 0,5 % te laten stijgen, zou dat al uitzonderlijk zijn, maar dan nog zou het decennia vergen om een achterstand in concurrentie van 30-40% te overbruggen (Boote, 2012). Op korte termijn zijn de effecten van aanbodgerichte hervormingen eerder negatief vanwege uitval van bestedingen. In combinatie met de huidige noodzaak tot bezuinigingen om begrotingstekorten terug te dringen, kan er te weinig perspectief ontstaan op herstel waardoor de politieke steun voor hervormingen verwatert en politieke instabiliteit ontstaat. Dit genereert grote risico's voor het economisch herstel en stabiliteit op lange termijn. Tegelijkertijd, als recessie of depressie meevallen, is er weer het risico dat op het moment dat de crisis wegebt, cultuurverschillen tussen landen binnen de eurozone (die doorgaans veel hardnekkiger zijn) voor blijvende verschillen in economische instituties zorgen en hervormingen in economische instituties halverwege blijven steken. De eurozone zal dan niet in staat blijken ook op langere termijn te beantwoorden aan de condities die aan een optimale wisselkoerszone gesteld worden, waardoor het gevaar van economische instabiliteit substantieel blijft.

Een belangrijke bron van onzekerheid betreft ook de kwaliteit van Europese instituties. Vanwege de cultureel-politieke verschillen tussen eurolanden kenmerken de vormgeving en het daadwerkelijk functioneren van de Europese instituties en beleid zich vaak door gebrek aan eenduidigheid.⁴⁹ Bovendien blijken veel afspraken en regels niet bestand tegen politieke

⁴⁹ Luitwieler (2013) verbindt het gebrek aan eenduidigheid van de Europese instituties met een gebrek aan inputlegitimiteit. Hij wijt dit aan een mix van supranationale integratie en intergouvernementele coördinatie. Europese leiders maken vaak geen echte keuze voor een van de twee modellen, maar komen uit op een compromis dat suboptimaal is in termen van efficiency, transparantie en democratie.

of economische druk. Er is weinig reden om aan te nemen dat dit in de toekomst zal veranderen. Ook als wij meer specifiek kijken naar de verschillende bouwstenen voor de verdere integratie van de eurozone, zijn er significante risico's aanwijsbaar.

Allereerst betreft dat het noodfonds. Een dergelijk fonds veronderstelt dat de problemen die een land ondervindt van korte duur zijn en dat het bieden van voldoende liquiditeit het vertrouwen van de financiële markten zal doen terugkeren. Uit paragraaf 2 bleek evenwel dat de problemen van de Zuid-Europese landen structureel zijn en op een gebrek aan concurrentiekracht duiden. Het bieden van extra leningen kan dan juist op langere termijn de problemen verder vergroten, want als een land het aan politieke wil ontbreekt om structureel te hervormen of anderszins niet in staat blijkt door structurele hervormingen haar concurrentiekracht te verbeteren, vormt de toegenomen schuld een extra ballast dat een land nog verder naar beneden trekt. Het noodfonds zal dan in de toekomst tot grotere verliezen leiden voor de sterkere Eurolanden in de vorm van afschrijvingen op leningen aan problemlanden. Dit is ook de vrees van de gerenommeerde Duitse econoom Hans Werner Sinn, die meent dat de randvoorwaarden voor steun uit het noodfonds steeds soepeler worden; hetgeen ook inderdaad gebleken is met de steun aan Spanje. De ervaring leert evenwel dat transfers van rijkere naar armere regio's niet in een verbetering van de concurrentiekracht van de laatste groep resulteren. Als het noodfonds teveel wordt uitgebreid, bijvoorbeeld om ook de staatschuld van Spanje en Italië te kunnen garanderen, komen ook de gezonde Eurolanden mogelijk in problemen.^{50 51}

Zowel bij indirecte steun via de ECB als bij meer directe transfers bestaat het risico van permanente afhankelijkheid van ontvangende landen van andere landen binnen de eurozone. The Economist (2012b) refereert in dit verband aan de permanente hulp die West Duitsland biedt aan het voormalig Oost Duitsland na de eenwording. Deze hulp heeft een vorm van permanente afhankelijkheid gecreëerd. Een transfer unie op Europese schaal loopt een vergelijkbaar risico. De kosten daarvan zijn potentieel zeer hoog. The Economist (2012b) noemt zelfs een jaarlijks bedrag van €250 mrd.

Een ander belangrijk risico van verdere integratie is dat het verleden heeft aangetoond dat het moeilijk is de verschillende Europese instituten volledig in overeenstemming met hun economische functie te laten functioneren. Dat blijkt bijvoorbeeld uit de stresstesten van de Europese banken, die onder invloed van politieke en bancaire belangen onvoldoende streng

⁵⁰ Een lastig aspect is de financiering van een Europees noodfonds voor de bankensector. Op langere termijn zou dit noodfonds moeten functioneren als een depositogarantiestelsel, waarbij via premies op bankdeposito's het fonds middelen kan opbouwen. Maar deze opbouw vergt tijd en door de huidige crisis ontbreken de middelen bij banken. Tot die tijd is een financiering vanuit het ESM noodzakelijk.

⁵¹ Dit is ook het gevaar van Eurobonds. Hoewel het voordeel is dat de schaal waarop overheidsschuld kan worden verkocht groter wordt, is het een probleem dat de correctie van te ruime begrotingen vanuit de financiële markten afneemt. Naarmate de budgettaire discipline van landen meer verschildt, is het gebruik van gemeenschappelijke Eurobonds onrechtvaardiger, omdat de kosten van gebrek aan begrotingsdiscipline dan worden afgewenteld op andere landen. Om moral hazard te voorkomen worden daarom tussenvormen voorgesteld, bijvoorbeeld door Eurobonds te beperken tot een bepaald percentage van de overheidsschuld (en hoge senioriteit toe te kennen), of alleen korte termijn obligaties te garanderen tot een limiet van 10% van het BBP van het land dat deze uitgeeft. Dit beperkt de potentiële verliezen voor de belastingbetalers in Noord-Europa, omdat korte termijn schulden het eerst worden afgelost bij betalingsproblemen. Maar een nadeel is dat het landen stimuleert om korte termijn schulden in plaats van lange termijn schulden aan te gaan, waardoor al weer na korte tijd nieuwe financiering nodig is.

waren en al snel hun geloofwaardigheid verloren, temeer toen bleek dat banken die met vlag en wimpel geslaagd waren vervolgens toch in grote financiële problemen terecht kwamen. Ook blijkt elke keer weer hoe moeilijk het is om toezicht effectief te laten zijn. Toezichthouders blijken gemakkelijk beïnvloedbaar door degenen op wie zij moeten toezien en noodzakelijke interventies laten daardoor vaak te lang op zich wachten. In de derde plaats blijkt het in de praktijk heel moeilijk om zich te onttrekken aan de waan van de dag en vroegtijdig luchtbellen en andere risicovolle ontsporingen binnen de financiële sector te identificeren.

Een ander risico is dat de ECB inboet op haar reputatie als onafhankelijke Centrale Bank. In feite is dit al gebeurd nu de Duitse Bundesbank zich openlijk tegen de ECB heeft gekeerd. Steeds meer wint de overtuiging dat de ECB een gevaarlijke speler is geworden. Hiervan getuigt de storm van protest in Duitsland waartoe de aankondiging van het onbeperkt aankopen van obligaties heeft geleid. Jens Weidmann, de Bundesbankpresident, vindt dat de ECB de regel uit het Europese Verdrag dat de ECB geen staten mag financieren schendt. Als de Bundesbank hierin gelijk krijgt, raakt de ECB de steun van de Duitse bevolking kwijt en zal daardoor niet meer goed kunnen functioneren. Een ander probleem is dat de ECB gebrek aan expertise heeft op gebied van banktoezicht. Bij de inrichting van een bankenunie zal het toezicht zeer kwetsbaar blijven indien de ECB de verantwoordelijkheid krijgt over alle banken in de eurozone. Daartegen stelt zij nauw samen te gaan werken met nationale toezichthouders. Maar dan maakt zij zich daar dan ook weer afhankelijk van.⁵² Ook neemt het risico toe dat de ECB zal moeten afschrijven op de ECB obligaties van Zuid-Europese landen, hetgeen haar reputatie eveneens zal aantasten.

Integratie in de vorm van afstemming van macro economisch beleid lijkt op papier overzichtelijk, maar net zoals het op micro niveau moeilijk is te bepalen wanneer banken teveel risico hebben genomen, is het ook op macro-economisch niveau moeilijk om objectief vast te stellen wanneer zich schadelijke onevenwichtigheden ontwikkelen binnen een of meerdere landen. Ook economen verschillen vaak in dit soort taxaties. In combinatie met politieke belangentegenstellingen tussen eurolanden maakt dit het nemen van een beslissing om te interveniëren in de economische situatie van een land door een bijstelling van het economisch beleid te eisen zeer controversieel.

In hoofdstuk 5 is er al op gewezen dat de verdere economische integratie van de eurozone de nodige risico's voor de democratische legitimiteit oplevert. De politieke besluitvorming wordt momenteel sterk bepaald door de reacties van de financiële markten. Belangen van de financiële sector overheersen de besluitvorming. Daarmee krijgen de belangen van de financiële markten een disproportionele invloed op het beleid. Niet alleen inzake de Europese integratie, maar ook op inhoud van de hervormingen die worden voorgesteld. Ook procedureel gezien is met de crisis het democratisch tekort eerder toegenomen dan afgenomen, omdat de vergaande politiek-economische beslissingen die nodig zijn om de crisis het hoofd te bieden een zorgvuldig democratisch proces uitsluiten. Dit vergroot het gevaar van manipulatie van bovenaf in plaats legitimatie van onderaf. Indien de

⁵² Ook het banktoezicht is niet onafhankelijk. Als een bank geherkapitaliseerd moet worden met belastinggeld, dan dient er verantwoording aan het parlement te worden afgelegd.

Europese integratie verder op deze wijze wordt doorgezet, kan men zich afvragen of het Europese project werkelijk geïnternaliseerd zal worden door de bevolking. Het is dan niet uitgesloten dat Europa toch wezensvreemd blijft voor veel mensen en daardoor kwetsbaar voor nationalistische tegenreacties en politieke instabiliteit. Zoals hierboven al aangegeven is het daarom van groot belang dat de kwaliteit van de democratische basis van Europa maatgevend blijft voor de mate van integratie. Gecombineerd met de grote feitelijke politieke diversiteit zal men bij de Europese integratie zeer behoedzaam te werk moeten gaan, waarbij het beginsel van subsidiariteit geëerbiedigd wordt.⁵³ Dit heeft ook implicaties voor de mate waarin het economisch beleid wordt geïntegreerd. Een belangrijk risico van verdere politieke integratie binnen de eurozone is ook, zoals eerder vermeld, dat de afstand tussen EU-landen binnen en buiten de eurozone toeneemt. Dit vergroot de complexiteit van de Europese instituties door uiteengroeiende belangen van eurolanden en niet eurolanden en zal de versterking van de democratische basis ervan bemoeilijken. Verder zal deze divergentie tussen eurolanden en niet-eurolanden binnen de EU ook zijn weerslag hebben op economische risico's (stremming van de interne markt).

Wat betreft het effect op vrede en veiligheid lijkt deze beleidsoptie een van de betere opties. Als de integratie overtuigend wordt ingezet, zal de economische crisis bijdragen aan een versterking van de Europese eenheid en daarmee vrede en veiligheid in Europa dienen. Om vrede en veiligheid te behouden dient de integratie daarom gepaard te gaan met een mate van solidariteit die ook in de zuidelijke Europese landen positief opgemerkt wordt. Want zolang de integratie gepaard gaat met het stapelen van schulden in de zuidelijke Europese landen, heftige bezuinigingen en massale werkloosheid, is er weinig perspectief voor de nieuwe generaties. In het verleden is massa werkloosheid een recept voor onvrede en onveiligheid gebleken. Ook Scheffer (2012) stelt dat de euro juist conflicten uitlokt tussen en binnen landen. De euro had de bedoeling om de macht van Duitsland onzichtbaar te maken, maar die is nu zichtbaarder dan ooit.

6.2 Uittreding van Griekenland

Het uittreden van Griekenland heeft verschillende voordelen. Het belangrijkste voordeel is dat dit Griekenland in staat stelt om de nationale munt te devalueren en zo de concurrentiepositie van het land te versterken. Hierdoor zal de export en productie op middellange termijn toenemen en dit vormt de basis van verder herstel in de vorm van teruglopende overheidstekorten en schuld en toenemende buitenlandse investeringen. Door de devaluatie van de munt neemt de concurrentiekracht van andere eurolanden relatief wel af en daalt hun export naar Griekenland. In veel studies wordt dit als een nadeel van deze optie beschouwd, maar in onze visie is dit juist een voordeel, omdat het de economische ontwikkeling van Griekenland versterkt. Uiteindelijk is het fundamenteel herstel van de concurrentiekracht van

⁵³ Luitwieler (2013) onderscheidt horizontale subsidiariteit (dat vergelijkbaar is met soevereiniteit in eigen kring) van verticale subsidiariteit, dat diep geworteld is in de EU en een doelmatigheids criterium is voor de verdeling van bevoegdheden tussen verschillende overheidsniveaus. Beide vormen van subsidiariteit zijn van belang vanwege de (waarde van) culturele diversiteit binnen de eurozone.

Griekenland ook van groot belang voor de andere EMU-landen, omdat op langere termijn ook de invoer van dit land zal kunnen stijgen hetgeen de export van de overige EMU-landen uiteindelijk ten goede komt. Het getuigt daarom van korte termijn denken als men de devaluatie van de munt van een uittreidend land enkel als negatief voor de export van de overige EMU-landen opvat. Onder bepaalde condities (zie hieronder) is de verwachting daarom dat economische groei zich eerder zal herstellen, zowel in Griekenland als in de rest van de eurozone, dan bij versterkte integratie van de eurozone met Griekenland die de flexibiliteit van Griekenland beperkt.

Een tweede voordeel van het uittreden van landen die het meest divergeren van de economische ontwikkeling van andere EMU-landen is dat dit de EMU-instellingen in staat stelt om een striktere economische gemeenschap te vormen die noodzakelijk is voor een duurzame muntunie. Het biedt Duitsland de mogelijkheid om meer concessies te doen op het gebied van verdere integratie van de eurolanden (zoals het toestaan van Eurobonds en bankenunie), omdat de risico's daarvan afnemen bij een kleinere maar sterkere unie. Het voortdurend doen van concessies aan Griekenland verzwakt de geloofwaardigheid van het voorgenomen beleid van de EU waardoor de eurozone aan stabiliteit inboet.

Daarbij komt dat de EU met de exit van Griekenland een duidelijk signaal afgeeft aan de andere EMU-landen dat de afspraken binnen de eurozone serieus dienen te worden genomen. Dit disciplineert de andere EMU-landen en maakt derhalve de kans op een succesvolle verdere integratie binnen de Eurozone groter. De EMU ontkomt niet aan het stellen van exit condities en deze toe te passen waar dit nodig is, teneinde grenzen te stellen aan de divergentie binnen de EMU en haar geloofwaardigheid te behouden en moral hazard te voorkomen. De VVD-Europarlementariër Van Baalen (2012) stelt: 'Als landen niet in staat of bereid zijn via structurele hervormingen lid van de eurozone te blijven, dan moeten zij voor uittrekking kiezen, dan wel dienen zij uit de eurozone te worden gezet'. Daarvoor ontbreken echter momenteel de criteria en grondslag binnen de Europese verdragen. Een degelijke procedure bevordert de mogelijkheid van een geordende exit. Bovendien kan men stellen dat het koste wat het kost handhaven van een land zonder perspectief op convergentie de onzekerheid ook voedt en de crisis langer laat duren. CPB stelt bijvoorbeeld dat het denkbaar is dat het uitstel van een Grieks bankroet juist de onzekerheid heeft vergroot en het vertrouwen in Italië en Spanje ondermijnd (Teulings e.a., 2011, blz. 178).

Naast de voordelen zijn er zoals in hoofdstuk 4 beschreven ook grote kosten en risico's verbonden aan uittrekking van Griekenland. Allereerst zullen er kosten worden gemaakt voor het ontwerp, drukken en verspreiden van de nieuwe munt en zal gedurende een korte periode het betalingsverkeer hierdoor belemmerd worden. The Economist (2012b) acht dit echter niet onoverkomelijk, omdat het betalingsverkeer in hoge mate giraal is geworden en dat met elektronische betalingen in combinatie met het tijdelijk blijven gebruiken van eurobiljetten het economische verkeer toch grotendeels doorgang kan vinden.

Een ander groot risico is dat bij het bekend worden van de uittreding van een land er een run op de banken in het desbetreffende land ontstaat en chaos uitbreekt.⁵⁴ In de studie van Capital Economics (2012) wordt uiteengezet dat het daarom buitengewoon belangrijk is de uittreding goed te managen, de exit beslissing geheel geheim te houden totdat deze gerealiseerd wordt en strikte controle op kapitaalstromen toe te passen, zoals ook IJsland met succes heeft gedaan.⁵⁵ Ook de invoering van een parallelle munt, zoals voorgesteld door Ten Dam (2012), kan een bijdrage leveren aan een soepele overgang (zie appendix 3). Door deze en andere maatregelen zoals beschreven in Capital Economics (2012) kunnen de risico's toch binnen acceptabele grenzen blijven. De grote vraag is of een dergelijke operatie tot op het laatste moment geheim gehouden kan worden. Zo niet, dan treden wanordelijke processen op.

Verder zal er flink afgeschreven dienen te worden op de leningen aan de uittredende landen en bestaat de kans op onzekere juridische procedures bij de afwikkeling van private contracten. Blijft de uittreding beperkt tot Griekenland, dan komt The Economist (2012b) uit op een totale schuld van 270 miljard euro (waarvan €130 miljard door de noodleningen die reeds versterkt zijn, €40 miljard in de vorm van Griekse overheidsobligaties in de handen van de ECB, nog eens €100 miljard dat de ECB heeft verstrekt in het kader van Target2 schulden verstrekt aan lokale banken). Volgens ING (2012b) staat voor Nederland € 22 mrd op het spel (waarbij naast schuld in handen van overheid ook private leningen zijn meegenomen). The Economist (2012b) en ook Buitter (2011) gaan ervan uit dat de schuld van de Griekse overheid (vrijwel) geheel dient te worden afgeschreven. Buitter (2011) voert aan dat als Griekenland gedwongen wordt, er geen reden is voor de Griekse regering om niet alle schuldverplichtingen aan private partijen en de ECB terzijde te schuiven alsook de leningen verstrekt in het kader van de Griekse leningsfaciliteit en EFSF (ondanks dat dit onder de Britse wet valt). Maar dit lijkt een extreme veronderstelling, want Griekenland zal ook na uittreding afhankelijk blijven van de EU en de mogelijkheden van de interne markt. Het CPB rekent met een afschrijving van 30%, gelijk aan de te verwachten devaluatie van de nieuwe Drachme. The Economist (2012b) rekent op een devaluatie van 50%, maar verwacht mag worden dat de waarde van de Drachme na verloop van tijd enigszins herstelt, tenminste als Griekenland in staat is door de devaluatie in concurrentiekracht te winnen. Dan neemt ook het vermogen om aan de schuldverplichtingen te voldoen weer toe.

Het grootste gevaar van een gedwongen uittreding van Griekenland is besmetting van andere landen. Als een land uit de euro treedt, wordt deze optie ook voor andere landen denkbaar. De onzekerheid neemt dan toe en financiële markten zullen een extra risicopremie eisen op het schuldpapier van andere zwakke eurolanden. Dan is nog meer steun vanuit andere eurolanden nodig om deze landen te stabiliseren en daarmee worden de risico's voor alle eurolanden navenant groter. De verwachting dat andere Zuid-Europese landen ook zouden kunnen uittreden, zal de kapitaalstroom uit die landen versterken. De run op banken in

⁵⁴ Buitter (2011) wijst er ook op dat de balansen van Griekse banken en andere instellingen instabiel zullen worden als een deel van de financiële titels (namelijk, dat onder Griekse wet valt) wel meedevalueert en een ander deel (dat in euro's blijft genoteerd) niet, waardoor er een grote mismatch ontstaat in portefeuilles.

⁵⁵ Landen zijn vrij om restricties op kapitaalstromen te leggen, maar voor restricties op lopende transacties is toestemming van het IMF nodig. Europese wetgeving verbiedt deviezencontrole uitgezonderd extreme omstandigheden. Daartoe behoort waarschijnlijk ook een uittreding uit de eurozone (Clifford Chance, 2012b)

de Zuid-Europese landen zal ook de banken in de Noord-Europese landen treffen, die nog steeds heel kwetsbaar zijn. Volgens Buiters (2011) is de kans groot dat de financiële chaos die hier het gevolg van is Europa in een diepere recessie brengt. Gegeven het feit dat de onzekerheden in heel de wereldeconomie zo groot zijn, zal dit op zijn beurt weer een belangrijke uitstraling hebben op de economie buiten Europa. Dit risico kan alleen het hoofd worden geboden als de EU tegelijkertijd een overtuigend signaal geeft dat met de uittreding van de zwakste schakel er meer ruimte ontstaat om het resterende deel van de eurozone sterker te integreren.

Hoe de voordelen en nadelen van uittreding van Griekenland uitvallen hangt ook sterk af van de houding van het land zelf. De devaluatie zal in eerste aanzet tot een sterk koopkrachtverlies leiden voor de Grieken bovenop het al huidige forse koopkrachtverlies, omdat de invoer van goederen veel duurder wordt. Ondanks het sterke negatieve sentiment jegens andere eurolanden en met name Duitsland, wil Griekenland toch binnen de euro blijven. Zij zal dus gedwongen moeten worden om de euro te verlaten. Dat heeft als groot nadeel dat de kansen op een goede voorbereiding en gecontroleerde transitie afnemen. Ook de mate waarin Griekenland naderhand zal kunnen profiteren van de devaluatie van de eigen munt zal afhangen van de heersende houding in het land. Griekenland is namelijk sterk afhankelijk van toerisme, maar als de houding tegenover buitenlanders onder invloed van de afgedwongen uittreding negatief blijft of zelfs nog verder verslechtert, zullen weinig toeristen uit andere eurolanden hun vakantiebestemming in Griekenland plannen. Onder deze condities zullen de verwachte positieve effecten niet optreden en ligt een voorspelling van ING (2011) dat Griekenland als gevolg van uittreding op middellange termijn een daling van het BNP zal ondergaan (ING schat 4%) meer voor de hand en zal de kans dat andere Europese landen op lange termijn profiteren van de uittreding van Griekenland afnemen. Ook de bereidheid van Griekenland om haar schuldverplichtingen na te komen na uittreding en mogelijk herstel van de Griekse economie na verloop van tijd, hangt af van de stemming onder het Griekse volk en de politici. De wijze waarop het Griekse volk en politici de uittreding opvatten heeft verder ook belangrijke politieke consequenties.

Op basis van deze overwegingen is het verstandig en aannemelijk dat de eurolanden Griekenland bij uittreding extra steunen om goodwill te creëren om de overgang naar de nieuwe situatie te versoepelen. The Economist (2012b) schat in dat daar nog een bedrag van 50 miljard euro voor nodig is. Daarnaast zal ook financiële ondersteuning mogelijk vereist zijn voor banken die als gevolg van de Griekse uittreding in problemen komen. Dit komt tegemoet aan een bezwaar van Buiters (2011) tegen uittreding van Griekenland. Buiters acht een belangrijk verschil tussen uittreding en niet-uitreding van Griekenland dat in het laatste geval Griekenland de mogelijkheid houdt om geld te lenen, maar in het eerste geval niet. Dit zou volgens Buiters tot gevolg hebben dat de Griekse overheid nog zwaarder zal moeten bezuinigen en dat de Griekse overheid in de verleiding komt dit monetair te financieren met als gevolg hoge inflatie. Gezien de zwakke instituties in Griekenland is dit een reëel gevaar. Steun van de EU zou dit kunnen voorkomen. Het is immers niet alleen in het belang van Griekenland, maar ook van de EU dat Griekenland een goede startpositie krijgt na uittreding.

Onder deze voorwaarde schatten wij de gevolgen van deze variant op een paar punten positiever en op een aantal andere punten negatiever in dat de optie van verdergaande integratie. Positieve punten zijn een hogere groeiverwachting voor Griekenland en op termijn voor de eurozone vanwege de versterking van de concurrentiepositie van Griekenland. Ook de economische stabiliteit van de eurozone neemt op langere termijn toe, omdat met de uittreding van Griekenland de convergentie binnen de eurozone zal kunnen toenemen en de eurozone beter beantwoordt aan de criteria van de OCA theorie. Ook biedt de uittreding betere mogelijkheden voor integratie binnen de eurozone en meer ruimte om het democratisch tekort in de EU te verminderen. Voor Griekenland zijn de vooruitzichten op stabiliteit meer gemengd. Positief is dat Griekenland weer de flexibiliteit terugkrijgt om wisselkoers en monetair beleid af te stemmen op de eigen situatie. Omdat de uittreding uit de eurozone Griekenland verlost van de sterke inmenging vanuit de EU, zal de invloed van het Griekse volk op de eigen politiek toenemen en de democratische basis van de besluitvorming versterken.⁵⁶ Want als Griekenland binnen de eurozone blijft, zal het langdurig intensief gemanaged moeten worden door externe partijen, vanwege de zwakheid van de instituties in Griekenland. Dat zal een continue bron van spanningen zijn.⁵⁷

Of de uittreding van Griekenland beter of minder goed scoort voor wat betreft de waarde van de financiële vorderingen van de resterende eurozone, is onduidelijk. Dit hangt af van de verdere economische ontwikkeling van Griekenland. Als het beleid van interne devaluatie en beoogde hervormingen goed werkt, zal de kans op afschrijving op leningen aan Griekenland lager uitvallen. Maar als dit beleid minder vruchtbaar is, zal de schuld juist op kunnen lopen (zoals dit de afgelopen jaren steeds gebeurd is) en is het de vraag of de schade op lange termijn niet veel groter is. Een gedeeltelijke kwijtschelding in combinatie met een overtuigend hulppakket bij uittreding van Griekenland kan dan het land een beter perspectief geven en uiteindelijk ook de kans op afbetaling of herfinanciering van de leningen vergroten.

Op twee punten scoort de Grexit waarschijnlijk slechter dan verdere integratie waarbij Griekenland binnen de eurozone blijft. Allereerst zou de uittreding van Griekenland de kans op conflicten in de regio kunnen vergroten en daarmee meer risico's op de vrede en veiligheid in Europa met zich mee brengen. Natuurlijk hangt dit sterk af van hoe Griekenland zelf de uittreding uit de eurozone zal percipiëren en daarnaast van de gevolgen ervan op de economie van Griekenland. Ook hangt het sterk af van hoe sterk Griekenland ingebed blijft in de Europese Unie. Naarmate de overgang naar de nieuwe situatie beter gemanaged wordt⁵⁸ en Griekenland aanspraak houdt op andere rechten verbonden aan het lidmaatschap van de EU (zoals hulp vanuit structuurfondsen) is de kans op conflicten minder groot en kunnen vrede en veiligheid zelfs gediend zijn bij de Grexit. Het tweede en belangrijkste nadeel van de

⁵⁶ Er is evenwel één belangrijke uitzondering, namelijk de beslissing om uit de Euro te treden. Om een wanordelijke overgang te vermijden kan dit niet via democratische weg worden besloten.

⁵⁷ In hoeverre zal Griekenland bijvoorbeeld toestaan dat haar defensiebudget wordt teruggebracht omwille van gezonde overheidsfinanciën, iets wat uiterst gevoelig ligt? In een recent rapport over de 2013 begroting staat vermeld dat, bij een totaal van 7,8 miljard aan "fiscal measures", er slechts 300 miljoen op defensie bezuinigd wordt (op een totaal budget van 6 mrd), tegen bijvoorbeeld bijna 4 miljard op pensioenen (Eurobank Research, 2012).

⁵⁸ Onder andere door strikte kapitaalcontrole, afdoende afschrijving op Griekse schulden en financiële steun van de overige eurolanden en eventueel invoering van een parallelle munt.

uittreding van Griekenland is dat de risico's op korte termijn toenemen in verband met het gevaar van besmetting van andere Zuid-Europese landen. Gegeven het feit dat de economische onzekerheid al zeer hoog is (denk aan de crisis in vastgoed, maar vooral ook aan de risico's van de economische ontwikkeling buiten Europa, vooral in de Verenigde Staten en Japan), zijn de Europese beleidsmakers zeer sterk geneigd om extra risico's uit de weg te gaan. Hoewel dit alleszins begrijpelijk is omdat risicopercepties momenteel een sterke belemmering vormen voor investeringen en consumentenvertrouwen, moet men wel bedenken dat risicomijdend beleid om die reden niet altijd beter is. Want een Grexit die op overtuigende manier wordt uitgevoerd zou ook de risicoperceptie snel kunnen veranderen. Bovendien kleven er ook aan verdere integratie op langere termijn grote risico's door het gevaar van het ontstaan van permanente afhankelijkheidsrelaties.

6.3 Uittreding van een aantal Zuid-Europese landen

Behalve Griekenland kampen ook Portugal, Spanje en Cyprus met structurele problemen in de vorm van gebrekkige concurrentiekracht, waardoor te weinig uitzicht is op terugkeer naar een gezonde, autonome economische ontwikkeling.⁵⁹ Men zou daarom kunnen stellen dat een meer volledige integratie binnen de eurozone op lange termijn een hogere kans op een duurzame muntunie geeft als ook deze landen uittreden.⁶⁰ The Economist (2012b) voegt ook Ierland toe aan dit rijtje, maar onze inschatting is dat Ierland voldoende perspectief heeft om de aansluiting bij de eurozone te behouden.

De te verwachte gevolgen van deze derde optie worden heel verschillend beoordeeld. The Economist (2012b) geeft de voorkeur aan deze majeure aanpassing van de eurozone ten opzichte van uittreding van Griekenland alleen, omdat dit de levensvatbaarheid van de eurozone vergroot en het Duitsland mogelijk maakt om meer concessies te doen met het oog op verdere integratie van het resterend deel van de eurozone. Evenals Griekenland zullen de andere uittredende landen kunnen profiteren van de snelle verbetering in concurrentievermogen door een devaluatie van een eigen munt. Indien de uittreding gepaard zou gaan met overtuigende stappen richting een verdere integratie van de resterende eurozone in de vorm van een bankenunie en een gemeenschappelijke garantstelling van overheidsschulden om vooral Frankrijk en Italië te beschermen, schat The Economist in dat de eurocrisis in één klap tot een einde kan worden gebracht en het vertrouwen in de kleinere maar robuustere eurozone herstelt.

ING (2012b) beoordeelt het vertrek van meerdere landen daarentegen als een veel groter risico. Belangrijk is wel dat ING in haar analyse uitgaat van een uittreding van vijf

⁵⁹ In navolging van De Economist (2012b) laten wij Italië buiten beschouwing, maar eventueel zou men in deze optie ook Italië bij de uittredende landen kunnen betrekken. Volgens Chepeta e.a. (2010) lijdt de export van Italië evenals Griekenland, Portugal en Spanje aan een zwakke sectorale specialisatie. Ook Tabel 5 toont een tegenvallende exportprestatie van Italië. Als wij Italië om die reden ook tot de uittredende landen zouden rekenen in deze optie, zou het beeld in kwantitatieve zin veranderen, maar in kwalitatieve zin zou de analyse redelijk vergelijkbaar blijven.

⁶⁰ Daarbij zou het denkbaar zijn dat Spanje en Portugal samen een muntunie vormen. Volgens de analyse van Bayoumi en Eichengreen (1997) voldoet een dergelijke muntunie aan de economische criteria van de OCA theorie.

perifere landen, waarbij naast Griekenland, Portugal en Spanje ook Italië en Ierland. Als wij daarvoor corrigeren, zijn de effecten navenant geringer, omdat de Nederlandse claims op Italië en Ierland 26% van de totale claims aan de bovengenoemde vijf landen uitmaken. De totale claims die risico lopen dalen derhalve van €339 mrd naar €250 mrd (waarbij Cyprus niet is meegerekend), maar dit is altijd nog een zeer substantieel bedrag. Ook voor de totale eurozone stijgt vanzelfsprekend het risico. The Economist (2012b) schat in dat als naast Griekenland ook Spanje, Portugal en Cyprus (en Ierland) uittreden, de kosten in verband met afschrijving van leningen aan deze landen en bailout van banken die hierdoor in problemen komen in totaal 1650 miljard euro kunnen belopen. De overheidsschuld van de resterende eurolanden zal hierdoor met ongeveer 20% van het BNP stijgen. ING oordeelt daarom dat vertrek van enkele landen uit de eurozone veel meer risico genereert voor Nederland dan het onveranderd laten van de eurozone, waarbij de totale financiële claims die risico lopen volgens ING uitkomen op €62 mrd voor de vijf landen die ING bestudeert (en dus navenant lager als Italië en Ierland buiten beschouwing worden gelaten).

Het probleem van deze rekenexercitie van ING is dat alleen de directe risico's van voortgaande integratie in beeld worden gebracht.⁶¹ Er wordt geen rekening gehouden met de lange termijn kosten van een verdere integratie van de eurozone in verband met de ondersteuning van de zwakke eurolanden zoals in paragraaf 6.1 beschreven.

Het sterkste punt van de uittreding van de GSPC-landen ten opzichte van de eerder besproken opties is dat het een betere basis geeft voor een eurozone die beantwoordt aan de criteria van de theorie van optimale wisselkoersgebied. Zowel de stabiliteit van de kleinere eurozone als van de uittredende landen zal waarschijnlijk verbeteren, omdat de convergentie en de mogelijkheden voor verdere integratie binnen de eurozone verder zal toenemen, terwijl de uittredende landen meer flexibiliteit krijgen om hun concurrentiepositie te versterken. De uittreding van Spanje, Cyprus, Portugal en Griekenland zal tot een substantiële daling van de wisselkoers van de nationale munt van deze landen leiden. Kwalitatief zullen de effecten hetzelfde zijn als de hierboven beschreven gevolgen van de devaluatie van de Drachme: initieel sterke terugval in koopkracht vanwege hogere importprijzen; initieel hoge inflatie maar vanwege de hoge werkloosheid onvoldoende om de effecten van de devaluatie op de reële prijsverhouding volledig te redresseren; op middellange termijn herstel van BNP door verbetering van export als gevolg van versterking van de concurrentiepositie; afschrijving op schulden aan het buitenland, maar door herstel van economie op middellange termijn blijft een substantieel deel financierbaar. Daar staat tegenover dat door de uittreding uit de eurozone de noodzaak voor structurele hervormingen zal afnemen. De stijging van de export zal voornamelijk te danken zijn aan prijsconcurrentie, maar dat deze landen ook in staat zullen zijn om op hoogwaardige producten hun concurrentiepositie te verbeteren door innovatie is niet aannemelijk als structurele hervormingen uitblijven. Dit vermindert het groeipotentieel op lange termijn.

⁶¹ Een ander probleem met deze berekening is dat het bedrag van €339 mrd en €62 mrd niet vergelijkbaar is, omdat in het laatste geval met netto claims wordt gerekend en in het eerste geval met bruto claims (die veel hoger zijn). Daarbij komt dat in het tweede geval alleen de netto buitenlandse schuld wordt berekend voor zover hoger dan 35% van het BBP.

Tegelijkertijd zijn de risico's zoals benoemd bij de Grexit ook navenant groter als meer landen uittreden. Daarboven komt een extra risico voor landen als Italië en Frankrijk die door de uittreding van Griekenland, Spanje, Portugal en Cyprus extra concurrentie ondervinden vanwege de te verwachten reële depreciaties van hun nieuwe munten. De financiële markten zullen daarom hun pijlen op deze landen gaan richten. Als, mede onder invloed van de huidige recessie, het politieke landschap in Italië sterk verslechtert en het uitzicht op hervormingen verloren gaat, zal de stabiliteit van de kleinere eurozone wederom in gevaar komen.

Of de uittreding van GSPC tot een groter verlies leidt aan waarde van financiële vorderingen van de resterende eurozone in vergelijking met verdere integratie, hangt af van de effecten op economische groei. Het herstel aan concurrentiekracht mogelijk gemaakt door devaluatie vergroot de verdien capaciteit en daarmee het vermogen om schuld af te lossen. Omdat bij interne devaluatie de last van buitenlandse schuld voor deze landen ook toeneemt, is er weinig reden om aan te nemen dat uittreding het perspectief verslechtert ten opzichte van verdere integratie. Daar komt nog bij dat bij het handhaven van GSPC-landen binnen de eurozone en verdere integratie daarvan de steunverlening aan de GSPC-landen een open einde heeft en op lange termijn ook aanzienlijke risico's met zich meebrengt, The Economist (2012b) schat de mogelijke kosten daarvan zelf op jaarlijks €250 mrd.

Evenals bij de Grexit neemt de democratische legitimiteit van economisch beleid toe, omdat de invloed van het volk op de eigen politiek toeneemt. Wel komen de Europese instituties verder onder druk te staan omdat de spagaat die ontstaat tussen de verdere integrerende eurozone en het groeiend aandeel van landen die wel tot de EU behoren maar geen deel uitmaken van de eurozone groter wordt. De herconfiguratie van de eurozone vergt daarom een nieuwe structuur van de Europese instituties. Het zal bijvoorbeeld niet meer mogelijk zijn om het Europese parlement in de huidige vorm verantwoordelijk te laten zijn voor het monetaire en economisch beleid van de eurozone en de niet-euro zone. Er is dus een herconfiguratie van Europese instellingen nodig waarbij representatie beter aansluit op gemeenschappelijke belangen en bestuur.

Tot slot, wat betreft vrede en veiligheid zal evenals bij de Grexit-optie de kans op conflicten in de regio toenemen. Om dit risico te beperken is van groot belang dat de uittredende landen volwaardig binnen de EU blijven functioneren. Ook kan steun bij de overgang naar de nieuwe situatie een stabiliserende factor zijn. Maar niet voorkomen kan worden dat de uittreding van zuidelijke landen de kloof met noordelijke landen zal doen toenemen. Want economische concurrentie door middel van neerwaartse wisselkoersaanpassingen werkt politiek belastend, omdat dit vaak als oneerlijk wordt ervaren.

6.4 Een neuro en een zeuro

De vierde beleidsoptie die wij onder de loep nemen is het opsplitsen van de euro in een neuro en een zeuro. Dit is een optie die in de beleidsdiscussie nauwelijks een rol speelt en op voorhand politiek onwaarschijnlijk is. Toch maakt dit de beleidsoptie niet minder interessant. In het navolgende onderzoeken wij eerst hoe een optimale herconfiguratie van de

wisselkoersen in de eurozone eruit zou kunnen zien vanuit de theorie van de optimale muntunie.⁶²

Volgens Capital Economics (2012) komen voor een Noordelijke eurozone de volgende landen in aanmerking: Duitsland, Oostenrijk, Nederland, Finland en België.⁶³ Verder zou men daartoe Luxemburg kunnen rekenen. De economieën van deze landen zijn in hoge mate geconvergeerd. Hun economische en budgettaire prestaties zijn redelijk vergelijkbaar. Ook als wij de theorie van een optimale muntunie hanteren, beantwoorden deze landen goed aan een aantal van de gestelde criteria. Allereerst is de flexibiliteit van de arbeidsmarkt in deze landen de afgelopen decennia sterk verbeterd. Ook als het gaat om de openheid van de economie liggen de genoemde landen dicht bij elkaar. Het aandeel van de export ten opzichte van het BNP liggen in België, Nederland, Oostenrijk en Luxemburg op een vergelijkbaar of hoger niveau dan Duitsland, alleen Finland scoort op dit punt lager (maar nog altijd hoger dan Portugal, Italië, Spanje, Frankrijk en Griekenland). Dit is ook te zien aan de onderlinge handelsbetrekkingen (zie Tabel 7). Uitgezonderd Finland beslaan zowel de export naar de neuro-landen als de import vanuit andere neuro-landen meer dan 10% van het BNP.

Tabel 7 Intensiteit van handelsrelaties tussen eurolanden (2010)^a

	Export als % van BNP				Import als % van BNP			
	Wereld	EU15	neuro ^b	zeuro ^b	Wereld	EU15	neuro	zeuro
België	87.16	52.51	44.91	7.59	82.71	40.82	36.58	4.23
Duitsland	38.45	15.60	11.33	4.26	32.27	13.38	10.58	2.79
Estland	67.56	18.78	17.67	1.10	69.45	24.51	21.77	2.73
Finland	29.61	9.00	7.50	1.49	29.04	11.27	9.94	1.32
Frankrijk	19.94	9.64	6.19	3.44	23.35	13.79	9.76	4.02
Griekenland	7.33	2.60	1.58	1.01	21.52	9.49	6.25	3.23
Ierland	57.28	22.49	18.12	4.36	29.31	8.10	6.97	1.12
Italië	21.72	9.31	7.48	1.82	23.66	10.19	8.92	1.26
Luxemburg	26.33	18.95	17.03	1.91	38.59	38.29	36.43	1.85
Nederland	63.18	33.47	27.64	5.82	56.43	24.12	21.41	2.70
Oostenrijk	38.20	19.81	16.13	3.67	39.70	27.73	24.28	3.45
Portugal	21.32	13.53	7.01	6.51	32.89	21.78	10.20	11.83
Slowakije	73.36	34.84	28.40	6.43	73.81	26.90	22.95	3.94
Slovenië	51.29	28.49	21.24	7.24	55.90	34.82	23.32	11.50
Spanje	17.82	9.85	6.54	3.29	22.90	11.62	8.79	2.82

^a Bron: OECD ITCS 2010 database

^b Onder neuro-landen worden gerekend: Oostenrijk, België, Estland, Finland, Frankrijk, Duitsland, Ierland, Luxemburg, Nederland, Slowakije en Slovenië. De overige landen vallen onder de zeuro-landen

⁶² Zelfs zou men de analyse kunnen toepassen op de valuta's binnen de Europese Unie in plaats van de eurozone, maar deze interessante onderzoeksvraag valt buiten het bestek van deze studie. Als wij ook andere EU landen betrekken in de analyse, zou het bijvoorbeeld denkbaar zijn om landen als Zweden en Denemarken in de neuro op te nemen en eventueel ook het VK en Zwitserland.

⁶³ Bayoumi en Eichengreen (1997) vinden ook dat Oostenrijk, België en Nederland op basis van drie criteria van de OCA theorie beantwoorden aan een muntunie met Duitsland. Ook Ierland en Zwitserland voldoen volgens hun analyse. Verder is opvallend dat Frankrijk relatief slecht scoort, slechter dan bijvoorbeeld Italië, Portugal of Griekenland. Dat geldt overigens ook voor Finland.

Ook wat betreft politiek-economische preferenties zijn deze landen homogener dan de eurozone als geheel. Dit kan worden geïllustreerd aan culturele indices die significant verschillen voor Noord- en Zuid-Europa. Uit studies naar het verband tussen cultuur en de bereidheid tot veranderen blijkt dat de bereidheid tot veranderen groot is als de score op Power Distance en Uncertainty Avoidance laag zijn en die op Individualism groot (Leung e.a., 2005). Verder geldt dat “people from collectivist cultures are more likely to attribute the causes of other people’s behaviors to external causes such as situational demands (as opposed to internal causes such as personality traits)” (Leung e.a., 2005, blz. 367). Een illustratie is het verschil tussen Ierland en Spanje. Het is opmerkelijk dat de Ieren een grote toename van de overheidsschuld veel gemakkelijker lijken te accepteren dan de Spanjaarden een veel kleinere doen. Dit stemt overeen met de scores die erop duiden dat Spanje veel minder snel bereid is tot wijzigingen.⁶⁴

Op de drie overige criteria scoren de bovengenoemde landen minder overtuigend. Hoewel de samenstelling van de productie en de diversificatie van de export van Duitsland grote overeenkomsten vertoont met die van Oostenrijk en in mindere mate met België en Finland, wijkt Nederland bijvoorbeeld sterk af van Duitsland, terwijl het verschil tussen Duitsland en met name Italië op dit punt weer heel gering is (Baldwin en Wyplosz, 2012). Wat betreft budgettaire transfers scoren de genoemde landen momenteel niet hoger dan de eurozone als geheel, maar de potentie op een verbetering op dit punt is (bij de creatie van een neuro) duidelijk aanwezig. Als het gaat om solidariteit scoren de genoemde landen middelmatig. Positief is wel dat, uitgezonderd Oostenrijk en Slovenië, de bevolking in de genoemde landen (Nederland, Duitsland, België, Finland en Luxemburg) zich gemiddeld meer Europeaan voelen dat gemiddeld genomen in de EU als geheel.

Tabel 8 Beoordeling EFISS landen voor neuro-zone

Criteria OCA theorie ^a	Estland	Frankrijk	Ierland	Slovenië	Slowakije
Arbeidsmobiliteit	Goed	slecht	goed	?	?
product differentiatie	Goed	matig	matig	heel goed	goed
open economie	zeer goed	slecht	zeer goed	goed	zeer goed
budgettaire transfers	slecht				
homogene preferenties	Goed	slecht	goed	?	matig
Solidariteit	Matig	goed	matig	slecht	matig
Econ. prestaties tussen 1999 en 2011 ^b					
Economische groei	Goed	matig	zeer goed	zeer goed	zeer goed
Inflatie	Slecht	goed	matig	slecht	slecht
Lopende rekening	Goed	matig	matig	matig	slecht

^a Op basis van gegevens uit Baldwin en Wyplosz (2012)

^b Op basis van gegevens van Eurostat

64	Individualism	Power Distance	Uncertainty Avoidance
Ierland	70	28	35
Spanje	51	57	86

Estland, Frankrijk, Ierland, Slovenië en Slowakije zijn een twijfelgeval.⁶⁵ Als wij deze landen langs de maatstaven van de theorie van optimale wisselkoersgebied leggen zoals gehanteerd door Baldwin en Wyplosz (2012), dan scoren Estland en Ierland redelijk goed en Frankrijk slecht tot matig, terwijl het beeld voor Slovenië en Slowakije onduidelijk is. Positief voor Slovenië en Slowakije is wel dat zowel de uitvoer naar als de invoer uit de neuro-zone substantieel is. In combinatie met hun geografische ligging pleit dit ervoor om Slovenië en Slowakije bij de neuro in te delen. Ook als wij de economische prestaties van genoemde landen in de overweging betrekken, dan scoort Frankrijk matig.⁶⁶ Vanuit economisch oogpunt zou het daarom strikt genomen beter zijn als Frankrijk ingedeeld wordt bij de zeuro.⁶⁷ Een voordeel hiervan is dat de neuro en zeuro zone qua omvang dan meer gelijkwaardig zijn, waarbij naast de NECB in Frankfurt een ZECB in Parijs gevestigd wordt. Frankrijk zou dan een belangrijke integrerende functie hebben in de zeuro-zone. Een ander voordeel is dat opsplitsing in een neuro en zeuro meer flexibiliteit geeft bij uitbreiding van de muntunies. Zo zouden Denemarken, Zweden, Polen en Tsjechië makkelijker kunnen aanhaken bij de neuro.

Evenwel stuit het toedelen van Frankrijk aan de zeuro-zone op belangrijke politieke bezwaren, omdat het Europese project zijn belangrijkste grond vindt in de wens van vrede tussen Duitsland en Frankrijk. Maar zoals hierboven beargumenteerd zou dit strikt genomen geen zwaarwegend argument hoeven te zijn als erkend wordt dat voor de vrede en veiligheid een goed functionerende Europese Unie van groter belang is dan een in potentie instabiele eurozone. Indeling van Frankrijk bij de zeuro zou daarom denkbaar zijn als de gemeenschappelijke munt als symbool van eenheid vervangen wordt door een ander symbool voor de Europese Unie als geheel. De kans hierop is echter gering, omdat het uiteenvallen van de eurozone in combinatie met een indeling van Frankrijk bij de zeuro door Frankrijk als een groot prestige-verlies zal worden beschouwd. Daarom veronderstellen wij dat het waarschijnlijk is dat ook Frankrijk, Ierland, Estland en Slowakije tot de neuro-zone gaan behoren als deze tot stand zou komen.

Voor de zeuro-zone zouden dan de volgende landen in aanmerking komen: Griekenland, Cyprus, Italië, Spanje en Portugal. Volgens Capital Economics (2012) biedt het samengaan van deze landen in één muntunie voordelen in termen van minder transactiekosten, meer concurrentie en schaalvoordelen die gepaard gaan met grotere en daardoor meer liquide financiële markten. Bovendien zou de vorming van een zuidelijke euro naast een noordelijke euro constitutioneel voordeel hebben, omdat beide munten als legitieme opvolgers van de oude euro kunnen worden beschouwd.

Ook economisch gezien bestaan er parallellen tussen deze economieën als het gaat om een tekort op de lopende rekening, de hoogte van de inflatie en de economische groei. Alle genoemde landen hadden gemiddeld genomen een tekort op de lopende rekening tussen 1999 en 2011 en relatief hoge inflatie. Maar wat betreft de economische groei lopen de landen

⁶⁵ Malta wordt buiten beschouwing gelaten omdat voor Malta onvoldoende informatie voorhanden is.

⁶⁶ The Economist (2012c) acht momenteel de zwakke economie in Frankrijk zelfs het grootste potentiële gevaar voor de euro.

⁶⁷ Ook Bayoumi en Eichengreen (1997) vinden dat de OCA indices voor de relatie tussen Frankrijk en respectievelijk Italië, Spanje en Portugal beter zijn dan met Duitsland. Verder voldoen Italië en Griekenland volgens hun analyse aan de economische criteria van de OCA theorie.

behoorlijk uiteen. Dit blijkt bijvoorbeeld uit een correlatieanalyse van Capital Economics (2012), waarvan de resultaten zijn weergegeven in Tabel 9. Ook wat betreft overheidsschuld en financieringstekort lopen de landen sterk uiteen.

Tabel 9 Correlaties tussen jaarlijkse groei in BNP sinds 1999^a

	Italië	Spanje	Portugal	Griekenland
Spanje	.84			
Portugal	.78	.74		
Griekenland	.46	.75	.32	
Cyprus	.85	.79	.47	.56

^a Bron: Capital Economics (2012), blz. 105

Letten wij op de criteria van de OCA-theorie, dan zijn er betrekkelijk weinig overeenkomsten. Allereerst verschillen de landen in diversificatie en de aard van de productiestructuur. Terwijl de handelsstructuur van vooral Italië grote overeenkomst vertoont met die van Duitsland, zijn er substantiële verschillen met Portugal en Spanje. Ook is de arbeidsmobiliteit tussen de genoemde landen en de flexibiliteit van de arbeidsmarkt binnen deze landen gering, alhoewel dit onder invloed van arbeidsmarkthervormingen zou kunnen verbeteren. Verder zijn de handelsrelaties tussen een aantal van deze landen zwak ontwikkeld. Alhoewel de onderlinge handel tussen de zuidelijke Europese landen als aandeel van het BNP sinds 1990 wel gestegen is (en naar de noordelijke Europese landen niet) (Wierds, 2012), laat Tabel 7 zien dat voor geen enkel land uit de zeuro-zone (uitgezonderd Portugal) de export naar of import uit de zeuro-zone groter is dan 10% van het BNP.⁶⁸ Dit doet afbreuk aan de voordelen van een muntunie. Evenals voor de huidige eurozone, zijn budgettaire transfers tussen de zeuro-landen gering. Wel scoort de zeuro-zone beter op het punt van homogene preferenties, maar of sprake is van meer solidariteit is onduidelijk. Tot slot is een bezwaar van deze variant dat de zwakke Zuid-Europese landen grote moeite zullen hebben om Griekenland goed te integreren, dat nu al een grote inspanning vergt van de huidige eurozone. Op basis van deze afwegingen is het twijfelachtig of de zuidelijke Europese landen er verstandig aan doen om gezamenlijk een muntunie te vormen.

Gaan wij desalniettemin uit van een dergelijke herconfiguratie van de eurozone waarbij er een grote neuro-zone ontstaat met Duitsland, Oostenrijk, Nederland, Finland, België, Luxemburg, Ierland, Estland, Slovenië, Slowakije en Frankrijk als deelnemende landen en een kleine zeuro-zone met Griekenland, Cyprus, Italië, Spanje en Portugal als deelnemende landen (waarbij wij Malta buiten beschouwing laten), wat zijn dan de te verwachten effecten, als wij letten op de vijf evaluatiecriteria die wij ook bij de andere beleidsopties hebben gehanteerd?

Vergelijken wij de neuro-zeuro optie met de exit GSPC optie, dan zijn er twee belangrijke verschillen. Allereerst treedt, bovenop de GSPC landen, nu ook Italië uit de eurozone. In de tweede plaats vormen de uittredende landen samen een nieuwe muntunie, de

⁶⁸ Dit is ook het geval wanneer Frankrijk wordt ingedeeld bij de zeuro-zone in plaats van bij de neuro-zone.

zeuro-zone. Of de uittreding van Italië per saldo een negatieve invloed zal hebben op de economische groei hangt onder andere af van de gevolgen hiervan op het economisch beleid in Italië. Verwacht mag worden dat de prikkel om te hervormen door uittreding sterk zal afnemen, waardoor de kans dat Italië terugvalt in vroegere beleidspatronen groot is en de kans afneemt dat de Italiaanse economie haar concurrentiekracht op kwalitatief hoogwaardige producten vergroot. Daar staat tegenover dat de Italiaanse economie zal kunnen profiteren van scherpere prijsconcurrentie als gevolg van de te verwachten devaluatie van de zeuro ten opzichte van de neuro. Tegelijkertijd betekent dat extra druk voor Frankrijk, dat al een kwetsbare positie inneemt.

In de tweede plaats hebben wij geconstateerd dat de voordelen van een gezamenlijke muntunie zoals uiteengezet in hoofdstuk 4 waarschijnlijk niet opwegen tegen het verlies aan flexibiliteit voor de verschillende Zuid-Europese landen, omdat deze landen maar ten dele beantwoorden aan de criteria voor een optimale muntunie. Op grond hiervan achten wij het aannemelijk dat vooruitzichten voor economische groei voor deze optie iets minder goed zijn dan bij een uittreding van de GSPC landen. Dat heeft ook consequenties voor de verwachte vermogensverliezen die de noordelijke Europese landen zullen lijden op hun financiële claims op de zuidelijke Europese landen, die groter zullen zijn naarmate het groeiperspectief van de zuidelijke Europese landen op lange termijn minder florissant is.

Wat betreft stabiliteit achten wij de neuro-zeuro-optie op zijn minst equivalent aan de exit van de GSPC landen. Tegenover het verlies aan flexibiliteit staat dat het onderdeel zijn van een gemeenschappelijke munt binnen het kader van (gedeeltelijk aangepaste) Europese instituties toch een belangrijk impuls biedt voor beleidsdiscipline op het gebied van inflatiebestrijding, begrotingsevenwicht en evenwicht op de lopende rekening. Dit zal de stabiliteit van de zuidelijke Europese economieën ten goede komen alsook de divergentie met de noordelijke Europese economieën op het gebied van lopende rekening doen afnemen. De onzekerheid neemt op dit punt dan ook af. De opsplitsing in een neuro en een zeuro biedt daarom betere mogelijkheden voor een institutionele inbedding dan de vorige variant waarin landen individueel de eurozone verlaten. Daarmee neemt de kans op een ordentelijke overgang van de huidige naar de nieuwe situatie toe en nemen de onzekerheid en transitiekosten af.

De herconfiguratie van de eurozone vergt een nieuwe structuur van de Europese instituties. Het zal bijvoorbeeld niet meer mogelijk zijn om het Europese parlement in de huidige vorm verantwoordelijk te laten zijn voor het monetair en economisch beleid van de beide eurozones en de niet-euro zone. Er is dus een herconfiguratie van Europese instellingen nodig waarbij representatie beter aansluit op gemeenschappelijke belangen en bestuur. Hoewel ingrijpend, biedt dit wel mogelijkheden om de democratische legitimatie van het monetair en economisch beleid te versterken. Daarnaast vergroot de opsplitsing van de eurozone de ruimte voor nationale parlementen, omdat met de versterking van de stabiliteit van de eurozone het minder nodig zal blijken om nationale parlementen buiten spel te zetten. Per saldo zal de kwaliteit van het democratisch proces hierdoor verbeteren.

Ook op het punt van vrede en veiligheid nemen de risico's af als de zuidelijke landen besluiten om samen een muntunie te vormen ten opzichte van de voorgaande beleidsoptie. De

muntunie biedt mogelijkheden voor verdere economische integratie en zal de kans op economisch isolement verlagen. Dit kan ook een positief effect hebben op de politieke relaties tussen de genoemde landen.

6.5 Terug naar nationale munten

Behalve de PVV pleiten ook anderen voor een volledige opheffing van de euro met terugkeer naar nationale munten. Zo stelt Record (2012) dat indien een uittreding van een land uit de eurozone wordt overwogen, men maar beter gelijk de stap kan zetten naar het volledig verlaten van de euro. Want op het moment dat een land de eurozone verlaat, zal dat aan markten het signaal geven dat de euro omkeerbaar is. Dit geeft munitie om de pijlen te richten op andere structurele zwakheden in de euro en dat is een recept voor voortgaande crisis.

De analyse in de voorgaande paragraaf geeft ook inzicht in hoe wij de laatste beleidsoptie dienen te beoordelen van een volledige teruggang naar nationale munten. Daarin blijkt dat de verschillende noordelijke eurolanden wel in staat moeten worden geacht om een duurzame gemeenschappelijke muntunie te vormen. Het opbreken van de huidige euro in 17 nationale munten zal daarom onnodige schade doen aan de voordelen van een kleinere muntunie zoals in paragraaf 4 besproken, zoals minder transactiekosten bij internationale handel en wisselkoersonzekerheid en meer transparantie in concurrentieverhoudingen. Deze effecten komen boven op de andere effecten die besproken zijn bij derde beleidsoptie van uittreding van enkele Zuid-Europese landen. Dit zal een negatief effect hebben op de mate van concurrentie, productiviteitsgroei en kostenniveau, waardoor de welvaart zal dalen. Want landen als Duitsland, Oostenrijk, Nederland, Finland en enkele andere euro landen hebben zich al goed aangepast aan elkaar en kunnen daarom samen een duurzame muntunie vormen. Daar komt bij dat de transitiekosten van een volledige opsplitsing van de eurozone hoger zullen zijn dan bij de andere opties. Om deze redenen achten wij het waarschijnlijk dat de vooruitzichten voor economische groei op lange termijn in deze variant verder verslechteren ten opzichte van de eerder besproken beleidsopties.

Daarnaast bergt deze beleidsoptie meer risico's in zich voor de economische stabiliteit. Want met het ontmantelen van de euro zal de divergentie in economische ontwikkeling binnen de EU weer toenemen, lettend op het hoge verschil in inflatie in de periode voor de EMU (zie Figuur 1). Hoewel de flexibele wisselkoers wel meer mogelijkheden biedt om deze verschillen te redresseren, zal de onzekerheid toenemen.

Wel biedt terugkeer naar nationale munten landen het voordeel dat het monetair en economisch beleid meer in eigen handen blijft en de autonomie van het volk inzake de vormgeving van economische instituties en economisch beleid meer gerespecteerd wordt. Dit vergroot de democratische legitimiteit van het beleid. Ook zal de spanning tussen eurolanden en niet-eurolanden binnen de EU afnemen.

Daarentegen zal het volledig opbreken van de eurozone meer risico's op het gebied van vrede en veiligheid brengen, omdat het ruimte biedt voor meer nationalistisch beleid.⁶⁹

⁶⁹ Baudet (2012) brengt daar tegenin dat de rechtstaat een sterke nationale soevereiniteit vereist. Supranationale organisaties hollen de nationale soevereiniteit uit door bevoegdheden naar zich toe te trekken en dit verzwakt de

7 Conclusies en beleidsimplicaties

In dit slothoofdstuk vatten wij de belangrijkste bevindingen samen.

7.1 Hoofdstuk 4 (economische analyse)

Economische criteria van de OCA theorie

De huidige eurozone beantwoordt tot nu toe slecht tot matig aan de economische criteria van de OCA theorie. Allereerst is de arbeidsmobiliteit tussen landen zeer gering vanwege grote culturele verschillen (inclusief taalbarrières), terwijl de flexibiliteit van de arbeidsmarkt in veel landen beperkt is. In de tweede plaats vertoont de productiestructuur van de eurolanden grote diversiteit, waardoor economische schokken heel verschillende invloed hebben op de economie van de eurolanden, zoals ook gebleken is tijdens de economische crisis. In de derde plaats is de mate van openheid en de intensiteit van de handelsrelaties tussen de eurolanden divers. Voor Finland, Frankrijk, Griekenland, Italië en Spanje is de uitvoer naar andere eurolanden minder dan 10% van het BNP. Ook is tegen de verwachting in sinds de euro het aandeel van export van Zuid-Europese landen naar Noord-Europese landen niet toegenomen. Het is echter mogelijk dat de eurozone in de toekomst beter zal gaan beantwoorden aan de economische criteria van de OCA theorie, namelijk als door hervormingen de flexibiliteit van de arbeidsmarkt in de Zuid-Europese landen toeneemt en de onderlinge handel groeit. Maar de mate waarin dit gebeurt blijft onzeker.

Structurele voordelen van de euro

Uit de bevinding dat de eurozone matig beantwoordt aan de economische criteria van OCA theorie zou men verwachten dat de bijdrage van de euro aan de economie van de eurolanden beperkt is geweest. Dit wordt bevestigd door diverse empirische onderzoeken. Het CPB schat dat voor Nederland de euro tot een structureel hoger BNP van 2% heeft geleid, ongeveer een kwart van de bijdrage van het bestaan van de interne markt. Wel heeft de euro bijgedragen aan een duidelijke vermindering van (fluctuaties in) inflatie in diverse eurolanden. De beperkte bijdrage van de euro wordt ook geïndiceerd door het feit dat de eurolanden sinds de invoering van de euro geen hogere groei vertonen dan de niet-eurolanden. Rekening houdend met de hoge kosten die de bestrijding van de huidige crisis van de eurolanden vergt is aannemelijk dat de netto bijdrage van de euro verwaarloosbaar of zelfs negatief is geweest.

Dit heeft twee implicaties. Allereerst volgt hieruit de conclusie dat het (op een gecontroleerde en geordende manier) afschaffen van de euro slechts een beperkt verlies aan structurele economische groei zal genereren.⁷⁰ De tweede beleidsimplicatie is dat bij het

rechtsstaat. Want de politieke beslissingen worden in supranationale organisaties niet op basis van recht maar op basis van machtsverhoudingen bepaald, waarbij de elite een buitenproportionele invloed uitoefent.

⁷⁰ Dat wil zeggen economische groei die voortvloeit uit het verminderen van transactiekosten, bevordering van transparantie en concurrentie e.d. (dus afgezien van de transitiekosten die het opbreken van de euro genereren).

afwegen van verschillende opties voor de euro vanuit economisch oogpunt het economisch belang van de interne markt prioriteit behoeft.

Transitiekosten

Bij een herconfiguratie van de euro doen zich potentieel hoge transitiekosten voor. Afgezien van de kosten voor het herintroduceren van nationale munten (die ongeveer 1% van het BNP bedragen van het desbetreffende land) bestaat het risico dat de opsplitsing tot speculatieve kapitaalstromen leidt die de financiële sector in grote problemen brengen. De onzekerheid is hier erg groot. Sommige studies schetsen een zwart scenario waarin alleen de uittreding van Griekenland al voldoende is om het nog kwetsbare bankwezen in Europa zwaar onder druk te zetten met als gevolg een diepere recessie in Europa met substantiële uitstraling naar de rest van de wereld. Andere studies achten het zeer wel mogelijk dat deze negatieve gevolgen voor een belangrijk deel voorkomen kunnen worden mits de herconfiguratie van de eurozone goed gemanaged wordt.

Los van deze inschattingen speelt de vraag hoe zwaar de transitiekosten moeten meewegen in de beleidsafweging. Dit hangt af van de tijdshorizon die beleidsmakers in acht nemen. Omdat de politiek vaak gedreven wordt door een korte termijn horizon en omdat de economische groei al fragiel is vanwege de algehele kwetsbare economische situatie in de wereld, is er een sterke neiging om een korte tijdshorizon te hanteren, waardoor de transitiekosten zeer dominant worden in de beleidsafweging. Het gevaar bestaat dat de lange termijn kosten van sommige beleidsopties daardoor niet voldoende worden meegewogen. Maar als men streeft naar een duurzame en optimale muntunie op lange termijn, dienen juist deze kosten op lange termijn (>20 jaar) leidend te zijn.

Handelsvoordelen van devaluatie

Mits de uittreding goed gemanaged wordt biedt uittreding van een land uit de euro het grote voordeel dat het perspectief op economisch herstel door verlaging van de wisselkoers en versterking van de concurrentiepositie sterk verbetert. Recent onderzoek laat zien dat de export van Zuid-Europese landen in sterkere mate afhankelijk is van prijsconcurrentie dan van Noord-Europese landen. Een daling van de wisselkoers is daarom van groot potentieel belang voor de concurrentiepositie. Ervaringen in andere landen laten zien dat de kans dat de devaluatie volledig geneutraliseerd wordt door sterk oplopende inflatie gering is. Door het huidige grote aanbodoverschot en de hoge werkloosheid in de Zuid-Europese landen is er voldoende productiecapaciteit en arbeid beschikbaar om de extra productie die gemoeid is met de stijging van de export en de daling van de import op te vangen zonder al te veel spanning op de goederen en arbeidsmarkt en zal de inflatoire druk gering zijn. Een devaluatie grijpt daarmee direct aan op de belangrijkste oorzaak van de huidige eurocrisis – het verschil in concurrentiekracht tussen verschillende landen. Een vergelijking van IJsland, Ierland en Letland laat zien dat (naast afschrijving op schulden) de externe devaluatie effectiever is dan een moeizaam proces van interne devaluatie door middel van loonmatiging en de sociale

kosten in termen van werkloosheid beperkter zijn. Een van de redenen is dat het versterken van de concurrentiepositie door het nemen van structurele maatregelen slechts op lange termijn een positief effect sorteert, terwijl onzeker blijft hoe groot de kans is dat de maatregelen ook blijvend geëffectueerd worden.

Alhoewel de devaluatie van de munt van een of meerdere zuidelijke eurolanden aanvankelijk de concurrentiepositie van de noordelijke eurolanden aantast, zullen de noordelijke eurolanden op langere termijn profiteren van het herstel van de economische groei in de zuidelijke eurolanden doordat het de vraag vanuit deze landen zal herstellen. Ook zal het de noordelijke landen uitdagen de eigen concurrentiepositie te versterken.

Afschrijving op leningen aan uittredende landen

Bij de uittreding van landen uit de eurozone spelen grote risico's ten aanzien van de aflossing van leningen door de uittredende landen. Afhankelijk van welk land uittreedt gaat het om grote tot zeer grote bedragen. Als de uittreding slecht gemanaged wordt, kan de afschrijving op leningen vanwege de nog precaire economische situatie in andere eurolanden en de kwetsbaarheid van de financiële sector de Europese economie in een diepere recessie storten. Hoge juridische kosten vanwege de complexe afwikkeling van schulden die in euro's zijn genoteerd liggen in het verschiet.

Hoe zwaar deze risico's de beleidsafweging dienen te bepalen hangt af van de counterfactual. Want ook bij niet-uittreding zal er fors afgeschreven moeten worden op de leningen aan de kwetsbare eurolanden. Dit is noodzakelijk en wenselijk om de zwakke eurolanden perspectief te geven op herstel. Bovendien bestaat er een reëel risico dat het commitment om een land binnen de euro te houden op lange termijn zeer hoge kosten genereert doordat de steun die daartoe nodig is tot een permanente afhankelijkheidsrelatie leidt. Daarentegen biedt uittreding uit de euro het perspectief dat een land op langere termijn door herstel van de concurrentiepositie in staat zal blijken toch een deel van de aangegane verplichtingen te voldoen. Op basis van deze afwegingen is het op voorhand moeilijk te zeggen of het verlies op leningen wanneer een land binnen de eurozone blijft en daardoor niet in staat is om binnen een redelijk tempo zijn concurrentiekracht te herwinnen groter of kleiner is dan wanneer het land de EMU verlaat en de nationale munt devalueert ten opzichte van de euro. Het huidige beleid om via grootschalige hulppakketten het commitment aan de zwakke eurolanden gestand te doen creëert intussen wel een steeds hogere barrière om het beleid bij te stellen.

Schuldafschrijving noodzakelijk voor economisch herstel van zuidelijke eurolanden

Het handhaven van schulden en rentebetalingen door Zuid-Europese landen staat een economisch herstel van deze landen in de weg. De ECB speelt in dit opzicht een dubieuze rol. Eerder heeft het Ierland gedwongen de schulden van de Ierse banken op zich te nemen. Ook nu weigert de ECB afschrijving op schulden van Griekenland die zij zelf tegen forse korting heeft overgenomen. Het economisch beleid wordt hiermee teveel bepaald door de bescherming van de belangen van de financiële sector in andere Europese landen. Een

vergelijking tussen IJsland en Ierland toont aan dat dit het herstel van de probleemlanden hindert.

7.2 Hoofdstuk 5 (politieke analyse)

Politieke criteria van OCA theorie

De eurozone beantwoordt slecht tot matig aan de drie politieke criteria van de OCA theorie. De hoogte van de onderlinge transfers is beperkt, de politieke preferenties over het te voeren financieel-economisch beleid zijn heterogeen en de mate van solidariteit is begrensd. Een proces van voortgaande integratie van de eurozone kan bevorderen dat de eurozone beter beantwoordt aan deze criteria, maar de slagingskansen zijn gering. De moeizame onderhandelingen over de EU-begroting illustreren dat de kans op substantiële vergroting van overdrachten klein is. Omdat culturele verschillen persistent zijn en zich niet per verdrag laten opheffen, zullen verschillen in politieke preferenties voortduren.⁷¹ Culturele diversiteit stelt verder grenzen aan de mate van solidariteit. Om deze redenen is het belangrijk om in overeenstemming met het beginsel van subsidiariteit de verantwoordelijkheden niet teveel centraal te organiseren.^{72 73}

Democratische legitimatie

Nu schulden meer publiek geworden zijn, is het van groot belang dat de verdere integratie van de eurozone gepaard gaat met een verbetering van de democratische legitimatie ervan. Daarom is een versterking van de rol van het Europees Parlement en nationale parlementen van belang.

Vanwege de onafhankelijkheid van de ECB kan de politiek de ECB niet aansturen. Deze onafhankelijkheid kan daarom alleen goed functioneren als de ECB zich onthoudt van interventies die een politieke afweging en democratische legitimatie behoeven. De ECB heeft in het recente verleden dit principe niet altijd gerespecteerd en haar mandaat van het bewaken van prijsstabiliteit te ver opgerekt. Daardoor is zij meer vatbaar geworden voor deelbelangen. Het mandaat van de ECB moet scherper worden afgelijnd om reputatieverlies van de ECB in de toekomst te voorkomen.

⁷¹ Heumakers (2012) stelt: 'Aan de optimisten die dat toch probeerden, hebben we de crisis te danken'.

⁷² Ook het in te richten Europees deposito-garantiestelsel dient (op termijn) beperkt te blijven, bijvoorbeeld tot 25.000 euro per rekeninghouder. Anders legt men te weinig verantwoordelijkheid bij de verschillende individuele marktpartijen.

⁷³ Voorzichtigheid ten aanzien van het creëren van een hoge mate van solidariteit op Europees niveau wordt mede ingegeven doordat de besteding van gelden door de EU in het verleden niet heel efficiënt is geweest. Een voorbeeld daarvan is het landbouwbeleid (Zie bijvoorbeeld <http://euobserver.com/institutional/118108>). Deze ervaringen illustreren dat een groot gevaar van het bieden van grootschalige steun op Europees niveau is dat, als naderhand blijkt dat deze perverse economische prikkels genereert en daardoor erg kostbaar wordt, het zeer moeilijk blijkt het beleid aan te passen vanwege de grote asymmetrische politieke belangen tussen landen die door de steunverlening in het leven worden geroepen.

Geloofwaardigheid Europese Unie

Het vertrouwen in verdere centralisatie van bevoegdheden op Europees niveau wordt ondergraven door het feit dat belangrijke afspraken die in het verleden zijn vastgelegd, zoals de no-bailout clause, niet bestand bleken tegen politieke of economische druk. Bij de overdracht van bevoegdheden van nationaal naar Europees niveau moet men daarom rekening houden met de mogelijkheid dat de nieuwe afspraken ook in de toekomst moeilijk te handhaven blijken en onderhevig zijn aan conflicterende belangen.

Positie van kleine landen

Voor een klein land als Nederland heeft overdracht van bevoegdheden naar Europees het nadeel dat haar invloed op het Europese beleid gering is. Maar vanuit het perspectief van een globaliserende wereld is Europese integratie tegelijkertijd nodig om invloed door gezamenlijk handelen te vergroten.

Vrede en veiligheid

Het is betwifelbaar of de euro van cruciaal belang is voor het hele Europese project van vrede en veiligheid in Europa. Belangrijk is dat landen goed verankerd zijn in de Europese Unie. Het beleid betreffende de euro dient primair vanuit economische overwegingen vorm te worden gegeven.

Relatie met niet-eurolanden

De verdere integratie van de eurozone vergroot de spanning tussen eurolanden en niet-eurolanden. Er dreigt een mismatch tussen de Europese instituties en het doel dat zij dienen.

Nationale solidariteit

Een verdere integratie van de eurozone leidt tot meer spanningen tussen regio's binnen landen in de eurozone.

De crisis en de daaruit voortvloeiende verdere integratie van de eurozone verbetert wel het functioneren van de arbeidsmarkt in de Zuid-Europese landen. Maar men moet ervoor waken niet te ver door te schieten omdat teveel flexibiliteit innovatie belemmert en de solidariteit op de arbeidsmarkt onder druk zet.

7.3 Hoofdstuk 6 (implicaties voor beleidsopties)

Duurzame muntunie

De kans dat verdere integratie succesvol is, is groter naarmate landen beter beantwoorden aan de criteria van de optimale muntunie.

Voortgaande integratie van de huidige eurozone

Indien de eurozone in staat blijkt een eenduidig institutioneel kader te scheppen waardoor het beter gaat beantwoorden aan de criteria van de optimale muntunie, is deze beleids optie de meest gunstige. De onzekerheid of de eurozone daarin zal slagen is evenwel groot. De kans is groot dat structurele hervormingen maar deels geëffectueerd worden. Ook zijn er veel risico's dat de beoogde Europese instituties niet optimaal zullen functioneren in het licht van de economische en politieke functies waarvoor zij ontworpen worden.

Grexit

In vergelijking met de voortgaande integratie van de huidige eurozone biedt de Grexit voor- en nadelen, afhankelijk van hoe deze wordt geïmplementeerd. Als de uittreding zorgvuldig wordt gemanaged en de eurolanden Griekenland financieel ondersteunen en leningen aan Griekenland in voldoende mate afschrijven om een goede startpositie te creëren, heeft deze optie het voordeel dat Griekenland zijn concurrentiepositie kan herstellen. Na uittreding dient Griekenland volwaardig lid te blijven van de Europese Unie en recht op structuurfondsen te behouden. Dit vergroot de kans dat Griekenland zelf voor de uittreding kiest. Dit biedt uitzicht op een hogere economische groei voor Griekenland en de eurozone. Een ander belangrijk voordeel is dat met het uittreden van Griekenland de kans van slagen van verdere integratie en convergentie binnen de eurozone toeneemt. Indien de uittreding van Griekenland niet zorgvuldig wordt gemanaged, zullen bovengenoemde voordelen in het niet vallen bij mogelijke nadelen in verband met aanzienlijke transitiekosten.

Het is noodzakelijk dat naast toetredingscondities ook exit-condities worden ontworpen voor deelname aan de eurozone. Dit disciplineert de eurolanden en verhoogt de kans op een succesvolle verdere integratie van de eurozone.

Of de uittreding van Griekenland uit de eurozone per saldo tot meer afschrijving op de leningen aan Griekenland leidt dan voortgaande integratie van Griekenland binnen de eurozone is in zijn algemeenheid niet te zeggen en hangt af van hoe goed de uittreding gemanaged wordt en van de houding van Griekenland en de Griekse bevolking ten aanzien van beide opties. Een groot gevaar van verdere integratie is het ontstaan van een permanente afhankelijkheidsrelatie die op langere termijn zeer hoge kosten met zich brengt.

Een Grexit zal de democratische legitimatie van het economisch beleid in Griekenland versterken, maar tevens de vrede en veiligheid in de regio van Griekenland verslechteren ten opzichte van een beleid van voortgaande integratie van de huidige eurozone.

Het belangrijkste nadeel van een Grexit is het gevaar van besmetting van andere Zuid-Europese landen.

Uittreding van Griekenland, Cyprus, Spanje en Portugal

Kwalitatief zijn de te verwachten effecten vergelijkbaar met een Grexit: verbetering van de concurrentiepositie door devaluatie van de nieuwe munt en een grotere kans op succesvolle integratie van de resterende eurozone. Doordat het aandeel van technisch hoogwaardige producten in de export van de perifere landen relatief laag is, kan devaluatie een belangrijke bijdrage leveren aan de export door verbetering van prijsconcurrentie. Doordat de resterende eurolanden beter aan de criteria van de OCA theorie voldoen, zal de stabiliteit van de eurozone toenemen.

Schaduwzijden zijn dat de kans op structurele hervormingen in deze landen afneemt en er een grotere concurrentiedruk ontstaat op Italië en Frankrijk. Dit zet de stabiliteit van de kleinere eurozone onder druk. Omdat deze beleids optie tot grotere aanpassing van de eurozone leidt, zijn de te verwachten effecten met grotere onzekerheid omgeven.

De democratische legitimiteit van het economisch beleid neemt toe, omdat de invloed van het volk op de eigen politiek toeneemt, maar evenals bij een Grexit neemt de kans op conflicten tussen landen en/of regio's toe. Het is van groot belang dat de uittredende landen volwaardig binnen de EU blijven functioneren.

Opsplitsing in neuro en zeuro zone

Op basis van de OCA theorie komen voor de nieuw te vormen neuro-zone Duitsland, Oostenrijk, Nederland, Finland en België in aanmerking. Ook zouden Estland, Ierland, Slovenië en Slowakije opgenomen kunnen worden in de neuro-zone. Voor de nieuw te vormen zeuro-zone blijven over Griekenland, Cyprus, Italië, Spanje en Portugal. Frankrijk zou op basis van de criteria van de OCA theorie het beste bij de zeuro-zone kunnen behoren en daarin een integrerende rol vervullen. Dit biedt als additioneel voordeel dat de neuro- en zeuro-zone dan qua omvang meer gelijkwaardig zijn. Om politieke redenen lijkt dit evenwel niet realistisch en ligt het voor de hand om Frankrijk onder te brengen bij de neuro-zone.

Kwalitatief zijn de verwachte economische effecten vergelijkbaar met de uittreding van Griekenland, Spanje, Cyprus en Portugal. Toch verwachten wij dat de perspectieven op economische groei minder gunstig zijn, omdat de landen die tot de zeuro gaan behoren slecht tot matig voldoen aan de criteria van de OCA theorie. De voordelen van een gezamenlijke

munten zullen daarom niet opwegen tegen het nadeel van verlies aan flexibiliteit bij het te voeren monetaire beleid.

Als de euro wordt opgesplitst in een neuro en zeuro, is een herconfiguratie van de Europese instituties onvermijdelijk omwille van een goede democratische legitimatie van het monetaire en economisch beleid.

Terug naar nationale munten

Op grond van de OCA theorie is het volledig opbreken van de euro in nationale munten onnodig schadelijk voor de economieën van de neuro-zone. Voor de landen in de neuro-zone zal deze opsplitsing tot hogere transitiekosten en meer permanente economische nadelen in de vorm van minder concurrentie en productiviteitsgroei leiden. Een voordeel van deze beleidsoptie is dat de democratische legitimiteit van het monetaire en economische beleid toeneemt. Daar tegenover staat dat de risico's op het gebied van vrede en veiligheid toenemen, omdat deze optie meer ruimte biedt voor nationalistisch beleid.

Literatuur

- Argyrou, M.G. (2009) Monetary policy before and after the euro: Evidence from Greece, *Empirical Economics* 36, 621-43.
- Argyrou, M.G. en Dolores Gadea, M. (2012) The single monetary policy and domestic macro-fundamentals: Evidence from Spain, *Journal of Policy Modelling* 34, 16-34.
- Asmussen, J. (2012) Men praat te gemakkelijk over een Griekse exit, NRC 22-09-2012.
- Artis, M.J. (2002) Reflections on the optimal currency area (OCA) criteria in the light of EMU, Central Bank of Chile, Working paper 193.
- Attinasi, M.G., Checherita, C. en Nickel, C. (2009) What explains the surge in euro area sovereign spreads during the financial crisis of 2007-09? European Central Bank, Working Paper 1131.
- Baldwin, R., DiNino, V., Fontagné, L., De Santis, R.A. en Taglioni, D. (2008) Study on the Impact of the Euro on Trade and Foreign Direct Investment, *European Economy Economic Papers* 321, May.
- Baldwin, R. en Wyplosz, C. (2012) *The economics of European integration*, London: McGraw-Hill Higher Education.
- Baalen, H. van (2012) Geef eurolanden optie uit te treden, NRC 30-8-2012.
- Baudet, T. (2012) De aanval op de natiestaat, Amsterdam: Prometheus/Bert Bakker
- Bayoumi, T. en Eichengreen, B. (1997) Ever closer to heaven? An optimum-currency-area index for European countries, *European Economic Review*, 41: 761-770.
- Beaufort Wijnholds, J.A.H. de en Beaufort Wijnholds, J.O. de (2011) *Fighting Financial Fires: An IMF insider account*, Palgrave Macmillan.
- Berger, H. en V. Nitsch (2008) Zooming out: The trade effect of the euro in historical perspective, *Journal of International Money and Finance* 27, 1244-60.
- Berger, H. en V. Nitsch (2010) The euro's effect on trade imbalances, IMF working paper 226.
- Blundell- Wignall, A. en Slovik, P. (2011) Financial market trends 2, 1-28.
- Bofinger, P. (2012) Ook Duitsland schuldig aan eurocrisis, NRC 19-07-2012.
- Bohn, F. en Jong, E. de (2011) The 2010 euro crisis stand-off between France and Germany: leadership styles and political culture, *International Economic Policy* 8, 7-14.
- Boot, A. (2011) Financiële sector en toezicht: zijn we op de goede weg?, in: E. de Jong (red.) *Wat zegt de crisis over onze moraal*, Valkhof Pers, 29-42.
- Bootle, R. (2012) Wolfson Economics Prize MMII, 5-22.
- Buiter, W. (2011) A Greek Exit from the Euro Area: A Disaster for Greece, a Crisis for the World, *Global Economics View*, 13 September.
- Capital Economics (2012) Leaving the Euro: A practical guide, <http://www.policyexchange.org.uk/images/WolfsonPrize/wep%20shortlist%20essay%20-%20roger%20bootle.pdf>.
- Chepotea, A., L. Fontagné en S. Zignago (2010) European Export Performance, CEPII Working Paper 12-2010.

- Clifford Chance (2012a) The Eurozone crisis and loan agreements – the Dutch law perspective, February.
- Clifford Chance (2012b) The Eurozone crisis and exchange controls, July.
- Crum, C. (2012) Het democratisch dilemma van de muntunie, *Socialisme en Democratie*, 69(5): 54-61.
- Cunat, V. (2012) The reform of the Spanish labour market is politically costly, and will only bring minor economic changes, <http://blogs.lse.ac.uk/europpblog/2012/04/23/the-reform-of-the-spanish-labour-market-is-politically-costly-and-will-only-bring-minor-economic-changes/>
- Dam, A. ten (2012) The Euro-crisis & ‘The Matheo Solution (TMS)’, te verschijnen
- Darvas, Z. (2011) A tale of three countries: recovery after banking crises, *Bruegel Policy Contribution*, issue 2011/19
- DNB (2012a) Inhaalslag vereist voor achterblijvende eurolanden, *DNBulletin*, 19 januari.
- DNB (2012b) Overzicht financiële stabiliteit, najaar 2012, nr. 16.
- Eichengreen, B. (1990) Is Europe an optimum currency area?, working paper 90-151, University of California, <http://escholarship.org/uc/item/40m5g6pp#page-1>
- End, J.W. van den en Forst, J. (2012) Vereisten voor het Europese Noodfonds, *Economisch Statistische Berichten* 4634, 266-8.
- Eppink, D.J. (2012) De eurokardinalen, NRC 14-08-2012.
- Eurobank Research (2012) *Greece Macro Monitor*. October 12.
- Frankel, J.A. (2003) Experience of and lessons from exchange rate regimes in emerging economies, NBER Working Paper 10032
- Garcia-Solanes, J. en Torrejon-Flores, F. (2010) Devaluation and pass-through in indebted and risky economies, *International Review of Economics and Finance* 19, 36-45.
- Gilbert, N. en Hessel, J. (2012) De Europese overheidsfinanciën tijdens de crisis, *Economisch Statistische Berichten* 4631, 166-9.
- Grauwe, P. de, en Vanhaverbeke, W. (1993) Is Europe an Optimum Currency Area? Evidence from Regional Data, in: Paul Masson en Mark Taylor (red.), *Policy Issues in the Operation of Currency Unions*, Cambridge: Cambridge University Press, 111-129.
- Hayo, B. en Hofmann, B. (2006) Comparing monetary policy reaction functions: ECB versus Bundesbank, *Empirical Economics* 31, 654-62.
- Heumakers, A. (2012) In een Gordiaanse knoop vol onzekerheid, NRC 21-09-2012
- Heyningen, K. van (2012) The Matheo Solution, <http://www.uu.nl/faculty/leg/NL/organisatie/departementen/departementeconomie/onderwijs/yesuse/programmahoud/Documents/The%20Matheo%20Solution.pdf>
- ING (2011), Opheffen euro breekt ons op, 6 dec. 2011.
- ING (2012a) Roads to survival. How EMU break-up could be avoided, June.
- ING (2012b) Eurocrisis: liever oplossen dan opbreken, September.
- Jong, E. de (2002) De ECB onder vuur: een botsing van culturen?, *Tijdschrift voor Politieke Economie* 23, 20-40.

- Jong, E. de (2012a) Hervormingen in probleemlanden werken beter dan devaluatie, MeJustice 27 juni 2012.
- Jong, E. de (2012b) Euro behouden is onderdeel politieke agenda ECB, MeJustice 14-9-2012.
- Jong, E. de (2012c) Islamitische lessen voor het Westerse financiële systeem, Friesch Dagblad 5-10-2012.
- Kerber, M.C. (2010) More monetary competition, Papers on European economic policy and European economic law, no. 3
- Kim, Y. en Ying, Y.H. (2007) An empirical assessment of currency devaluation in East Asian countries, *Journal of International Money and Finance* 26, 265-83.
- Krugman, Paul, R., Obstfeld, M. en Melitz, M.J. (2012) *International Economics: Theory and Policy*, Boston: Pearson-Addison-Wesley.
- Layard, R. (2003) 'Happiness – Has social science a clue?', Lionel Robbins Memorial Lectures 2002/3, Centre for Economic Performance, London School of Economics and Political Science, London.
- Leung, K., Bhagat, R.S., Buchan, N.R., Erez, M. en Gibson, C.B. (2005) Culture and international business: recent advances and their implications for future research, *Journal of International Business Studies* 36, 357–378.
- Lorié, J., N. Nordman en D. Willebrands (2012) Griekse staatschuld onhoudbaar, Economisch Statistische Berichten 4639, 422-25.
- Luitwieler, S. (2013) A community of peoples. Europe's values and public justice in the EU, te verschijnen. Amersfoort
- Mensonides, J. (2012) Overheidsschulden in de val, *Economisch Statistische Berichten* 4637, 276-79.
- Negio, F. (2011) Monetary Policy When One Size Does Not Fit All, *FRBSF Economic Letter*, 2011-18, <http://www.frbsf.org/publications/economics/letter/2011/el2011-18.html>
- NRC (2012a) Kapitaalvlucht verdiept kloof in eurozone, 20-09-2012.
- NRC (2012b) Catalanen stevenen af op confrontatie met Madrid, 26-09-2012.
- Rajan, R. (2010), *Fault Lines*, Princeton: Princeton University Press
- Record, N. (2012) Wolfson Economics Prize MMII, 129-132.
- Rodenburg, P. en Zuidhof, P.W. (2012) De euro en structurele verschillen in de eurozone, *Economisch Statistische Berichten* 4631, 170-4.
- Rose, A. (2007) Checking out: Exits from currency unions, CEPR Discussion Paper, nummer DP6254.
- Scheffer, P. (2012) Zonder vergezicht gaat het niet. Hoe wordt Europa één? *De Standaard*, 01-09-2012, http://www.standaard.be/artikel/detail.aspx?artikelid=DMF20120831_00278915
- Schoenmaker, D. (2012) Financiële stabiliteit in Europa, *Economisch Statistische Berichten* 4634, 262-5.
- Steketee, H. (2012) Zwitserland als het beloofde land, NRC 8-9-2012, HH_NL01_018.
- Tepper, J. (2012). Wolfson Economics Prize MMII, 133- 138.
- Teulings, C., Bijlsma, M, Gelauff, G, Lejour, A. en Roscam Abbing, M. (2011) *Europa in crisis. Het Centraal Planbureau over schulden en de toekomst van de Eurozone*, Amsterdam: Balans.

- The Economist (2012a) Spanish practices. A change that may be more radical than it seems at first, <http://www.economist.com/node/21547831>
- The Economist (2012b) Breaking up the Euro zone. The Merkel memorandum, 11 Augustus.
- The Economist (2012c) France and the euro. The time-bomb at the heart of Europe. Why France could become the biggest danger to Europe's single currency / So much to do, so little time, 17 November.
- Verbon, H. (2011) Laat zwakke eurolanden virtueel met euro breken, *Brabants Dagblad*, 29 oktober.
- Verhoeckx, J. (2010) The endogeneity of three OCA criteria, the direct and indirect effects of trade, specialization and financial integration re-estimated, Radboud Universiteit Nijmegen, 2010, master these.
- Volberda, H.W. en C.W. Heij (2012) Rigide arbeidsmarkt kan innovatie stimuleren, *Economisch Statistische Berichten* 4647S, 45-49.
- Wierdsma, P., Kerkhoff, H. van en Haan, J. de (2012) Trade Dynamics in the Euro Area: The role of export destination and composition, DNB Working Paper 354.
- Wise, P. (2012) Export growth boosts Portugal's prospects, *Financial Times*, 28 mei 2012.

Appendix 1 Kernpunten van verdere integratie van Eurozone

Noodfonds	De beschermwal kan voorkomen dat liquiditeitsrisico's in eurolanden uitgroeien tot een solvabiliteitsprobleem en biedt een tussenschot tussen kwetsbare banken en nationale overheidsfinanciën. Om goed te functioneren moet het noodfonds voldoende groot zijn ten opzichte van de risico's die zich in extreme scenario's via diverse besmettingskanalen kunnen manifesteren (Van den End en Frost, 2012). Dit verkleint de kans dat de middelen ook daadwerkelijk zullen worden gebruikt. Daarnaast moeten er aan landen die er gebruik van maken strikte condities worden opgelegd om structurele aanpassingen door te voeren in hun beleid en instituties. Inmiddels heeft het noodfonds door de oprichting van het ESM (European Stability Mechanism) een permanent karakter gekregen, zodat landen ook in de toekomst een beroep kunnen doen op dit fonds. Het is daarmee de facto een Eurobond-light. Op langere termijn zouden er Europese obligaties dienen te worden uitgegeven, waarbij de eurolanden compleet garant staan voor elkaars schulden.
Bankenunie	Er komt internationaal toezicht op Europese banken in combinatie met een Europees Depositogarantiestelsel en Europees resolutiefonds. De taak van lender of last resort kan de ECB alleen goed vervullen als er goed toezicht is op banken en een preventief begrotingstoezicht. Anders loopt de ECB het risico dat de leningen aan de Europese banken niet of slechts gedeeltelijk worden terugbetaald, hetgeen uiteindelijk ten koste gaat van de belastingbetaler. Op zijn beurt kan Europees banktoezicht pas echt goed functioneren als er een Europees depositogarantiestelsel en Europees resolutiefonds zijn die beslissen over de redding of liquidatie van banken (Schoenmaker, 2012). Een Europees noodfonds voor depositogarantie en resolutie biedt omgekeerd een sterke prikkel om stevig toezicht te houden op de Europese banken.
Begrotingsunie	Het invoeren van Eurobonds en een bankenunie is alleen goed mogelijk als de EMU meer werk maakt van afstemming van het begrotingsbeleid. Als landen een bankenfonds optuigen, doe je ook een aanspraak op de begrotingen van eurolanden. Om er zeker van te zijn dat de overheidsfinanciën op orde zijn en dus een bankenfonds kunnen financieren, is een begrotingsunie nodig. Dat vereist stringenter afspraken voor het handhaven van de discipline in de overheidsfinanciën. Ieder euroland moet jaarlijks Europese goedkeuring krijgen voor de begroting. Wil een land schuld uitgeven boven het afgesproken niveau, dan moet daar op Europees niveau toestemming voor gegeven worden. Op lange termijn zou er een begrotingsunie kunnen worden gevormd, waarbij de belastingopbrengsten veel meer (dan de huidige 1% van het BNP) op centraal Europees niveau worden geheven en besteed.
Macro onbalans procedure	Naast het gemeenschappelijke monetaire beleid dient ook het gemeenschappelijk economisch beleid te worden geïntensiveerd. De bestaande coördinatie van economische politiek moet meer afdwingbaar worden. Handelsbalans, concurrentiekracht, werkloosheid en private schuldvorming worden nauwlettend gemonitord en lidstaten die aanwijzingen voor economisch beleid van de EU niet opvolgen worden beboet. Op langere termijn groeit de EMU naar een economische unie, waarin hervormingen kunnen worden afgedwongen, omdat het uitblijven ervan de hele muntunie schaadt. Macro-economische onevenwichtigheden kunnen daardoor preventief worden bestreden. Tegelijk moet er een nieuwe agenda komen voor groei en concurrentiekracht op Europees niveau.

Appendix 2 Ervaringen van financiële crisis in het verleden⁷⁴

<p>Mexico (1995)</p>	<p>Oorzaak: overgewaardeerde wisselkoers, grote externe schuld, zwak banken systeem Binnenlandse beleidsreactie: aanpassing wisselkoers, gebalanceerd macro-economisch beleid, hervorming van het banken systeem Internationale beleidsreactie: grote reddingsoperatie: lening van US en IMF Resultaat: stabilisatie, geen default, permanente verbetering van economische prestaties, structurele hervormingen blijven achter Toelichting: Aanvankelijk steeg de inflatie tot gemiddeld 35%, maar viel daarna snel terug naar 15% in 1996. Er trad heel snel een verbetering van de handelsbalans op, vooral door een sterke terugval van de invoer. Maar vanaf 1997 nam de invoer weer sterk toe, waardoor de handelsbalans weer verslechterde. De overheidsschuld die in dollars genoteerd bleef explodeerde als % van het BNP na de devaluatie en kon alleen worden gehandhaafd na steun van de V.S. Maar nadat de economische groei aantrok in 1996, was Mexico in 1997 in staat deze leningen weer af te betalen en sindsdien is de externe schuld als % van BNP geleidelijk maar substantieel afgenomen. De buitenlandse investeringen daalde aanvankelijk substantieel na de devaluatie, maar zodra het herstel inzette, nam het vertrouwen weer toe.</p>
<p>Korea (1997-98)</p>	<p>Oorzaak: vaste wisselkoers in combinatie met externe kwetsbaarheid, hoge schuldquotes in bedrijfssector, besmetting Binnenlandse beleidsreactie: aanpassing wisselkoers, striktere monetaire politiek, structurele hervormingen Internationale beleidsreactie: grootschalig reddingspakket IMF, herstructurering buitenlandse leningen Resultaat: snel en zeer succesvol herstel Toelichting: Na de devaluaties in 1997 vertoonde de inflatie pas in 1998 een zichtbare stijging, maar bleef beperkt tot 8% en daalde in 1999 al weer naar 0,5%. Het tekort op de handelsbalans sloeg om in een overschot, voornamelijk door een daling van de invoer. Na drie jaar lieten zowel export als import een coherente groei zien terwijl de handelsbalans positief bleef. De overheidsschuld aan het buitenland daalde aanmerkelijk na de devaluatie, mede vanwege het handelsoverschot. De buitenlandse investeringen lieten slechts kort een daling zien, maar herstelden snel waarna een sterke groei optrad.</p>
<p>Brazilië (1998-99)</p>	<p>Oorzaak: overgewaardeerde wisselkoers, grote externe schuld, slecht macro beleid, besmetting Binnenlandse beleidsreactie: aanpassing wisselkoers plus inflatie targetting, strikt monetair beleid, verbetering budgettaire resultaten, weinig structurele hervormingen Buitenlandse beleidsreactie: IMF steun plus vrijwillige rollover van bestaande schulden door buitenlandse banken Resultaat: geleidelijke verbetering, verbetering macro economisch beleid, structurele hervormingen blijven achter, nieuwe crisis in 2002 ternauwernood voorkomen door grote IMF steun, daarna significante verbetering Toelichting: Na de devaluatie van de real in 1999 met 52% nam de inflatie enigszins toe, naar 7%. De economische groei nam snel toe en de handelsbalans werd direct minder negatief en toonde een substantiële verdere verbetering tot 2007. De overheidsschuld als % van het BNP steeg wel aanmerkelijk, namelijk van 49% in 1999 tot 64% in 2002 en de buitenlandse investeringen daalde substantieel, tot 2002.</p>
<p>Argentinië (2000-2002)</p>	<p>Oorzaak: overgewaardeerde wisselkoers (door koppeling aan dollar), grote externe schuld, gebrekkige budgettaire politiek, zwak financieel systeem, zwakke instituties, disfunctionerend binnenlandse politiek Binnenlandse beleidsreactie: bezuinigingen, te lang vasthouden aan koppeling wisselkoers,</p>

⁷⁴ Bronnen: De Beaufort Wijnholds (2011: 120-121), Heyningen, 2012.

	<p>daarna op chaotische wijze de koppeling aan dollar opgegeven, record aan default schuldverplichtingen</p> <p>Internationale beleidsreactie: opeenvolging van niet succesvolle IMF programma's, de facto rollover van schuld door IMF en Wereldbank</p> <p>Resultaten: kapitaalcontrole, bevrozing van tegoeden, decimering banken systeem, depressie, schuldhierstructurering met forse haircut, verslechtering relatie met IMF. Vanaf midden 2002 een sterk herstel geholpen door ondergewaardeerde wisselkoers en boom in commodity markt, terugkeer van inflatie</p> <p>Toelichting: In Argentinië trad na de forse devaluatie in begin 2002 aanvankelijk een sterke inflatie op van 26%, maar ook de export groeide substantieel en na twee jaar stabiliseerde het prijspeil. De handelsbalans verbeterde, aanvankelijk mede doordat de invoer terugviel maar ook door de stijging van de export. Maar door de stijging van de economische groei nam ook de invoer na verloop van tijd weer toe, terwijl de handelsbalans stabiel bleef. De buitenlandse investeringen bleven tegen de verwachting in op peil en namen toe naarmate het herstel doorzette. Mede door het economisch hersteld daalde ook de schuld aan het buitenland vanaf 2003.</p>
--	---

Appendix 3 De Matheo Solution

Een variant op de Grexit-beleids optie is de zogenaamde Matheo Solution (TMS), voorgesteld door de Nederlander A. ten Dam (2012). Dit is een variant op een parallelle muntsysteem en is geïnspireerd op de situatie van de eurozone in de overgangperiode tussen 1999 en 2002, toen de nationale munten gekoppeld waren aan de euro. In deze variant wordt onderscheid gemaakt tussen de euro als enig wettelijke betaalmiddel (in munten, bankbiljetten en elektronische betalingen) in alle eurolanden versus de euro als rekeneenheid voor de berekening van prijzen en lonen. De innovatie is dat naast de euro een nationale wisselkoerseenheden wordt geïntroduceerd die vrij kan fluctueren. Alle binnenlandse prijzen en inkomens, binnenlandse tegoeden bij banken, hypotheekleningen, leningen worden in deze nationale rekeneenheid weergegeven, maar men blijft in euro's betalen. Als de koers van de drachme bijvoorbeeld gelijk is aan 1 euro, dan kan men voor iets dat 1 drachme kost (bijvoorbeeld een glaasje ouzo) met 1 euro betalen. Daalt de koers van de drachme met 30%, dan hoeft een Griek maar 70 eurocent te betalen voor datzelfde glaasje ouzo (Verbon, 2011). Alle internationale schulden blijven in euro's genomineerd. Aldus ontstaat wat Ten Dam noemt een Euro Currency Units-Exchange Rate Mechanism (ECU-ERM). De nationale wisselkoerseenheden maakt het mogelijk om te devalueren ten opzichte van de euro, zonder dat er kans bestaat op kapitaalvlucht of hoge kosten voor het aanmaken van geld genoteerd in de nieuwe valuta. De ECU-ERM en het geldaanbod worden gemanaged door de ECB.

De Matheo solution vormt een tussenvorm tussen volledige uittreding van Griekenland uit de eurozone en een verdere integratie van de huidige eurozone. Maar hoe werkt de virtuele munt dan in de praktijk? Daartoe veronderstel ik dat alle prijzen in Griekenland voortaan in Drachmen luiden. Op het moment dat de ECB besluit om de virtuele Drachme met 50 % te verlagen, zal een werknemer zijn maandloon in Drachmen niet zien veranderen. Alleen bij het pinnen zal het aantal euro's dat uit de muur komt bij het intikken van het aantal Drachmen de helft lager zijn. Omdat de prijzen op de prijskaartjes van goederen en diensten ook in Drachmen luiden, blijven ook zij gelijk. Alleen als de klant afrekenet en de winkelier zijn rekenmachine gebruikt om het bedrag in Drachmen om te rekenen in euro's, blijkt dat de klant in euro's slechts de helft betaalt van het bedrag voor de devaluatie. Ten opzichte van de interne devaluatie heeft de virtuele munt dus een potentieel voordeel dat het in staat is om prijsverlagingen in Griekenland te coördineren.

Als wij de Matheo solution vergelijken met een echte uittreding van Griekenland uit de eurozone, dan biedt deze het voordeel van een uitsparing van de kosten van het invoeren van een nieuwe munt. Ook is de kans op economische chaos minder groot, omdat alle schuldposities in euro's blijven gelden. Maar daar staat tegenover dat de virtuele munt de kans op inflatie (in Drachmen) vergroot, omdat de link met de euro in hoge mate in stand blijft. De winkelier wordt immers betaald in euro's en zal daarom eerder beseffen dat de constante prijs in Drachmen eigenlijk een forse prijsdaling betekent. De neiging om de prijzen van zijn producten in Drachmen te verhogen zal daarom groter zijn. Dit voedt ook de onzekerheid bij anderen of zij erop kunnen rekenen dat hun loon in Drachmen niet uitgehold wordt door inflatie. Het gevolg is dat de reële depreciatie daarom waarschijnlijk lager is dan bij een

depreciatie van een nieuw in te voeren Drachme die los staat van de euro. Een virtuele munt functioneert daarom beter als een korte termijn oplossing gedurende een transitieperiode naar de overgang naar een nieuwe munt dan als een middel om op lange termijn concurrentieverhoudingen te herstellen. Ook de virtuele munt in Brazilië in 1994 (de URV) fungeerde slechts korte tijd in de aanloop naar de introductie van de nieuwe Real in 1994 die aan de dollar gekoppeld werd. Een ander probleem van de Matheo solution is dat dit slechts een deeloplossing is, omdat het monetair beleid binnen de eurozone homogeen zal blijven. Hierdoor is het niet mogelijk het rentebeleid af te stemmen op de lokale omstandigheden in Griekenland. Als wij de parallel doortrekken naar de huidige situatie van Griekenland binnen de eurozone, kan de Matheo solution daarom wel een rol spelen in een overgangssituatie waarbij Griekenland uittreedt uit de eurozone, maar als meer structurele oplossing voor het gebrek aan concurrentiepositie van Griekenland schiet het te kort.

Appendix 4 Bilaterale handelsrelaties tussen Eurolanden (in 2010)

Uitvoer als % van BNP

Importing Country:	Austria	Belgium	Estonia	Finland	France	Germany	Greece	Ireland	Italy	Luxembourg	Netherlands	Portugal	Slovak Republic	Slovenia	Spain
Exporting Country:															
Austria		0.51	0.03	0.17	1.49	11.74	0.18	0.06	2.70	0.04	0.58	0.12	0.76	0.74	0.68
Belgium	0.85		0.05	0.57	14.46	16.23	0.48	0.49	4.00	1.52	10.39	0.51	0.22	0.13	2.61
Estonia	0.23	0.79		10.35	1.51	3.19	0.05	0.08	0.56	0.00	1.40	0.05	0.10	0.03	0.45
Finland	0.17	0.81	0.63		0.97	2.78	0.10	0.09	0.74	0.01	1.94	0.09	0.06	0.04	0.56
France	0.17	1.50	0.01	0.10		3.23	0.14	0.11	1.61	0.10	0.83	0.22	0.09	0.05	1.48
Germany	2.13	1.83	0.05	0.31	3.62		0.24	0.17	2.34	0.22	2.49	0.31	0.35	0.15	1.38
Greece	0.07	0.11	0.00	0.06	0.28	0.80		0.01	0.79	0.00	0.17	0.05	0.02	0.04	0.18
Ireland	0.20	8.67	0.01	0.19	2.88	4.08	0.20		1.74	0.05	1.98	0.27	0.04	0.03	2.16
Italy	0.51	0.55	0.02	0.09	2.51	2.81	0.35	0.06		0.03	0.54	0.22	0.13	0.23	1.25
Luxembourg	0.33	3.32	0.01	0.10	4.27	7.48	0.05	0.06	1.28		1.28	0.09	0.11	0.08	0.50
Netherlands	0.74	6.22	0.05	0.61	5.10	14.02	0.40	0.41	2.97	0.21		0.45	0.19	0.09	2.01
Portugal	0.12	0.60	0.01	0.13	2.50	2.73	0.06	0.06	0.79	0.03	0.78		0.04	0.01	5.66
Slovak Republic	4.97	1.18	0.04	0.24	5.02	14.12	0.27	0.07	4.06	0.07	2.14	0.22		0.54	1.89
Slovenia	4.19	0.59	0.08	0.12	4.17	10.17	0.18	0.06	6.28	0.10	1.03	0.15	0.75		0.64
Spain	0.15	0.50	0.01	0.05	3.24	1.87	0.16	0.07	1.57	0.02	0.56	1.57	0.04	0.04	

Invoer als % van BNP

Exporting Country	Austria	Belgium	Estonia	Finland	France	Germany	Greece	Ireland	Italy	Luxembourg	Netherlands	Portugal	Slovak Republic	Slovenia	Spain
Importing Country															
Austria		1.06	0.01	0.11	1.18	18.58	0.06	0.11	2.78	0.05	1.53	0.07	1.14	0.52	0.54
Belgium	0.41		0.03	0.41	8.16	12.84	0.07	3.80	2.40	0.37	10.29	0.29	0.22	0.06	1.48
Estonia	0.52	1.34		7.82	1.24	8.30	0.04	0.15	2.06	0.04	2.00	0.09	0.18	0.19	0.54
Finland	0.28	1.13	0.83		1.04	4.37	0.08	0.16	0.80	0.02	2.00	0.13	0.09	0.02	0.32
France	0.22	2.66	0.01	0.09		4.67	0.03	0.23	2.02	0.09	1.55	0.22	0.17	0.08	1.75
Germany	1.35	2.32	0.02	0.20	2.51		0.07	0.25	1.75	0.12	3.31	0.19	0.37	0.15	0.78
Greece	0.23	0.77	0.00	0.08	1.19	2.67		0.14	2.45	0.01	1.05	0.05	0.08	0.03	0.74
Ireland	0.12	1.11	0.01	0.11	1.34	2.68	0.02		0.58	0.02	1.55	0.07	0.03	0.01	0.46
Italy	0.50	0.92	0.01	0.09	2.01	3.76	0.11	0.17		0.03	1.12	0.09	0.17	0.14	1.06
Luxembourg	0.31	13.56	0.00	0.03	5.01	13.95	0.03	0.19	1.27		3.17	0.13	0.12	0.09	0.43
Netherlands	0.28	6.28	0.03	0.59	2.74	10.57	0.07	0.53	1.41	0.09		0.23	0.24	0.06	1.00
Portugal	0.19	1.05	0.00	0.09	2.43	4.52	0.06	0.25	1.99	0.02	1.54		0.08	0.03	9.53
Slovak Republic	3.31	1.16	0.02	0.17	2.69	13.36	0.08	0.09	3.06	0.06	1.69	0.11		0.40	0.69
Slovenia	5.91	1.27	0.01	0.20	2.84	10.32	0.26	0.13	10.05	0.09	1.55	0.06	1.00		1.13
Spain	0.19	0.88	0.01	0.10	2.73	3.28	0.04	0.32	1.85	0.02	1.13	0.93	0.12	0.02	

Personalia

Prof. Dr. J.J. Graafland (1960) is sinds 2000 hoogleraar Economie, Onderneming en Ethiek aan de Universiteit van Tilburg. Eerder was hij werkzaam als econoom bij het Centraal Planbureau als hoofd Toegepaste Algemeen Evenwichtsmodellen.

Prof. Dr. E. de Jong (1955) is sinds 1994 hoogleraar Internationale Economie aan de Radboud Universiteit te Nijmegen. Eerder was hij werkzaam aan de Rijksuniversiteit Groningen en de Universiteit van Amsterdam.

Drs. N. Vogelaar (1949) is voorzitter Stichting AK Rabobank. Hij was tot voor kort als financieel econoom werkzaam bij Rabobank Nederland en is nu met prepensioen.

T. Palm MSc (1987) is politicoloog en is werkzaam als promovenda aan de Vrije Universiteit bij het departement Politicologie en doet onderzoek naar militaire operaties van de Europese Unie.