

EUROPA IN CRISIS

HET CENTRAAL
PLANBUREAU OVER
SCHULDEN EN
DE TOEKOMST VAN
DE EUROZONE

COEN TEULINGS e.a.

'Een *must* voor iedereen die wil mee-denken over de toekomst van het eurogebied, misschien wel de grootste economische en politieke uitdaging van de laatste vijftig jaar.' – *Arnoud Boot, hoogleraar ondernemingsfinanciering en financiële markten aan de UvA*



Centraal Planbureau

Europa in crisis

George Gelauff

Rijksacademie voor Financiën,
Economie en Bedrijfsvoering

13 januari 2012

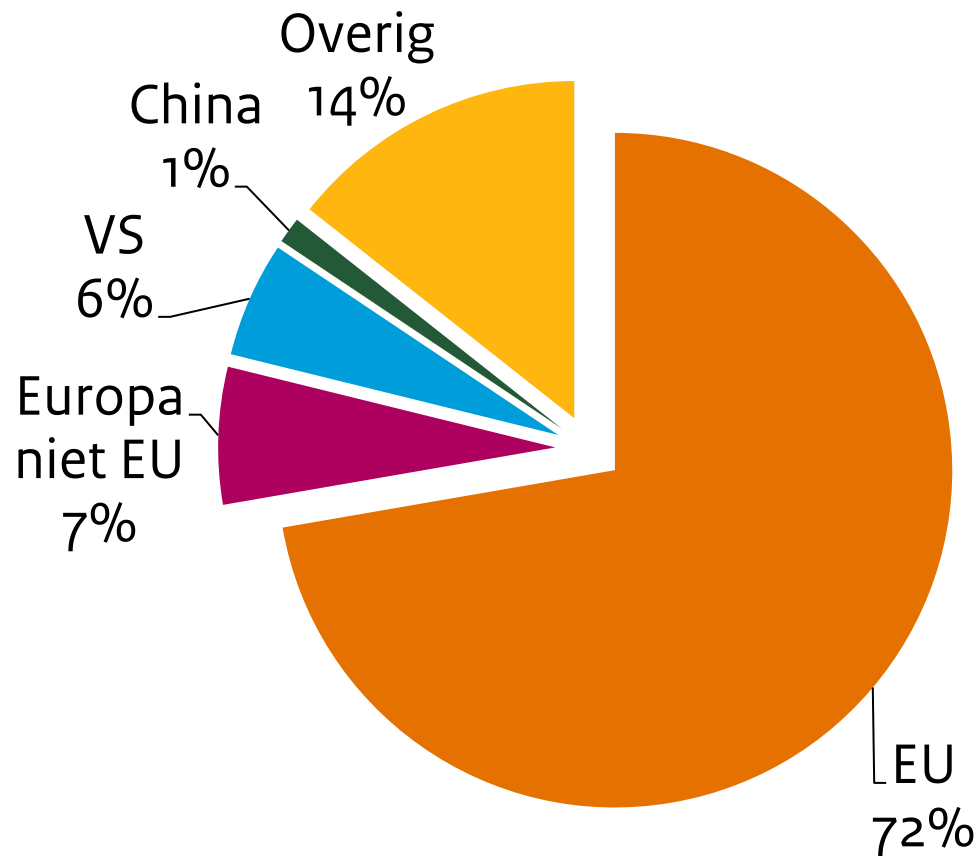


Opzet

- Baten en kosten van Europa
- Banken en overheden
- Muntunie en schulden
- Conclusie



Europa veruit grootste afzetmarkt voor Nederland





De baten van de interne markt

- Vier vrijheden, vrij verkeer van:
 - goederen, diensten, kapitaal en mensen
- Nationaal inkomen 4 tot 6% hoger door interne markt
 - meer handel, concurrentie en innovatie
 - schaalvergroting
 - beperking van de macht van nationale kampioenen
- Eén Europese markt levert één maandsalaris op
 - 1500 tot 2000 euro per jaar



Muntunie: voor en nadelen

- Voordelen
 - transactiekosten omlaag: meer handel
 - betere risico spreiding: meer investeringen
 - één centrale bank: lagere inflatie vooral in zuidelijke landen
- Nadeel: geen wisselkoersaanpassingen
- Schokken opvangen
 - eenvoudiger bij samenhang conjunctuur
 - factormobiliteit (arbeid, kapitaal)
 - loonflexibiliteit
 - budgettaire transfers



De kosten en baten van de EMU

- Directe kosten invoering 1% bbp (eenmalig)
- Voordelen van de invoering van één munt minder duidelijk
 - Baldwin: 5% meer handel
 - hoogstens één weksalaris
- Kosten afschaffen van één munt zijn enorm
 - juridische kosten: in welke valuta luidt een vordering
 - appreciatie van munteenheid Noord Europa, verlies concurrentie
 - problemen bij het bankwezen
 - verlies op vorderingen voor onder meer pensioenfondsen



Opzet

- Baten en kosten van Europa
- Banken en overheden
- Muntunie en schulden
- Conclusie



Verwevenheid nam toe

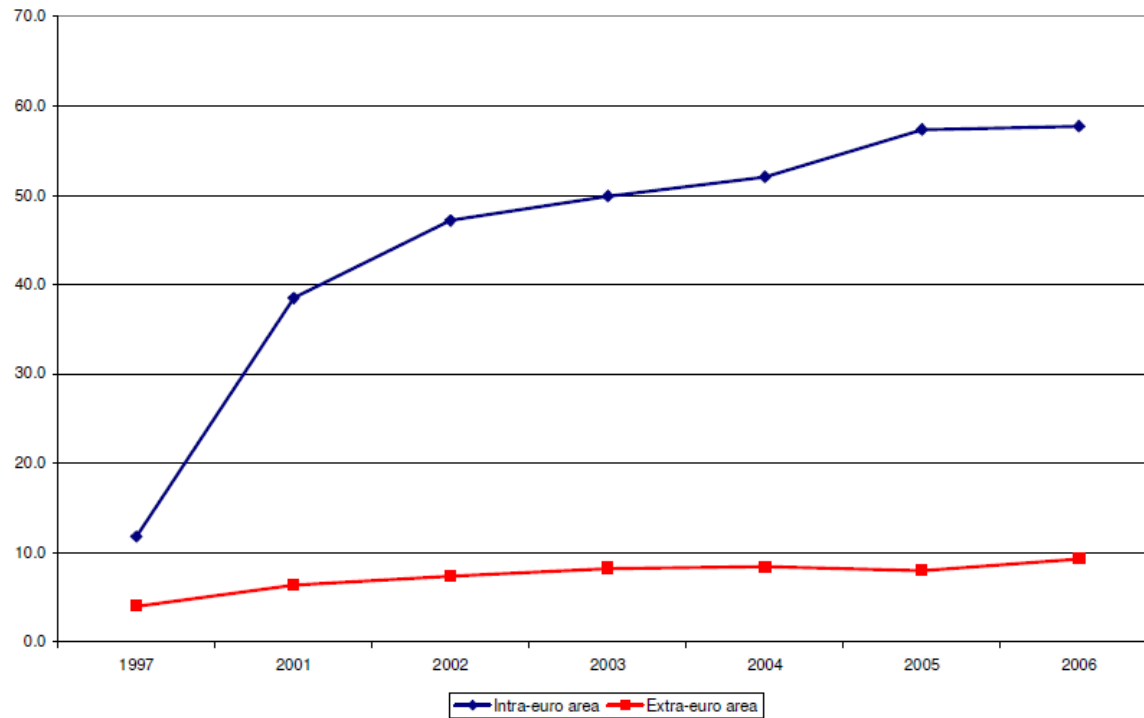


Figure 3: Cross-Border Ownership of Euro Long-Term Debt. Note: . Source: European Central Bank's *Financial Integration Indicators* database.

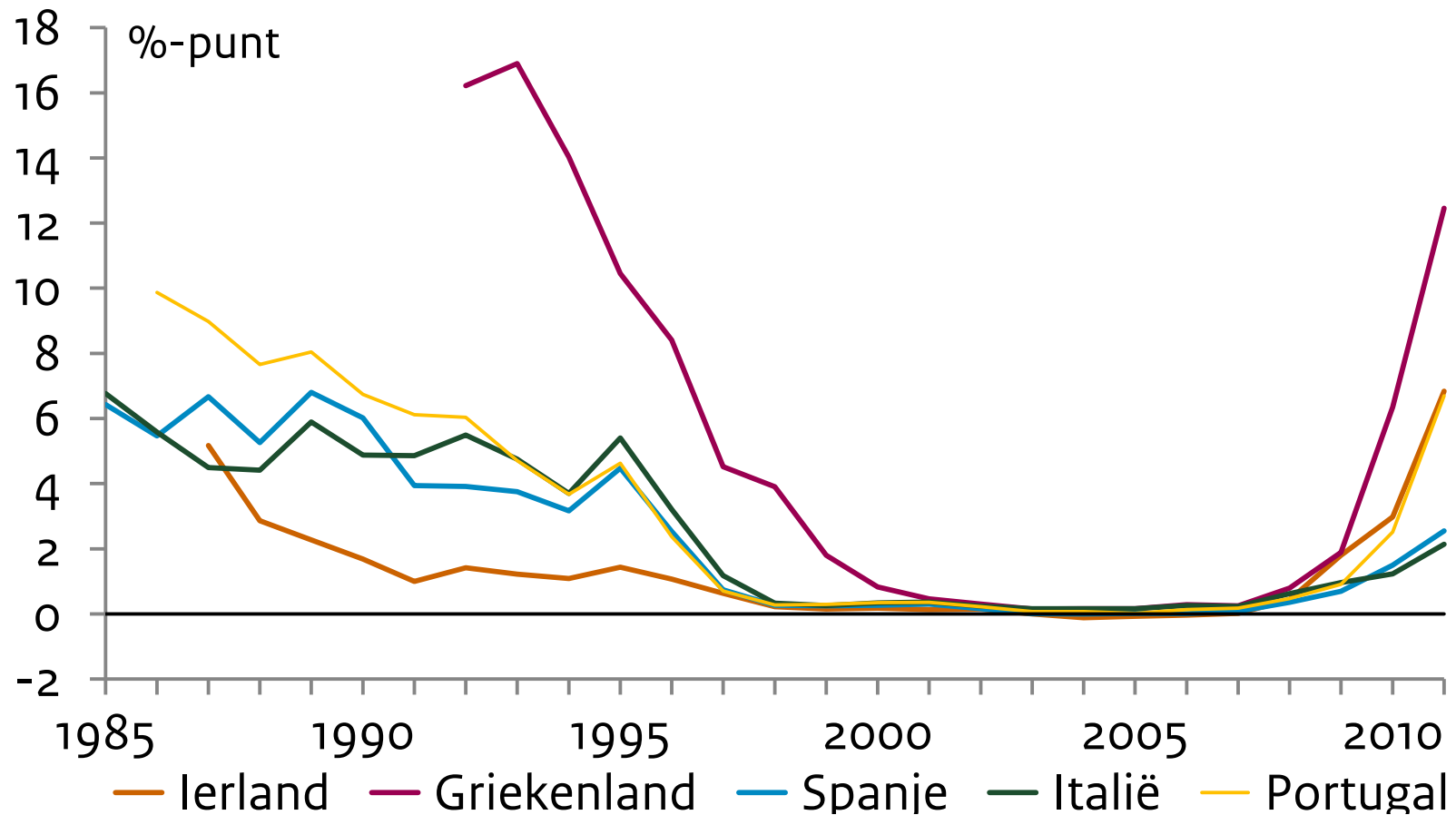


Discrepantie na invoering euro

- Risico's financiële markten steeds meer internationaal
 - sparen bij buitenlandse bank (Icesave)
 - bankleningen in andere EU landen (vastgoed)
 - grensoverschrijdende interbancaire leningen
 - banken houden meer overheidschuld van andere landen aan
- Toezichthouder nationaal
 - houdt alleen rekening met nationale belangen
 - heeft geen invloed op buitenlandse banken
 - coördinatie lastig in tijden van crisis



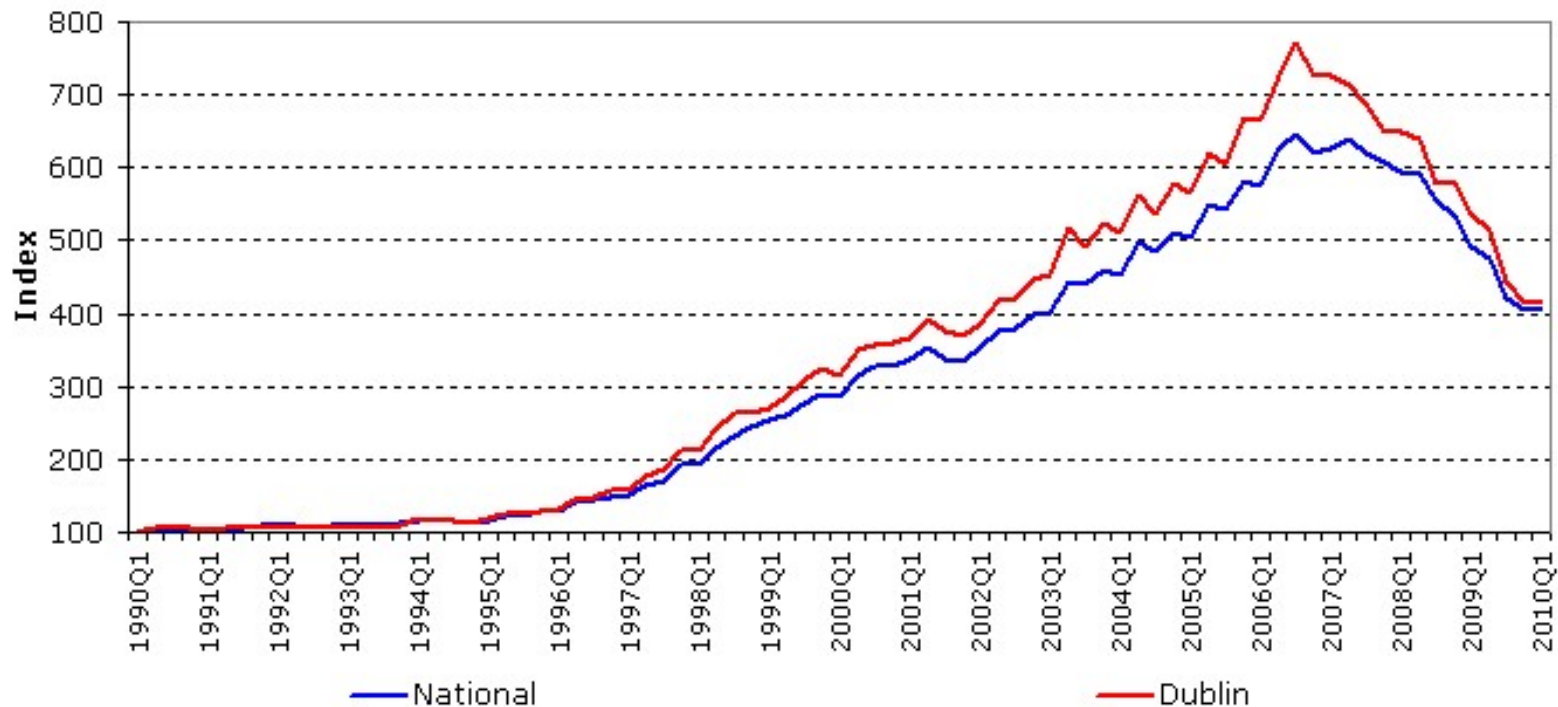
Lage rente voor overheden perifere landen





Luchtbel huizenmarkt, bijv. Ierland

Ireland House Prices (March 1990 = 100)



Source: Central Statistics Office Ireland

www.macrobusiness.com.au



Convergentie en financiering van een luchtbel

lagere rente
overheidschuld

- lager valuta risico
- beter verhandelbaar
- discipline:
no bailout en SGP?



ratings omhoog

- kapitaaleisen
banken omlaag



banken lenen
meer uit

- private sector
- vastgoed

- Veel nog onbekend
 - waarom nemen banken zoveel risico?
 - wat is de rol van het toezicht?
 - waarom op huizenmarkt?



Divergentie: luchtbel knapt

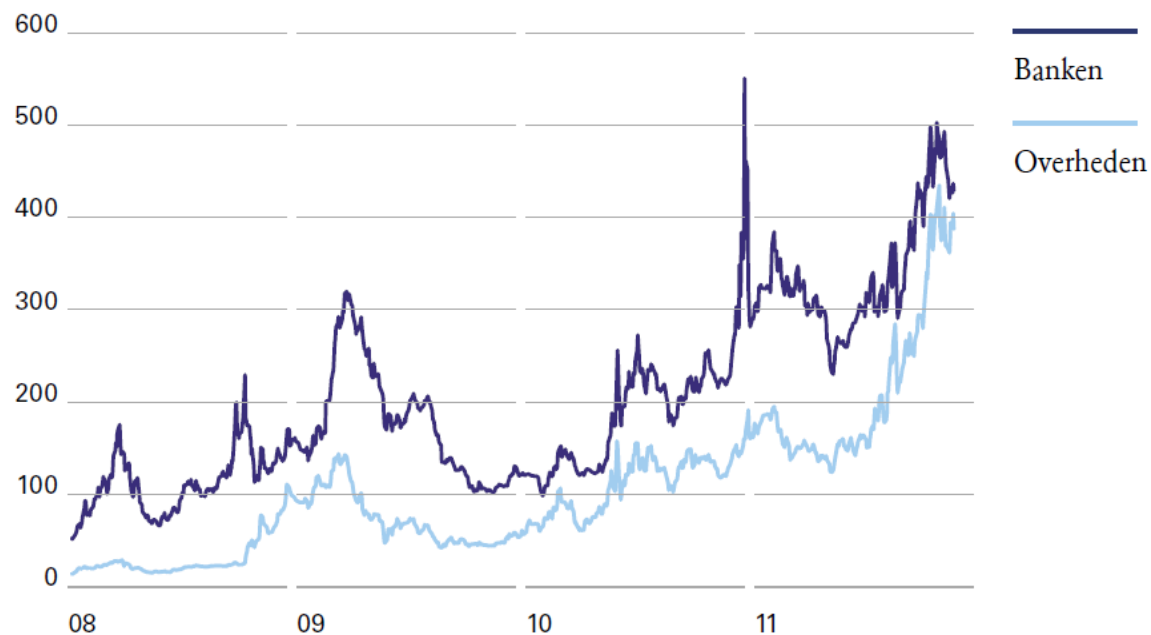




Banken en overheden verstrengeld

Grafiek 1 CDS-premies in het eurogebied

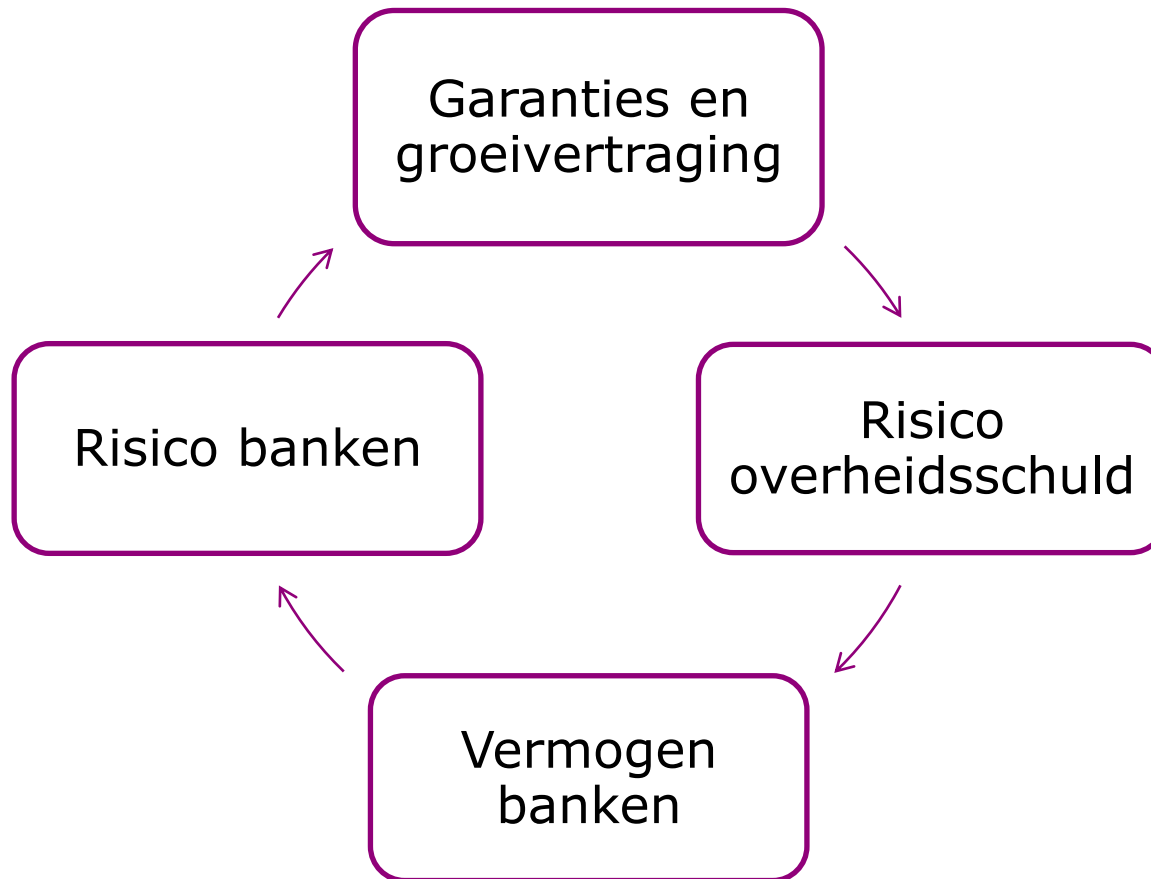
5-jaars CDS-premies, in basispunten, 1-1-2008 t/m 19-10-2011.



CDS-premies van overheden betreft het naar bbp gewogen gemiddelde van de individuele lidstaten.
Bron: Thomson Datastream en IMF.

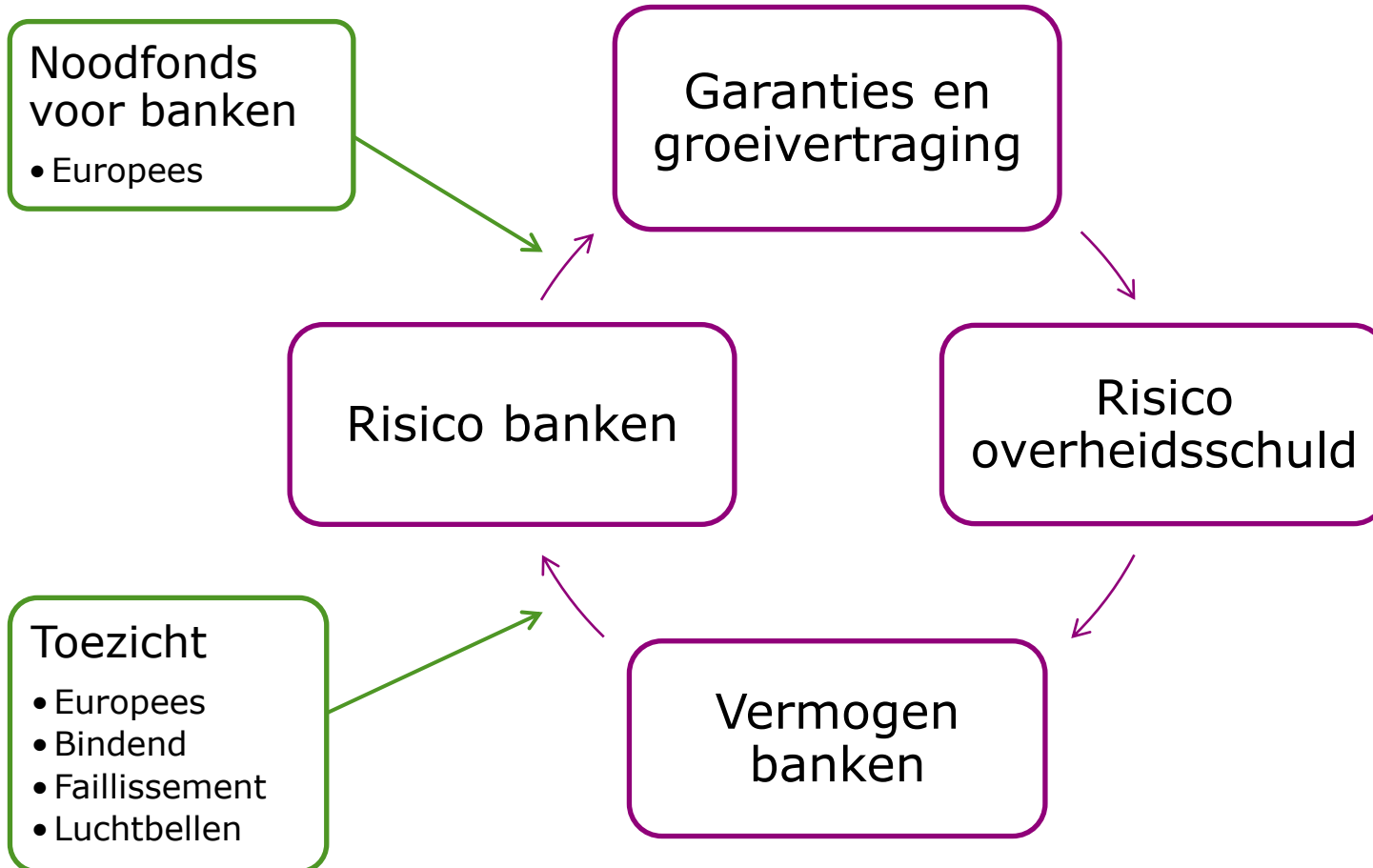


Verstikkende omarming





Institutionele hervormingen: banken





Opzet

- Baten en kosten van Europa
- Banken en overheden
- Muntunie en schulden
- Conclusie



Muntunie: begrotingsbeleid

- Geen unie: begrotingsdiscipline via de markt
- Binnen unie begrotingsrisico
 - Landen met hoge schuld druk op ECB: meer inflatie
 - Besmetting van andere landen door financiële problemen
- Begrotingsdiscipline in EMU
 - Stabiliteits- en groeipact: tekort en schuld normen
 - > geschonden door Duitsland en Frankrijk in 2003
 - Boetes bij overtreding van normen
 - > Portugal krijgt geen sancties in 2002
 - No bailout clause in Verdrag van Maastricht
 - > geloofwaardig?



Waarom werkt muntunie wel in VS en niet in EU?

- Verenigde Staten
 - grote federale begroting (20-30 cent per \$), hoge federale schuld
 - kleine begroting staten, lage schuld van individuele staten
 - strikte begrotingsregels in grondwet van staten
 - federaal depositogarantiestelsel
- Europa
 - kleine federale begroting (1 cent per Euro)
 - grote begroting lidstaten (40-50 cent per Euro), hoge schuld lidstaten
 - nauwelijks bindende (grond)wettelijke begrotingsregels
 - nationale depositogarantiestelsels

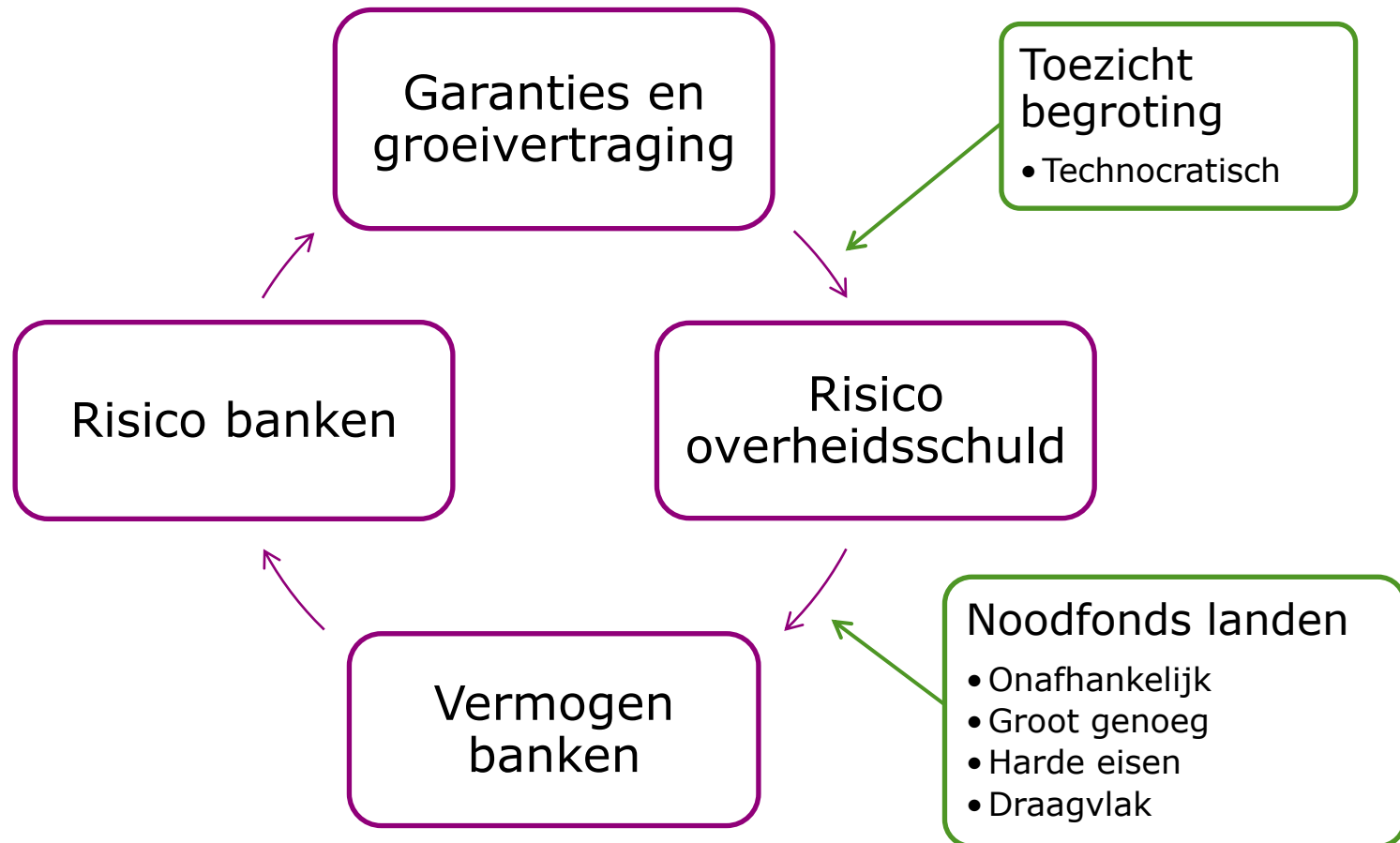


Schuldencrisis

- Liquiditeitsprobleem
 - Bezuinigen
 - Structurele hervormingen: groei versterken
- Solvabiliteitsprobleem
 - Schuld herstructureren en deels kwijtschelden
- Onderscheid niet altijd duidelijk
 - Inschattingen: haalbare bezuinigingen, verwachte groei, etc
 - Zelfbevestigende paniek op financiële markten
 - > oplopende rente verlaagt kans op terugbetaling
 - > besmetting naar andere landen
 - Noodfonds (lender of last resort) nodig voor landen



Institutionele hervormingen: overheden





Praktijk: achter de feiten aan

- Steun EU + IMF
 - Griekenland: april 2010 30 mld; mei 2010 110 mld
 - EFSF mei 2010: 440 mld = 250 mld effectief
 - Ierland: nov 2010: 85 mld
 - EFSF mrt 2011: 780 mld = 440 mld effectief
 - Portugal: april 2011: 78 mld
 - Nodig volgens economen: 1500 a 2000 mld
- ECB koopt Griekse, Italiaanse en Spaanse staatsleningen op
 - kans op politieke druk: ondermijnt onafhankelijkheid
 - begrotingsbeleid = verdeling: vraagt democratische legitimatie
 - risico niet afbetalen: ten koste van afdracht ECB aan lidstaten

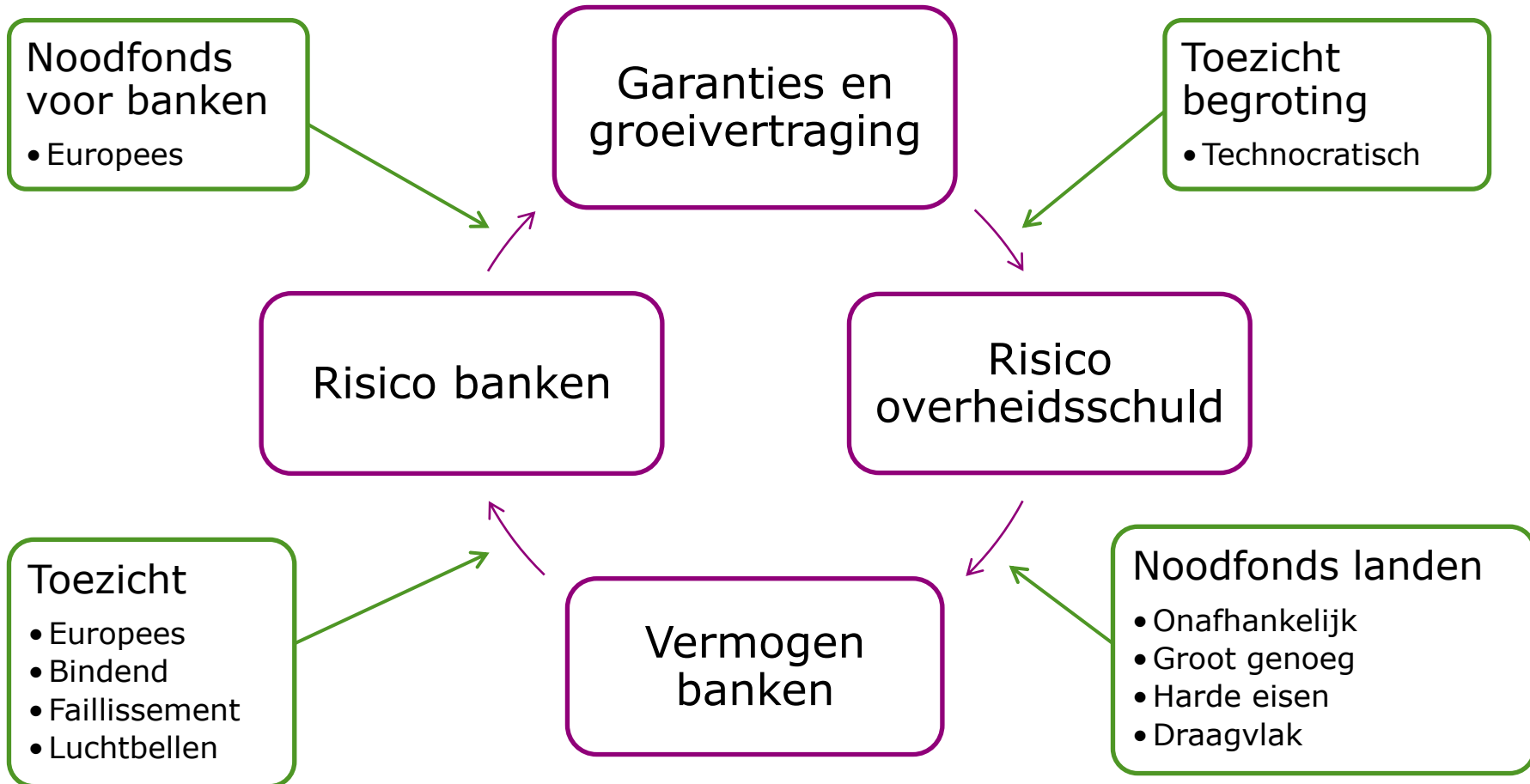


Opzet

- Baten en kosten van Europa
- Banken en overheden
- Muntunie en schulden
- Conclusie



Institutionele hervormingen: banken en overheden





Lange termijn: overdracht bevoegdheden nodig

- Muntunie functioneert alleen met voldoende federale bevoegdheden
- Overdracht bevoegdheden op 4 punten
 1. Europees banktoezicht
 2. Europees noodfonds/depositogarantiestelsel voor banken
 3. Preventief Europees begrotingstoezicht voor lidstaten
 4. Europees noodfonds voor lidstaten met liquiditeitsproblemen
- Begrotingstoezicht en noodfonds geen rol voor ECB



Beleid korte termijn: vergroting noodfonds

- Eurocrisis brengt steeds nieuwe landen in problemen
- Daardoor komt groei in 2012 en daarna steeds verder onder druk
- Groeivertraging nu belangrijkste bron hogere tekorten en schuld
- Crisis werkt nu zelfversterkend
- Dus: Besmetting een halt toeroepen

- Geloofwaardig hervormingsprogramma's, vooral voor Italië
- Effectieve vergroting noodfonds nodig, "*The Big Bazooka*"
- Duitsland heeft als grootste land het voortouw
- Echter: Nederland vanwege goede uitgangspositie belangrijk
- Overtuigend commitment van EU-leiders cruciaal