

**Aan welke voorwaarden moet de eurozone ten minste voldoen om op de lange termijn te kunnen voortbestaan?**

Erasmus University Rotterdam

Erasmus School of Economics

Department of Economics

**Abstract**

In deze scriptie is er met behulp van een literatuuronderzoek bepaald aan welke voorwaarden de eurozone ten minste moet voldoen om op de lange termijn te kunnen voortbestaan. Uit dit onderzoek is naar voren gekomen dat er verscheidene maatregelen nodig zijn om dit mogelijk te maken. Hieronder vallen het completeren van de bankenunie, het herstructureren van schulden van insolvable overheden via een herstructureringsmechanisme en moeten de begrotingsregels minimaal versoepeld worden. Het minimaal versoepelen van de begrotingsregels zou verwezenlijkt kunnen worden door in tijden van crises niet vast te houden aan de 3% norm. Vervolgens is het van belang dat de lener-in-laatste-instantie voor zowel banken als overheden behouden blijft. Tot slot is het niet zeker dat stappen richting een fiscale unie noodzakelijk zijn.

Supervisor: prof. dr. B. Jacobs

Naam: Vincent Swart

Studentnummer: 401838

E-mail: 401838vs@eur.nl

## Inhoudsopgave

1. Introductie .....	3
2. De bankenunie .....	5
2.1 De bankencrisis .....	5
2.2 Het vormen en completeren van de bankenunie .....	6
2.3 Consensus? .....	8
3. Schuldherstructurering overheden .....	9
3.1 De overheidsschuldencrisis .....	9
3.2 Herstructurering schulden .....	11
3.3 Blokkade .....	13
4. De begrotingsregels .....	14
4.1 De convergentie criteria .....	14
4.2 Bezuinigingen en het Stabiliteits- en Groeipact .....	15
4.3 Uitbreiding Stabiliteits- en Groeipact .....	17
4.4 Versoepeling .....	17
5. Lener-in-laatste-instantie .....	18
5.1 lener-in-laatste-instantie overheden .....	18
5.2 ECB als lener-in-laatste-instantie .....	20
6. De euro als optimaal valutagebied .....	21
6.1 Optimaal valutagebied? .....	21
6.1.1 Mobiliteit .....	21
6.1.2 Diversiteit .....	22
6.1.3 Soevereiniteit .....	22
6.2 Voor- en nadelen euro .....	22
6.3 Niet optimaal .....	24
7. Fiscale Unie .....	25
7.1 Overdracht van soevereiniteit .....	25
7.2 Richting een fiscale unie? .....	26
7.3 Betwistbaar .....	28
8. Conclusie .....	29
9. Literatuurlijst .....	31

## 1. Introductie

De eurozone is –in 1999- opgericht teneinde een beter, eerlijker en welvarender leven te bieden aan de inwoners van de lidstaten (Juncker, Tusk, Dijsselbloem, Draghi, & Schulz, 2015). Of de doelstellingen zijn verwezenlijkt valt te betwijfelen. De eurozone is in haar geheel tussen 2007-2015 met 1,8% gekrompen als er wordt gekeken naar de reële bbp groei per hoofd van de bevolking (Stiglitz, 2016). Dit houdt een verslechtering van de levensstandaard in. Daarnaast lag de gemiddelde werkloosheid binnen de eurozone op bijna 11% van de beroepsbevolking in 2015.

De eurocrisis die eind 2009 binnen de eurozone uitbrak, heeft een grote invloed gehad op verscheidene lidstaten. De directe aanleiding van de crisis zat hem in het feit dat Griekenland in de problemen kwam door haar torenhoge schulden. Verschillende landen zoals Griekenland, Portugal, Ierland, Spanje en Cyprus hadden gedurende deze hevige crisis financiële assistentie nodig. Deze financiële hulp kwam tot stand via de Trojka (bestaande uit de Europese Centrale Bank, de Europese Commissie en het Internationaal Monetair Fonds). De financiële hulp aan deze landen werd alleen aan deze landen verschaft als zij bereid waren om zowel bezuinigingen als hervormingen door te voeren. De landen die deze programma's van de Trojka uitvoerden, kwamen terecht in recessies en zelfs depressies waarbij het herstel op zijn best langzaam te noemen is (Stiglitz, 2016).

De reactie op de eurocrisis bestond voornamelijk uit bezuinigen. Dit kwam voort uit het idee dat de eurocrisis een overheidsschuldencrisis was. Dit was in feite niet correct. De eurocrisis bestond naast een overheidsschuldencrisis uit een bankencrisis en een groeicrisis (Shambaugh, 2012). De werkelijke oorzaken voor het uitbreken van de eurocrisis bevinden zich niet op het terrein van de overheidsschulden. De overheidsschuldencrisis kwam namelijk voort uit een crisis op de betalingsbalansen. De vermoedelijke hoofdoorzaak van de eurocrisis bevindt zich op het terrein van de bankencrisis (Jacobs, 2014).

Naast deze oorzaken zijn er enkele andere zaken geweest waardoor de eurocrisis hevig en langdurig van aard is geweest. Zo was er geen lener-in-laatste-instantie voor overheden waardoor de paniek tijdens de crisis er voor zorgde dat de rentes op staatsobligaties van overheden in nood zoals Griekenland en Portugal omhoog schoten.

De focus op de overheidsschuldencrisis en de daarmee gepaarde bezuinigingsmaatregelen hebben schade berokkend aan de eurozone. Volgens sommigen was het voortbestaan van de monetaire unie in deze periode in het geding. Om toekomstige crises beter het hoofd te kunnen bieden moeten er maatregelen getroffen worden. Voorstellen die hierbij worden gedaan stellen dat de eurozone een onvoltooid project is en dat daarom de eurozone naast een monetaire unie zou moeten bestaan uit een fiscale unie. Hierbij wordt er bijvoorbeeld betoogd dat de eurozone het voorbeeld van de Verenigde Staten zou moeten volgen en zich

richting een federaal Europa zou moeten bewegen. Zo zou de euro gebaat zijn bij de vorming tot een land (De Grauwe, 2013). Echter bestaat er bij sommigen de mening dat het beter zou zijn om de euro in zijn geheel af te schaffen. Zo zijn er meerdere politieke partijen in verschillende landen die uit de eurozone willen stappen.

Het moeizame functioneren van de eurozone tot op heden zorgt ervoor dat het vinden van oplossingen noodzakelijk is. In deze scriptie zal daarom bekeken worden wat er moet gebeuren zodat de eurozone kan voortbestaan. De daartoe gestelde onderzoeksvraag luidt:

**“Aan welke voorwaarden moet de eurozone ten minste voldoen om op de lange termijn te kunnen voortbestaan?”**

In het vervolg van deze scriptie zal de onderzoeksvraag aan de hand van een literatuuroverzicht uitgewerkt worden. Daarbij zal er eerst gekeken worden naar het belang van het herstructureren van de schulden van zowel banken als overheden. Daarnaast worden de begrotingsregels binnen de eurozone onder de loep genomen en wordt het belang van een lener-in-laatste-instantie besproken. Vervolgens wordt onderzocht of de eurozone een optimaal valutagebied is en wat voor consequenties dat met zich mee brengt. Uiteindelijk wordt gezien of de eurozone zich richting een fiscale unie zou moeten bewegen. Tenslotte volgt de conclusie.

## **2. De bankenunie**

De eurocrisis was een crisis op verschillende fronten. In dit hoofdstuk wordt de bankencrisis en het vormen en completeren van een bankenunie besproken. Deze bankenunie is nodig om de 'doom loops' (dodelijke omhelzing) tussen banken en overheden te doorbreken. Deze 'doom loops' hebben er namelijk voor gezorgd dat banken en overheden elkaar almaar verder het slop hebben in getrokken tijdens de eurocrisis.

### **2.1 De bankencrisis**

De bankencrisis is ontstaan door een plotselinge stop van kapitaalstromen binnen de eurozone. Deze plotselinge 'stops' houden een verandering van significante private instroom van kapitaal naar massale uitstroom van kapitaal in (Merler & Pisani-Ferry, 2012). De zuidelijke lidstaten binnen de eurozone waren afhankelijk van deze kapitaalstromen omdat zij te maken hadden met een gezamenlijk tekort van meer dan 1 biljoen euro in 2012 ten opzichte van de noordelijke landen (Merler & Pisani-Ferry, 2012).

In de beginjaren van de eurozone waren de tekorten op de lopende rekeningen van de zuidelijke landen nog geen probleem door de massale kapitaalstromen van de noordelijke naar de zuidelijke landen. Dit veranderde tijdens de eurocrisis waarbij bijvoorbeeld de Grieken in een paar jaar tijd te maken hadden met een daling van de inkomende private kapitaalstromen van maar liefst 70% ten opzichte van het bbp van voor de eurocrisis (Merler & Pisani-Ferry, 2012).

Er zijn drie fasen van een plotselinge stop op kapitaalstromen te onderscheiden. Ten eerste zorgde de kredietcrisis van 2008 voor een stop van kapitaalstromen in Griekenland en Ierland. De tweede stop vond plaats na het eerste steunpakket van de Trojka aan Griekenland in 2010. Hierdoor vreesden financiële markten dat andere landen zoals Portugal net als Griekenland moeite zouden hebben om aan de verplichtingen te voldoen. In deze periode hadden Griekenland, Ierland en Portugal te maken met dit fenomeen. De laatste stop begon eind 2011 en omvatte de landen Spanje, Italië, Portugal en wederom Griekenland (Merler & Pisani-Ferry, 2012).

Tijdens de bankencrisis kregen de banken te maken met kapitaaltekorten en verminderde liquiditeit. De kapitaaltekorten ontstonden door verliezen op de bankbalansen. Dit kwam deels doordat deze banken te maken kregen met consumenten die hun hypotheek niet meer konden betalen. Daarnaast nam de bereidheid tussen de banken om onderling te lenen af. Tot op heden bestaat er onzekerheid op het gebied van toekomstige verliezen. Het bankensysteem binnen de eurozone is groot. De totale bezittingen van de banken bedroegen in 2007 meer dan 300% van het bruto binnenlands product (bbp) van de eurozone in haar geheel, in vergelijking was dit voor de banken van de Verenigde Staten minder dan 100% van het bbp (Shambaugh, 2012). Derhalve zijn de banken in verscheidene lidstaten ook groot ten opzichte van het bbp van het eigen land. Verder bestond er het

probleem dat de banken dun waren gekapitaliseerd (met een relatief groot vreemd vermogen ten opzichte van het eigen vermogen). Toen deze banken in de problemen kwamen moesten ze eigenlijk gered worden door de eigen overheden (Baldwin, et al., 2015).

De bankencrisis vergrootte en verspreidde de eurocrisis via de nauwe banden tussen de banken en de lidstaten. Door deze nauwe banden ontstonden er zogeheten 'doom loops' tussen banken en overheden. Sinds de redding van de Bear Stearns bank in 2008 werd ervan uitgegaan dat overheden de eigen banken in nood altijd zouden redden. Dit zorgde ervoor dat men de overheidsschuld van eurozone lidstaten koppelde aan de bankensector. In het geval van een zwakke bankensector stegen de risicopremies op staatsobligaties (Mody & Sandri, 2012). Via een econometrische regressie analyse laten Mody en Sandri het verband zien tussen de 'spreads' van eurozone overheden en de prestatie van de financiële sector. De relatie tussen deze twee variabelen blijkt invers te zijn. Hieruit blijkt dat wanneer de indruk was dat de financiële sector van een bepaalde overheid minder goed presteerde de risicopremies op staatsobligaties stegen. Andersom was dit ook het geval (Mody & Sandri, 2012).

## **2.2 Het vormen en completeren van de bankenunie**

Het vormen van een bankenunie binnen de eurozone houdt in dat de verantwoordelijkheid voor het beleid op het gebied van banken overgaat van nationaal naar supranationaal niveau. Dit houdt in dat de landen binnen de eurozone gezamenlijk beleid voeren ten opzichte van de banken. Als reactie op de eurocrisis is vanaf 2012 begonnen met het vormen van deze bankenunie. Tot op heden houdt de bankenunie zich bezig met het houden van toezicht en het herstructureren en herkapitaliseren van banken. Sinds 2014 houdt het SSM (Single Supervisory Mechanism) zich via de ECB (Europese Centrale Bank) bezig met het houden van toezicht op de systeembanken (de belangrijke banken binnen de eurozone). Het banktoezicht houdt onder meer in dat de regels door de banken worden nageleefd en verschaft het SSM de mogelijkheid om hogere kapitaalvereisten vast te stellen. Het SRM (Single Resolution Mechanism) houdt zich bezig met het herstructureren van zwakke systeembanken die vallen onder het SSM. Het doel van het SRM is om de kosten van een redding of faillissement van een bank te minimaliseren (European Commission, 2014).

Het houden van toezicht dient binnen de eurozone niet meer op nationaal niveau geregeld worden. Dit moet gebeuren om te voorkomen dat nationale toezichthouders in de greep blijven van banken (Jacobs, 2014). Door de lage obligatierentes in de eurozone namen de banken meer risico omtrent het verstrekken van leningen. Dit effect werd versterkt door de zwakke nationale bankregulering (Jacobs, 2014).

Het herstructureren en herkapitaliseren van banken zal moeten gebeuren om de 'doom loops' tussen banken en overheden te doorbreken. Verliezen in de bankensector kunnen namelijk resulteren in een lager bbp en een hogere schuld van de overheid ten opzichte van

dit bbp. Dit komt omdat een verzwakking van de balansen van banken een daling van het aanbod van krediet tot gevolg hebben wat een lager bbp tot gevolg heeft (Mody & Sandri, 2012). Het herkapitaliseren van banken kan dit probleem tegengaan doordat een injectie van kapitaal bij banken in moeilijkheden ervoor kan zorgen dat de banken weer meer gaan lenen waardoor het bbp minder laag of zelfs hoger uitvalt (Mody & Sandri, 2012).

Het herstructureren van de schulden van banken moet voorkomen dat de belastingbetaler de rekening gepresenteerd krijgt voor het overeind houden van banken zoals gebeurde tijdens de eurocrisis. De herstructurering moet er via bail-ins voor zorgen dat verschaffers van eigen en vreemd vermogen meebetalen aan bankreddingen (Jacobs, 2014). Dit houdt in dat de rekening voor het herstructureren van banken voornamelijk bij obligatiehouders en grote spaarders komt te liggen. Dit zorgt er op zijn beurt voor dat banken die staatsobligaties bezitten op dit gebied minder risico zullen nemen.

Eind 2011 is er door de Europese Bankautoriteit (toezichthoudend agentschap dat verantwoordelijk is voor het voeren van stresstesten op banken) besloten dat banken meer kapitaal moesten bezitten. Het eigen vermogen moest minimaal 9% ten opzichte van het vreemd vermogen bedragen om een betere buffer te hebben in tijden van nood (Shambaugh, 2012). Het nadeel van deze kapitaalvereisten is dat vreemd vermogen hierdoor minder aantrekkelijk is geworden ten opzichte van eigen vermogen waardoor banken minder bereid zijn om te lenen. Banken kunnen namelijk voldoen aan deze kapitaalvereisten door de schulden terug te betalen en de bezittingen te verkopen of door kapitaal aan te trekken. Tijdens de eurocrisis is er bij banken voornamelijk sprake geweest van de eerste situatie waardoor de bereidheid om te lenen afnam. Er is gebleken dat leningen tussen banken binnen de eurozone afnamen in de periode november en december 2011. Dit komt door de verhoging van de kapitaalvereisten en is niet veroorzaakt door slechtere economische omstandigheden (Shambaugh, 2012).

Naast het SSM en het SRM zal er een Europees depositogarantiestelsel moeten komen. De noodzaak van dit depositogarantiestelsel zit hem in het feit dat 'doom loops' tussen banken en overheden doorbroken moeten worden. Dit depositogarantiestelsel zal naast het SSM en het SRM de derde steunpilaar zijn van een volledige bankenunie (Juncker, Tusk, Dijsselbloem, Draghi, & Schulz, 2015). De eurocrisis heeft laten zien dat het ontbreken van een gezamenlijk depositogarantiestelsel het vertrouwen en financiële stabiliteit in gevaar kan brengen.

Dit stelsel zou ervoor kunnen zorgen dat bankrups binnen de eurozone tegengegaan worden. Een bankrun kan plaatsvinden wanneer spaarders massaal hun geld terug willen. Dit fenomeen vindt plaats wanneer spaarders denken dat zij hun geld kwijtraken omdat er de perceptie is dat de bank failliet zal gaan. Dit is een probleem voor banken omdat zij voornamelijk te maken hebben met korte-termijnverplichtingen en lange-termijnbezittingen. In dit geval kunnen ook solvabele banken te maken krijgen met liquiditeitsproblemen omdat zij hun bezittingen niet snel genoeg om kunnen zetten in geld.

Het TARGET2 systeem (een systeem tussen de eurozone landen waarbinnen banken via de ECB transacties kunnen ondergaan) bewijst de noodzaak van het gezamenlijke depositogarantiestelsel. De banken van landen zoals Griekenland en Ierland zijn afhankelijk van het TARGET2 systeem. Zo werden de Griekse en Ierse banken voor 56% en 68% gefinancierd via dit systeem (Merler & Pisani-Ferry, 2012). Het is van belang dat het TARGET2 systeem niet gelimiteerd wordt waardoor er speculatie kan optreden. Hierdoor kunnen banken die zich bevinden in zwakkere landen in de problemen komen. Het TARGET2 systeem heeft in de afgelopen jaren wel te maken gehad met een toenemende onevenwichtigheid. Het is hierom van belang dat er een structurele oplossing komt om financiële fragmentatie tegen te gaan. Deze structurele oplossing bevindt zich op het terrein van het vormen van een bankenunie (Merler & Pisani-Ferry, 2012).

Door het invoeren van een Europees depositogarantiestelsel zullen de spaarders in landen minder snel geneigd zijn om hun geld richting een ander land te dirigeren (Jacobs, 2014). Als het depositogarantiestelsel bijvoorbeeld voor 100.000 euro garant staat zullen spaarders in Griekenland hun tegoeden tot 100.000 euro met een gerust hart op de bank in eigen land laten staan.

Het doorvoeren van dit depositogarantiestelsel is van groot belang. Zonder dit gezamenlijke stelsel zal het geld van de zuidelijke landen verder wegvloeien naar de noordelijke landen waardoor deze landen nog zwakker worden (Stiglitz, 2016). De huidige opzet met nationale garantiestelsels is kwetsbaar in situaties van nationale schokken. Dit is voornamelijk het geval wanneer een van de 19 lidstaten en het nationale bankwezen zich bevinden in een labiele situatie. In tijden van crises zou een gezamenlijk depositogarantiestelsel uitkomst kunnen bieden (Juncker, Tusk, Dijsselbloem, Draghi, & Schulz, 2015).

### **2.3 Consensus?**

Er lijkt de consensus te zijn dat het vormen en completeren van een bankenunie binnen de eurozone noodzakelijk is. Het belangrijkste argument voor de bankenunie is het doorbreken van 'doom loops' tussen banken en overheden. De bankenunie zou meer moeten omvatten dan alleen het houden van toezicht. Er moet een Europees depositogarantiestelsel komen en er moet een oplossing komen voor banken die niet aan hun verplichtingen kunnen voldoen (Stiglitz, 2016). Het belang van een garantiestelsel wordt breed gedragen. Het zou ervoor kunnen zorgen dat banken beter bestand zijn tegen paniek op het gebied van schuldenproblematiek van overheden (Shambaugh, 2012). Naast de voorzitter van de Europese Commissie (Jean-Claude Juncker) zijn onder andere Jacobs, Merler & Pisani-Ferry, Stiglitz en Shambaugh voorstander van een volledige bankenunie.



### **3. Schuldherstructurering overheden**

In dit hoofdstuk komt de overheidsschuldencrisis en het herstructureren van de schulden van insolvable overheden binnen de eurozone aan bod. Het herstructureren van de schulden van insolvable overheden is noodzakelijk om twijfels over het voortbestaan van de monetaire unie (die optraden tijdens de eurocrisis) te voorkomen.

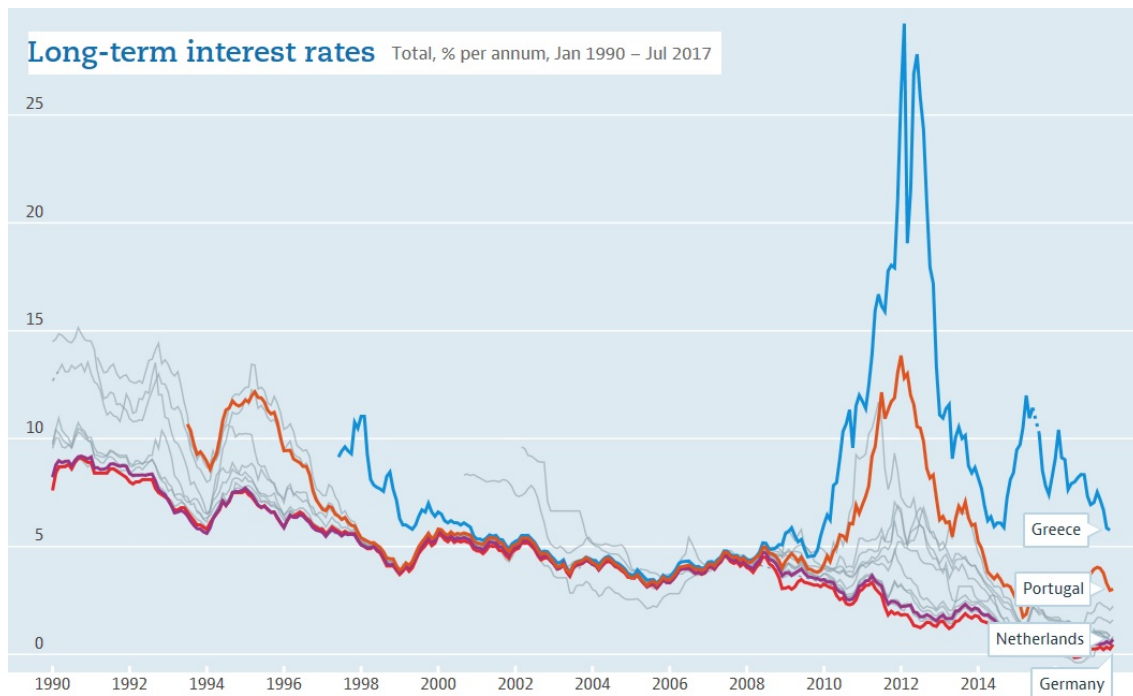
#### **3.1 De overheidsschuldencrisis**

Het is belangrijk om te constateren dat de eurocrisis in haar oorsprong geen overheidsschuldencrisis was. De landen die financiële steun van de Trojka nodig hadden waren behalve Griekenland niet de landen met de hoogste staatsschuld ten opzichte van het bbp. Zo hadden Spanje (34%) en Ierland (24%) in 2007 (voor de eurocrisis) te maken met lage staatsschulden ten opzichte van het bbp (Baldwin, et al., 2015).

Het echte probleem was het abrupte einde van grensoverschrijdend lenen in de eurozone als gevolg van de kredietcrisis in 2008. Investeerders waren minder bereid om te lenen, vooral aan banken en overheden van andere landen. Dit had grote gevolgen voor de landen die te maken hadden met een tekort op de lopende rekeningen. Hierdoor ontstond er namelijk wantrouwen over de levensvatbaarheid van deze banken en overheden. Deze landen kregen via de zwakkere banken (die minder leenden waardoor consumptie en investeringen daalden) en overheden (die moesten bezuinigen) te maken met een lagere groei (Shambaugh, 2012). Deze lagere groei resulteerde in oplopende staatsschulden. Vervolgens moesten verschillende overheden de schuld van haar banken overnemen waardoor de schulden nog verder opliepen. Dit is hoe een crisis op de betalingsbalansen zich ontwikkelde tot een overheidsschuldencrisis (Baldwin, et al., 2015).

De overheidsschuldencrisis, die haar oorsprong dus kent in betalingsbalansproblemen, is in bepaalde fasen heftig geweest. Een van de oorzaken van de eurocrisis bevond zich op het gebied van rente convergentie binnen de eurozone. Deze convergentie vond plaats omdat men zich niet kon voorstellen dat een lidstaat binnen de monetaire unie failliet kon gaan (Krugman, 2011). De no-bailoutclausule van het Verdrag van Maastricht die aangeeft dat het 'illegaal' is om schulden van andere overheden binnen de eurozone over te nemen werd hierbij als irrelevant beschouwd (Jacobs, 2014).

De convergentie zorgde er in feite voor dat de risicopremie op staatsobligaties verdween. Hierdoor gingen landen die voorheen te maken hadden met hogere rentes excessief lenen (Krugman, 2011). Deze landen werden gefinancierd door landen zoals Duitsland en Nederland waardoor de huidige schuldenproblematiek in Griekenland ook een probleem is voor het bankenwezen binnen de eurozone. Het excessieve lenen zorgde er in Griekenland voor dat de staatsschuld opliep. In andere landen zoals Spanje en Ierland werd er voornamelijk geleend door private partijen. Deze landen kregen hierdoor bijvoorbeeld te maken met een huizenbubbel (Krugman, 2011).



Figuur 1 Rentes op staatsobligaties eurozone lidstaten tussen 1990-2017 Bron: OECD 2017

De grafiek in figuur 1 geeft de obligatierentes weer van 16 van de 19 eurozone lidstaten (OECD, 2017). Alleen Cyprus, Estland en Malta ontbreken. Hieruit blijkt dat landen zoals Griekenland en Portugal bij het vooruitzicht van de invoering van de euro te maken hebben gehad met convergentie op de staatsobligaties richting sterke landen zoals Duitsland en Nederland. In 2001 bevond de rente op staatsobligaties in Griekenland en Duitsland zich met 6% op hetzelfde niveau (Baldwin, et al., 2015). De convergentie op staatsobligaties zorgde er voor dat bijvoorbeeld Griekenland, na het toetreden tot de eurozone, eenvoudiger kon lenen door de daling van de rente dan voor de toetreding.

Toen er bekend werd dat Griekenland te maken had met veel hogere tekorten dan voorheen gedacht kwam Griekenland terecht in een vicieuze cirkel waarin zij in de problemen kwam omtrent het kunnen terugbetalen van de schulden. Hierdoor kwam er een einde aan de illusie dat lidstaten binnen de eurozone niet failliet konden gaan. Tijdens de eurocrisis divergeerden de rentes op obligaties tussen de verschillende overheden. De rentes op staatsobligaties van Griekenland en Portugal zijn tijdens de crisis behoorlijk omhoog gegaan. In 2011 bevond de rente op staatsobligaties in Griekenland zich boven de 30% en in Portugal piekte de rente tot bijna 15%. De rust binnen de eurozone keerde weer terug na de beroemde toespraak van ECB voorzitter Mario Draghi op 26 juli 2012. In deze toespraak gaf hij aan dat de ECB alles zou doen wat nodig was om de eurozone in stand te houden. Na deze toespraak waarin de ECB in feite de rol van lener-in-laatste-instantie van overheden op zich nam steeg het vertrouwen waardoor de 'spreads' tussen de staatsobligaties daalden (De Grauwe & Ji, 2014). In hoofdstuk 5 wordt verder ingegaan op het belang van een lener-in-laatste-instantie voor overheden.

Als reactie op de overheidsschuldencrisis hebben er onder andere bailouts plaatsgevonden binnen de eurozone. De eurozone lidstaten die te maken kregen met schulden die niet meer duurzaam waren moesten geholpen worden via deze bailouts. De leiders van de eurozone besloten namelijk dat het ondenkbaar was dat een land haar schulden niet terug zou betalen (Baldwin, et al., 2015). De lidstaten kregen met deze bailouts financiële steun, maar moesten hiervoor in ruil wel bezuinigen en hervormen. De landen die hiermee te maken hebben gekregen zijn Griekenland, Ierland, Portugal, Spanje en Cyprus. De Europese Financiële Stabiliteitsfaciliteit (EFSF) werd opgericht in juni 2010 om zich met deze bailouts bezig te houden. De EFSF was in feite te klein om voldoende impact te hebben en werd in oktober 2012 opgevolgd door het Europese Stabiliteitsmechanisme (ESM).

### **3.2 Herstructurering schulden**

Het argument van herstructurering is net zoals bij banken relevant voor overheden. Mody en Sandri hebben laten zien dat er een invers verband bestaat tussen de 'spreads' van overheden en de prestaties in de financiële sector. Dit houdt in dat de 'doom loops' tussen banken en overheden beide kanten opwerken (Mody & Sandri, 2012). Wanneer het slecht gaat met overheden is het dus mogelijk dat de banken hierin worden mee getrokken. Om dit effect tegen te gaan is een herstructurering van de schulden van insolvable overheden noodzakelijk.

Vervolgens is het van belang om de schulden van insolvable overheden te herstructureren om ervoor te zorgen dat de eurozone niet meer in een existentiële crisis terecht komt (Jacobs, 2014). Dit was namelijk het geval tijdens de eurocrisis waarbij men twijfelde of de monetaire unie wel kon voortbestaan. Deze twijfels traden op nadat er besmetting van land tot land volgde na de eerste bailout van Griekenland in 2010. De markten waren niet overtuigd dat dit steunpakket van de Trojka de Griekse schuld richting duurzaamheid bracht. Hierdoor daalde het vertrouwen in het vermogen van de eurozone leiders om de eurocrisis op te lossen. Dit had stijgende rentes op staatsobligaties voor landen zoals Ierland en Portugal en uiteindelijk zelfs landen zoals Spanje, België en Italië tot gevolg waardoor de angst ontstond dat de eurocrisis uit de hand zou lopen (Baldwin, et al., 2015).

De overheidsschulden van insolvable landen zoals Griekenland zouden dus geherstructureerd moeten worden. Het is onwaarschijnlijk dat Griekenland schuldherstructurering kan voorkomen (Krugman, 2011). Griekenland heeft namelijk te maken met een overheidsschuld die in de afgelopen jaren enorm gestegen is. Eind 2016 had Griekenland te maken met een overheidsschuld van maar liefst 179% ten opzichte van het bbp (Trading Economics, 2016). Om deze niet-duurzame schuld richting duurzaamheid te brengen is het noodzakelijk om deze schuld te herstructureren (De Grauwe & Ji, 2014).

Het herstructureren van de schulden kan mogelijk gemaakt worden door een kortlopende schuld met lagere rente om te zetten in een langlopende schuld met een hogere rente. Daarnaast kan een herstructurering ook bestaan uit een gedeeltelijke kwijtschelding van de

schuld. Het is van belang dat er een herstructurering van de schulden voor de Grieken komt omdat Griekenland niet op andere manieren kan zorgen voor een dalende schuld ten opzichte van het bbp. De ECB moet er namelijk voor zorgen dat de inflatie binnen de eurozone niet boven de 2% uitkomt waardoor de reële waarde van de overheidsschuld van Griekenland niet op die manier kan dalen. Daarnaast kunnen de Grieken door de bezuinigingsprogramma's van de Trojka niet groeien waardoor het bbp geen impuls krijgt (Stiglitz, 2016).

Er bestaat op dit moment in tegenstelling tot bij de banken geen echt herstructureringsmechanisme om overheidsschulden van insolvable overheden te herstructureren. Het uitvoeren van het herstructureren van de schulden van insolvable overheden zou via het ESM geregeld moeten worden. Er zal in het geval van insolvable overheden eerst een bepaalde mate van schuldherstructurering plaats moeten vinden voordat deze overheden beschikking krijgen tot middelen van het ESM (Buiter & Rahbari, 2011).

Tot op heden houdt het ESM als noodfonds zich bezig met het herstructureren van schulden (bijvoorbeeld in Griekenland en Cyprus). Dit wordt gedaan via het verstrekken van leningen tegen een zeer lage rente (ESM, 2017). Het probleem is dat het vooruitzicht van ESM bailouts kan resulteren in moreel gevaar omdat investeerders verwachten volledig te worden terugbetaald (Andritzky, Feld, Schmidt, Schnabel, & Wieland, 2016). Dit komt zelfs voor wanneer deze investeerders lenen aan een overheid die veel risico met zich mee brengt zoals Griekenland. Moreel gevaar houdt namelijk een situatie in waarin partijen meer risico gaan nemen omdat zij verwachten (of zeker weten) niet voor de kosten van risicozoekend gedrag op te hoeven draaien.

Een herstructureringsmechanisme kan ervoor zorgen dat crediteuren meer rekening zullen houden met het risico op het ontstaan van crises, waardoor de juiste risicopremies gevraagd worden op staatsobligaties. Dit kan een disciplinerende werking op overheden tot gevolg hebben (Andritzky, Feld, Schmidt, Schnabel, & Wieland, 2016). Overheden kunnen verder gedisciplineerd worden door de no-bailoutclausule. De bailouts zijn als reactie op de crisis noodzakelijk geweest om landen zoals Griekenland, Ierland en Portugal te redden. Het geloofwaardiger maken van de no-bailoutclausule zou overheden kunnen disciplineren. De overheden die te maken hebben met solvabiliteitsproblemen worden dan gedisciplineerd door de markt. Wanneer de markt ziet dat overheden in de problemen komen zal in het geval van de no-bailoutclausule wel een hogere rente worden gevraagd op staatsobligaties ter compensatie van het hogere risico. (Jacobs, 2014).

Vervolgens kan een dergelijk herstructureringsmechanisme ervoor zorgen dat de last eerlijker verdeeld wordt tussen de crediteuren en de belastingbetalers. Het verlengen van de termijn gecombineerd met een verlaging van de rente zorgt er immers voor dat crediteuren effectief minder terug krijgen. Door de crediteuren niet onmiddellijk terug te betalen kunnen de middelen gealloceerd worden richting aanpassingsprogramma's zodat er

meer ruimte en tijd is voor hervormingen. Hierdoor kunnen de procyclische bezuinigingsmaatregelen verminderd worden (Andritzky, Feld, Schmidt, Schnabel, & Wieland, 2016). En dit is gunstig voor de belastingbetaler.

Het herstructureringsmechanisme zou alleen in werking moeten worden gesteld als onderdeel van een ESM programma. Dit zou moeten gebeuren om overheden aan te moedigen om duurzaam fiscaal beleid te voeren (Andritzky, Feld, Schmidt, Schnabel, & Wieland, 2016). Het herstructureringsmechanisme zou uit twee fasen moeten bestaan. Het komt erop neer dat in de eerste fase de leningstermijn verlengd wordt terwijl er in de tweede fase ook sprake van schuldverlichting kan zijn (Andritzky, Feld, Schmidt, Schnabel, & Wieland, 2016). De tweede fase is alleen van toepassing als er tijdens de eerste fase blijkt dat de overheid insolvent is.

Door dit mechanisme in twee fasen op te delen wordt er voorkomen dat er aan het begin een verkeerde beslissing wordt genomen. Aan het begin van een crisis is het namelijk niet eenvoudig om onderscheid te kunnen maken tussen een liquiditeitsprobleem of een solvabiliteitsprobleem. Het liquiditeitsprobleem wordt door dit mechanisme in de eerste fase aangepakt en wanneer er blij is van solvabiliteitsproblemen wordt dit door middel van schuldverlichting in de tweede fase aangepakt (Andritzky, Feld, Schmidt, Schnabel, & Wieland, 2016).

### **3.3 Blokkade**

Het herstructureren van de schulden van insolvente overheden lijkt noodzakelijk om insolvente overheden weer een frisse start te kunnen geven. Het IMF heeft onder leiding van Christine Lagarde recent aangekondigd dat het noodzakelijk is dat er herstructurering van de Griekse schuld plaatsvindt omdat de Griekse schuld niet meer duurzaam is. Onderdeel van deze schuldherstructurering zou schuldverlichting moeten zijn (Smith-Meyer & Treeck, 2017). Helaas lijkt de bereidheid tot schuldverlichting binnen de eurozone vooralsnog afwezig.

## 4. De begrotingsregels

De begrotingsregels spelen een belangrijke rol binnen de eurozone. De noodzaak tot bezuinigen kwam met name voort uit het willen handhaven van de begrotingsregels. In dit hoofdstuk worden de begrotingsregels, die voortkwamen uit de convergentie criteria en het Stabiliteits- en Groeipact, en de daarmee gepaarde bezuinigingen behandeld.

### 4.1 De convergentie criteria

In het Verdrag van Maastricht in 1992 werd er besloten dat de landen die deel uit wilden maken van de Economische en Monetaire Unie door de euro als gezamenlijke munt te adopteren moesten voldoen aan vijf criteria om toe te kunnen treden. Dit besluit werd genomen om tot prijsstabiliteit binnen de eurozone te komen. Het doel van prijsstabiliteit is om te voorkomen dat er lange periodes van inflatie (stijging van de prijzen) of deflatie (daling van de prijzen) optreden. De convergentiecriteria bestonden uit een overheidstekort dat niet hoger dan 3% van het bbp mocht zijn. Daarnaast moest de staatsschuld lager dan 60% van het bbp zijn. Vervolgens mocht de inflatie niet hoger zijn dan 1,5% boven het gemiddelde van de inflatie in de 3 landen met de laagste inflatie, moest er sprake zijn van wisselkoersstabiliteit (waarbij de landen zich 2 jaar binnen het Europees Wisselkoersmechanisme bevonden) en mocht de rente op de lange termijn niet hoger dan 2% boven het gemiddelde van de laagste 3 landen liggen.

Het idee achter de convergentiecriteria van het Verdrag van Maastricht was om eurozone overheden te disciplineren waardoor fiscale balansen zouden verbeteren en de inflatie zou dalen. Met behulp van een 'difference-in-difference' analyse heeft Baskaran onderzocht of het Verdrag van Maastricht heeft geresulteerd in een verbetering op het gebied van macro-economische variabelen. Dit is gedaan door het verschil in de variabelen (zoals groei, werkloosheid, inflatie, bbp per inwoner) van voor en na het verdrag bij EU en eurozone landen te vergelijken met OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development) landen die als controlegroep dienen. Uit dit onderzoek is naar voren gekomen dat de convergentiecriteria van het Verdrag van Maastricht niet hebben geleid tot een verbetering op het gebied van al deze variabelen (Baskaran, 2009). Het Verdrag van Maastricht was op economisch gebied in feite zelfs nadelig voor de lidstaten. Sinds de invoering van de euro hebben de lidstaten binnen de eurozone namelijk te maken gehad met een significant lagere groei en hogere werkloosheid dan in andere OECD landen (Baskaran, 2009).

De convergentiecriteria werden ingevoerd omdat er bij de creatie van de euro de angst bestond dat er negatieve externaliteiten konden optreden door acties van de lidstaten (Stiglitz, 2016). Negatieve externaliteiten houden een situatie in waarbij de economische actie van de een kosten met zich mee brengt voor de ander. De ontwerpers van de euro waren voornamelijk gericht op het voorkomen van excessief lenen van de lidstaten. Hierdoor zou namelijk inflatie op kunnen treden. Dit was niet de bedoeling volgens Duitsland. De angst van Duitsland voor inflatie is natuurlijk goed te verklaren door de

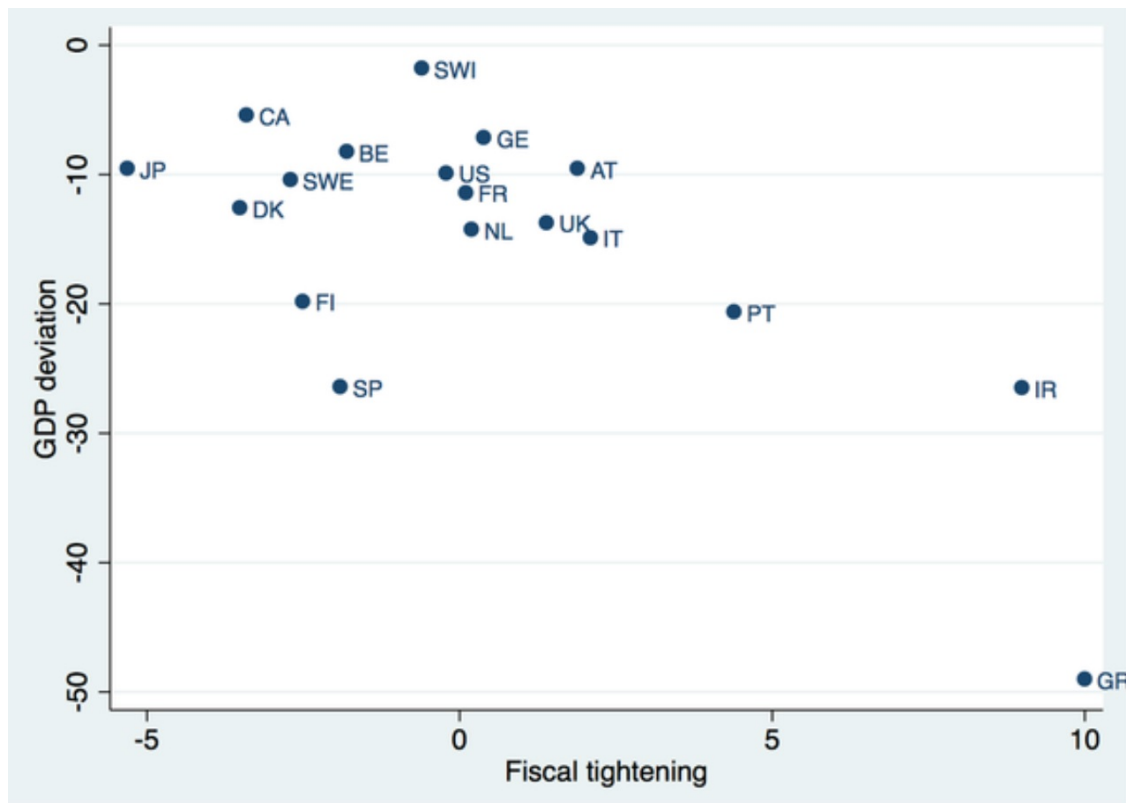
herinnering aan de hyperinflatie van 1922-1923. Duitsland had decennialang geen hoge inflatie onder hun eigen Bundesbank en was bezorgd dat het opgeven van de eigen centrale bank tot problemen zou leiden aangezien de andere landen niet zo gedisciplineerd te werk waren gegaan op het gebied van inflatie. Dit is waarom de lidstaten die de euro wilde hanteren zichzelf moesten verplichten tot een lage staatsschuld en lage overheidstekorten (Stiglitz, 2016).

#### **4.2 Bezuinigingen en het Stabiliteits- en Groeipact**

Gedurende de eurocrisis is er binnen de eurozone procyclisch beleid uitgevoerd. De Trojka heeft landen als Griekenland gedwongen te bezuinigen, waardoor de conjunctuurbeweging in feite versterkt is. Het kwam als een schok dat de Trojka gedurende de verdiepende recessie in Griekenland een procyclisch beleid als noodzaak zag (Wyplosz, 2014). De macro-economische programma's van de Trojka in reactie op de crisis waren voornamelijk gericht op het terugbetalen van de schulden aan de andere lidstaten in plaats van de groei te herstellen (Stiglitz, 2016).

Het is op zijn zachtst merkwaardig te noemen dat bezuinigen het devies is geweest als reactie op de eurocrisis. Het is namelijk zo dat bezuinigen in tijden van crises niet werkt (Stiglitz, 2016). Bezuinigen door middel van het terugdringen van overheidsuitgaven of door het stijgen van de belastingen resulteren namelijk in economische achteruitgang. Dit werd in de laatste jaren bestreden door het zogenaamde 'expansionary austerity' fenomeen. Er werd hierbij aangenomen dat een daling van de overheidsuitgaven zou resulteren in een hogere groei (Krugman, 2015). Dit idee kwam voort uit de gedachte dat een kleine verhoging van de belasting ervoor zou zorgen dat een grotere verstoring in de toekomst niet meer nodig zou zijn. Hierdoor zouden huishoudens en investeerders meer vertrouwen krijgen waardoor zij respectievelijk meer zouden consumeren en investeren (Guajardo, Leigh, & Pescatori, 2014).

Guajardo, Leigh en Pescatori hebben bewezen dat 'expansionary austerity' niet bestaat. Fiscale consolidatie zorgt voor een krimp op het gebied van consumptie, investeringen en het bbp. De gemiddelde multiplier die fiscale consolidatie teweegbrengt ten opzichte van deze variabelen is 0.9 (Guajardo, Leigh, & Pescatori, 2014). Deze factor geeft aan dat een stijging van fiscale consolidatie een daling van de consumptie, investeringen en het bbp tot gevolg heeft. Vervolgens bestaat er op het gebied van bezuinigingen een duidelijk negatief verband (Krugman, 2015). Zo is te zien dat de landen die binnen de eurozone te maken hebben gehad met de meeste fiscale verscherping zoals Griekenland, Ierland en Portugal de grootste daling ten opzichte van het voorspelde bbp van de toekomst ondervinden (zie figuur 2).



Figuur 2. Negatief verband tussen 'Fiscal tightening' en 'GDP deviation' Bron: Krugman 2015

Het idee achter de bezuinigingsprogramma's was, naast de crediteuren die terugbetaald moesten worden, dat de landen die te maken hadden met hevige tekorten deze moesten verminderen. Dit idee komt in feite voort uit het Stabiliteits- en Groeipact van 1997. Hierin werd besloten om de coördinatie van economisch en fiscaal beleid van de landen te verstevigen met de focus op de twee convergentie criteria te weten de limieten op het overheidstekort en de staatsschuld.

Het probleem met het Stabiliteits- en Groeipact is dat dit in feite gefaald heeft. Het falen van dit pact blijkt uit het feit dat het criterium op de overheidstekorten meerdere malen geschonden is. De lidstaten binnen de eurozone hebben de 3% norm gezamenlijk maar liefst 34 keer overschreden. De landen die zich wel aan de afspraken van het Stabiliteits- en Groeipact hielden verging het slecht. Spanje en Ierland hadden tussen 1999 en 2007 hun staatsschuld tot ver onder de 60% gebracht maar werden hard geraakt tijdens de crisis. Duitsland liet haar staatsschuld echter oplopen tot iets boven de 60% en kwam relatief ongedeerd uit de crisis. Er kan dus gesteld worden dat het Stabiliteits- en Groeipact faalde zelfs als het slaagde (Baldwin, et al., 2015).

Vervolgens waren de aannames waarop het Stabiliteits- en Groeipact was gebaseerd onjuist. Er werd gedacht dat oplopende overheidstekorten zouden resulteren in een verdringing van private investeringen (Jacobs, 2014). Daarnaast werd er gevreesd voor stijgende rentes in de



eurozone. Bovendien bestond er de angst dat er in geval van oplopende staatsschulden druk op de ECB zou worden uitgeoefend om de inflatie te verhogen (Jacobs, 2014). Tot op heden blijkt de ECB een conservatieve centrale bank te zijn die stevig aan het inflatie doel van 2% vasthoudt. Daarnaast hebben landen zoals Ierland en Spanje voor de eurocrisis schuld opgebouwd in de private sector. Zo zijn de totale bezittingen van het bankwezen in Ierland tussen 2001 en 2007 bijna verdubbeld ten opzichte van het bbp (Baldwin, et al., 2015). Vervolgens zijn de rentes op staatsobligaties op de lange termijn gedaald en bevinden de rentes op deze obligaties zich op historische dieptepunten (Jacobs, 2014).

#### **4.3 Uitbreiding Stabiliteits- en Groeipact**

Een van de grote gemaakte fouten is dat men binnen de eurozone als reactie op de eurocrisis door is gegaan op de weg van het Stabiliteits- en Groeipact. Deze is in feite zelfs uitgebreid met de invoering van de 'Sixpack' en 'Twopack' (Baldwin & Giavazzi, 2015). Met deze aanvullende maatregelen zijn de begrotingsregels nog verder verscherpt. Zo is in de 'Sixpack' bepaald dat lidstaten met een schuld van boven de 60% van het bbp worden verplicht de schulden te verminderen zelfs als het jaarlijkse overheidstekort zich onder de 3% norm bevindt. Daarnaast is bepaald dat lidstaten die zich niet aan de begrotingsregels houden te maken krijgen met automatische sancties. Vervolgens zorgt de 'Twopack' voor een versterking van het toezicht op de begrotingen van de eurozone lidstaten door de Europese Commissie.

Het lijkt niet meer dan logisch om af te stappen van de strenge en rigide begrotingsregels. Het afschaffen van het 'Fiscale Compact' bestaande uit de 'Six'- en 'Twopack' zou een stap in de goede richting zijn. Helaas zijn de huidige leiders van de eurozone nog steeds overtuigd dat strenge begrotingsregels vereist zijn. De nadruk wordt nog steeds gelegd op het gevaar van 'niet duurzaam' fiscaal beleid voor de lidstaten (Juncker, Tusk, Dijsselbloem, Draghi, & Schulz, 2015).

#### **4.4 Versoepeling**

Het is duidelijk dat de bezuinigingen die volgen uit de strenge begrotingsregels binnen de eurozone geresulteerd hebben in economische achteruitgang. In tijden van crises moet er anticyclisch te werk gegaan worden om de conjunctuurbeweging te dempen. Het lijkt hierom noodzakelijk dat de begrotingsregels minimaal versoepeld worden. Dit zou kunnen gebeuren door minder streng toe te zien op de 3% norm in tijden van crises waardoor lidstaten de ruimte krijgen om expansionair (stimulerend) beleid te voeren.

## 5. Lener-in-laatste-instantie

In dit hoofdstuk wordt het belang van een lener-in-laatste-instantie binnen de eurozone bekeken. De ECB heeft als centrale bank altijd al de rol van lener-in-laatste-instantie voor banken op zich genomen, maar heeft deze rol niet direct vervuld voor overheden. Het ontbreken van een lener-in-laatste-instantie voor overheden zorgde er tijdens de crisis voor dat de obligatierentes van landen zoals Griekenland en Portugal enorm stegen. Deze overheden kwamen mede door het ontbreken van een lener-in-laatste-instantie in grote problemen.

### 5.1 lener-in-laatste-instantie overheden

Een van de problemen bij de opzet van de eurozone was dus dat een lener-in-laatste-instantie voor overheden ontbrak. Voor de invoering van de euro beschikten de toekomstige lidstaten over een nationale centrale bank die de rol van lener-in-laatste-instantie vervulde. Het verschaffen van liquiditeit is namelijk van nature een taak voor de centrale bank omdat alleen de centrale bank genoeg liquiditeit kan creëren (Shambaugh, 2012).

Overheden hebben baat bij een lener-in-laatste-instantie omdat zij, net als banken, te maken hebben met korte-termijnverplichtingen en lange-termijnbezittingen. Er kan dus ook net als bij banken een 'run' plaatsvinden bij overheden. Dit komt voor wanneer obligatiehouders ervan overtuigd zijn dat de overheid niet meer aan haar verplichtingen kan voldoen. In dit geval verkopen zij hun obligaties waardoor de rente op staatsobligaties stijgt. De stijging van de rente heeft tot gevolg dat overheden hun schulden minder eenvoudig kunnen aflossen (Jacobs, 2014).

De overheidsschuld ten opzichte van het bbp is immers niet alleen afhankelijk van het overheidstekort (of overschot). De overheidsschuld wordt daarnaast beïnvloed door de nominale rente en de nominale groei. Als de rente op uitstaande schuld hoger is dan de groei binnen de economie van een overheid zal de schuld ten opzichte van het bbp toenemen (behalve als er sprake is van een overheidsoverschot) (Shambaugh, 2012).

Wanneer overheden hun schulden minder eenvoudig kunnen aflossen door stijgende obligatierentes kan er een self-fulfilling prophecy ontstaan. Deze situatie ontstaat doordat de obligatiehouders bevestiging zien op het gebied van hun verwachtingen ten opzichte van het (on)vermogen van overheden om aan hun verplichtingen te voldoen. Hierdoor kunnen solvabele overheden die te maken hebben met liquiditeitsproblemen insolvent worden (Jacobs, 2014). Dit terwijl zij in feite gewoon gezond zijn. Om dergelijke 'runs' te voorkomen is het dus van belang dat overheden net als banken kunnen rekenen op een lener-in-laatste-instantie (Buiters & Rahbari, 2011). Hiermee wordt er daarnaast voorkomen dat 'doom loops' tussen banken en overheden optreden omdat de banken die de staatsobligaties van overheden bezitten dan minder snel in de problemen komen (De Grauwe, 2013).

De ECB is in feite het enige instituut dat een dergelijke paniek op de obligatiemarkten kan tegengaan (De Grauwe, 2013). Dit komt omdat zij als centrale bank de mogelijkheid heeft om oneindig staatsobligaties op te kopen. Een instituut als het ESM met haar gelimiteerde capaciteit kan dit niet en kan er daardoor niet voor zorgen dat rentes op staatsobligaties stabiliseren (De Grauwe, 2013). Om paniek op de markten te voorkomen is het dus van belang dat de ECB garant staat voor overheden om liquiditeit te verschaffen zodat overheden die te maken hebben met liquiditeitsproblemen niet te maken krijgen met solvabiliteitsproblemen.

Na de toespraak van Draghi op 26 juli 2012 waarbij de ECB de rol van lener-in-laatste instantie voor overheden op zich nam, kondigde de ECB op 6 september 2012 het Outright Money Transactions (OMT) programma aan. Hierin gaf de ECB aan ongelimiteerd staatsobligaties op te kopen in tijden van crises (De Grauwe & Ji, 2014). De verantwoording voor dit programma kwam van de ECB voorzitter Mario Draghi die aangaf dat grote delen binnen de eurozone zich in een benarde situatie bevonden. Daardoor zou er een self-fulfilling prophecy kunnen optreden door de negatieve verwachtingen. Daarom moest er geïntervenieerd worden om deze verwachtingen tegen te gaan in het belang van de gehele eurozone.

Er zijn aan de andere kant ook tegenargumenten te vinden tegen de rol van de ECB als lener-in-laatste instantie voor overheden. Ten eerste bestaat er het argument van moreel gevaar. Het garant staan van de ECB als lener-in-laatste instantie zou er voor kunnen zorgen dat overheden meer risico gaan nemen wat kan resulteren in stijgende overheidstekorten en overheidsschulden (De Grauwe & Ji, 2014). Deze problemen zouden verholpen kunnen worden door te controleren op de staatsschulden en overheidstekorten. Het Fiscale Compact en de automatische sancties zullen hiervoor zorgen (De Grauwe & Ji, 2014). Het willen controleren van moreel gevaar via deze al uitgevoerde verscherping van de begrotingsregels is geen goed idee omdat deze begrotingsregels via bezuinigingsmaatregelen schade berokkend hebben aan de eurozone. Vervolgens is het zo dat de overheidstekorten binnen de eurozone in de meeste landen in de afgelopen jaren juist zijn teruggedrongen. De eurozone had in haar geheel te maken met een tekort van bijna 4% in 2012, terwijl dit tekort nu minder dan 2% bedraagt (Trading Economics, 2016).

Ten tweede bestaat er het argument gegeven door Duitsland dat de ECB door op te treden als lener-in-laatste instantie de 'spreads' tussen de verschillende staatsobligaties binnen de eurozone beïnvloedt (De Grauwe & Ji, 2014). De 'spreads' tussen de verschillende obligaties zouden volgens Duitsland de economische fundamenteen weergeven. Zo zouden pogingen van de ECB om de 'spreads' te verkleinen pogingen zijn om tegen de verwachtingen van de markt in te gaan (De Grauwe & Ji, 2014). Dit argument is gebaseerd op de aanname dat markten efficiënt opereren. Dit is niet altijd correct, denk bijvoorbeeld aan onvolledige informatie of onvolkomen concurrentie (Stiglitz, 2016). In het geval van staatsobligaties kan er, net zoals bij aandelenkoersen en bankruns, zich een situatie voordoen waar angst en

paniek heerst wat tot gevolg heeft dat deze obligaties op dat moment niet juist gewaardeerd zijn.

Deze paniek ontstond tijdens de eurocrisis en het is dus in dergelijke gevallen van belang dat de ECB haar rol als lener-in-laatste-instantie vervult. De Grauwe en Ji hebben met behulp van een econometrisch model onderzocht in welke mate de daling van de 'spreads' tussen staatsobligaties binnen de eurozone sinds het derde kwartaal van 2012 te verklaren vallen via de aankondiging van het OMT programma. De resultaten tonen aan dat de daling significant was vanaf het derde kwartaal van 2012 en dat dit dus niet geassocieerd kan worden met een verbetering van fundamentele variabelen zoals economische groei, de reële effectieve wisselkoers, de geaccumuleerde positie op de lopende rekeningen en de overheidsschuld ten opzichte van het bbp (De Grauwe & Ji, 2014).

## **5.2 ECB als lener-in-laatste-instantie**

Het is om bovengenoemde redenen van belang dat de ECB de rol van lener-in-laatste-instantie voor overheden binnen de eurozone blijft vervullen. Dit is van belang om ervoor te zorgen dat solvabele overheden met liquiditeitsproblemen niet de kant van insolventie opgaan.

## **6. De euro als optimaal valutagebied**

In dit hoofdstuk wordt de euro als valutagebied besproken. Hierin wordt gezien of er kan worden gesproken over de eurozone als optimaal valutagebied en wat de gevolgen zijn van het hebben van de euro. Als er daadwerkelijk sprake is van een optimaal valutagebied kan er worden gesteld dat de eurozone baat had bij de vorming tot een monetaire unie.

### **6.1 Optimaal valutagebied?**

Een optimaal valutagebied bestaat uit een regio waarin de economische efficiëntie gemaximaliseerd kan worden met de invoering van een gemeenschappelijke munt binnen deze regio (Mundell, 1961). Er is sprake van een optimaal valutagebied als er binnen het wisselkoersstelsel (vast of flexibel) balans bestaat tussen exporten en importen. Dit moet gebeuren zonder tot gevolg te hebben dat werkloosheid of inflatie optreedt.

Twee grote problemen waar de eurozone mee kampt, zijn de hoge werkloosheid en de lage groei. De gemiddelde groei binnen de eurozone komt de laatste jaren zelden boven de 2% uit (Eurostat, 2017). De gemiddelde werkloosheid was bijna 11% van de beroepsbevolking in 2015. De hoogste werkloosheid in de eurozone werd gemeten in 2013 in Griekenland waar 27,8% van de beroepsbevolking zonder werk zat (Stiglitz, 2016).

#### **6.1.1 Mobiliteit**

In een optimaal valutagebied is het van belang dat er sprake is van een hoge interne mobiliteit op het gebied van arbeid en kapitaal. Dit kan namelijk de afwezigheid van de mogelijkheid tot devalueren in een dergelijk gebied opvangen (Kenen, 1969). De hoge mobiliteit zorgt er namelijk voor dat schokken (op het gebied van vraag) kunnen worden opgevangen. In het geval van een verschuiving van de vraag van de ene sector naar de andere zullen arbeiders in het geval van hoge interne mobiliteit migreren waardoor het evenwicht weer hersteld wordt. Er kan alleen sprake zijn van een hoge interne mobiliteit wanneer arbeid homogeen is waarbij dezelfde vaardigheidsvereisten worden gevraagd. Als er hier sprake van is zouden optimale valutagebieden dus klein moeten zijn (Kenen, 1969).

Een optimaal valutagebied zou moeten bestaan uit een gemeenschappelijke munt op regionale basis. Deze regionale basis bestaat uit een hoge interne mobiliteit en een lage externe mobiliteit (Mundell, 1961). Voor de creatie van de euro bestonden er twijfels of er wel genoeg interne mobiliteit op het gebied van arbeid aanwezig was. De hoop bestond dat dit in de loop der jaren zou verbeteren. Het is tot op heden algemeen aanvaard dat de arbeidsmobiliteit binnen de eurozone achterblijft ten opzichte van de Verenigde Staten (Shambaugh, 2012).

Dit valt te verklaren aan de hand van verscheidene factoren. Ten eerste is het in de VS gemakkelijk om te verhuizen naar een andere staat in het geval van negatieve omstandigheden in de eigen staat. In de eurozone is er in principe ook vrij verkeer van

personen, maar zijn er grote culturele- en taalbarrières. Amerikanen zijn gewend om te verhuizen van de ene naar de andere staat, binnen de eurozone is men dat niet. Vervolgens wordt het in de VS niet als een groot probleem gezien als staten ontvolken. In de eurozone is het een ramp als bijvoorbeeld jonge talentvolle Grieken naar het buitenland verhuizen. Hiermee gaat de cultuur en identiteit van het land verloren (Stiglitz, 2016).

### **6.1.2 Diversiteit**

Naast interne mobiliteit is diversiteit een belangrijk criterium waaraan een optimaal valutagebied zou moeten voldoen. Wanneer een land te maken heeft met een hoge diversiteit op het gebied van haar producten (op het terrein van de export), is zij minder vatbaar voor schokken (Kenen, 1969). De negatieve schokken in sommige sectoren worden in dit geval tegengegaan door positieve schokken in andere sectoren. Dit voorkomt de noodzaak om de wisselkoers voortdurend aan te passen (Kenen, 1969).

### **6.1.3 Soevereiniteit**

Tot slot heeft men in de eurozone te kampen met problemen op het gebied van soevereiniteit. Een munt is in haar oorsprong voornamelijk een uiting van nationale soevereiniteit. Het opgaan in regio's is daarom alleen uitvoerbaar als deze worden gevolgd door politieke veranderingen (Mundell, 1961). Fiscaal en monetair beleid zouden hand in hand moeten gaan om volledige werkgelegenheid te realiseren. Er kan alleen sprake zijn van een optimaal valutagebied als dit het geval is (Kenen, 1969).

Een belangrijk verschil tussen de Verenigde Staten en de eurozone is het gevoel van identiteit en soevereiniteit. De burgers uit staten zoals zeg Californië of Texas voelen zich bovenal Amerikaans (Stiglitz, 2016). De burgers in Nederland, Frankrijk en Griekenland hebben niet dat gevoel van een gezamenlijke identiteit. Daarnaast is het zo dat men in de VS een systeem heeft waarbij staten in nood financiële hulp krijgen. Een dergelijk systeem is in de eurozone moeilijk van de grond te krijgen omdat men zich dan aangetast voelt in haar soevereiniteit.

## **6.2 Voor- en nadelen euro**

Het hebben van een gezamenlijke munt heeft zo zijn voor- en nadelen. Een positief punt van het hebben van een gezamenlijke munt is dat het risico op schommelende wisselkoersen vervalt. Het kan een groot probleem zijn voor handelaren als de wisselkoers voortdurend schommelt. Door de gezamenlijke munt verdwijnt de onzekerheid voor importeurs over hoeveel een afgesproken contract daadwerkelijk zou kosten. Exporteurs weten in dit geval met zekerheid dat zij het afgesproken bedrag ook daadwerkelijk ontvangen en dat zij niet minder terug zullen krijgen door een verandering van de wisselkoers (Krugman, 2011).

Vervolgens is er het voordeel dat men niet langer geld hoeft om te wisselen zodra men in een ander land arriveert. Met de invoering van de euro zou de handel daarom

vergemakkelijkt worden. Het positieve effect hiervan valt enigszins tegen. De euro heeft ervoor gezorgd dat de handel tussen de eurozone landen met 10 tot 15 procent is toegenomen (Krugman, 2011).

Het nadeel van het hebben van een gezamenlijke munt als de euro is dat de afzonderlijke lidstaten geen monetair beleid meer kunnen uitoefenen. De mogelijkheid tot devalueren vervalt hierdoor. Het devalueren van de eigen munt houdt in dat de overheid besluit om de munt minder waard te maken ten opzichte van andere munten (Siegel, 2016). Dit wordt gedaan door het kopen van andere munten met de eigen munt. Door het toenemende aanbod van de eigen munt daalt daarmee de waarde van de munt.

De lagere waarde van de eigen munt heeft tot gevolg dat het importeren van goederen duurder wordt. Daarnaast is het voor andere landen aantrekkelijk om meer producten in het devaluerende land aan te schaffen, waardoor de export stijgt. Binnen de eurozone is er met de invoering van de euro geen mogelijkheid meer om tussen de onderlinge lidstaten te devalueren. De enige vorm van devaluatie die mogelijk is, is het devalueren van de euro ten opzichte van andere munten in de wereld zoals de dollar (Stiglitz, 2016).

Omdat de mogelijkheid tot devalueren vervallen is in de eurozone kunnen de lonen en prijzen minder eenvoudig aangepast worden. Dit is voornamelijk het geval wanneer de lonen en prijzen naar beneden gecorrigeerd moeten worden omdat werknemers niet gekort willen worden op het loon zonder de garantie dat prijzen dalen (Krugman, 2011).

Het probleem van het niet meer kunnen devalueren van de munt zou volgens voorstanders van de euro opgelost kunnen worden door het toepassen van een interne devaluatie. Interne devaluatie houdt een situatie in waar de prijzen van een land dalen ten opzichte van andere landen, waardoor de reële wisselkoers verandert (Stiglitz, 2016). Het probleem is dat deze interne devaluatie binnen de eurozone niet heeft gewerkt doordat lonen rigide zijn en een daling van de lonen niet altijd resulteert in een daling van de prijzen. In sommige landen zoals Finland heeft lage inflatie er namelijk niet voor kunnen zorgen dat de export tot het niveau van voor de eurocrisis terugkeerde (Stiglitz, 2016).

Vervolgens is het zo dat het doorvoeren van een interne devaluatie gemakkelijker is als de inflatie in andere landen hoger ligt. Wanneer de inflatie over de wereld bijvoorbeeld 10% per jaar is kan men nog steeds te maken hebben met een substantiële reële depreciatie als de inflatie zich binnen dat land op 3% bevindt (Shambaugh, 2012). In dit geval hoeven lonen en prijzen niet te dalen om toch een betere concurrentie positie te creëren. De bovengrens van 2% inflatie binnen de eurozone maakt het doorvoeren van een interne devaluatie er dus niet gemakkelijker op.

Voorstanders van een flexibele wisselkoers zijn vanwege het niet meer kunnen toepassen van een devaluatie sceptisch over de eurozone als monetaire unie. Hun beweegreden is om in tijden van recessies zelf de beschikking te hebben tot een monetaire expansie. Een

dergelijke expansie kan gedaan worden door een daling van de rente of door de geldhoeveelheid te vergroten (Krugman, 2011). Aan de andere kant zijn er ook genoeg mensen die voorstander zijn van een vaste wisselkoers. Anders was de euro er immers niet geweest. Zo zijn Buitier en Rahbari de mening toegedaan dat het verlies van nationale monetaire autonomie in het ergste geval geringe kosten met zich meebrengen onder normale omstandigheden. Zij zijn niet de mening toegedaan dat de lange-termijn competitiviteit van een land direct te maken heeft met de wisselkoers. De structurele economie heeft weinig te maken met het voeren van monetair beleid op nationaal of supranationaal niveau (Buitier & Rahbari, 2011).

Daarnaast stellen Buitier en Rahbari dat monetaire autonomie in een wereld van flexibele wisselkoersen kunnen zorgen voor het vergroten van cyclische bewegingen. Zolang er sprake is van voldoende fiscale onafhankelijkheid op nationaal niveau is onafhankelijk monetair beleid voor de lidstaten niet noodzakelijk. De Grauwe is het hier niet mee eens. Zo zou een monetaire unie er juist wel voor kunnen zorgen dat cyclische bewegingen verergeren. Dit komt in het geval van de eurozone doordat de rente die de ECB oplegt te laag is voor de groeiende landen en te hoog voor de landen die kampen met een recessie (De Grauwe, 2013). In een dergelijk geval kan de ECB het dus eigenlijk niet goed doen (Stiglitz, 2016). Het gegeven dat er dus één rente is voor de eurozone verergert deze verschillen. De landen die te maken hebben met groei zullen hierdoor meer groeien en de landen die kampen met een recessie zullen hierdoor terecht komen in een zwaardere recessie. Dit fenomeen treedt niet op als er geen sprake is van een monetaire unie (De Grauwe, 2013).

### **6.3 Niet optimaal**

De eurozone is in haar huidige vorm geen optimaal valutagebied. De lage groei en hoge werkloosheid laten zien dat de euro tot op heden niet tot goede resultaten geleid heeft. Daarnaast is er binnen de eurozone sprake van een te lage arbeidsmobiliteit en zijn er problemen betreffen de bereidheid op het overdragen van soevereiniteit. Hier zal in het volgende hoofdstuk dieper op in worden gegaan. Het grootste nadeel van het hebben van de euro is dat de afzonderlijke lidstaten niet meer ten opzichte van elkaar kunnen devalueren. Vervolgens is het zo dat een monetaire unie de conjunctuurbeweging kan versterken. Hiermee wordt niet beweerd dat er nooit een monetaire unie gevormd zou moeten worden. Zo zou de conjunctuurbeweging getemperd kunnen worden op eurozone-niveau als de monetaire unie omgeven wordt door een fiscale unie (De Grauwe, 2013).



## **7. Fiscale Unie**

In dit hoofdstuk wordt er beschouwd of de eurozone naast een monetaire unie ook een fiscale unie zou moeten omvatten. Daarbij worden eerst de verschillende vormen die een fiscale unie kan aannemen onderzocht. Vervolgens wordt er gekeken of men het er over eens is in welke richting de eurozone zich op dit terrein zou moeten bewegen.

### **7.1 Overdracht van soevereiniteit**

De eurozone is uniek omdat zij de eerste monetaire unie is waar monetair beleid op centraal niveau uitgevoerd wordt, terwijl fiscaal beleid nationaal geregeld wordt (Bordo, Jonung, & Markiewicz, 2013). Een fiscale unie kan zoals bekend verschillende gradaties aannemen, maar bestaat over het algemeen uit een bepaalde mate van overdracht van soevereiniteit van de lidstaten. De meest verre gaande vorm van een fiscale unie is te vinden in het creëren van een federale eurozone (Buiter & Rahbari, 2011). In dit geval raken de lidstaten binnen de eurozone deels of volledig soevereiniteit kwijt op het gebied van het heffen van belastingen en het doen van uitgaven.

Fiscaal federalisme wordt gezien als een duurzamere en beter begrijpbare overeenkomst ten opzichte van hoe de eurozone op dit moment in elkaar steekt (Buiter & Rahbari, 2011). Dit komt omdat in een dergelijk scenario de schulden binnen de eurozone onder één beheer worden gebracht. Hierdoor daalt het risico op het in gebreke blijven op het gebied van de overheidsschulden. Dit komt omdat de schulden van de afzonderlijke lidstaten veel sneller in een niet duurzame situatie terecht kunnen komen (zoals in het geval van Griekenland). De schuld in de eurozone als geheel is namelijk wel duurzaam (Buiter & Rahbari, 2011). Het dalende risico op de overheidsschuld heeft vervolgens weer het positieve effect van een daling van de rente op deze overheidsschuld.

Een minder vergaande vorm is het tot stand brengen van een transfer unie. Deze transfer unie bestaat uit overdrachten tussen de lidstaten. De sterke landen binnen de eurozone dragen in dit systeem middelen over naar de landen die dat nodig hebben. De landen die gebruik maken van deze overdrachten verliezen hiermee wel hun fiscale soevereiniteit (Buiter & Rahbari, 2011).

Dit systeem van een transfer unie is daarom zeer onwaarschijnlijk. Griekenland heeft op dit moment bijvoorbeeld te maken met behoorlijke verliezen op het gebied van fiscale soevereiniteit. Door de programma's van de Trojka is Griekenland gedwongen om te bezuinigen. Daarnaast heeft Griekenland zelfs staatseigendommen moeten privatiseren zoals haar havens. Dit leidt tot grote weerstand onder de Griekse bevolking. Het lijkt er daarom op dat het vrijwillig en volledig opgeven van fiscale soevereiniteit aan andere lidstaten een utopie is. Vervolgens is het ook zo dat de leningen die verstrekt zijn aan vooral Griekenland op een grote weerstand van de bevolking van landen zoals Nederland heeft

geleid. Het is daarom ook onwaarschijnlijk dat dergelijke landen in de toekomst vrijwillig aan een systeem van overdrachten zullen participeren.

Daar een transfer unie onwaarschijnlijk is door het ontbreken van de bereidheid om fiscale soevereiniteit op te geven, is het ontstaan van een federale overheid binnen de eurozone dat in feite ook. Er is een alternatieve oplossing waarbij het opgeven van fiscale soevereiniteit niet nodig is. Dit is het geval bij het uitgeven van zogenaamde eurobonds. Dit zijn obligaties die door de gezamenlijke 19 eurolanden zouden worden uitgegeven. Hierdoor worden de schulden in feite onder één beheer gebracht zonder dat de fiscale soevereiniteit wordt opgegeven (Buiten & Rahbari, 2011).

Het voordeel van eurobonds bevindt zich net als het fiscaal federalisme op het gebied van overheidsschulden. Het zou bevorderlijk zijn om eurobonds uit te brengen om banken binnen de eurozone te ontzien ten opzichte van de eigen overheidsschuld (Baldwin & Giavazzi, 2015). Door de gezamenlijke uitgifte van deze obligaties ontstaat een grote liquide obligatiemarkt waarbij men zich richt op de gemiddelde schuld binnen de eurozone (Buiten & Rahbari, 2011). Dit heeft zoals bekend een daling van de rente op de schulden tot gevolg.

Het nadeel van eurobonds bevindt zich op het terrein van moreel gevaar. In feite wordt hier dezelfde situatie gecreëerd als een van de oorzaken van de eurocrisis. Dit was namelijk een situatie van rente convergentie op obligaties. Uit deze convergentie bleek dat de markten dachten dat eurobonds eigenlijk al bestonden (Jacobs, 2014). Men ging er van uit dat de overheidsschulden van de eurozone landen al onder één beheer waren gebracht. Toen bleek dat deze convergentie eigenlijk op niets gebaseerd was divergeerden de rentes tussen de afzonderlijke lidstaten in rap tempo.

Mocht er zich een situatie voordoen waar lidstaten willen afstappen van het gebruik van eurobonds dan zou een zelfde situatie zich voor kunnen doen. Dit zou kunnen gebeuren wanneer lidstaten minder hun best zouden doen om verantwoord overheidsbeleid te voeren omdat men profiteert van de lage rentes op de obligaties (Buiten & Rahbari, 2011). Andere lidstaten zouden dan kunnen volgen waardoor de rente op deze obligaties weer stijgt. Hierdoor zou het behouden van deze eurobonds op de lange-termijn onaantrekkelijk kunnen worden.

## **7.2 Richting een fiscale unie?**

Er heersen omtrent het al dan niet vormen van een fiscale unie in de eurozone verschillende percepties. Zo is De Grauwe een fervent voorstander van een federale eurozone. De euro is een munteenheid zonder land. Zo zou de euro gebaat zijn bij de vorming tot een land (De Grauwe, 2013). In dit geval zou dit land de mogelijkheid hebben tot het doen van uitgaven en belastingen kunnen heffen. Het voorbeeld van de VS laat zien waarom de muntunie daar wel werkt. Dit is het geval omdat de muntunie samenvalt met een land met een grote centrale overheid en een gezamenlijke taal en cultuur (Krugman, 2011).

De Grauwe erkent echter dat een dergelijke vorm van een fiscale unie niet in de lijn der verwachting is en dat men daarom moet komen tot een minder ambitieus project. Het is voor het functioneren van de eurozone namelijk niet nodig om stappen te zetten richting een federatie (Jacobs, 2014). Om te komen tot een duurzame eurozone lijkt een bepaalde vorm van het collectiviseren van overheidsschulden noodzakelijk (De Grauwe, 2013). Dit om de zwakkere lidstaten binnen de eurozone te beschermen tegen paniek op de financiële markten (wat overigens ieder land kan overkomen). Stiglitz is dezelfde mening toegedaan dat er een bepaalde vorm van het gemeenschappelijk maken van overheidsschulden noodzakelijk is. Dit zou moeten gebeuren om divergerende bewegingen in arbeid tegen te gaan. De burgers die zich bevinden in een land met hoge schulden kunnen hier vrij simpel van weglopen. Dit heeft een destabiliserend effect tot gevolg (Stiglitz, 2016). Bij deze uitspraak moet wel een kanttekening geplaatst worden omdat dit in het geval van de VS (notabene het gehele ontvolken van staten) niet als probleem wordt gezien door Stiglitz. Dit zou betekenen dat in dit opzicht de vergelijking tussen de VS en de eurozone mank gaat.

Het probleem met het collectiviseren van overheidsschulden is dat niet iedere vorm hiervan acceptabel is. Zoals besproken kan er hierbij moreel gevaar optreden op het terrein van het disciplineren van overheden. Vervolgens is het zo dat de sterkere landen hierdoor een hogere rente ten opzichte van de huidige situatie op de staatsschulden zullen moeten betalen (De Grauwe, 2013).

Om het collectiviseren van overheidsschulden mogelijk te maken zullen de overheden voor een significant gedeelte van de eigen overheidsschuld verantwoordelijk moeten blijven. Daarnaast moet er een mechanisme in gang gezet worden waarbij de minder kredietwaardige lidstaten de sterkere lidstaten gedeeltelijk compenseren. Dit omdat het door de hogere rente voor de sterkere landen in feite nadelig is. Tot slot moet er een controlerend mechanisme zijn wat zich richt op het duurzaam maken van de overheidsschulden (De Grauwe, 2013). Met dit laatste punt moet er zorgvuldig om gegaan worden om niet de fouten van het verleden te herhalen en weer een te sterke nadruk op strenge begrotingsregels te leggen. Zo wordt er door de leiders binnen eurozone gesproken over een fiscale unie die zorgt voor fiscale stabilisatie en duurzaamheid (Juncker, Tusk, Dijsselbloem, Draghi, & Schulz, 2015).

Het collectiviseren van overheidsschulden zou via eurobonds uitgevoerd kunnen worden (Stiglitz, 2016). Het collectiviseren van overheidsschulden is noodzakelijk omdat iedere vorm van succesvolle economische integratie een bepaalde mate van solidariteit met zich meedraagt waarbij de sterke landen de zwakkere landen steunen (Stiglitz, 2016).

Er zijn meerdere voorstanders te vinden op het gebied van een transferunie die gebaseerd is op overdrachten tussen de lidstaten. Zo zou een fiscale unie alleen werken als er in tijden van crises een goed georganiseerd transfer mechanisme tussen de lidstaten bestaat (Bordo, Jonung, & Markiewicz, 2013). In de VS zorgt de transferunie ervoor dat de staten onderlinge steun aan elkaar verlenen. Het is moeilijk om te zien hoe de euro zou kunnen functioneren

als zij niet een soortgelijk systeem zou gaan hanteren (Krugman, 2011). Aan de andere kant is het bekend dat Duitsland al jarenlang geen voorstander is van een transferunie waarbij de sterkere overheden hulp bieden aan de zwakkere overheden. Dit is natuurlijk enigszins begrijpelijk in het geval van Duitsland omdat zij immers tot de sterkere landen binnen de eurozone behoren.

Naast de voorstanders van een bepaalde vorm van een fiscale unie waarbij minimaal meer soevereiniteit wordt overgedragen, zijn er ook anderen die het vormen van een fiscale unie niet als noodzaak zien. Zo zou de eurozone zich niet hoeven te bewegen richting een federatie, een fiscale unie of een transferunie (Varoufakis & Holland, 2011). Het is niet per se duidelijk dat een fiscale unie die zich in de kern richt op het controleren van de uitgaven van de lidstaten een betere eurozone tot gevolg heeft. De problemen binnen de eurozone zijn in de oorsprong voor de meeste lidstaten niet het gevolg van fiscale roekeloosheid (Shambaugh, 2012). Vervolgens is er de verwachting uitgesproken dat de eurozone zich niet richting een fiscale unie zou evolueren (Buiter & Rahbari, 2011). Tot op heden hebben Buiter en Rahbari het wat dat betreft aan het rechte eind.

### **7.3 Betwistbaar**

Het is duidelijk dat er zeer verschillend tegenover de noodzaak van een fiscale unie (in welke vorm dan ook) voor de eurozone wordt aangekeken. Het vormen van een fiscale unie lijkt daarom tot op heden een problematisch proces. Toch zou er op dit gebied wel eens een aardverschuiving kunnen plaatsvinden. Spanje heeft namelijk recent aangekondigd een voorstander van eurobonds te zijn (Torres, 2017). Samen met Emmanuel Macron als recent gekozen president van Frankrijk maakt dit de kans op bijvoorbeeld een transferunie misschien groter. Macron is namelijk voor meer integratie en heeft aangegeven de eurozone te willen hervormen (Bolongaro, 2017).

## 8. Conclusie

Ter beantwoording van de onderzoeksvraag in deze scriptie is aan de hand van literatuuronderzoek onderzocht wat er met de eurozone, na de recente crisis en de nasleep hiervan, zou moeten gebeuren. De hierbij gestelde onderzoeksvraag luidt als volgt:

**“Aan welke voorwaarden moet de eurozone ten minste voldoen om op de lange termijn te kunnen voortbestaan?”**

Het is bij deze vraag van belang om te beseffen dat de eurocrisis bestond uit een bankencrisis, een overheidsschuldencrisis en een groeicrisis. Als reactie op deze crisis is de aandacht voornamelijk uitgegaan naar de overheidsschuldencrisis. Dit is een cruciale fout geweest, des te meer omdat de overheidsschuldencrisis haar oorsprong kende in een crisis op de betalingsbalansen.

De voornaamste voorwaarden tot succes bevinden zich dan ook op verschillende onderdelen. Ten eerste is het van belang dat de bankenunie gecompleteerd wordt door het invoeren van een Europees depositogarantiestelsel. Dit gezamenlijke stelsel zou ervoor kunnen zorgen dat bankrups binnen de eurozone tegengegaan worden. Ten tweede moet er een herstructureringsmechanisme komen om insolvable overheden zoals Griekenland weer een frisse start te kunnen geven. Deze herstructurering zou in het geval van Griekenland schuldverlichting moeten omvatten omdat de Griekse schuld niet meer duurzaam is. Het probleem op het gebied van schuldverlichting is dat dit politiek gevoelig ligt. Ten derde is het van belang dat de begrotingsregels en de daarmee gepaarde bezuinigingsmaatregelen (zeker in tijden van crises) minimaal versoepeld worden.

Op het gebied van de lener-in-laatste-instantie is het goed geweest dat de ECB deze taak voor zowel banken als overheden op zich heeft genomen. Hierdoor zullen solvabele overheden met liquiditeitsproblemen minder snel de kant van insolvableiteit opgaan. Vervolgens is de euro geen optimaal valutagebied door onder meer een te lage interne mobiliteit en weinig bereidheid tot overdrachten van soevereiniteit.

De vraag of de eurozone naast een monetaire unie zou moeten bestaan uit een fiscale unie is lastig te beantwoorden. Een federale eurozone lijkt geen realistisch idee te zijn. De eurozone steekt nu eenmaal anders in elkaar dan de Verenigde Staten. Het vormen van een transferunie lijkt op basis van solidariteit geen slecht idee. Een dergelijke constructie zou alleen wel waarschijnlijk bestaan uit eurobonds. Deze eurobonds creëren dan eigenlijk weer een situatie van rente convergentie hetgeen zoals men nu weet niet goed heeft uitgekapt. Het is van belang om te blijven onderzoeken of een bepaalde mate van een fiscale unie bevorderlijk zou zijn in het geval van de eurozone. Er moet alleen wel voorzichtig te werk worden gegaan als men in de toekomst een fiscale unie zou nastreven.

In deze scriptie is de focus uitgegaan naar het economische aspect binnen de eurozone. Het is echter een gegeven dat economie en politiek in dergelijke zaken onlosmakelijk verbonden

met elkaar zijn. Met de zeer recente verkiezing van Emmanuel Macron als president van Frankrijk zou er wel eens een aardverschuiving kunnen plaatsvinden op het politieke toneel omtrent de eurozone. In de laatste jaren is het vooral Duitsland onder leiding van Angela Merkel geweest die de boventoon heeft gevoerd. Tijdens en na de eurocrisis is de toon tussen de onderlinge lidstaten minder vriendelijk geworden. Om af te komen van de hedendaagse 'verwijtcultuur' zou het wel eens een goede zaak kunnen zijn als Duitsland en Frankrijk weer nauwer samen zouden werken. Het zou mooi zijn als Macron de daad bij het woord voegt en zorgt voor vernieuwing. Hiermee zou de balans tussen de noordelijke en zuidelijke landen hervonden kunnen worden en een nieuw tijdperk van voorspoed in gang gezet kunnen worden.

Tenslotte zijn de voor- en nadelen van het stoppen met de eurozone in deze scriptie niet onderzocht, omdat de mening schrijver dezes is dat het van cruciaal belang is dat de samenwerking tussen de eurozone landen blijft bestaan. De eenheid tussen de landen moet bewaard blijven worden, het uiteenvallen van de eurozone zou namelijk kunnen leiden tot gedesillusioneerde landen wat zou kunnen resulteren in groot wantrouwen ten opzichte van elkaar. De richting waar de eurozone zich tot nu toe heen beweegt is zorgelijk. Het is waarschijnlijk nog niet te laat, maar dan moeten er wel serieuze maatregelen genomen worden om de goede kant op te gaan. Dit moet te realiseren zijn als de eurozone landen bereid zijn om voor elkaar klaar te staan.

## 9. Literatuurlijst

- Andritzky, J., Feld, L., Schmidt, C., Schnabel, I., & Wieland, V. (2016, July 21). *VOX CEPR's Policy Portal*. geraadpleegd op 24 juli 2017, van VOXEU: <http://voxeu.org/article/mechanism-proposal-eurozone-sovereign-debt-restructuring>
- Baldwin, R., & Giavazzi, F. (2015). *How to fix Europe's monetary union: Views of leading economists*. VOXEU.
- Baldwin, R., Beck, T., Benassy-Quere, A., Blanchard, O., Corsetti, G., Grauwe, P. d., et al. (2015). Rebooting the Eurozone: Step 1- agreeing a crisis narrative. *CEPR Policy Insight*, 1-15.
- Baskaran, T. (2009). Did the Maastricht Treaty matter for macroeconomic performance? *Kyklos*, 331-358.
- Bologaro, K. (2017, May 1). *POLITICO*. geraadpleegd op 29 juli 2017, van Macron to EU: Reform or face Frexit: <http://www.politico.eu/article/macron-to-eu-reform-or-face-frexit/>
- Bordo, M. D., Jonung, L., & Markiewicz, A. (2013). A Fiscal Union for the Euro: Some Lessons from History. *CESifo Economic Studies*, 449-488.
- Buiter, W., & Rahbari, E. (2011). *The future of the euro area: fiscal union, break-up or blundering towards a 'you break it you own it Europe'*. New York City: Citi Economics.
- De Grauwe, P. (2013). Design Failures in the Eurozone- can they be fixed? *Economic Papers*, 1-32.
- De Grauwe, P., & Ji, Y. (2014). The Future of the Eurozone. *The Manchester School*, 15-34.
- ESM. (2017, August 10). *Greece ongoing programme*. geraadpleegd op 10 augustus 2017, van ESM: <https://www.esm.europa.eu/assistance/greece>
- European Commission. (2014, August 19). *Single resolution mechanism*. geraadpleegd op 7 augustus 2017, van European Commission: [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/banking-union/single-resolution-mechanism\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/banking-union/single-resolution-mechanism_en)
- Eurostat. (2017, June 28). *Euro Area GDP Annual Growth Rate*. geraadpleegd op 28 juni 2017, van Trading Economics: <https://tradingeconomics.com/euro-area/gdp-growth-annual>
- Guajardo, J., Leigh, D., & Pescatori, A. (2014). Expansionary Austerity? International Evidence. *Journal of the European Economic Association*, 949-968.

- Jacobs, B. (2014). De toekomst van de euro. In E. Kalse, & K. Vendrik, *Het Crisisdiner* (pp. 85-101). Amsterdam: Prometheus.
- Juncker, J.-C., Tusk, D., Dijsselbloem, J., Draghi, M., & Schulz, M. (2015). *Completing Europe's Economic and Monetary Union*. Brussels: European Commission.
- Kenen, P. B. (1969). The Theory of Optimum Currency Areas. *Monetary Problems of the International Economy*, 59-77.
- Krugman, P. (2011, January 12). *Can Europe be saved?* geraadpleegd op 10 mei 2017, van The New York Times magazine:  
<http://www.nytimes.com/2011/01/16/magazine/16Europe-t.html?mcubz=2>
- Krugman, P. (2015, November 20). *The New York Times*. geraadpleegd op 11 augustus 2017, van The Expansionary Austerity Zombie:  
<https://krugman.blogs.nytimes.com/?s=austerity>
- Merler, S., & Pisani-Ferry, J. (2012). Sudden Stops in the Euro Area. *Review of Economics and Institutions*, 1-23.
- Mody, A., & Sandri, D. (2012). The eurozone crisis: how banks and sovereigns came to be joined at the hip. *Economic Policy*, 201-230.
- Mundell, R. A. (1961). A theory of Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*, 657-665.
- OECD. (2017, August 10). *Long-term interest rates*. geraadpleegd op 10 augustus 2017, van OECD Data: <https://data.oecd.org/interest/long-term-interest-rates.htm>
- Shambaugh, J. C. (2012). The Euro's Three Crises. *Brooking Papers on Economic Activity*, 157-211.
- Siegel, D. (2016, November 6). *Devaluation Investopedia*. geraadpleegd op 7 juni 2017, van Investopedia: <http://www.investopedia.com/terms/d/devaluation.asp>
- Smith-Meyer, B., & Treeck, J. (2017, July 20). *Greece gets more money, Europe hopes for better days*. geraadpleegd op 24 juli 2017, van POLITICO:  
<http://www.politico.eu/article/greece-gets-more-money-europe-hopes-for-better-days/>
- Stiglitz, J. E. (2016). *The EURO: And Its Threat To The Future Of Europe*. London: Allen Lane.
- Torres, D. (2017, May 15). *POLITICO*. geraadpleegd op 29 juli 2017, van Spain wants euro bonds and common unemployment insurance: <http://www.politico.eu/article/spain-wants-euro-bonds-and-common-unemployment-insurance/>



Trading Economics. (2016, December 31). *Euro Area Government Budget*. geraadpleegd op 13 augustus 2017, van Trading Economics: <https://tradingeconomics.com/euro-area/government-budget>

Trading Economics. (2016, December 31). *Greece Government Debt to GDP*. geraadpleegd op 10 augustus 2017, van Trading Economics: <https://tradingeconomics.com/greece/government-debt-to-gdp>

Varoufakis, Y., & Holland, S. (2011). A Modest Proposal for Overcoming the Euro Crisis. *Policy Note*, 1-11.

Wyplosz, C. (2014). The Eurozone crisis: A near-perfect case of. *Economia Marche Journal of Applied Economics*, 1-13.