

## DE TOEKOMST VAN DE EURO

### RONDETAFLGESPREK 13 FEBRUARI 2023-VASTE KAMERCOMMISSIE FINANCIËN

LEX HOOGDUIN-RIJKSUNIVERSITEIT GRONINGEN

#### Inleiding

De vaste Kamercommissie Financiën heeft vier vragen voorgelegd. In dit memo richt ik mij vooral op de eerste vraag die als volgt luidt:

*Welke gebreken zijn er in het huidige functioneren van de euro/EMU en welke kosten en risico's brengen die voor Nederland mee? Zijn er hervormingen mogelijk (zo ja, welke) om die risico's gebreken te verminderen of weg te nemen?*

Dit memo gaat achtereenvolgens in op de gebreken in het huidige functioneren van de euro/EMU, de kosten en risico's daarvan voor Nederland, drie toekomstige mogelijke scenarios voor de ontwikkeling van de EMU en euro en de optie voor Nederland om uit de eurozone te treden zonder de EU te verlaten.

#### Gebreken in het huidige functioneren van de euro/EMU

De huidige euro en eurozone zijn kwetsbaar (zie Rapport Advies Commissie Europese Economie 2021). Het voortbestaan van de euro in de huidige opzet is niet verzekerd. Dat komt niet, zoals vaak wordt gedacht, omdat er weeffouten zitten in het EU Verdrag of omdat er onvoldoende risicodeling tussen de landen van het eurogebied is, maar omdat er niet wordt voldaan aan de voorwaarden uit het EU Verdrag voor een houdbare EMU en voor het goed functioneren van de ECB. De belangrijkste problemen zijn de volgende:

1. De no-bail out clause is en wordt feitelijk geschonden. Conform het EU Verdrag moeten landen hun eigen broek ophouden. Dit vereiste is met goedkope leningen en verlenging van looptijden van leningen aan landen met problemen feitelijk geschonden. Het ESM is permanent gemaakt. Ook de schenkingen en voordelige leningen uit het zogenaamde Coronaherstelfonds zijn te zien als een vorm van bail-out.
2. Het verbod op monetaire financiering van begrotingstekorten is feitelijk op grote schaal geschonden. De ECB heeft op de secundaire markt voor duizenden miljarden euro's staatsschuld opgekocht. De jaarlijks opgekochte bedragen zijn in sommige gevallen zelfs groter dan de som van de jaarlijkse primaire tekorten (dat wil zeggen exclusief rentebetalingen). De gedachte dat de balansomvang van het ESCB op afzienbare termijn kan worden gereduceerd tot de omvang van voordat met QE werd gestart is illusoir.
3. Het begrotingstekort van een land mag (met een aantal nuanceringen) niet groter zijn dan 3% bbp en de overheidsschuld niet hoger dan 60% bbp, tenzij zij in voldoende mate daalt in de richting van 60%. Een en ander is in verschillende ronden uitgewerkt onder andere in het Stabiliteits- en Groeipact (SGP), uitgebreid en deels genuanceerd. In dit verband moet de zogenoemde 1/20<sup>ste</sup> regel worden genoemd. Deze stelt dat een land jaarlijks 1/20<sup>ste</sup> van het verschil tussen zijn overheidsschuldquote en 60% moet overbruggen. Verder zijn landen overeengekomen het structurele overheidstekort (dat wil zeggen gecorrigeerd voor

conjuncturele schommelingen) te beperken tot 0,5% bbp als de schuld groter dan 60% bbp is en tot 1% als de schuldquote kleiner dan 60% bbp is. De regels van het SGP zijn slecht nageleefd. Op dit moment is handhaving van de regels opgeschort. 11 van de 19 landen in de eurozone verwachten in 2023 een schuldquote van boven 60% bbp en eenzelfde aantal landen een begrotingstekort van groter dan 3% bbp. Alleen Ierland (!) en Luxemburg voldoen aan beide criteria. Wat betreft de schuldquote springen Griekenland, Italië, Frankrijk, België, Spanje en Portugal er in negatieve zin uit. Griekenland en Portugal blijven met hun tekort onder de 3% bbp. De andere vier zitten er ruim boven.

4. Als gevolg van de grote overheidsschulden in sommige landen, lopen in tijden van financiële stress en/of verkrapping van het monetaire beleid de renteverschillen tussen die landen en de rest op. Dit bemoeilijkt het monetaire beleid: eenzelfde beleidsrente werkt (zeer) verschillend uit in de verschillende landen van het eurogebied. Het leidt ook tot (verdere) financiële en economische instabiliteit in de eurozone en kan twijfel doen ontstaan in de houdbaarheid van de euro. In reactie hierop heeft de ECB in 2012 het OMT ingevoerd en recentelijk het TPI. Beide instrumenten beogen renteverschillen te voorkomen die in de ogen van de ECB niet gerechtvaardigd zijn. Ze lossen de oorzaken van die renteverschillen niet op en kunnen deze juist bestendigen en het aanpakken van de werkelijke oorzaken uitstellen ("moral hazard").
5. Deelnemers aan de euro moeten concurrerend kunnen blijven zonder gebruik te hoeven maken van de wisselkoers. Een land moet dus voldoende aanpassingsvermogen hebben. Dit gaat met name om voldoende flexibele lonen en prijzen en goede marktwerking. Ook voldoende bestuurskracht kan hieronder worden gevat. Met het concurrentievermogen van de eurozone als geheel is het niet zo goed gesteld. De gemiddelde economische groei is laag en het herstel na schokken is relatief traag. Tegelijkertijd zijn de verschillen in concurrentie- en aanpassingsvermogen groot. Italië heeft nauwelijks groei in het inkomen per hoofd laten zien sinds de invoering van de euro en is steeds verder achteropgeraakt ten opzichte van Frankrijk dat weer achter is gaan lopen op Duitsland.
6. Sinds de recente sterke stijging van de inflatie in de eurozone zijn ook de inflatieverschillen tussen landen sterk opgelopen. Als dit langer duurt, maakt dit het voeren van een geschikt monetair beleid van de ECB voor de eurozone als geheel moeilijk en zal dit landen verder uit elkaar drijven en de houdbaarheid van de euro onder druk kunnen zetten.
7. De Europese Commissie kent maar één antwoord op ieder probleem: meer EU. Ze "gebruikt" iedere crisis om de rol en invloed van de EU uit te breiden, ondanks dat dit niet altijd het beste antwoord op de onderliggende problemen hoeft te zijn.

### **Kosten en risico's voor Nederland**

Het belangrijkste risico van de ontstane situatie is dat de ECB zijn werk niet goed kan doen. De ECB dreigt systematisch een te ruim beleid te voeren; de rente te laat en te weinig te verhogen als voor het handhaven van prijsstabiliteit nodig is en de rente te vroeg en te veel te verlagen als wenselijk is voor het handhaven van prijsstabiliteit. Dit risico is vooral het gevolg van de veel te hoge overheidsschulden in sommige landen en de matige groei en het beperkte aanpassingsvermogen van de eurozone, met ook nog grote verschillen daarin. Een

nieuwe euro-, financiële en economische crisis is daarom nooit ver weg. Daarbij speelt mee dat de lange rente in landen met een hoge schuld sneller oploopt dan die van andere landen bij renteverhoging. Dit is een risico voor de toekomst, maar gesteld kan worden dat het zich de laatste tien jaar feitelijk al voor doet.

Door een structureel te ruim monetair beleid te voeren:

1. Worden landen met hoge schulden ontmoedigd hun schulden terug te brengen. De kwetsbaarheid blijft bestaan en kan op enig moment tot economische en financiële instabiliteit leiden. Nederland heeft daar ook last van. Hetzelfde geldt met betrekking tot maatregelen om het concurrentie- en aanpassingsvermogen te versterken.
2. Te lage rentes kunnen leiden tot zeepbellen in financiële markten, die als ze klappen gepaard gaan met economische en financiële instabiliteit en het risico van deflatie.
3. Te lage rentes kunnen tot overwaardering van onroerend goed leiden, met het risico van forse correcties, die gepaard gaan met economische en financiële instabiliteit.
4. Systematisch te lage rentes leiden tot het ontstaan en in stand blijven van activiteiten/bedrijven die bij een evenwichtigere rente niet in stand zouden kunnen blijven. Dit tast het aanpassingsvermogen (herallocatie van kapitaal en arbeid) van de economie en de groei van de arbeidsproductiviteit en economische groei aan. De verkeerde aanwending van kapitaal (“malinvestments”) kan bovendien tot zogenoemde “boom-bust” cycli leiden.
5. De tweede pilaar van ons pensioenstelsel levert karigere en meer volatiele pensioenen op.
6. De inflatie zal volatieler kunnen worden.
7. De wisselkoers van de euro zal trendmatig verzwakken ten opzichte van landen die geen systematisch te ruim monetair beleid voeren. Dat betekent een voortdurend ruilvoetverlies en dus een voortdurende aftrekpost op ons reëel inkomen.

Alles bij elkaar komt dit neer op het steeds verder bewegen in de richting van wat ik een Latijnse EMU noem: een gebied met een relatief hoge inflatie (volatiliteit), lage groei, hoge financiële en economische instabiliteit en een zwakke wisselkoers; weg van de EMU zoals beoogd in het EU Verdrag.

### **Drie mogelijke “toekomst” voor de euro**

Er lijkt in Nederland consensus te bestaan over het feit dat er gebreken bestaan in het functioneren van de EMU. Ook erkennen velen dat de hoge overheidsschulden in een aantal landen, het geringe aanpassingsvermogen van de eurozone als geheel, de grote verschillen in concurrentievermogen en de beperkte bestuurskracht in een aantal landen, een rol spelen. Dat landen zogenoemde structurele hervormingen moeten (blijven) doorvoeren om markten goed te laten werken en om hun bestuurskracht te verbeteren, lijkt breed te worden onderschreven. Dat is niet het geval voor de vraag hoe om te gaan met de te hoge overheidsschulden. Daarin onderscheiden we drie mogelijke richtingen voor de toekomst van euro en EU (zie ook Lex Hoogduin 2021).

*Geleidelijk uit de schulden proberen te groeien, zo beperkt mogelijke tekort beperkende maatregelen en schuldopbouw door de EU*

Dit is de koers waar de EMU op het ogenblik op lijkt af te varen. Het Coronaherstelfonds is daarvan een voorbeeld. Dat poogt de groei aan te zwengelen met een combinatie van structurele hervormingen, goedkope leningen en overdrachten vanuit de EU, gefinancierd door gemeenschappelijke schulduitgifte. Ook uitgaven voor steun aan Oekraïne worden via gemeenschappelijke schulduitgifte gefinancierd. Er is op dit moment ook sprake van het opzetten van een fonds voor industriepolitiek. Meerdere vervolgfondszen zijn denkbaar. Aan het coronaherstelfonds zit ook een herverdelingsaspect. Dit kan ook in vervolgfondszen worden ingebouwd. Deze benadering ontlast nationale budgetten van hoge schuldenlanden, maar brengt de totale overheidsschuld niet terug, omdat het vooral om extra uitgaven zal gaan, die anders via de nationale begroting zouden zijn gefinancierd.

De rol van tekortbeperkende maatregelen (bezuinigen en/of lastenverzwaringen, “austerity”) wordt zo beperkt mogelijk gehouden. Dat blijkt vooral uit het voorstel van de EC voor de herziening van het SGP (Europese Commissie 2022), dat vooral neerkomt op een versoepeling ervan. Er is weinig reden om aan te nemen dat uit invoering van het “nieuwe” SGP een snelle daling van de schuldquote zal volgen.

Het is onaannemelijk dat de groei van de probleemlanden door het opzetten van fondszen, met overdrachten naar die landen en structurele hervormingen fors zal toenemen. Een groot “noemereffect” op de nationale schuldquote kan niet worden verwacht.

In dit scenario wordt geaccepteerd dat de nationale overheidsschuld in een aantal landen nog lang te hoog blijft. Het is er vooral op gericht dit probleem te beheersen en geleidelijk te verminderen, zonder dat het veel pijn kost. Maar het is bepaald niet kosteloos. De beweging in de richting van een Latijnse EMU wordt voortgezet. Risico’s op economische en financiële instabiliteit blijven nog lang hoog en periodiek kan twijfel aan de houdbaarheid van de euro opduiken.

#### *Naar een begrotingsunie en op langere termijn naar een politieke unie*

Er wordt gekozen voor de stap voor stap - vorming van een begrotingsunie met een centraal budget voor de eurozone van voldoende omvang ten laste van de omvang van nationale budgetten, deels gefinancierd door de uitgifte van eurobonds en deels door het heffen van eigen belastingen door de eurozone minister van financiën (zie voor verdere uitwerking Lex Hoogduin en Christiaan van der Kwaak 2022). Er moeten regels komen voor de omvang van tekorten op het budget van de eurozone. Onderdeel van dit scenario is ook het afronden van de bankenunie en het versterken/uitbouwen van de kapitaalmarktunie. De nationale schulden zouden op enig moment kunnen worden samengevoegd. Uiteindelijk moeten nationale budgetten en schulden zodanig beperkt worden dat landen, net als staten in de VS, failliet kunnen gaan, zonder grote instabiliteit in en buiten het betreffende land te veroorzaken.

De jaarlijkse kosten van dit scenario voor Nederland zijn door Lex Hoogduin en Christiaan van der Kwaak (2022) conservatief geraamd op 2,5% van het bbp, gedurende veertig jaar. Dit zijn de overdrachten die onvermijdelijk zullen zijn om de begrotingsunie te laten werken. Daar komt nog een jaarlijkse permanente last bij van ongeveer €10 mrd in het geval van het geheel samenvoegen van de nationale schulden. Verder gaat dit scenario gepaard met overdracht van nationale soevereiniteit. Hoe zwaar dat wordt gewogen, is uiteindelijk afhankelijk van politieke voorkeuren. Niet waarschijnlijk is dat in een begrotingsunie de Nederlandse traditie van beheerst begrotingsbeleid op basis van nageleefde normen zal worden overgenomen. Hetzelfde geldt voor de onderliggende filosofie van het SGP.

Dit scenario levert een stabielere euro en EMU op dan een Latijnse EMU. De mate waarin is echter ongewis. Het is onwaarschijnlijk dat de budgettaire discipline in de begrotingsunie net zo groot zal zijn als werd beoogd met de invoering van het SGP en het verbod op monetaire financiering van begrotingstekorten. Het is waarschijnlijk dat de nadruk meer op financiering dan op aanpassing zal liggen, met mogelijk een ontwikkeling van het ESM tot een soort IMF voor de eurozone.

### *Hernieuwde convergentie op basis van de regels en filosofie van het EU Verdrag*

In dit scenario wordt het beleid gericht op hernieuwde convergentie op basis van het EU Verdrag, met als doel een sterke en stabiele euro en een veerkrachtige eurozone, zoals ooit bedoeld. Daarbij staan de no-bailout clause, het verbod op monetaire financiering en het voorkomen en elimineren van excessieve overheidsschulden centraal. Er komen geen nieuwe fondsen op EU- niveau.

Landen zouden spoedig convergentieprogramma's met een horizon van vier jaar moeten indienen. De programma's zouden met name moeten zijn gericht op het terugdringen van excessieve schulden en structurele hervormingen. De huidige voorstellen van de EC voor het herzien van het SGP gaan van tafel. De enige aanpassing aan het SGP is het schrappen van de 1/20<sup>ste</sup> regel. De focus zal liggen op de bestaande afspraak het structurele begrotingstekort in vier jaar terug te brengen naar maximaal 0,5% bbp voor landen met een schuld boven 60% bbp en naar maximaal 1% bbp voor landen met een schuld onder 60% bbp. De feitelijke schuld zou aan het einde van de periode onder 3% bbp dienen te liggen. Mits uitgevoerd en op koers gehouden, verzekert dit een voldoende snelle daling van de staatsschuld, waarschijnlijk ook in de ogen van marktpartijen.

Herstel van de feitelijke toepassing van de no-bailout clause vereist dat het ESM wordt opgeheven. Landen die hulp nodig hebben bij het orde brengen en houden van de economie en overheidsbegroting wenden zich tijdig tot het IMF voor hulp bij het opstellen, eventueel aanpassen en uitvoeren van hun convergentieprogramma. Daar zijn ECB en EC niet bij betrokken. Mocht een land pas bij het IMF aankloppen als de schuld onhoudbaar is, volgt herstructurering buiten de EMU (binnen de EU). Alle eurozonelanden ontwikkelen een draaiboek voor de invoering van een eigen munt. Permanent niet kunnen of willen voldoen aan de EMU-regels, kan niet zonder gevolgen blijven. Dat is een algemeen belang. Een land mag, maar hoeft niet terug te keren in de eurozone, na de herstructurering en als het weer aan de regels voldoet.

Er wordt met de ECB afgesproken dat het OMT wordt afgeschaft en dat het net ingevoerde Transmission Protection Instrument (TPI) in ieder geval niet wordt ingezet bij renteversillen van minder dan 250 basispunten en/of als een land niet voldoet aan het tijdpad uit zijn convergentieprogramma. In dit scenario passen geen begrotingstekorten op het niveau van de eurozone/EU, gemeenschappelijke schulduitgifte door de EU en schuldendeling.

### **Optie om uit de euro, maar niet de EU te treden**

Op dit moment koerst de eurozone op basis van het eerste scenario. Naarmate daarin verder wordt gegaan, kan een moment ontstaan dat de vorming van een begrotingsunie nog meer dan nu als "onvermijdelijk" wordt gezien. Nederland zou zich waar mogelijk tegen die

risico's kunnen proberen in te dekken. Dat is niet eenvoudig en volledige afdekking lijkt onmogelijk. De optie om uit de eurozone te stappen, maar binnen de EU te blijven, kan een belangrijke "verzekeringspolis" zijn (Hoogduin 2021). De kosten daarvan zijn vooral mogelijke financiële instabiliteit in de eurozone waar Nederland ook last van heeft, als een van de sterke landen (Nederland) de eurozone zou verlaten. Om dit risico te beperken zou Nederland het recht op het verlaten van de eurozone met behoud van EU-lidmaatschap bespreekbaar moeten maken in de EU. Ook zou vooraf duidelijk moeten zijn dat Nederland bij het toepassen van deze optie zijn eigen munt zou herinvoeren tegen een koers van 1:1 ten opzichte van de euro en deze zoals Denemarken doet zou koppelen aan de euro. Hiermee kan Nederland zich niet helemaal onttrekken aan de kosten en risico's van de vorming van een Latijnse EMU/Begrotingsunie, maar het kan de kosten van permanente overdrachten en die van eventuele (gedeeltelijke) schuldendeling vermijden onder handhaving van een grotere nationale budgettaire soevereiniteit.

### *Literatuur*

Advies Commissie Europese Economie (2021), Kleur bekennen voor een stabiele en veerkrachtige Europese economie.

Europese Commissie (2022), Building an economic governance framework fit for the challenges ahead, 9 November.

Lex Hoogduin (2021), The fragility of the euro (area): a Dutch perspective, in Jan Marc Berk en Klaas Knot (2021), Chief economist, essays in honour of Job Swank, blz. 130-153.

Lex Hoogduin en Christiaan van der Kwaak (2022), Eurozone-begrotingsunie zou duur uitpakken voor Nederland, ESB, jaargang 107, editie 4815, 17 november, blz. 498-501.