

Munt slaan uit de euro

Opties voor
verdere
versterking
van de EMU

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM

Munt slaan uit de euro
Opties voor verdere versterking van de EMU

©2017 De Nederlandsche Bank N.V.

Auteurs

Jeroen Hessel, Niels Gilbert en Jasper de Jong

Met de serie 'Occasional Studies' beoogt De Nederlandsche Bank inzicht te verschaffen in beleidsmatige en analytische vraagstukken op voor DNB relevante gebieden. De tot uitdrukking gebrachte zienswijzen zijn voor rekening van de auteurs en komen niet noodzakelijkerwijs overeen met de officiële standpunten van De Nederlandsche Bank.

Redactiecommissie

Jakob de Haan (voorzitter), Lieneke Jansen (secretaris).

Niets uit deze uitgave mag worden verveelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van druk, fotokopie, microfilm of op welke andere wijze ook en evenmin in een retrieval system opgeslagen worden, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van De Nederlandsche Bank.

De Nederlandsche Bank N.V.

Postbus 98

1000 AB Amsterdam

Internet: www.dnb.nl

Email: info@dnb.nl

Munt slaan uit de euro

Opties voor verdere versterking
van de EMU

Inhoud

Samenvatting	7
1 Europese integratie biedt grote voordelen	10
2 Economische voordelen EMU nog niet waargemaakt	14
3 EMU al fors versterkt	23
4 Enkele kleine stappen maken samen een grote verbetering	33
5 Verdere integratie pas op termijn en onder voorwaarden	42
Literatuurlijst	48

Samenvatting

Al kort na de Tweede Wereldoorlog zochten Duitsland, Frankrijk, Italië en de Benelux-landen samenwerking. Dit resulteerde zestig jaar geleden in de oprichting van de (voorloper van de) Europese Unie (EU). De samenwerking, die zich in de loop der tijd uitbreidde tot 28 landen, concentreerde zich primair op economisch vlak en bracht substantiële economische baten. Dit geldt in het bijzonder voor Nederland, met zijn grote exportsector en mainportfunctie.

Met de economische integratie groeide ook de behoefte aan stabiele wisselkoersen tussen Europese landen. Pogingen tot coördinatie hadden echter wisselend succes, met regelmatig terugkerende wisselkoerscrises. Mede daarom werd 25 jaar geleden in Maastricht besloten tot oprichting van de Economische en Monetaire Unie (EMU). Hoewel dit ook een politiek project was, voorzagen beleidsmakers belangrijke economische voordelen van de muntunie. De euro zou bijdragen aan economische stabiliteit, verdere handelsintegratie, economische groei en inkomensconvergentie.

Tot nu toe heeft de euro echter niet opgeleverd wat ervan gehoopt werd. Dat komt mede door de wereldwijde financiële crisis, die in veel westerse landen heeft geleid tot een lange periode van lage groei. In de EMU werden deze problemen echter versterkt door weeffouten in de opzet van de muntunie. Zo bleken de waarborgen voor gezonde overheidsfinanciën gebrekkig en was er te weinig aandacht voor macro-economische onevenwichtigheden, zoals huizenbubbels en uiteenlopende lopenderekeningsaldi. Ook werd de financiële turbulentie versterkt doordat nationale overheden en financiële sectoren sterk verweven waren en landen gevoelig bleken voor onderlinge besmetting.

8 De afgelopen jaren is veel verbeterd. Zo zijn de begrotingsregels hervormd en zijn regels geïntroduceerd ter voorkoming van macro-economische onevenwichtigheden. De bankenunie heeft de vervlechting van banken en overheden verminderd, terwijl financiële vangnetten als het Europees Stabiliteitsmechanisme kapitaalvlucht moeten voorkomen. Hierdoor is de kans op grote financiële turbulentie afgenomen.

Wel dreigt met deze aanpassingen de balans tussen aansprakelijkheid en zeggenschap uit het lood te slaan. Enerzijds is met de financiële vangnetten de Europese aansprakelijkheid bij problemen in lidstaten toegenomen. Anderzijds zijn de Europese (begrotings)regels weliswaar verbreed en versterkt, maar laat de naleving van deze regels nog te wensen over. Een scheve balans kan er onder meer toe leiden dat landen onvoldoende hun best doen om problemen te vermijden.

De balans tussen aansprakelijkheid en zeggenschap is met een aantal relatief kleine maatregelen sterk te verbeteren. Een dergelijke verfijning van het bestaande raamwerk kan het functioneren van de EMU al significant versterken, en daarmee de economische en politieke weerbaarheid van de eurozone vergroten.

Allereerst zou de EMU profiteren van een betere naleving van de regels. Dit helpt om bestaande budgettaire en macro-economische onevenwichtigheden sneller terug te dringen en om nieuwe beter te voorkomen. Dit verkleint de kans dat een lidstaat een beroep moet doen op de Europese noodfondsen. Om de naleving van de regels van het Stabiliteits- en Groeipact en de macro-economische onevenwichtigheden procedure te verbeteren, helpt het de regels te vereenvoudigen door het aantal uitzonderingen te beperken, en ze te richten op de meest schadelijke problemen. Daarnaast kan de handhaving worden versterkt met behulp van netwerken van onafhankelijke autoriteiten.

Ook moeten financiële risico's weer meer worden gedragen door private partijen, zodat overheden minder vaak hoeven bij te springen. Hiervoor is een mechanisme nodig om de afwikkeling van onhoudbare overheidsschuld makkelijker te maken. Daarnaast kan het voltooiën van de bankenunie de schadelijke wisselwerking tussen banken en overheden verder verminderen. Dit vergt een Europees Depositogarantiestelsel, gekoppeld aan maatregelen om de risico's op bankbalansen verder te reduceren. Een daarvan is strengere regulering van staatsobligaties op bankbalansen, zodat banken meer kapitaal aanhouden voor deze obligaties (risicogewichten) en niet teveel in de obligaties van één land beleggen (concentratielimieten).

Verdergaande Europese integratie kan vanuit een economisch perspectief additionele winst opleveren, maar lijkt hooguit op termijn en onder strikte voorwaarden haalbaar. Succesvolle integratie betekent immers niet alleen extra publieke risicodeling, maar vergt ook een inperking van de nationale beleidsvrijheid. Voor beide is momenteel weinig politiek draagvlak. Mocht hier verandering in komen, dan kan verdere integratie het functioneren van de EMU en de weerbaarheid van de Europese economie verder versterken.

1 Europese integratie biedt grote voordelen

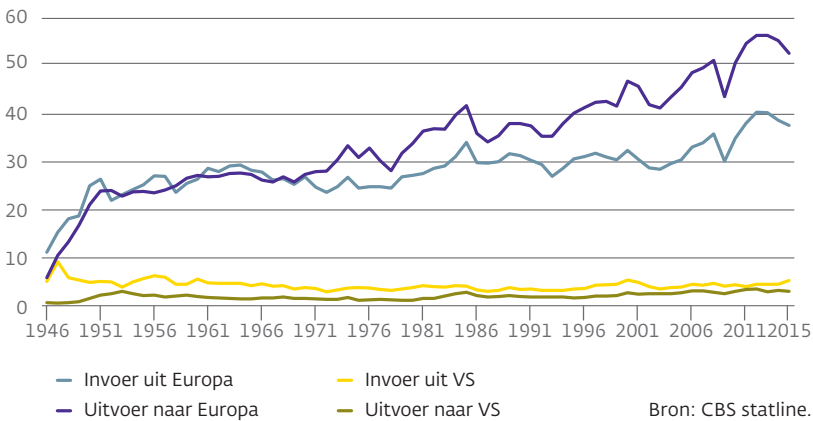
10 Precies zestig jaar geleden, in 1957, werd met de ondertekening van het Verdrag van Rome de Europese Economische Gemeenschap (EEG) opgericht. De EEG is de voorganger van de Europese Unie (EU) zoals we die nu kennen.¹ De zes deelnemende landen – Duitsland, Frankrijk, Italië en de Benelux-landen – richtten zich primair op samenwerking op economisch vlak. Daarnaast werden ook politieke integratie en een verdere eenwording van Europa als doelstellingen in het verdrag opgenomen. De samenwerking op economisch terrein kreeg gestalte door de instelling van een gemeenschappelijke markt, met als pijlers de 'vier vrijheden': van personen, diensten, goederen en kapitaal. Staatssteun werd in principe verboden en de landen gingen een gemeenschappelijk handelsbeleid voeren. Een belangrijke stap richting verdere integratie was de oprichting van een douane-unie in 1968. Daarmee schaften de zes oorspronkelijke EEG-landen onderlinge invoertarieven af en harmoniseerden ze de tarieven ten aanzien van andere landen. Een nieuwe, grote impuls volgde met het zogeheten 'witboek' uit 1985 een uitgebreid voorstel van de Europese Commissie met 279 maatregelen nodig voor voltooiing van de interne markt in uiterlijk 1992. Het bereik van al deze maatregelen werd nog eens vergroot doordat de EU in de loop der jaren steeds verder uitbreidde; op dit moment telt de EU 28 lidstaten.

De Europese economische integratie heeft sterk bijgedragen aan onze welvaart en die in andere Europese landen. Op de meest directe manier ging dat via het vergemakkelijken van internationale handel. Nederland is als open economie afhankelijk van een goede relatie met belangrijke handelspartners. Het handelstekort sloeg bijvoorbeeld om in een overschot toen Nederland in 1949 een handelsverdrag afsloot met Duitsland (Segers, 2014). Ook is sinds de jaren zeventig de waarde van de uitvoer, in verhouding

1 In 1951 werd de Europese Gemeenschap voor Kolen en Staal opgericht. De oprichting van een Europese Defensiegemeenschap mislukte in 1954.

Grafiek 1 In- en uitvoer Nederland

Procenten bbp



tot de omvang van de Nederlandse economie, naar andere Europese landen fors toegenomen (grafiek 1). Maar economische integratie betekent ook dat, door het wegvallen van allerlei handelsbelemmeringen, producten makkelijker gemaakt kunnen worden waar dat het efficiëntst gebeurt. Straathof et al. (2008) schatten dat het per capita inkomen in de EU door de oprichting van de interne markt anno 2005 met zo'n 2-3% was toegenomen. Voor de open Nederlandse economie is dit voordeel zelfs twee keer zo groot. Op de lange termijn, zo stellen de auteurs, kunnen de voordelen bovendien verder oplopen tot 10% voor de EU en 17% voor Nederland. Bevindingen van Campos et al. (2014) voor de EU-toetreders uit de jaren tachtig en die van 2004 liggen ook in deze orde van grootte. Volgens de Wereldbank (2012) is Europa daarom vijftig jaar lang een effectieve 'convergentiemachine' geweest.

Desalniettemin bleef in Europa een voornamelijk belemmering voor internationale handel bestaan: landen bleven verschillende valuta's hanteren. Schommelende wisselkoersen maken de opbrengsten en kosten van handel met buitenlandse partners en van investeringen in het buitenland onzeker. En ook het omwisselen van geld bij de bank om zaken te doen in een ander land brengt kosten met zich mee. Beide maken internationaal zaken doen minder aantrekkelijk. Daarnaast gaan wisselkoersfluctuaties gepaard met schommelingen in het binnenlandse prijsniveau, omdat de prijzen van geïmporteerde goederen en diensten fluctueren. Dit maakt investeringen met een lange horizon riskanter en daarmee minder aantrekkelijk.

Om deze redenen heeft na de Tweede Wereldoorlog vrijwel altijd enige vorm van monetaire beleidscoördinatie plaatsgevonden in Europa. Aanvankelijk gebeurde dat wereldwijd via het zogeheten stelsel van Bretton-Woods, waarin de Amerikaanse dollar een spilfunctie had. Het stelsel klapte echter nadat president Nixon in 1971 besloot de koppeling tussen de dollar en goud los te laten. Niet veel later, in maart 1972, introduceerden de zes EEG-landen daarom de 'slang'. De afspraak kwam er op neer dat EEG-wisselkoersen niet meer dan 2,25% mochten afwijken van pariteit ten opzichte van de dollar. Maar rust op monetair vlak kwam er niet, regelmatig werd gespeculeerd op het aanpassen van de wisselkoers van verschillende valuta's. Het probleem van speculatieve aanvallen nam toe naarmate het kapitaalverkeer in de jaren tachtig geleidelijk werd geliberaliseerd en de omvang van internationale kapitaalstromen zeer sterk toenam. Ook de derde grote coördinatiepoging, de oprichting van het Europese Monetaire Stelsel (EMS) in 1979, bracht derhalve geen permanente rust. Geregeld moesten landen hun wisselkoers aanpassen en in 1992 verlieten het VK en (tijdelijk) Italië zelfs noodgedwongen het EMS. Na speculatieve aanvallen op de Franse franc werden de bandbreedtes waarbinnen valuta's konden fluctueren in 1993 bovendien opgerekt tot 15%.

Dit gold niet voor ons land. Nederland koos er sinds de jaren tachtig voor de gulden te koppelen aan de D-mark. Dat bracht wisselkoersstabiliteit ten opzichte van onze belangrijkste handelspartner, maar betekende tegelijkertijd dat van een eigen monetair beleid de facto amper nog sprake was.

Een gemeenschappelijke munt zou wisselkoersonzekerheid voor eens en voor altijd de wereld uit kunnen helpen. Daarom werd al in 1969 op een bijeenkomst in Den Haag gesproken over een Economische en Monetaire Unie (EMU). Vanaf eind jaren tachtig werd concreter dan tevoren toegewerkt naar de introductie van een gezamenlijke munt. Dit proces kwam in een stroomversnelling na de val van de Berlijnse muur en de Duitse eenwording. Precies 25 jaar geleden, in 1992, ondertekenden Europese regeringsleiders in Maastricht het Verdrag tot oprichting van de EMU. Op 1 januari 1999 was het zover en werd de euro virtueel ingevoerd. Op 1 januari 2002 konden burgers voor het eerst contant betalen met de nieuwe munten en bijjetten.

2 Economische voordelen EMU nog niet waargemaakt

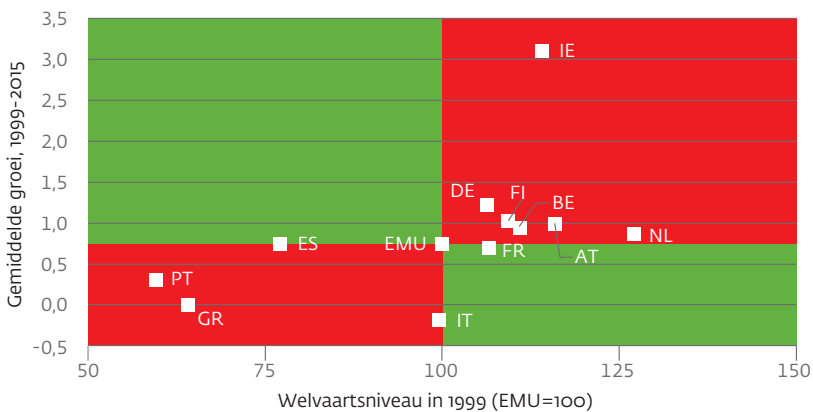
14

Hoewel de EMU deels een politiek project was, voorzagen beleidsmakers ook belangrijke economische voordelen van de muntunie (zie Europese Commissie, 1990). De EMU moest ten eerste bijdragen aan macro-economische stabiliteit. Van het monetaire beleid van de ECB werd verwacht dat het de inflatie in alle landen laag en stabiel zou maken. Bovendien konden wisselkoerscrises – zoals de EMS-crisis – niet meer voorkomen. Ten tweede zou het verdwijnen van het wisselkoersrisico transactiekosten verminderen, de interne markt versterken en handels- en kapitaalstromen stimuleren, en daarmee bijdragen aan de economische groei. Ten slotte zou de EMU bijdragen aan inkomensconvergentie tussen landen en regio's.

Diverse economische studies vinden inderdaad positieve effecten van de euroinvoering. Onderlinge handelsstromen in de EMU zijn volgens schattingen met gemiddeld ongeveer 5% toegenomen (Baldwin et al., 2008), al zijn er forse verschillen tussen landen (Wierds et al., 2014). Ook de directe buitenlandse investeringen zijn in de EMU verder toegenomen dan erbuiten.

Toch heeft de euro vooralsnog niet alle economische voordelen waargemaakt. Zo is van inkomensconvergentie tussen de lidstaten nog geen sprake: gedurende 1999–2015 zijn van de twaalf oorspronkelijke EMU-leden, de landen met een lagere welvaart per saldo juist verder achterop geraakt (grafiek 2; zie ook Mink et al., 2016). Ook hebben grote delen van het eurogebied geruime tijd te maken gehad met lage groei. Ondanks dat de economie recent weer aantrekt, blijft ook de (jeugd)werkloosheid in veel landen nog hoog.

Grafiek 2 Welvaartsverschillen verder toegenomen



Bron: Ameco.

Toelichting: de figuur toont op de horizontale-as het welvaartsniveau per hoofd in 1999 in de 12 oorspronkelijke EMU-landen. De verticale as toont de gemiddelde bbp-groei per hoofd gedurende 1999-2015. Als de initieel armere (rijkere) landen sneller (langzamer) groeien dan het EMU-gemiddelde, is sprake van inkomensconvergentie (groene vlakken). Andersom is er juist sprake van divergentie (rode vlakken).

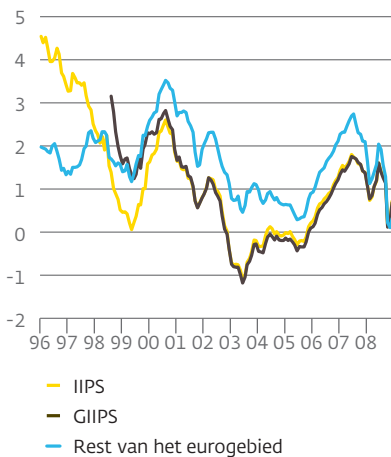
De terugval in de Europese groei begon met de wereldwijde financiële crisis, die in 2008 startte op de Amerikaanse huizenmarkt. De ruime financiële condities in de wereld hadden in bijna alle ontwikkelde economieën geleid tot een sterke groei van kredietverlening, private schulden en huizenprijzen.

De crisis raakte het eurogebied echter harder en langduriger dan veel andere ontwikkelde economieën. Tussen de diverse lidstaten van het eurogebied waren in aanloop naar de crisis belangrijke onbalansen ontstaan. Het gaat hierbij onder meer om langdurig uiteenlopende lopenderekeningsaldi, divergerende loon- en prijsontwikkelingen en zeepbellen op de huizenmarkt. Door de opbouw en daaropvolgende correctie van deze onbalansen traden

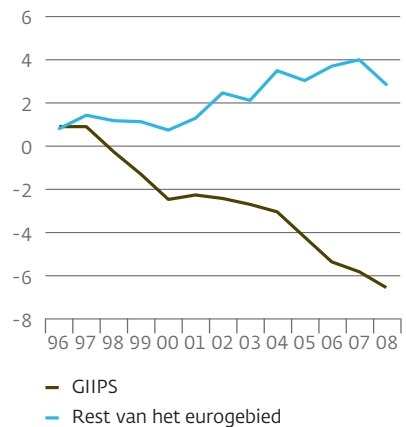
16 in het eurogebied sterk uiteenlopende fluctuaties in de groei op, die veel groter en langduriger bleken dan de normale conjunctuurcycli (Hessel, 2017). Bovendien lag de aanpassingslast van de onbalansen vooral bij kwetsbare landen, waardoor de groei van de eurozone langdurig achterbleef bij andere ontwikkelde landen. De zwakke groei verminderde de inflatie in de EMU als geheel en maakte daarmee een accommodender monetair beleid van de Europese Centrale Bank (ECB) nodig.

Grafiek 3 Renteschok leidt tot onevenwichtigheden

a Reële rente (1-jaars staatspapier)
Procenten



b Saldo lopende rekening
Procenten bbp



Bron: Consensus Forecasts,
Thomson Reuters en Ameco.

Toelichting: De IIPS bestaan uit Ierland, Italië, Portugal en Spanje, in de GIIPS is Griekenland aan deze groep toegevoegd. 'Rest van het eurogebied' bestaat uit België, Duitsland, Finland, Frankrijk, Luxemburg, Nederland en Oostenrijk.

Aan het ontstaan van deze onevenwichtigheden ligt een combinatie van oorzaken ten grondslag. Financiële factoren speelden een belangrijke rol (Baldwin en Giavazzi, 2015; Martin en Philippon, 2015). De financiële integratie, die wereldwijd toch al sterk toenam in deze periode, werd in het eurogebied nog verder gestimuleerd door het wegvallen van het wisselkoersrisico. Mede hierdoor trad een sterke daling van de rentes op in meerdere, vooral Zuid-Europese lidstaten van het eurogebied. Zij profiteerden van het vertrouwen van financiële markten in de stabiliteit van de euro en de ECB. Nominale rentes binnen het eurogebied convergeerden en hoewel ook de inflatie in Zuid-Europa afnam, daalde de reële (1-jaars) rente in aanloop naar de introductie van de euro in sommige Zuid-Europese landen per saldo met meer dan 4 procentpunt (grafiek 3). Voor langere rentes was de afname vaak zelfs nog groter. De sterke daling van rentes droeg bij aan toenemende kredietverlening en oplopende tekorten op de lopende rekening (Comunale en Hessel, 2014).

In eerste instantie werd gedacht dat de divergerende saldi op de lopende rekening onderdeel waren van een natuurlijk proces van inkomensconvergentie: kapitaal stroomde van het rijke noorden naar de (opkomende) zuidelijke lidstaten, waar het meeste rendement te behalen was. Later werd duidelijk dat de kapitaalinstroom vooral leidde tot huizenbubbels en groei van de op het binnenland gerichte, relatief onproductieve, sectoren (Gilbert en Pool, 2016). Dit was vooral het gevolg van de snel groeiende binnenlandse vraag. Ook binnen sectoren profiteerden niet altijd de meest productieve bedrijven van de kredietinstroom (Gopinath et al., 2015), mogelijk als gevolg van een niet goed functionerende financiële sector. De ruime financiële condities hebben ook bijgedragen aan uitstel van noodzakelijke structurele hervormingen, waardoor de structurele verschillen sinds de introductie van de euro alleen maar groter geworden zijn (Fernandez-Villaverde et al., 2013; Buti en Turrini, 2015).

Ondertussen leidde de snelle groei van de op het binnenland gerichte sectoren ook tot forse en hardnekkige stijgingen van lonen en prijzen. In het noorden speelde dit veel minder. Bij gevolg liepen de loon- en prijsstijgingen in de EMU langdurig uit elkaar.² Dit zette het concurrentievermogen van veel Zuid-Europese exportsectoren onder druk en vergrootte de verschillen in lopenderekeningsaldi. Ook droeg de hogere inflatie in het zuiden eraan bij dat de reële rente hier langdurig tot onder die in het noorden daalde, wat de hoogconjunctuur verder versterkte.

De snelle groei van (externe) schulden, zonder dat daar een toename van de exportcapaciteit tegenover stond, vergrootte het risico dat landen zouden bezwijken onder hun schuldenlast (Giavazzi en Spaventa, 2010). Markten prijsden dit risico echter nauwelijks in: ondanks de toenemende schulden konden veel Zuid-Europese landen vrijwel even goedkoop blijven lenen als Duitsland. Zodoende bleven schulden doorstijgen, totdat gedurende de Europese schuldencrisis de rente plotseling wél omhoog schoot. Dit gebeurde nadat de crisis in de landen met onbalansen had geleid tot een veel sterkere verslechtering van de overheidsfinanciën dan verwacht (Gilbert en Hessel, 2012).

De opzet van de EMU bevatte onvoldoende waarborgen om deze opbouw van onevenwichtigheden tegen te gaan. Zo richtte het *governance*-raamwerk van de unie zich vooral op de overheidsfinanciën. Lopenderekeningsaldi en private schulden werden nauwelijks in de gaten gehouden, soms zelfs als wenselijk beoordeeld, en in elk geval nooit beleidsmatig bijgestuurd.

2 De verschillen in de groei van lonen en prijzen leken aanvankelijk te leiden tot convergentie van prijsniveaus in het eurogebied (Hoeberichts en Stokman, 2016). De convergentie bleek echter niet houdbaar: sinds de crisis zijn landen hun concurrentiepositie weer aan het herstellen en zijn de verschillen in prijsniveaus weer toegenomen.

Daarnaast bleken de wel aanwezige waarborgen voor gezonde overheidsfinanciën gebrekkig. Begrotingsramingen waren vaak optimistisch, zeker in de nabijheid van de kritische 3%-grens voor het begrotingstekort.

Dit gold voor zowel de ramingen van nationale overheden als voor die van de Europese Commissie (Frankel en Schreger, 2015; Gilbert en De Jong, 2017). De handhaving van het Stabiliteits- en Groeipact (SGP) was daarbij onvoldoende, vooral in de preventieve tak (zie box 1). Hierdoor werd in goede tijden onvoldoende afstand van de 3%-grens genomen. Dit had tot gevolg dat in veel landen al snel na het uitbreken van de crisis bezuinigd moest worden, wat de economische neergang verergerde.

De structuur van de EMU droeg er ook aan bij dat, toen rentes eenmaal begonnen te stijgen, dit proces zichzelf dusdanig versterkte dat een crisis en een diepe recessie onvermijdelijk werden. Toen de kapitaalstromen plotseling omsloegen, kwamen banken en overheden in financieringsproblemen en schoot de stijging van de kapitaalmarktrentes op sommige momenten door (De Haan et al., 2014).

Dit proces werd versterkt door twee factoren. Allereerst bleken nationale overheden en financiële sectoren in de EMU sterk verweven. De nationale Europese bankensectoren bezitten veel obligaties van de eigen overheid. Hierdoor zijn ze gevoelig voor het wel en wee van de eigen overheid. Tegelijkertijd hangt de financiële gezondheid van die overheid sterk samen met die van de financiële sector, doordat de bankensector in veel Europese landen relatief groot is – en dus kostbaar om te redden. Door deze interactie versterkten tijdens de crisis de problemen in beide sectoren elkaar aanzienlijk (Bekooij et al., 2016).

Box 1 Naleving Stabiliteits- en Groeipact (SGP)

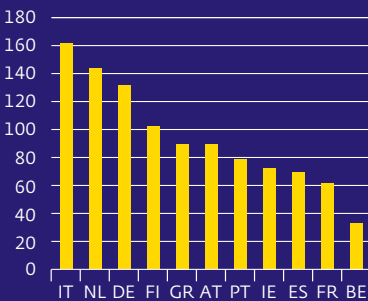
EU-lidstaten met een begrotingstekort groter dan 3% bbp (of een te hoge schuld) belanden in een Buitensporigtekortprocedure (BTP). Dit is geregeld in de 'correctieve tak' van het SGP. De Europese Raad, op aanbeveling van de Europese Commissie, geeft landen in een BTP aanbevelingen over de omvang en het tempo van tekortreducerende maatregelen die nodig zijn om het tekort onder 3% bbp te brengen.

De bezuinigingsopgave die lidstaten in een BTP krijgen opgelegd, wordt uitgedrukt in een vereiste verbetering van het structurele begrotings-saldo. Dat is het begrotingssaldo gecorrigeerd voor conjuncturele ontwikkelingen en bijzondere factoren. Grafiek 4a zet voor de twaalf initiële EMU-landen de vereiste verbetering van het structurele saldo af tegen de gerealiseerde verbetering – voor die jaren waarin een land een bezuinigingsopgave heeft gekregen. Een percentage van 100 betekent dus dat een land gemiddeld genomen aanbevelingen van de Europese Raad exact nakomt, een percentage boven de 100 betekent dat de gerealiseerde verbetering van het structurele begrotingssaldo gemiddeld zelfs groter was dan oorspronkelijk gevraagd.

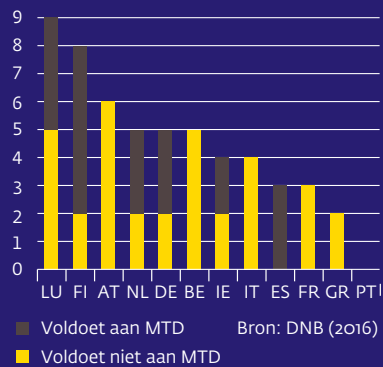
Twee zaken vallen op. In de eerste plaats komen lidstaten de aanbevelingen voor een substantieel deel na. Hoewel niet gezegd is dat dit verband causaal is – het is immers denkbaar dat lidstaten ook zonder aanbevelingen zouden hebben bezuinigd – suggereert dit dat de SGP-regels tenminste enig effect hebben. Daarnaast vallen de verschillen in naleving tussen lidstaten op. Italië, Nederland, Duitsland en Finland blijken achteraf meer dan volledig te hebben voldaan aan de aanbevelingen, terwijl Frankrijk en vooral België slechter scoren.

Grafiek 4 Naleving Stabiliteits- en Groeipact 1999-2015

a Naleving BTP-aanbevelingen
Procenten



b Jaren in de preventieve tak
Jaren



Noot: Figuur 4a zet voor de EMU12-landen de BTP-aanbeveling af tegen de gerealiseerde verbetering van het structurele saldo. Figuur 4b toont het aantal jaren waarin een lidstaat in de preventieve tak van het SGP zat en maakt daarbij onderscheid naar jaren waarin wel/niet werd voldaan aan de MTD. Luxemburg ontbreekt in figuur 4a, omdat het nog geen BTP-aanbeveling heeft gehad. Voor Griekenland lopen de cijfers tot en met 2013. Figuur 4b toont het aantal jaren waarin een lidstaat in de preventieve tak van het SGP (geoperationaliseerd bij de SGP-hervorming van 2005) zat en maakt daarbij onderscheid naar jaren waarin wel/niet werd voldaan aan de MTD.

Ook wanneer lidstaten de 3- en 60%-normen niet overschrijden, zijn er eisen waaraan de begroting moet voldoen. Deze zijn vastgelegd in de 'preventieve tak' van het SGP. Een belangrijke eis is dat het structurele saldo minimaal gelijk is aan de Middellangetermijndoelstelling (MTD) of – sinds 2005 – met minimaal 0,5% bbp per jaar in die richting beweegt. De MTD komt grofweg neer op begrotingsevenwicht. De naleving van de preventieve-takvereisten is minimaal. Zes van de twaalf oorspronkelijke eurolanden hebben nog nooit aan hun MTD voldaan (grafiek 4b). Ook de eisen voor verbetering van het structurele saldo in de richting van de MTD worden vrijwel niet nageleefd.

De correctieve tak en preventieve tak kunnen niet los van elkaar worden gezien. Een slechte naleving van de preventieve tak betekent dat de kans groot is dat een land in de correctieve tak belandt zodra het economisch tij tegenzit. Zo bezien komt de noodzaak voor procyclische bezuinigingen – waar het SGP vaak om bekritiseerd wordt – mede voort uit de slechte naleving van de preventieve tak.

Ten tweede bleken overheden in de EMU gevoelig voor onderlinge besmetting en zichzelf versterkende liquiditeitscrises (De Grauwe, 2011). Daarbij kan een negatieve bijstelling van (markt)verwachtingen over de terugbetalingscapaciteit van de overheid, via hogere rentes diezelfde terugbetalingscapaciteit ondermijnen. Een van de redenen hiervoor was het ontbreken van een als (impliciete) *lender of last resort* voor de overheid fungerende centrale bank. Ook redenominatierisico – het gepercipieerde risico dat een land het eurogebied zou verlaten en zijn staatsschuld omzet in een eigen, gedevalueerde munt – speelde hierbij een rol (De Santis, 2015 en Kriwoluzky et al., 2015).

Om onordentelijke faillissementen van overheden te voorkomen en speculatie op het uiteenvallen van de eurozone te stoppen, zijn gedurende de crisis meerdere noodmaatregelen getroffen. Zo is een noodfonds voor overheden, het Europees Stabiliteitsmechanisme (ESM), opgericht, en heeft de ECB diverse onconventionele maatregelen getroffen. Dit heeft de directe crisis gestuit, maar heeft niet kunnen voorkomen dat veel EMU-landen een pijnlijk aanpassingsproces doormaken. De hoge sociale en economische kosten hiervan zijn nog altijd zichtbaar in onder andere een achterblijvend bbp per capita en een hoge werkloosheid. Om nieuwe onevenwichtigheden te voorkomen, was daarom een fundamentele hervorming van de opzet van de eurozone nodig. Het volgende hoofdstuk beschrijft de stappen die op dit vlak zijn gezet.

3 EMU al fors versterkt

De afgelopen jaren hebben Europese beleidsmakers de EMU op meerdere punten versterkt en zijn weeffouten op een of andere manier aangepakt (Tabel 1, zie ook De Haan et al., 2015). Ten eerste zijn de Europese begrotingsregels hervormd om onhoudbare overheidsfinanciën in lidstaten te voorkomen. Een belangrijke verbetering is dat het voor de Raad van Ministers moeilijker is geworden om door de Europese Commissie voorgestelde sancties bij overtreding van de regels te blokkeren. Dat kan nu alleen nog met gekwalificeerde meerderheid. Ook hebben alle lidstaten de begrotingsregels van het SGP opgenomen in nationale (grond)wetgeving. De naleving hiervan wordt in de gaten gehouden door onafhankelijk adviserende nationale begrotingsautoriteiten. In Nederland oordeelt de Raad van State over deze naleving, terwijl het Centraal Planbureau zorgt voor onafhankelijke ramingen van de economische en budgettaire situatie.

Daarnaast krijgen economische onevenwichtigheden meer aandacht door de introductie van de macroeconomische onevenwichtigheden procedure (MEOP). Jaarlijks bekijkt de Europese Commissie het risico van onevenwichtigheden in lidstaten. Dit doet ze aan de hand van een scorebord van indicatoren met drempelwaarden, onder andere voor het saldo op de lopende rekening, de prijsconcurrentiepositie en de groei van huizenprijzen en kredietverlening. Landen die drempelwaarden duidelijk overschrijden, krijgen een vervolgonderzoek, op basis waarvan de Commissie bekijkt of de onevenwichtigheid buitensporig is. Als dat het geval is, doet de Raad van Ministers beleidsaanbevelingen om de onevenwichtigheid terug te dringen. Als landen de aanbevelingen niet opvolgen kan de Raad boetes opleggen.

Naast de MEOP hebben veel lidstaten raamwerken voor macro-prudentieel beleid geïntroduceerd. Toezichhouders kunnen bijvoorbeeld banken hogere kapitaaleisen opleggen wanneer een zeepbel op de huizenmarkt dreigt te ontstaan (via de zogeheten contra-cyclische kapitaalbuffer). Dit macro-

24 prudentiële beleid wordt op Europees niveau besproken in de *European Systemic Risk Board* (ESRB).

Ten derde heeft de bankenunie de vervlechting van banken en overheden verminderd. Problemen in nationale bankensectoren leiden zo minder snel tot problemen voor de nationale overheidsfinanciën. Via het gemeenschappelijke toezichtsmechanisme wordt het micro-prudentiële toezicht op Europees niveau uitgevoerd, door de ECB in samenwerking met nationale toezichthouders. Dit moet grote verschillen in regels en de kwaliteit van het toezicht voorkomen. Via de *asset quality review* (AQR) in 2015 heeft de ECB

Tabel 1 Het aanpakken van weeffouten in de muntunie

Weeffout EMU	Genomen maatregelen
Gebrekkige waarborgen voor gezonde overheidsfinanciën.	Coördinatie: scherper SGP, meer invloed Europese Commissie, introductie <i>fiscal compact</i> .
Negeren van macro-financiële onevenwichtigheden.	Coördinatie: MEOP, ESRB, macro-prudentiële beleidsraamwerken.
Verwevenheid nationale overheden en bankensectoren.	Bankenunie: gemeenschappelijk toezicht, gemeenschappelijke resolutie, <i>bail-in</i> .
Gevoeligheid voor besmetting en zelfversterkende crises door gezamenlijke munt.	Financiële vangnetten: ESM (overheden), OMT (ECB) en op termijn resolutiefonds (banken).

de balansen van Europese banken grondig doorgelicht. Daarnaast moet een gemeenschappelijk resolutiemechanisme de afwikkeling van banken in moeilijkheden verbeteren. Om te voorkomen dat belastingbetalers opdraaien voor de kosten, zullen bepaalde schuldeisers voortaan een deel van de verliezen dragen ('*bail-in*'). Ook kan een deel van de kosten van de afwikkeling van banken worden betaald uit een door banken gevuld Europees resolutiefonds.

Ten slotte zijn er verschillende financiële vangnetten geïntroduceerd die bij toekomstige crises financiële turbulentie, kapitaalvlucht en besmetting moeten voorkomen en opvangen. Via het Europees Stabiliteitsmechanisme kunnen de overheden van EMU-landen tijdelijke financiële steun bieden aan een overheid in financiële moeilijkheden. Daarnaast heeft de ECB via het *Outright Monetary Transactions* (OMT) programma de mogelijkheid om onder bepaalde omstandigheden op te treden als *lender of last resort* voor Europese overheden (Gilbert en Freriks, 2017). De ECB verstrekke tijdens de crisis ook extra liquiditeit aan Europese banken via bijvoorbeeld langdurige herfinancieringsoperaties (VLTROs).

Nog extra winst te behalen

Deze maatregelen hebben zich nog niet allemaal bewezen, en veel zal afhangen van de uitvoering in de praktijk. Recente ervaringen suggereren wel dat de kans op grote financiële turbulentie in de EMU al aanzienlijk is afgenomen. Na het Brexit-referendum in het Verenigd Koninkrijk en het Italiaanse referendum over constitutionele hervormingen bleven de financiële markten in het eurogebied bijvoorbeeld relatief stabiel. Tegelijkertijd kan verdere versterking van de EMU aanzienlijke extra voordelen opleveren. Zowel individuele landen als de EMU als geheel kunnen meer veerkracht krijgen op economisch en politiek gebied (OESO, 2016; Europese Commissie, 2016b). Economische veerkracht houdt ten eerste in dat landen zich weerbaarder maken zodat de kans op grote negatieve

schokken en crises kleiner wordt. Daarnaast houdt het in dat lidstaten voldoende aanpassingsvermogen hebben, zodat als zich onverhoopt negatieve schokken voordoen, ze deze ook weer snel te boven te komen. Economische veerkracht verbetert ook de politieke veerkracht. Als de EMU immers minder kans loopt op nieuwe problemen, helpt dit om meningsverschillen en wantrouwen tussen landen te voorkomen. Daarnaast kan de politieke besluitvorming tijdens crises verbeteren. Dit vermindert de kans dat politieke meningsverschillen leiden tot suboptimale uitkomsten. In de zomer van 2015, bijvoorbeeld, leidden moeizame onderhandelingen over nieuwe leningen aan Griekenland tot discussie over een EMU-exit, waardoor forse kapitaalvlucht ontstond.

Om de economische en politieke veerkracht van de EMU verder te vergroten zijn veel maatregelen denkbaar. Vooral op de onderstaande drie terreinen valt nog aanzienlijke winst te boeken.

Betere balans aansprakelijkheid en zeggenschap

Ten eerste zou de EMU profiteren van een betere balans tussen aansprakelijkheid en zeggenschap (box 2). Met de financiële vangnetten is de Europese aansprakelijkheid bij problemen in lidstaten toegenomen. Via deze publieke risicodeling springen andere EMU-landen bij met geld van belastingbetalers wanneer een lidstaat in financiële problemen komt. Dit vergroot wel het risico op moreel gevaar: als lidstaten weten dat ze gered kunnen worden wanneer ze in de problemen komen, neemt de prikkel af om beleid te voeren dat de kans verkleint dat een lidstaat in de problemen komt. Daarom is ook de Europese zeggenschap over het beleid van lidstaten vergroot. De effectiviteit van dit versterkte zeggenschapsraamwerk is echter nog twijfelachtig. Bij het SGP krijgen landen geregeld uitstel voor het behalen van hun budgettaire doelstellingen. Ook de naleving van beleidsaanbevelingen volgend uit de MEOP en andere terreinen van het

Europese Semester laat te wensen over (Gros en Alcidi, 2015). De opvolging van aanbevelingen is zelfs afgenomen sinds het begin van het proces in 2011 (Darvas en Leandro, 2015). Van de aanbevelingen uit 2015 hebben landen slechts 4% volledig of substantieel opgevolgd, terwijl maar liefst 52% niet of nauwelijks is opgevolgd.

De EMU heeft daarom baat bij een betere naleving en handhaving van de regels. Dit helpt om bestaande budgettaire en macro-economische onevenwichtigheden sneller terug te dringen, en om nieuwe onevenwichtigheden te voorkomen. Landen zelf worden zo minder snel geconfronteerd met kostbare crises. De EMU als geheel loopt een kleinere kans op negatieve *spillovers* en nieuwe beroepen op publieke risicodeling via de Europese noodfondsen. Zo kan worden voorkomen dat een 'transferunie' ontstaat met overdrachten die permanent worden of veelal in dezelfde richting gaan. Ook de publieke risicodeling zelf kan beter worden vormgegeven. Zo is het belangrijk om te voorkomen dat ad hoc besluitvorming, bijvoorbeeld rond de inzet van het ESM of de herstructurering van overheidsschulden, door belangentegenstellingen leidt tot suboptimale uitkomsten. Er is nog winst te boeken door besluiten nog meer via heldere, vooraf afgesproken regels en principes plaats te laten vinden (Corsetti et al., 2016).

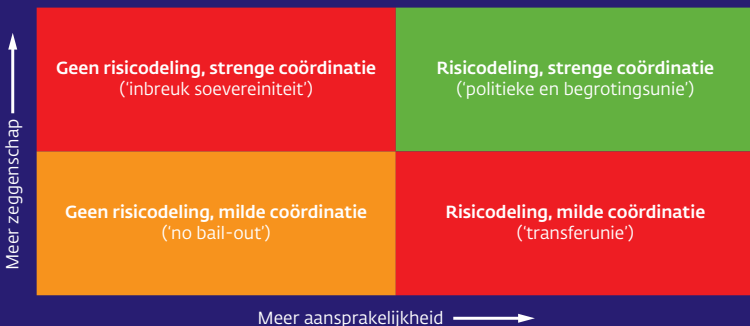
Meer private risicodeling wenselijk

Ten tweede zou de EMU baat hebben bij meer risicodeling tussen private partijen in verschillende lidstaten. De impact van een lokale schok is bijvoorbeeld kleiner als inwoners rendement ontvangen op vermogen dat in andere landen is belegd. Een andere vorm van private risicodeling doet zich voor wanneer aandeelhouders uit andere landen meedelen in de winsten en verliezen van een bedrijf in een bepaald land. Private risicodeling vindt ook plaats als banken uit andere lidstaten leningen verstrekken aan ingezetenen of bedrijven van een land; deze banken dragen immers de verliezen als

Box 2 De balans tussen aansprakelijkheid en zeggenschap

In de EU en in federale staten is vaak discussie over de verdeling van bevoegdheden tussen de lidstaten en het federale niveau. Een belangrijk uitgangspunt hierbij is dat er balans moet zijn tussen aansprakelijkheid en zeggenschap. Dit volgt uit het principe 'wie betaalt, bepaalt': degenen die ergens financieel voor opdraaien, willen daar ook invloed op hebben. Als dit niet het geval is, dreigt moreel risico. Het volgt ook uit het principe van subsidiariteit. Volgens dit principe worden bevoegdheden op het federale niveau belegd als het beleid in één staat grote effecten heeft op de andere staten (Spolaore, 2013).

Figuur 1 Aansprakelijkheid versus zeggenschap



Toelichting: rood = politiek en economisch instabiele combinatie; groen = politiek stabiele combinatie met relatief lage economische kosten; oranje = politiek stabiele combinatie met relatief hoge economische kosten

De balans tussen aansprakelijkheid en zeggenschap is ook van belang in de EMU. Een scheve balans kan leiden tot economische en politieke problemen (figuur 1). Als 'Europa' veel zeggenschap heeft maar niet aansprakelijk is, ervaren lidstaten dit als een ondemocratische inbreuk op hun soevereiniteit. En als de EMU aansprakelijk is maar geen zeggenschap heeft, doen lidstaten minder hun best om met goed beleid problemen te voorkomen. De EMU wordt dan onaantrekkelijk voor landen die hun zaken wel op orde hebben, omdat die telkens opdraaien voor problemen elders.

In de oorspronkelijke EMU leken zeggenschap en aansprakelijkheid in balans. De Europese Raad had slechts beperkte zeggenschap over het beleid van lidstaten, waarbij de begrotingsregels het meest bindend waren (Van Riel en Bos, 2014). Hier stond tegenover dat lidstaten door de no-bailoutclausule ook niet aansprakelijk waren voor de overheidsschulden van andere landen: er was geen risicodeling tussen overheden. Deze opzet bleek tijdens de schulden crisis echter niet houdbaar. Het bleek veel te kostbaar om vast te houden aan de no-bailoutclausule, omdat financiële markten doorschoten en er alsnog grote *spillovers* tussen landen optraden.

De versterking van de EMU heeft de balans tussen aansprakelijkheid en zeggenschap veranderd. De gezamenlijke aansprakelijkheid is toegenomen door vormen van publieke risicodeling via onder meer het ESM. Ook de gezamenlijke zeggenschap nam toe, via versterking van de Europese regels. De naleving van deze regels laat echter nog te wensen over. Hierdoor zijn in de praktijk de mate van aansprakelijkheid en de mate van zeggenschap niet meer volledig in balans.

30 de lening niet kan worden terugbetaald. Meer grensoverschrijdende private risicodeling in de EMU zou de nationale impact van schokken verkleinen, omdat de gevolgen van die schokken deels terecht komen bij partijen in andere landen. Het zou ook de druk op Europese belastingbetalers aanzienlijk verminderen. Omdat de risico's neerslaan bij de partijen die ze oorspronkelijk zijn aangegaan, zijn overheden immers minder vaak genoodzaakt bij te springen met publiek geld.

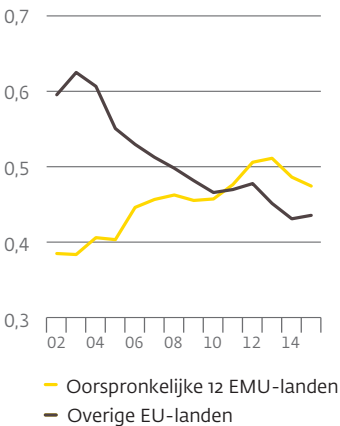
Op dit gebied valt er nog een wereld te winnen in het eurogebied. Ondanks sterk toegenomen financiële integratie sinds de start van de EMU is deze private risicodeling nog weinig ontwikkeld en kleiner dan in veel federale staten (Bijlsma en Hessel, 2016). In de VS dempt private risicodeling zelfs een aanzienlijk groter deel van de asymmetrische schokken dan de federale begroting (Asdrubali et al., 1996). Studies voor Duitsland (Hepp en Von Hagen, 2013) en Canada (Balli et al., 2012) trekken vergelijkbare conclusies. Volgens de Europese Commissie (2016a) worden schokken in de VS met ruim 70% gedempt door private risicodeling en in het eurogebied slechts met 24%.

Structurele verschillen verder verkleinen

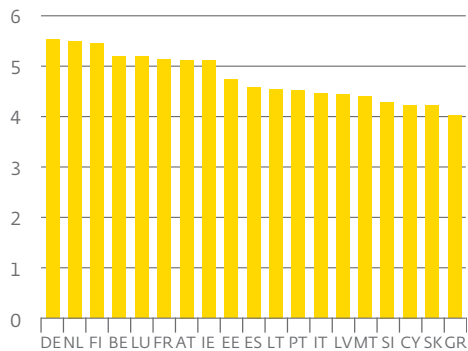
Ten derde zou het functioneren van de EMU sterk verbeteren als achterblijvende landen hun concurrentiekracht verbeteren, zodat structurele verschillen tussen landen verder afnemen. EMU-landen verschillen onderling nog sterk op het gebied van concurrentiekracht in brede zin, zoals bijvoorbeeld gemeten in de *global competitiveness index* van het *World Economic Forum*. Die concurrentiekracht in brede zin beslaat een groot aantal aspecten, waaronder de flexibiliteit van arbeids- en productmarkten, de kwaliteit van het openbaar bestuur, de vormgeving van de financiële sector, de kwaliteit van het onderwijs en de efficiëntie van het juridische systeem. De verschillen in concurrentiekracht tussen de oorspronkelijke 12 EMU-landen zijn juist toegenomen sinds 1999 (grafiek 5), al is de laatste jaren een lichte kentering zichtbaar doordat veel landen hervormingen hebben doorgevoerd.

Grafiek 5 Verschillen tussen EMU-landen

a Ontwikkelingen in de tijd
Standaarddeviatie index WEF



b Stand in 2015
Waarde index WEF

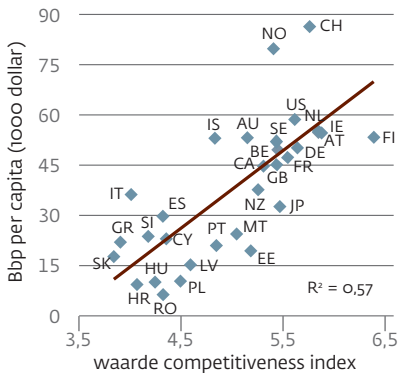


Toelichting: De grafieken tonen resp. de ontwikkeling van de standaarddeviatie en het niveau van de score van landen op de global competitiveness index van het World Economic Forum. De berekening van deze score is af en toe verfijnd. Cijfers uit eerdere jaren zijn daarom niet volledig vergelijkbaar.

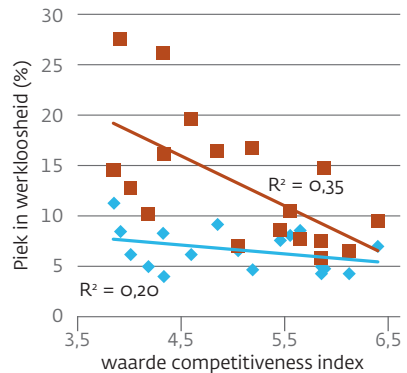
Meer concurrentiekracht maakt het makkelijker om in de muntunie te functioneren. Het vergroot het groeipotentieel, de schokbestendigheid en de flexibiliteit van landen (Europese Commissie, 2016b). Dit versterkt de alternatieve aanpassingsmechanismen die landen in een monetaire unie nodig hebben om het verlies van (nominale) wisselkoersen te compenseren. Zo sluit ook het monetaire beleid van de ECB beter aan bij individuele lidstaten. Meer concurrentiekracht helpt landen ook om zich beter aan te passen aan andere verschuivingen waar westerse economieën aan onderhevig zijn, zoals technologische ontwikkeling en toenemende financiële en handelsstromen vanwege globalisering.

32 Grafiek 6 Voordelen van concurrentiekracht

a Verband met welvaart



b Verband met werkloosheid



◆ Voor crisis (2007)

■ Piek na crisis (jaar landafhankelijk)

Bron: WEF en Ameco.

Toelichting. De linkerfiguur (6a) laat een positief verband zien tussen concurrentiekracht en welvaart: landen met meer concurrentiekracht hebben een hoger bbp per hoofd van de bevolking. De rechterfiguur (6b) laat een negatief verband zien tussen concurrentiekracht en werkloosheid. Landen met meer concurrentiekracht hebben gemiddeld een lagere werkloosheid. Dit negatieve verband werd bovendien sterker tijdens de crisis (de rode lijn) dan voor de crisis (de blauwe lijn). Landen met meer concurrentiekracht kenden tijdens de crisis dus ook een minder grote stijging van de werkloosheid.

Concurrentiekracht in brede zin draagt dus sterk bij aan economische veerkracht. Zo laat de OESO (2016) zien dat een hogere kwaliteit van instituties (een van de aspecten van de concurrentiekracht in brede zin), niet alleen leidt tot meer economische groei, maar ook tot een lagere kans op crises en diepe recessies. Grafiek 6a en 6b suggereren dat concurrentiekracht inderdaad helpt om een hoger productiviteits- en welvaartsniveau te bereiken (grafiek 6a) en om schokken beter op te vangen. Zo is de werkloosheid na de crisis minder hard gestegen in landen met meer concurrentievermogen (grafiek 6b).

4 Enkele kleine stappen maken samen een grote verbetering

De meningen lopen uiteen over de manier waarop de EMU verder versterkt moet worden. Sommigen bepleiten verregaande Europese integratie in de richting van een politieke unie (Juncker et al, 2015, Villeroy de Galhau, 2016). Zo zouden meer bevoegdheden naar het Europese niveau moeten worden overgeheveld om goed beleid af te dwingen. De voorstanders van meer integratie willen vaak ook meer solidariteit tussen overheden, bijvoorbeeld via de oprichting van een budgettair stabilisatiefonds. Onder bepaalde voorwaarden heeft meer integratie als voordeel dat de EMU vanuit economisch perspectief beter kan functioneren. Zo kunnen schokken dan beter worden opgevangen. Maar een grote verdere toename van de integratie is momenteel in veel landen erg controversieel. In die omstandigheden is het de vraag of meer integratie wel voordelen oplevert. Zolang landen bijvoorbeeld geen extra soevereiniteit willen overdragen naar het Europese niveau, is de kans groot dat ook nieuwe Europese regels onvoldoende effectief blijven. Landen blijven dan ook te zeer verschillen op economisch vlak. In die omstandigheden zou extra risicodeling de balans tussen aansprakelijkheid en zeggenschap verder scheeftrekken en mogelijk leiden tot permanente overdrachten in één richting.

Anderen zien juist minder integratie en een terugkeer naar de oorspronkelijke no-bailoutclausule uit het Verdrag van Maastricht als de oplossing (Mody, 2013; Sandbu, 2015). Landen worden dan niet meer gered wanneer ze in financiële problemen komen, maar krijgen in dat geval te maken met een herstructurering van hun overheidsschuld. Dit zou de gezamenlijke aansprakelijkheid verminderen en marktdiscipline vergroten. Zo zou de Europese zeggenschap over beleid zelfs kunnen afnemen. Een dergelijke grote afname van de Europese integratie is echter evenzeer controversieel, en een volledige terugkeer naar no-bailout kan tot hoge kosten leiden (Vihriälä en Weder di Mauro, 2014; Bofinger, 2016). Zo is het maar de vraag of marktdiscipline daadwerkelijk goed beleid uitlokt, waarbij landen problemen

34 voorkomen en de EMU beter functioneert. Voor de start van de EMU leidden hoge rentes in Zuid-Europa niet zonder meer tot monetaire en budgettaire discipline. Daarnaast zijn financiële markten soms te optimistisch, en soms te pessimistisch.³ Dit maakt landen kwetsbaar voor liquiditeitscrises, besmetting en kapitaalvlucht (De Haan et al., 2015).

Zowel een grote toename als een grote afname van de Europese integratie is momenteel dus moeilijk te realiseren. Een slimme combinatie van kleinere stappen is kansrijker. Ook een dergelijke verfijning van de huidige opzet kan de EMU al significant versterken. Zo zullen crises in de toekomst minder vaak voorkomen en – vooral – gepaard gaan met geringere economische en politieke kosten.

Maak Europese regels simpeler en scherper

De naleving en handhaving van de bestaande Europese regels uit het SGP en de MEOP moet verder verbeteren. Dit helpt bestaande onevenwichtigheden sneller terug te dringen en draagt bij aan het voorkomen van nieuwe onevenwichtigheden. Zodoende komen landen minder snel in een crisis terecht en profiteert de EMU als geheel van een lagere kans op negatieve *spillovers* en een politiek gevoelig beroep op publieke risicodeling.

De vormgeving van de Europese regels is altijd een compromis, zeker in een situatie waarin niet alle lidstaten dezelfde doelstellingen voor ogen hebben. Regels zijn in de eerste plaats bedoeld om onevenwichtigheden te voorkomen, maar ook andere overwegingen zijn relevant (box 3). Zo dienen regels voldoende flexibiliteit te bieden bij onverwachte gebeurtenissen en crises, en dienen ze rekening te houden met subsidiariteit en de

3 Het is voor markten extra lastig om risico's van tevoren goed te beprijzen zolang er nog enige twijfel bestaat of de no-bailoutclausule uiteindelijk echt in ere kan worden hersteld.

soevereiniteit van lidstaten, en democratische legitimiteit. In de praktijk zijn deze doelen en randvoorwaarden niet allemaal volledig verenigbaar en zijn keuzes onvermijdelijk. Voor een grotere effectiviteit ten opzichte van de huidige situatie is in elk geval versterking nodig in twee richtingen.

Ten eerste is vereenvoudiging van de regels nodig. Doordat regels verschillende keren zijn aangepast om rekening te houden met de omstandigheden die zich op dat moment voordeden, is het huidige raamwerk gaandeweg erg ingewikkeld geworden (Juncker et al, 2015; Eyraud et al., 2017). Minder ingewikkelde regels versterken de naleving en vergemakkelijken de communicatie met het publiek (Buiten, 2003). Dit vermindert bovendien mogelijk de mate waarin ze door landen en bevolking als 'Brusselse opdringerigheid' worden ervaren.

Daarom moeten de bestaande regels zich sterker richten op het voorkomen van de meest schadelijke onevenwichtigheden met negatieve *spillovers*. Dit vraagt ten eerste om niet te veel verschillende (en soms onderling inconsistente) doelstellingen. De huidige begrotingsregels bevatten bijvoorbeeld criteria voor het feitelijke saldo, het structurele saldo, de overheidsschuld en de reële uitgavengroei. Op budgettair terrein volstaat bijvoorbeeld naast de 3%-grens een meerjarige uitgavennorm. De reële uitgavengroei mag niet hoger zijn dan de langjarige potentiële groei, en moet daar in landen met een hoge overheidsschuld onder liggen (Claeys et al., 2016). Dit voorkomt dat de overheid in economisch goede tijden de uitgaven te ver opvoert, waarmee ook de kans op (procyclische) bezuinigingen in slechte tijden afneemt. De norm voor het structurele saldo kan vervallen, want die is zeker tijdens crises erg volatiel en foutgevoelig gebleken. Dat komt omdat de inschatting van de potentiële groei en daarmee de stand van de conjunctuur in die perioden onbetrouwbaar is. In de MEOP kan het scorebord waarmee de Commissie potentiële onevenwichtigheden opspoot, terug naar vier

Box 3 EMU-governance: balanceren tussen doelstellingen

In veel landen leggen beleidsmakers zichzelf restricties op bij het voeren van beleid. Deze werken disciplinerend en dragen daarmee bij aan betere uitkomsten. In de EMU zijn regels en afspraken nog belangrijker dan in individuele landen, omdat budgettaire en macro-economische onevenwichtigheden in een land potentieel gevolgen hebben voor de andere landen van de muntunie. Regels zijn het primaire instrument om de balans tussen aansprakelijkheid en zeggenschap (zie box 2) te bewaken. De meest relevante regels voor het functioneren van de EMU zijn de begrotingsregels van het SGP en de economische regels van de MEOP. De vormgeving van deze regels leidt echter voortdurend tot discussie. Een van de redenen hiervoor is dat beleidsmakers bij het opstellen van regels verschillende doelen en belangen tegen elkaar moeten afwegen.

Effectiviteit versus flexibiliteit. Begrotingsregels zijn het meest effectief als ze eenvoudig zijn (Buiter, 2003). Dit maakt het makkelijker om regels duidelijk te maken, de naleving te controleren en draagvlak te creëren (Eyraud et al., 2017). Eenvoudige regels kunnen echter inflexibel zijn, vooral bij onverwachte schokken. Zo ervoeren landen waar de overheidsfinanciën na de crisis sterk verslechterden, de 3%-grens uit het SGP als knellend. Regels worden flexibeler met meer uitzonderingen of beoordelingsvrijheid. Dit maakt het raamwerk echter ook ingewikkeld en bemoeilijkt de handhaving.

Effectiviteit versus democratische legitimiteit. Inperking van de beleidsvrijheid van politici kan te rechtvaardigen zijn als dit leidt tot

betere uitkomsten. Regels zijn bijvoorbeeld effectiever als ze niet door politici, maar door onafhankelijke experts worden gehandhaafd (Inman, 1996). Regels kunnen dan ook flexibeler zijn, omdat experts minder prikkels hebben hun beleidsvrijheid te misbruiken. Te grote restricties stuiten echter op bezwaren vanwege democratische legitimiteit.

Effectiviteit versus soevereiniteit. Regels op het centrale niveau zijn potentieel effectiever, want dat niveau kan spillovers beter meenemen en regels beter handhaven dan de lidstaten zelf (Eyraud et al., 2017). Hier staat echter tegenover dat centralisatie soevereiniteitsoverdracht vereist en tot gevolg kan hebben dat het draagvlak in lidstaten afneemt als de regels onvoldoende aansluiten op nationale voorkeuren en omstandigheden (Eichengreen en Wyplosz, 2016).

indicatoren: voor prijsconcurrentiepositie, lopende rekening, kredietverlening en huizenprijzen. Op deze manier richt de MEOP zich nadrukkelijker op de meest schadelijke onevenwichtigheden. Belangrijk hierbij is dat zowel (grote) opwaartse als neerwaartse afwijkingen worden aangepakt. Zo kan ook een groot overschot op de lopende rekening, zoals Nederland dat op dit moment heeft, duiden op een onevenwichtigheid, bijvoorbeeld als gevolg van achterblijvende loongroei.

Daarnaast helpt het om het aantal uitzonderingen te beperken en de eventuele discretionaire beoordelingsruimte beter te binden aan heldere criteria. Momenteel is het in het SGP niet altijd duidelijk hoe de Commissie beoordeelt dat landen 'effectieve actie' hebben ondernomen om hun tekort terug te dingen. In de MEOP is onduidelijk op basis waarvan de Commissie besluit of een onevenwichtigheid buitensporig is.

38 Ten tweede kan de handhaving van deze regels worden versterkt met behulp van netwerken van onafhankelijke autoriteiten. Een terugkerend probleem bij de handhaving van de regels is dat soevereine staten zich moeilijk laten sturen. Het is mede daarom ineffectief gebleken om handhaving alleen te beleggen bij nationale politici via de Raad van Ministers. Tegelijk lijkt het voorlopig ook lastig om te gaan werken met één Europese minister van Financiën die landen tot de orde roept (Villeroy de Galhau, 2016). Deze sterke mate van centralisatie zal weerstand oproepen in lidstaten. Bovendien laten de ervaringen met een politieker opererende Eurocommissaris al te wensen over (Eyraud et al., 2017). Het betrekken van netwerken van onafhankelijke autoriteiten bij de handhaving heeft twee belangrijke voordelen. Ten eerste, en dat is misschien wel het belangrijkste, draagt de betrokkenheid van lidstaten zelf bij aan informatievoorziening en draagvlak op nationaal niveau (Wyplosz, 2015). Daarnaast helpt de onafhankelijkheid de neiging tot het uitstellen van maatregelen tegengaan.

Om dit voor elkaar te krijgen, kunnen reeds bestaande verbanden geleidelijk worden uitgebouwd en meer bevoegdheden krijgen. Op budgettaire terrein bestaan er al onafhankelijke begrotingsautoriteiten op nationaal niveau, terwijl er ook op Europees niveau een budgettaire raad is opgericht. Op het terrein van concurrentiekracht stellen Juncker et al. (2015) nationale raden voor concurrentiekracht voor. Op het gebied van macro-prudentieel beleid werken nationale macro-prudentiële autoriteiten al samen in de *European Systemic Risk Board*. Dit worden netwerken met naast nationale vertegenwoordigers ook een Europees centrum, zoals in het Eurosysteem (Sapir en Wolff, 2015). Hun rol is aanvankelijk vooral adviserend, waarbij ze een grotere rol moeten gaan spelen in het nationale en Europese publieke debat (Afman en Deroose, 2016). Op termijn kunnen de bevoegdheden van de netwerken worden uitgebreid. Hierbij is wel van belang dat deze autoriteiten voldoende verantwoording afleggen, bijvoorbeeld aan nationale parlementen en het Europese Parlement.

Stroomlijn publieke risicodeling en stimuleer private risicodeling

Daarnaast kan Europa, als zich onverhoopt toch een crisis voordoet, ervoor zorgen dat deze met minder financiële schade gepaard gaat en dat de verliezen in grotere mate dan nu gedragen worden door de private partijen die de risico's hebben genomen. Dit zou de aansprakelijkheid van overheden en de druk op belastingbetalers verkleinen, en daarmee ook de kans op grote politieke meningsverschillen en onderling wantrouwen.

Een eerste stap is om bij crises de afwikkeling van een onhoudbare overheidsschuld makkelijker te maken. Dit kan door een mechanisme te introduceren om een onhoudbare overheidsschuld af te schrijven, voordat landen een beroep doen op het ESM en eventueel het OMT van de ECB. Zo'n herstructureringsmechanisme beperkt de benodigde inzet van publiek geld en zorgt ervoor dat ook private obligatiehouders delen in de risico's (Sandbu, 2015). Het betekent dus een gedeeltelijke terugkeer naar de no-bailoutclausule uit het Verdrag van Maastricht, wat de balans tussen aansprakelijkheid en zeggenschap verbetert. De maatregel versterkt ook de marktdiscipline, zeker als ex ante duidelijk is hoe beslissingen over herstructurering genomen zullen worden. Essentieel voor een geloofwaardige versterking van de no-bailoutclausule is dat zowel lidstaten als financiële markten geloven dat deze in de toekomst daadwerkelijk zal worden nageleefd.

Het herstructureringsmechanisme moet daarom zoveel mogelijk gebaseerd zijn op van tevoren afgesproken regels, om te voorkomen dat discussies onnodig gepolitiseerd raken en partijen het afschrijven te lang uitstellen (Buchheit et al., 2013; Corsetti et al., 2016). Voordat landen een noodlening van het ESM krijgen, moet een analyse plaatsvinden van de houdbaarheid van de schuld op basis van objectieve ex ante criteria. Als de schuld houdbaar is,

40 heeft de overheid een liquiditeitsprobleem en volstaat een ESM-programma met het OMT als achtervang. Bij twijfel over de schuldhoudbaarheid heeft de overheid een solvabiliteitsprobleem, en zou via van tevoren afgesproken regels herstructurering moeten plaatsvinden ('bail-in'). Dit kan in de vorm van automatische looptijdverlenging of afschrijving van uitstaande obligaties.

Een tweede serie van maatregelen moet de schadelijke wisselwerking tussen banken en overheden verder verminderen. Hiermee verliest deze interactie, die de financiële turbulentie tijdens de crisis fors heeft versterkt (Bekooij et al., 2016), verder aan kracht. Dit vermindert de financiële schade bij crises, zodat overheden en centrale banken minder snel hoeven bij te springen en problemen bij banken minder lang negatief doorwerken op de economische groei. Bovendien maakt het verder doorsnijden van de band tussen banken en overheden ook de herstructurering van staatsschulden haalbaarder. Dit vergt vooral het verder afmaken van de bankenunie. Versterking kan via een Europees Depositogarantiestelsel, zodat rekeninghouders beter beschermd zijn en minder snel hun geld weghalen wanneer een bank in de problemen komt. Ook helpt een gemeenschappelijke achtervang voor het Europese resolutiefonds. Deze vormen van risicodeling vereisen wel aanvullende maatregelen om de risico's op bankbalansen te beperken. Deels zijn deze maatregelen al onderweg. Zo worden de minimumeisen om te zorgen dat banken verliezen kunnen dragen met eigen vermogen (kapitaaleisen) of met vreemd vermogen waarop kan worden afgeschreven, aangescherpt. Maar meer is nodig. Strengere regelgeving rond staatsobligaties op bankbalansen is nodig zodat bankbalansen minder kwetsbaar worden voor problemen bij de eigen overheid. Staatsobligaties worden momenteel als risicovrij behandeld, maar zijn tijdens de crisis niet altijd risicovrij gebleken. Banken moeten meer kapitaal aanhouden voor deze obligaties (risicogewichten) en niet teveel in de obligaties van één land beleggen (concentratielimieten).

Een laatste reeks maatregelen moet bijdragen aan de ontwikkeling van meer robuuste vormen van financiële integratie. Hierdoor gaan private partijen meer risico's dragen en kunnen schokken beter worden opgevangen (Bijlsma en Hessel, 2016). Zo is het belangrijk dat internationale kapitaalstromen minder bestaan uit – relatief volatiele – schuldtitels en meer uit eigen vermogen. De integratie van nationale aandelen- en kapitaalmarkten loopt in Europa sterk achter bij de VS. De meest directe vorm van private risicodeling, internationaal aandelenbezit, is relatief laag, terwijl ook buitenlandse directe investeringen nauwelijks zijn toegenomen. Via de Europese kapitaalmarktunie worden stappen gezet om dit te verbeteren. Om internationaal aandelenbezit verder te stimuleren, is het ook van belang fiscale prikkels die schuldfinanciering relatief aantrekkelijk maken af te bouwen.

Ook op het gebied van internationale kredietverlening valt nog veel te verbeteren. Deze is nu erg afhankelijk van banken, die bij crises weinig leningen verstrekken vanwege balansproblemen (Langfield en Pagano, 2016). Daarom moeten alternatieve kanalen als securitisaties, gedekte obligaties of bedrijfsobligaties worden gestimuleerd. Ook worden schokken sneller opgevangen als banken minder afhankelijk zijn van de lokale economie (Hofmann en Sørensen, 2015). Daarom moet integratie op de bancaire markt minder plaatsvinden via cross-border financiering (*wholesale funding*) en meer doordat banken daadwerkelijk in andere landen bancaire activiteiten gaan ontplooiën (zoals het verstrekken van hypotheekleningen of het aantrekken van financiering). Ten slotte is harmonisatie van insolventiewetgeving en versterking van prikkels voor crediteuren om oninbare leningen (*non-performing loans*, NPLs) sneller af te wikkelen gewenst. Een hoog aandeel NPLs op de bankbalans verhoogt de fundingkosten van banken, drukt hun winstgevendheid en beperkt hun leencapaciteit voor productieve investeringen (Europese Centrale Bank, 2016, en Europese Commissie, 2017).

5 Verdere integratie pas op termijn en onder voorwaarden

42

Verdere economische integratie kan het functioneren van de EMU en de weerbaarheid van de Europese economie op lange termijn verder verbeteren. Dit hoofdstuk beschrijft enkele maatregelen die het groeipotentieel van de lidstaten van het eurogebied versterken en een snellere aanpassing aan schokken mogelijk maken. Hoewel deze maatregelen extra economische winst opleveren, lijken ze hoogstens op termijn en onder specifieke voorwaarden haalbaar en wenselijk. Een groot deel grijpt namelijk direct in op de nationale soevereiniteit of impliceert een verdergaande publieke risicodeling tussen landen. Voor beide is momenteel nog weinig politiek draagvlak. Mocht hier op termijn verandering in komen, dan is het dan ook essentieel dat de maatregelen alleen worden doorgevoerd indien de balans tussen zeggenschap en aansprakelijkheid goed bewaakt blijft. Een scheve balans kan er immers toe leiden dat landen onvoldoende hun best doen om problemen te vermijden (zie ook box 2).

Europese begrotingsimpuls in uitzonderlijke omstandigheden

Het eurogebied is zo ingericht dat vooral het monetaire beleid van de ECB verantwoordelijk is voor het opvangen van economische schokken die het eurogebied als geheel raken. Nationale begrotingen kunnen dan dienen om asymmetrische schokken op te vangen. Dit werkt goed zolang lidstaten grote onevenwichtigheden weten te vermijden en landen voldoende budgettaire ruimte creëren door zich aan het SGP te houden. Afspraken over het geaggregeerde begrotingsbeleid voor het eurogebied als geheel zijn dan niet nodig. Dit wordt anders wanneer – zoals in de nasleep van de crisis – een deel van de landen kampt met een langdurige budgettaire aanpassingslast en er weinig monetaire beleidsruimte resteert. Een begrotingsimpuls voor de EMU als geheel kan dan uitkomst bieden, maar is lastig via nationale begrotingen vorm te geven: niet elk land heeft genoeg budgettaire ruimte, en landen die niet willen meedoen zijn moeilijk

te dwingen (Claeys et al., 2016). Het is dus effectiever om een centrale impuls op Europees niveau te geven, bijvoorbeeld door de Europese Commissie of de nieuw opgerichte Europese budgettaire raad onder strikte en van tevoren afgesproken voorwaarden toe te staan te lenen voor publieke investeringen (Bénassy-Quéré et al., 2016). Deze impuls zou zich sterker kunnen richten op landen met een hogere werkloosheid, om zo ook de verschillen tussen lidstaten te beperken.

Een budgettair stabilisatiefonds, dat continu tussen landen herverdeelt op basis van een conjunctuurindicator (zoals de output gap of de werkloosheid), is echter niet zonder meer wenselijk. Zolang de structurele verschillen binnen de EMU zo groot blijven als nu, is een dergelijk fonds moeilijk vorm te geven op een manier die effectief is én niet tot permanente herverdeling in één richting leidt. Voor zover asymmetrische fluctuaties in het eurogebied relevant waren, waren ze veel langduriger dan de normale conjunctuurcycli. Een stabilisatiefonds dat zich op die asymmetrische fluctuaties richt, zal dus al snel leiden tot langdurige of zelfs permanente herverdeling tussen landen (Gilbert en Hessel, 2014). Pas na bewezen effectiviteit van de regels en een significante afname van structurele verschillen kan een dergelijk stabilisatiefonds wenselijk zijn.

Eurobonds hoogstens op lange termijn

Eurobonds – centraal uitgegeven gemeenschappelijk gegarandeerde obligaties ter financiering van de staatsschuld van eurolanden – hebben in theorie diverse voordelen (zie Claessens et al., 2012). Ze kunnen een einde maken aan financiële fragmentatie in het eurogebied, waarbij de (uitleen)rentes in het ene land hoger zijn dan in het andere. Ook kunnen ze het aanbod aan veilige activa vergroten en de link tussen banken en overheden verder doorsnijden. Tot slot vergemakkelijken zij de uitvoering van (vooral onconventioneel) monetair beleid. Hier staat tegenover dat eurobonds ook

kunnen leiden tot moreel risico. Als gevolg van de wederzijdse garanties en de afwezigheid van marktdiscipline verminderen eurobonds immers de prikkels voor hervormingen en gezond nationaal begrotingsbeleid (Gilbert et al., 2013). Eurobonds zijn daarom hoogstens pas wenselijk bij een *bewezen* naleving van de Europese begrotingsregels en de MEOP, en bij lagere staatsschulden dan nu het geval is. Ook minder vergaande voorstellen voor het bundelen van staatspapier lijken pas op langere termijn haalbaar en wenselijk (zie box 4).

Stimuleer structurele convergentie

Het functioneren van de EMU zou sterk verbeteren als structurele verschillen afnemen, zodat het groeipotentieel en de schokbestendigheid van landen toeneemt (OESO, 2016). Zo is er veel te winnen met een verdere liberalisering van productmarkten. Volgens Fournier et al. (2015) kan een verdere beperking van verschillen in productmarktregulering handelsstromen met 10% stimuleren. Productmarkthervormingen zijn ook urgenter nu veel Zuid-Europese landen hun arbeidsmarkt hebben hervormd. Productmarkthervormingen voorkomen dat die hervormingen eenzijdig leiden tot lagere lonen en hogere winsten, en dus tot een verschuiving van arbeids- naar kapitaalinkomen. Maatregelen zijn vooral nodig in de dienstensector en bij gereguleerde beroepen zoals advocaten en architecten. Alleen al een completere invoering van de dienstenrichtlijn kan het Europese bbp met 1,5% stimuleren (Monteagudo, 2012).

Ook innovatie kan nog veel meer gestimuleerd worden dan nu het geval is (Veugelers, 2016). Hiervoor moet het makkelijker worden om een bedrijf te starten, makkelijker worden voor kleine bedrijven om door te groeien, en makkelijker worden om niet-productieve bedrijven te ontbinden om productiefactoren elders aan te wenden. Ten slotte kan in veel landen de kwaliteit van instituties verbeteren, zoals de efficiëntie van het

Box 4 EMU-governance: balanceren tussen doelstellingen

Waar volwaardige Eurobonds pas een optie zijn voor de lange termijn, krijgt recent een gerelateerd voorstel veel aandacht: *Sovereign Bond Backed Securities*, ook wel bekend als ESBies (zie Brunnermeier et al., 2016, en Europese Commissie, 2017). In dit voorstel blijven landen hun eigen obligaties uitgeven, maar worden die opgekocht, gebundeld, in tranches verdeeld en doorverkocht. Als een van de landen niet kan terugbetalen, wordt er afgeschreven en dragen private obligatiehouders de verliezen. Dit gebeurt eerst op de zogeheten junior tranche, die in de basisvariant van het plan (Brunnermeier et al., 2016) 30% van de portefeuille beslaat. De senior tranche van 70% heeft senior credit status en is dus veiliger. In sommige varianten van het plan zijn er drie tranches, maar is het principe hetzelfde.

ESBies zijn wezenlijk anders dan Eurobonds, want er komen geen publieke garantstellingen bij kijken. Toch kunnen met ESBies mogelijk enkele van de voordelen van Eurobonds worden gerealiseerd. Het belangrijkste voordeel is dat de verwachte verliezen op de bundel obligaties kleiner zijn dan de verwachte verliezen op (sommige) individuele obligaties. Als een land in een crisis komt, zal er dus minder snel kapitaalvlucht optreden, en blijven markten stabiel. Als banken de obligaties van hun eigen overheid op hun balans zouden vervangen door ESBies, neemt bovendien de verwevenheid tussen banken en de (eigen) overheid af. In potentie verminderen ESBies de mate waarin moet worden 'bijgesprongen' met steun aan banken en overheden.

Tegelijkertijd zijn er nog veel vragen, die grootschalige invoering voorlopig erg lastig maken. Zo is er risico op politieke inmenging, waardoor de stap naar echte eurobonds met wel publieke risicodeling (te) klein zou worden. Er kan bijvoorbeeld de neiging ontstaan om toch verliezen te compenseren als er politieke weerstand ontstaat.

Ook kan een grote markt voor ESBies de beprijzing van risico's en markt-discipline verminderen. Landen zijn immers gegarandeerd van een zekere vraag naar hun obligaties. Dit kan leiden tot moreel risico via minder streng begrotingsbeleid of een grotere neiging tot afschrijving van hun schuld. Ook is onduidelijk hoe ESBies de marktliquiditeit voor resterende obligaties beïnvloeden. Het is goed mogelijk dat de volatiliteit in de markt juist bij de overige obligaties terecht komt.

Ten slotte heeft de financiële crisis aangetoond dat dit soort producten erg complex en intransparant kunnen zijn. Zo is het onvoorspelbaar wat er precies gebeurt als EMU-landen in problemen komen en hun schuld niet dreigen te kunnen terugbetalen. Ook is de vraag voor welke beleggers de junior tranches interessant zijn, en waar de risico's hiervan neerslaan. Meer algemeen zijn ESBies geen alternatief voor de beste manier om rekening te houden met de risico's rond overheidsschuld: risicogewichten en concentratielimiten op de portefeuilles staatsobligaties van banken.

juridische system bij het beslechten van geschillen, het beschermen van eigendomsrechten en het afwikkelen van faillissementen. Als landen *best practices* gaan toepassen, kan het bbp volgens de OESO met 4-7% toenemen (zie bijvoorbeeld OESO, 2014).

Deze baten van een versterking van de aanbodzijde van de economie - een hoger groeipotentieel en grotere schokbestendigheid - slaan vooral neer in het land dat de hervormingen doorvoert. Dus lid van de EMU of niet, het is economisch vaak verstandig om de aanbodzijde te versterken. Maar in een muntunie is dit nog belangrijker, aangezien de wisselkoers als aanpassingsmechanisme is vervallen. Bovendien hebben ook de andere lidstaten belang bij een verbeterde schokbestendigheid van individuele lidstaten.

De hervormingen die nodig zijn om de aanbodzijde van de economie te versterken, zijn in de eerste plaats een verantwoordelijkheid van nationale overheden zelf. Toch is er, bij voldoende politieke wil, ook op Europees niveau enige voortgang mogelijk. Zo kan liberalisering van productmarkten deels Europees worden gestimuleerd via versterking van de interne markt, bijvoorbeeld in de dienstensector. Verder kan Europa beter gerichte maatstaven en indicatoren ontwikkelen, bijvoorbeeld op het gebied van arbeids- en productmarktflexibiliteit, innovatiekracht en de kwaliteit van instituties (Banerji et al., 2015). Dergelijke indicatoren kunnen de vergelijkbaarheid tussen landen vergroten. Landen kunnen zo makkelijker van elkaar leren, wat hervormingen kan stimuleren. Op termijn kunnen deze maatstaven een meer dwingend karakter krijgen, door bijvoorbeeld met (financiële) sancties te stimuleren dat landen bepaalde drempelwaardes behalen. Eventueel kunnen lidstaten ook beloningen voor het voldoen aan bepaalde maatstaven in het vooruitzicht worden gesteld. Stappen die de publieke risicodeling vergroten, kunnen worden gekoppeld aan de minimumstandaarden voor structureel beleid (Juncker et al., 2015). Zo zou toegang tot eurobonds of een budgettair stabilisatiefonds als beloning kunnen dienen voor het voldoen aan bepaalde structurele convergentiecriteria.

Literatuurlijst

- 48 Afman, E. en S. Deroose (2016). De Raad van State als begrotingsraad: effectiviteit en uitdagingen, *Economisch Statistische Berichten*, Vol. 101(4744), pag. 750-753.
- Asdrubali, P., B. Sorensen en O. Yosha (1996). Channels of interstate risk sharing: United States 1963-1990, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 111(4), pag. 1081-1110.
- Baldwin, R., V. DiNino, L. Fontagné, R. De Santis en D. Taglioni (2008). Study on the Impact of the Euro on Trade and Foreign Direct Investment, *European Economy Economic Papers* 321.
- Baldwin, R. en F. Giavazzi (2015). The Eurozone Crisis: A Consensus View of the Causes and a Few Possible Solutions, *VoxEU e-book*.
- Balli, F., S. Basher en R.J. Louis (2012). Channels of risk sharing among Canadian provinces: 1961-2006, *Empirical Economics*, Vol. 43(2), pag. 763-787.
- Banerji, A., B. Barkbu, J. John, T. Kinda, S. Saksonovs, H. Schoelermann en T. Wu (2015). Building a Better Union: Incentivizing Structural Reforms in the Euro Area, *IMF Working Paper* 15/201.
- Bekooij, J., J. Frost, R. van der Molen en K. Muzalewski (2016). Hazardous tango: Sovereign-bank interdependencies across countries and time, *DNB working paper* 541.
- Bénassy-Quéré, A., X. Ragot en G. Wolff (2016). Which fiscal union for the euro area?, *Bruegel Policy Contribution*, 2016/05.
- Bijlsma, M. en J. Hessel (2016). De balans tussen publieke en private risicodeling in de EMU, *Economisch Statistische Berichten*, Vol. 101(4735), pag. 358-361.

Bofinger, P. (2016). The way forward: Coping with the insolvency risk of member states and giving teeth to the European Semester, www.voxeu.org, 12 februari 2016.

Brunnermeier, M. et al. (2016). The sovereign-bank diabolic loop and ESBies, *American Economic Review*, vol. 106(5), 508-512.

Buchheit, L., A. Gelpern, M. Gulati, U. Panizza, B. Weder di Mauro en J. Zettelmeyer (2013). Revisiting sovereign bankruptcy, Committee on International Economic Policy and Reform, Brookings.

Buiter, W. (2003). Ten commandments for a Fiscal Rule in the E(M)U, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 29(1), pag. 84-99.

Buti, M. en N. Carnot (2012). The EMU Debt Crisis: Early Lessons and Reforms. *Journal of Common Market Studies*, vol. 50(6), pag. 899-911.

Buti, M. en A. Turrini (2015). Three waves of convergence. Can Eurozone countries start growing together again?, www.voxeu.org

Campos, N., F. Coricelli en L. Moretti (2014). Economic Growth and Political Integration: Estimating the Benefits from Membership in the European Union Using the Synthetic Counterfactuals Method, IZA Discussion Paper No. 8162.

Claessens, S., A. Mody en S. Valleé (2012). Paths to Eurobonds, IMF Working Paper No. 12/172, juli 2012.

Claeys, G., Z. Darvas en A. Leandro (2016). A proposal to revive the European Fiscal framework, Bruegel policy contribution 2016/07.

- 50 Comunale, M. en J. Hessel (2014). Current Account Imbalances in the Euro Area: Competitiveness or Financial Cycle? DNB Working Paper 443.
- Corsetti G., L. Feld, R. Kojien, L. Reichlin, R. Reis, H. Rey en B. Weder di Mauro (2016). Reinforcing the Eurozone and Protecting an Open Society, Monitoring the Eurozone 2, CEPR Press.
- Darvas Z. en A. Leandro (2015). The limitations of policy coordination in the euro area under the European Semester, Bruegel Policy Contribution 2015/19.
- De Santis, R. (2015). A Measure of Redenomination Risk, ECB Working Paper 1785
- De Nederlandsche Bank (2016). Naleving Stabiliteits- en Groeipact vooral goed als het slecht gaat, december 2016.
- Europese Centrale Bank (2016). Stocktake of national supervisory practices and legal frameworks related to NPLs, september 2016.
- Eichengreen, B. en C. Wyplosz (2016). Minimal conditions for the survival of the euro, VoxEU column, 14 Maart 2016.
- Europese Commissie (1990). One Market, One Money. An evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union, European Economy no. 44.
- Europese Commissie (2016a). Cross-border risk sharing after asymmetric shocks: evidence from the euro area and the United States, Quarterly Report on the Euro Area, vol. 15(2), pag. 7-18.

Europese Commissie (2016b). How to make the Economic and Monetary Union more resilient?, *Quarterly Report on the Euro Area*, vol. 15(3), pag. 7-18.

Europese Commissie (2017). Reflection paper on the deepening of the Economic and Monetary Union, mei 2017.

Eyraud, L., V. Gaspar en T. Poghosyan (2017). Fiscal Politics in the Euro Area, IMF working paper 17/18.

Fernandez-Villaverde, J., L. Garicano en T. Santos (2013). Political Credit Cycles: The Case of the Eurozone, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 27(3), pag. 145-66.

Fournier, J., A. Domsps, Y. Gorin, X. Guillet en D. Morchoisne (2015). Implicit regulatory Barriers in the EU Single Market, OECD Economics department Working Paper 1181.

Frankel, J. en J. Schreger (2015). Bias in Official Fiscal Forecasts: Can Private Forecasts Help? NBER Working Paper No. 22349

Giavazzi, F. en Spaventa, L. (2010). Why the current account may matter in a monetary union: Lessons from the financial crisis in the euro area. CEPR Discussion Papers, 8008.

Gilbert, N en J. Freriks (2017). De centrale bank als backstop voor overheden. *Economisch Statistische Berichten*, vol. 102, pag. 189-191.

Gilbert, N. en J. de Jong (2017). Do European fiscal rules induce a bias in fiscal forecasts? Evidence from the Stability and Growth Pact, *Public Choice*, Vol. 170(1), pag. 1-32.

- 52 Gilbert, N. en J. Hessel (2012). De Europese overheidsfinanciën tijdens de crisis, *Economisch Statistische Berichten*, vol. 97, pag. 166-169.
- Gilbert, N. en J. Hessel (2014). Hoe nuttig is een budgettair stabilisatiefonds in de EMU? *Tijdschrift voor Openbare Financiën*, vol. 46(2), pag. 96-105.
- Gilbert, N., J. Hessel en S. Verkaart (2013). Towards a Stable Monetary Union: What Role for Eurobonds? DNB Working Paper 379.
- Gilbert, N. en S. Pool (2016). Sectoral allocation and macroeconomic imbalances in EMU. DNB working paper 536.
- Gopinath, G., S. Kalemli-Ozcan, L. Karabarbounis en C. Villegas-Sanchez (2015). Capital allocation and productivity in South Europe. NBER Working Paper No 21453.
- Grauwe, P. de (2011). Governance of a Fragile Eurozone. CEPS Working Document 34.
- Gros, D. en C. Alcidi (2015). Economic policy coordination in the euro area under the European Semester, CEPS Special Report No. 123.
- Haan, L. de, J. Hessel en J. van den End (2014). Are European Sovereign Bond Yields Fairly Priced? The Role of Modelling Uncertainty, *Journal of International Money and Finance*, vol. 47(3), pag. 239-267.
- Haan, J. de, J. Hessel en N. Gilbert (2015). Reforming the Architecture of EMU, *Routledge Handbook of the Economics of European Integration*, pag. 408-429.

Hepp, R. en J. von Hagen (2013). Interstate risk sharing in Germany: 1970–2006, *Oxford Economic Papers*, Vol. 65(1), pag. 1–24.

Hessel, J. (2017). Mediumterm fluctuations in EMU. How much of a problem? DNB working paper, te verschijnen.

Hoeberichts, M. en A. Stokman (2016). Price level convergence within the euro area: How Europe caught up with the US and lost terrain again, DNB Working Papers 497.

Hofmann, M. en B. Sørensen (2015). Small Firms and Domestic Bank Dependence in Europe's Great Recession, *European Economy Discussion Papers*, no. 12

Inman, R. (1996). 'Do balanced budget rules work? U.S. experience and possible lessons for the EMU', *NBER Working Paper Series*, No. 5614.

Juncker, J.-C., D. Tusk, J. Dijsselbloem, M. Draghi en M. Schulz (2015). The Five Presidents' Report: Completing Europe's Economic and Monetary Union.

Kriwoluzky, A., G. Müller en M. Wolf (2015). Exit expectations and debt crises in currency unions, *CEPR Discussion Papers* 10817.

Langfield, S. en M. Pagano (2016). Bank bias in Europe: effects on systemic risk and growth, *Economic Policy*, vol. 31(85), pag. 51–106.

Martin, P. en T. Philippon (2015). Inspecting the mechanism. Leverage and the great recession in the Eurozone. NBER Working Paper No. 20572.

- 54 Mink, M., J. Jacobs en J. de Haan (2016). Euro Area Imbalances, DNB Working Paper 540.
- Mody, A. (2013). A Schuman Compact for the Euro Area, Bruegel Essay and Lecture Series.
- Monteagudo, J., A. Rutkowski en D. Lorenzani (2012). The economic impact of the services directive: a first assessment following implementation, *European Economy Economic Papers* 456.
- OESO (2014), Economic challenges and policy recommendations for the euro area, *Better policy series*.
- OESO (2016). Strengthening economic resilience: insights from the post-1970 record of severe recessions and financial crises, OECD economic policy paper, No. 20
- Riel, B. van en M. Bos (2014). Versterking van de EMU: in hoeverre ook soevereiniteitsoverdracht?, SEW, nr. 4, april 2014.
- Sandbu, M. (2015). *Europe's Orphan: The Future of the Euro and the Politics of Debt*, Princeton University Press.
- Sapir, A. en G. Wolff (2015). Euro-area governance: what to reform and how to do it, Bruegel Policy Brief 2015/01.
- Segers, M. (2014). Waagstuk Europa, Uitgeverij Prometheus/Bert Bakker, Amsterdam.

Spolaore, E. (2013). What Is European Integration Really About? A Political Guide for Economists, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 27(3), pag. 125-44.

Spolaore, E. (2015). The political economy of European integration, In: Badinger and Nitsch (eds), *Routledge Handbook of the Economics of European Integration*, pag. 435-448.

Straathof, B., G.-J. Linders, A. Lejour en J. Möhlmann (2008). The Internal Market and the Dutch Economy. Implications for trade and economic growth, CPB document 168.

Veugelers, R. (2016). The European Union's growing innovation divide, *Bruegel Policy Contribution*, 2016/08.

Vihriälä, V. and B. Weder di Mauro (2014). Orderly Debt Restructuring Rather Than Permanent Mutualisation Is the Way To Go. *VOXEU*, 2 April 2014.

Villeroy de Galhau, F. (2016). Europe at a crossroads: how to achieve efficient economic governance in the euro area?, *Speech at Bruegel*, 22 maart 2016.

Wereldbank (2012). Golden growth. Restoring the Lustre of the European Economic Model, www.worldbank.org.

Wierdsma, P., H. van Kerkhoff en J. de Haan (2014). Composition of Exports and Export Performance of Eurozone Countries, *Journal of Common Market Studies*, vol. 52(4), pag. 928-941.

Wyplosz, C. (2015). The Centralization-Decentralization Issue, *European Economy discussion papers* no. 14.

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM

De Nederlandsche Bank N.V.
Postbus 98, 1000 AB Amsterdam
020 524 91 11
dnb.nl