

# De Europese fiscale unie.<sup>1</sup> Beschouwingen over de ontwikkeling van de eurozone

HANS-WERNER SINN

## 1. De droom aan diggelen

‘Enkele jaren geleden moest men een groot deel van de sceptici in Europa en elders ervan overtuigen dat de euro er echt zou komen. Vele waarnemers wezen op de vermeende tegenstellingen en veronderstelde inconsequenties van de euro. Zo beweerde men bijvoorbeeld dat de economische en structurele verschillen tussen de eurolanden te groot zouden zijn om een levensvatbare muntunie te vormen... De feiten hebben aangetoond dat deze conclusie fout is.’<sup>2</sup> Met deze woorden diende Jean-Claude Trichet, de latere president van de ECB, in 2001 de eurosceptici van antwoord. En voor Helmut Kohl was de euro het grote vredesproject van Europa.<sup>3</sup> Ook Angela Merkel heeft later meermaals in zulke bewoordingen gesproken.<sup>4</sup>

Laat ons eerlijk zijn: deze voorspellingen zijn niet uitgekomen. De eurozone kreunt vandaag de dag onder de last van structurele

1 Vertaling door Hans Verboven

Deze tekst is een uitgebreide en herwerkte versie van de Sohmen Lecture 2012, gehouden in de Grote Aula van de Ludwig-Maximilians-Universität München op 26 april 2012. Een eerdere versie verscheen in het Duits als IFO Working Paper 131. Deze versie: 3 juli 2012. Mijn dank voor deze erkenning gaat uit naar de Egon-Sohmen-Stiftung, in het bijzonder naar Egon Sohmen zelf, wiens baanbrekende boeken ik als jonge wetenschapper verslonden heb. Nog steeds profiteer ik van de door hem aangereikte inzichten, in het bijzonder de meesterlijke combinatie van de micro-economische allocatietheorieën met de macro-economische monetaire buitenlandse handelstheorieën. Verder wil ik Lars Feld, Stefan Homburg, Dietrich Murswiek, Georg Milbradt en Benjamin Weigert bedanken voor hun zinvolle opmerkingen en ook Wolfgang Meister, Nadjeschda Arnold, Anja Rohwer en Christopher Weber voor hun toegewijde hulp bij mijn onderzoek.

2 Trichet, J.-C., *The Euro after Two Years*. In: *Journal of Common Market Studies* 39, 2001, p. 1-13.

3 Kohl, H., 23 april 1998, *Rede vor dem Deutschen Bundestag bei der Aussprache über den Beschluss der Bundesregierung zur Festlegung des Teilnehmerkreises an der dritten Stufe der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion*, [http://helmut-kohl.kas.de/index.php?menu\\_sel=17&menu\\_sel2=&menu\\_sel3=&menu\\_sel4=&msg=1764](http://helmut-kohl.kas.de/index.php?menu_sel=17&menu_sel2=&menu_sel3=&menu_sel4=&msg=1764).

4 *Die Bundesregierung*, Interview met Angela Merkel, 9 november 2011, *Der Euro – weit mehr als Währung*, <http://www.bundesregierung.de/Content/DE/Interview/2011/11/2011-11-09-merkel-dpa.html>.

onevenwichten tussen de deelnemende landen, en in Griekenland protesteert men met hakenkruisvlaggen tegen Duitsland. De anders zo bedaarde Italiaanse minister-president Mario Monti stelde voor zijn amtsbezoek aan Berlijn zelfs dat de Italianen op straat zouden komen om tegen Duitsland te protesteren, mocht dit land er niet in slagen de Italiaanse staatsschuld te verminderen.<sup>5</sup> Nadat ook president Obama Duitsland opriep om meer lasten te dragen is in het bijzonder ook in de Angelsakische media de toon van het debat duidelijk verscherpt. De speculant George Soros, die met veel geld een economisch onderzoeksnetwerk financiert dat de naam Institute for New Economic Thinking draagt, verweet Duitsland dat het imperialistische strategieën zou toepassen en voorspelde de 'haat der volkeren'.<sup>6</sup> De gerespecteerde Britse columnist Anatole Kaletsky tapte uit hetzelfde vaatje toen hij Duitsland als grootste gevaar voor Europa afschilderde.<sup>7</sup> En de Engelse krant *New Statesman* noemde Angela Merkel zelfs de meest gevaarlijke leider ter wereld.<sup>8</sup> Het internationale isolement waarin Duitsland tijdens de eurocrisis landde, kent in de naoorlogse periode zijn gelijke niet. Nooit eerder was de wrok ten aanzien van de Duitsers zo groot als vandaag de dag. En nooit eerder probeerde men een Duitse kanselier zo klem te zetten als in de weken voor de EU-top van eind juni 2012. Goede bedoelingen zijn geen garantie voor goede resultaten.

Indien men twintig jaar geleden de moeilijkheden waarin de eurozone zich thans bevindt en de druk die we thans moeten weerstaan, had kunnen voorspellen, dan had Duitsland nooit ingestemd met de euro. Of toch niet met alle landen die nu deel uitmaken van de eurozone. Ook dit is een van de nuchtere vaststellingen die men in de huidige situatie moet maken.

De euro heeft Europa klaarblijkelijk geen economisch evenwicht gebracht. Het zuidwesten van Europa (inclusief Frankrijk) bevindt zich vandaag de dag in een diepgaande economische crisis terwijl Duitsland na een lange periode van malaise een afnemende werkloosheid kent. Volgens de prognose van het Institute zal in dit jaar een op twintig Duitsers werkloos zijn, maar in Spanje is een op de

vier en bij de jongeren zelfs een op twee werkloos. Griekenlands economie bevindt zich in vrije val. Italië, Portugal en Frankrijk beven. Uit al deze landen is er een grote kapitaalvlucht. Alleen uit Italië en Spanje vloeide tussen juli 2011 en maart 2012 maar liefst 475 miljard euro aan kapitaal weg. Alleen in Ierland is de situatie na een vroeg begonnen en reeds gigantische kapitaalvlucht duidelijk gekalmeerd. Er zijn thans echter eerste indicaties dat deze ontwikkelingen nu ook op de Duitse economie greep zouden kunnen krijgen.

De intellectuele eerlijkheid gebiedt om toe te geven dat de sepietische economen van de Bundesbank, met op kop de voormalige president van de Bundesbank, Hans Tietmeyer, gelijk hadden.<sup>9</sup> Datzelfde geldt ook voor de economen Martin Feldstein<sup>10</sup>, Milton Friedman<sup>11</sup>, Manfred Neumann<sup>12</sup> of Joachim Starbatty<sup>13</sup>, die niet nalieten te benadrukken dat de euro door de aanzienlijke structurele divergenties in de eurozone te vroeg zou komen. Dat geldt ook voor de 155 Duitse economen die in 1998 de publieke oproep tegen de volgens hen te snelle invoering van de euro ondertekend hadden.<sup>14</sup>

Nu moet de euro met politieke overeenkomsten gered worden. Twee nieuwe verdragen werden of zullen door de parlementen van Europa geratificeerd worden. Er is het Verdrag over het Europese Stabiliteitsmechanisme (ESM) van 2 februari 2012 en er is het Verdrag inzake Stabiliteit, Coördinatie en Bestuur in de Economische en Monetaire Unie van 2 maart 2012, ook wel bekend als het fiscale pact. Het eerste verdrag geldt voor de landen van de eurozone en verzekert het reddingsgeld, het andere geldt in principe voor alle landen van de EU en beperkt de schulden. Beide verdragen beschrijven de weg naar een Europese fiscale unie, echter zonder een volledige politieke unie te bereiken.

De beide verdragen die als basis moeten dienen voor de fiscale unie bevinden zich op intergouvernementeel niveau, dus onder het niveau van een Europees verdrag, omdat Groot-Brittannië niet akkoord wilde gaan.

Destijds verdedigde de Bundesbank de zogenaamde kronings-theorie waarbij de euro slechts op het einde van een historisch con-

5 Alexander, R., *Mario Monti wehrt sich gegen Italien-Misstrauen*. In: *Welt online*, 11 januari 2012, <http://www.welt.de/politik/ausland/article13810405/Mario-Monti-wehrt-sich-gegen-Italien-Misstrauen.html>.

6 *Star-Investor propheet Hass auf Deutschland*. In: *Spiegel online*, 26 juni 2012, <http://www.spiegel.de/wirtschaft/interview-mit-george-soros-zu-deutschland-und-zur-eurokrise-a-841021.html>.

7 Kaletsky, A., *Can the Rest of Europe Stand up against Germany?* In: *Reuters*, Opinion, 20 juni 2012, <http://blogs.reuters.com/anatole-kaletsky/2012/06/20/can-the-rest-of-europe-stand-up-to-germany/>. Kaletsky is voorzitter van de raad van bestuur van het Institute for New Economic Thinking dat door George Soros gefinancierd wordt.

8 *Europe's most Dangerous Leader*. In: *New Statesman*, 25 juni 2012.

9 *Die Allianz der Skeptiker*. In: *Der Spiegel*, nr. 37, 8 september 1997, p. 22-24.

10 Feldstein, M., *The Political Economy of the European Economic and Monetary Union: Political Sources of an Economic Liability*. In: *The Journal of Economic Perspectives* 11, 1997, p. 23-42.

11 Friedman, M., *Why Europe Can't Afford the Euro – The Danger of a Common Currency*. In: *The Times*, 19 november 1997.

12 Neumann, M., *Die Mark ist ein Wohlfaktor*. In: *Zeit online*, 16 oktober 1992, <http://www.zeit.de/1992/43/die-mark-ist-ein-wohlstandsfaktor>.

13 Darnstädt, T., *Vier gegen den Euro*. In: *Der Spiegel*, nr. 3, 12 januari 1998.

14 *Manifest der deutschen Volkswirtschaftsprofessoren gegen eine verfrühte Einführung des Euro*. *Der Euro kommt zu früh*. In: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, nr. 33, 9 februari 1998.

vergentieproces van de staten zou kunnen worden ingevoerd.<sup>15</sup> De beide nieuwe verdragen voor de fiscale unie tonen echter dat men nu de zogenaamde hefboomtheorie heeft toegepast waarbij de euro zelf een verdere economische integratie zou afdwingen. Uit de crisis moet dus een verdere stap in de staatsstructuur van Europa ontstaan.

Dat de beide verdragen door ratificatie in werking treden, is op dit moment (1 juli 2012) weliswaar te verwachten, maar verre van zeker. Het fiscale verdrag wordt voor de toestemmende landen pas geldig als er twaalf eurolanden verzameld zijn.<sup>16</sup> En voor het in werking treden van het ESM-verdrag moet 90% van het bare kapitaal gestort zijn.<sup>17</sup> In Duitsland hebben de 'Bundestag' (parlement) en de 'Bundesrat' de beide verdragen op 29 juni 2012 goedgekeurd. Maar het Bundesverfassungsgericht heeft de bondspresident verzocht om beide verdragen vooreerst nog niet te ondertekenen omdat het zich nog over de gegrondheid van de verschillende ingediende klachten beraadt.

Bij het finaliseren van deze bijdrage (3 juli 2012) hadden zes van de zeventien eurolanden (Frankrijk, België, Griekenland, Finland, Slowakije en Slovenië) de ratificering van het ESM-verdrag door indiening van de ratificatieoorkonde formeel goedgekeurd. Het Portugese parlement heeft het verdrag goedgekeurd maar nog niet via oorkonde gedeponereerd. Italië, Spanje, Nederland, Oostenrijk, Ierland, Luxemburg, Cyprus, Estland en Malta hebben het ESM-verdrag nog niet geratificeerd. Slechts drie van de vijftiengint EU-landen hebben de ratificatieoorkonde voor het fiscale pact al ingediend (Griekenland, Slovenië en Letland). In zes andere landen werd de parlementaire goedkeuring gegeven (Duitsland, Portugal, Cyprus, Denemarken en Roemenië) of werd er met succes een referendum gehouden (Ierland), maar de ratificatieoorkonden werden nog niet ingediend.<sup>18</sup>

Frankrijk is een van de landen die het fiscale verdrag op dit moment nog niet geratificeerd hebben. Het land heeft weliswaar het ESM-verdrag goedgekeurd, maar François Hollande, de winnaar van de presidentsverkiezingen, had voor zijn verkiezing aangekondigd dat hij over het fiscale verdrag opnieuw wenste te onderhandelen en een ratificatie in de huidige vorm niet zou aanvaarden.<sup>19</sup> Juri-

disch gezien kan Frankrijk het fiscale verdrag links laten liggen. Het verdrag verliest daarmee geen bindingskracht voor de staten die het geratificeerd hebben in zoverre het er minstens twaalf zijn. Als schuldeiser zou Frankrijk dan profiteren van de steun die het ESM-verdrag aan zijn Zuid-Europese debiteuren schenkt, zonder zelf aan het fiscale verdrag onderworpen te zijn.<sup>20</sup> Tegen deze Franse eigengereidheid had Duitsland zich kunnen indekken door de ratificatie van het ESM-verdrag aan de Franse ratificatie van het fiscale verdrag te koppelen want zonder Duitsland komt men niet aan de noodzakelijke betaling van 90% baar kapitaal. Zonder Duitsland en Portugal waren bij het schrijven van deze bijdrage 29,7% van het baar kapitaal van het ESM verzekerd, met Duitsland en Portugal 59,4%.

Een bijkomende onzekerheid betreft de besluiten van de EU-top van 28 en 29 juni waardoor het ESM-verdrag al aangepast moet worden, vooraleer het überhaupt van kracht is. Over deze besluiten wordt verder in deze bijdrage bericht.

## 2. De voorrang van de politiek

Hoewel men ze openlijk propageerde, waren het niet de algemene economische voordelen die destijds voor de euro pleitten. Veeleer waren politieke verdeel- en heersprincipes doorslaggevend. Er waren weliswaar economische voordelen zoals een vermindering van transactiekosten en een verhoging van de markttransparantie, maar de keerzijde van de medaille was dat men via wisselkoersaanpassingen de concurrentiepositie niet meer zou kunnen herstellen. Vanuit economisch standpunt was de balans dus op zijn minst onduidelijk. Des te duidelijker sloeg de politieke balans door.

Gezien de dominantie van de D-Mark en de Bundesbank in het Europese wisselkoerssysteem wilden veel Europeanen het door de eenmaking schijnbaar versterkte Duitsland temperen en een grotere invloed op de rentepolitiek in Europa uitoefenen.

Het Delors-plan uit 1989 was al een exponent van het streven om uit een situatie los te komen waarbij men de eigen munt als een

15 *Gut für Deutschland*. In: *Der Spiegel*, nr. 3, 15 januari 1996, p. 84-85.

16 Zie hiertoe *Vertrag über Stabilität, Koordinierung und Steuerung in der Wirtschafts- und Währungsunion* van 2 maart 2012, in het wetsvoorstel van de fracties CDU/CSU en FDP van 20 maart 2012, Deutscher Bundestag Drucksache 17/9046, Art. 14 Abs. 2.

17 Zie hiertoe het ESM-verdrag, Art. 48.

18 Mededeling van de persdienst van de Raad van de Europese Unie op 2 juli per e-mail.

19 Vgl. Kaczmarek, M., *Bundestag: Fiskalpakt wird mit Hollande nachverhandelt*. EurActiv.

de, 23 april 2012, <http://www.euractiv.de/wahlen-und-macht/artikel/bundestag-fiskalpakt-wird-mit-hollande-nachverhandelt-006232>.

20 Frankrijk zou dan wel niet zelf kunnen genieten van de directe financiële steun van het ESM. Zie hiertoe *Vertrag zur Einrichtung des Europäischen Stabilitätsmechanismus*, 2 februari 2012 in het wetsvoorstel van de fracties CDU/CSU en FDP van 20 maart 2012 (Deutscher Bundestag Drucksache 17/9045, Präambel Nr. 5). Het is evenwel Frankrijk dat het meest bij het ESM-verdrag gebaat is omdat de Franse banken met afstand de grootste investeerders in Zuid-Europa zijn.

aanhangsel van de D-Mark percipieerde.<sup>21</sup> Met de eenmaking van Duitsland werd dit streven oppermachtig en dit manifesteerde zich in het Verdrag van Maastricht van 1992.<sup>22</sup> In dit verdrag kwamen de Europese staten overeen om de euro in te voeren van zo gauw aan verscheidene convergentiecriteria voldaan zou zijn, maar ten laatste op 1 januari 1999.<sup>23</sup>

De drijvende kracht achter dit verdrag was Frankrijk. President Mitterrand had de D-Mark als 'force de frappe' van de Duitsers, dus als nucleair wapen betiteld.<sup>24</sup> Het Verdrag van Maastricht had hij aan zijn landgenoten voorgesteld als een verdrag dat beter voor Frankrijk zou uitvallen dan het Verdrag van Versailles, letterlijk, een 'super-Versailles'.<sup>25</sup> De regeringstrouwe krant *Le Figaro* triomfeerde met een slogan die in de periode van het Verdrag van Versailles tegen Duitsland gebruikt werd: 'Nu moeten ze betalen!' Rudolph Augstein nam hieraan destijds erg veel aanstoot in het weekblad *Der Spiegel*.<sup>26</sup>

Of en in welke mate *Le Figaro* daadwerkelijk wist dat Duitsland voor de reddingsparaplu's van de EU zou moeten betalen, laten we in het midden. Het is ondertussen goed gedocumenteerd dat Mitterrand, die de Duitse eenmaking aanvankelijk actief bestreden had, zijn instemming met die eenmaking van de invoering van de euro liet afhangen.<sup>27</sup> Het akkoord en de geplande regeringsconferentie in Maastricht werden door Mitterrand en Kohl samen meegedeeld op een persconferentie op 4 januari 1990.<sup>28</sup>

Kohl was bereid om zijn land te laten inbinden en om de goede vrede te bewaren nam hij de verantwoordelijkheid voor het opgeven van de D-Mark. De economische problemen die de euro volgens economen met zich mee zou brengen heeft hij genegeerd, net

zoals hij het met de voorspelbare problemen ten gevolge van de eenmaking deed. In de regering heerste toen net zoals nu de idee dat er een voorrang van de politiek op de economische wetten geldt. Men heeft weliswaar geluisterd naar de waarschuwingen en argumenten van de economen; maar omwille van de enorme politieke druk die door de andere Europese landen werd uitgeoefend, was men eerder geneigd om voor politieke argumenten te zwichten die men kon begrijpen, liever dan voor economische wetten waarvan men de draagwijdte niet kon overzien. De beslissing voor een 'ja' aan de euro werd als een 'nee' aan toekomstige oorlogen voorgesteld en er was toen geen alternatief, net als vandaag de dag met de beslissingen over de reddingsparaplu's het geval is.

Kohl probeerde als tegenprestatie voor het opgeven van de D-Mark een politieke unie in Europa te bewerkstelligen, maar dat wenste Mitterrand niet. De politieke unie vond in Frankrijk geen consensus. Later, bij de invoering van de euro had president Chirac zelfs gezegd: 'Ik zal niet aanvaarden dat Europa in een superstaat verandert of dat het institutioneel evolueert in de richting van de Verenigde Staten.'<sup>29</sup> Het ging de andere landen met de euro veel meer om harde economische voordelen dan wel om een grote stap op de weg naar een Europese confederatie.

Men wilde vooral lagere rentetarieven voor staatsleningen. Ondanks de 'Franc fort'-politiek van Jean Claude Trichet, die toen president was van de Banque de France, moest Frankrijk steeds iets hogere rentevoeten betalen dan Duitsland, wat het budget van publieke en private debiteuren belastte. Men veronderstelde dat met de euro het wisselkoersrisico zou wegvallen en alle landen zouden kunnen genieten van dezelfde lage rentevoeten als Duitsland.

Dat was ook het alles overheersende motief bij de diep in de schulden zittende Zuid-Europese landen, die maar al te graag de euro wilden. Italië, Spanje en Portugal moesten in het decennium voor de aankondiging van de euro op de top van Madrid in december 1995 rentevoeten van meer dan 10% betalen. Het aandeel van rentekosten van de staat in het bnp bedroeg voor Italië begin jaren negentig 12%, voor Duitsland slechts 3%.

Het plan werkte, want de rentevoeten zakten reeds na de aankondiging op de top van Madrid in 1995 binnen een periode van slechts twee jaar naar het Duitse niveau. Dit bracht aanvankelijk enkel verlichting bij nieuw uitgeschreven staatsleningen, maar geleidelijk kon bijna de hele Italiaanse staatsschuld onder het nieuwe renteklimaat gefinancierd worden.

21 Delors-Bericht, 1989, *Bericht zur Wirtschafts- und Währungsunion in der EG*, gepubliceerd door de Ausschuss zur Prüfung der Wirtschafts- und Währungsunion, in: H. Krägenau und W. Wetter, Hrsg., *Europäische Wirtschafts- und Währungsunion. Vom Werner-Plan zum Vertrag von Maastricht. Analysen und Dokumentation*, Nomos, Baden-Baden, 1993, p. 146-157.

22 Hiertoe *Vertrag über die Europäische Union* van 29 juli 1992, ABl. EG Nr. C 191, S. 1 (EUV).

23 Hiertoe EUV, Art. 109j. Abs. 4.

24 Hiertoe Proissl, W., *Why Germany Fell out of Love with Europe*. In: *Bruegel Essay and Lecture Series*, 1 juli 2010, <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/417-why-germany-fell-out-of-love-with-europe/>.

25 Gedocumenteerd door Hubertus DeBloch, de voormalige chef van de Vertegenwoordiging van de Vrijstaat Beieren bij de EU in een brief aan Hans-Werner Sinn van 27 mei 2010 en in een telefoongesprek met Anja Rohwer (ifo Institut) op 25 april 2012.

26 Augstein, R., *Neues vom Turmbau zu Babel*. In: *Der Spiegel*, nr. 42, 18 oktober 1993, p. 29.

27 Sauga, M., S. Simons & K. Wiegrefe, *Der Preis der Einheit*. In: *Der Spiegel*, nr. 39, 27 september 2010, p. 34-38.

28 Zie hiertoe het gesprek van bondskanselier Kohl met president Mitterrand, in Latché, 4 januari 1990, *Dokumente zur Deutschlandpolitik*, 1998, p. 582 e.v.

29 Jaques Chirac op 6 maart 2002. Zie Vogel, W., *Frankreichs Europapolitik nach der Wahl, Deutsch-Französisches Institut, Aktuelle Frankreichanalysen*, nr. 18, augustus 2002.

In 2000 moest de Italiaanse staat nog slechts 6,3% van het bnp aan rentelasten spenderen en in 2010 nog maar 4,5%, een reusachtig verschil met de 12% die men voordien had moeten betalen. Het voordeel was een kwart groter dan het geheel van de Italiaanse btw-inkomsten.

Indien Italië deze rentewinsten had opgespaard, zou het vandaag de dag geen staatschulden meer gehad hebben. Dan had Mario Monti Duitsland niet moeten wijzen op mogelijke straatprotesten door de hoge Italiaanse rentevoeten. In werkelijkheid werd het rentevoordeel opgesoupeerd en voor een vermindering van het primaire saldo gebruikt, dus als extra uitgave of als belastingvermindering. Het primaire saldo steeg tussen 1995 en 2000 weliswaar van 4,1% van het bnp naar 5,4%, ondanks de vermindering van rentelasten van 5,3% van het bnp. Maar in 2001 was het primaire saldo al opnieuw naar 3,1% gezakt en in 2008, het jaar voor de conjunctuurval omwille van de wereldwijde crisis, bedroeg het nog slechts 2,5%. In 2010 was het volledig verdwenen (0%).<sup>30</sup> De rentevoordelen werden dus volledig opgesoupeerd. Door het rentevoordeel was er een tijdelijke afname van de Italiaanse schuld, tot 2004 naar 103% van het bnp. Thans ligt ze met 120% van het bnp weer op het niveau van toen het land in de euro stapte.

Men moet evenwel opmerken dat het voordeel van Italië in werkelijkheid niet zo groot is als het aanvankelijk leek omdat het land door de invoering van de euro niet langer in staat is om zijn schulden door inflatie in waarde te laten afnemen. Dit is daadwerkelijk een groot probleem. Italië heeft weliswaar ook met de euro gezwind verder geïnfationeerd, maar dit lukte enkel ten koste van de vermindering van de concurrentiepositie. Indien men het bnp volgens concurrentiele prijzen zou appreciëren zou in dit opzicht de schuldgraad van Italië vandaag geen 120% van het bnp bedragen, maar nog veel hoger uitvallen. Maar dat waren aspecten waarvan de Italiaanse politici zich zeker en vast niet bewust waren toen ze omwille van de lagere rentevoeten tot de eurozone wensten toe te treden.

Op de weg naar renteconvergentie heeft de euro er overigens zelf voor gezorgd dat het Italiaanse toetredingscriterium van het begrotingstekort werd vervuld. Door de rentelastvermindering viel het begrotingstekort zo sterk terug dat de Italiaanse staat nauwelijks inspanningen moest leveren om onder de voorgeschreven 3% van het bnp te geraken.

Gelijkaardig verging het de andere landen uit de eurozone die zich thans in problemen bevinden. In Griekenland was de rentelast-

vermindering bijzonder groot. Weliswaar nam Griekenland aan de onherroepelijke vastlegging van de wisselkoersen aanvankelijk niet deel, waardoor het land dacht dat het zich met vervalste cijfers in de euro moest zien binnen te werken. Maar ook Griekenland kon van de voordelen van de renteconvergentie genieten. De Griekse rente zakte dankzij de euro van 25% naar 4%.

De bevolking van de zuiderse landen had zo mogelijk nog duidelijker en eenvoudiger voorstellingen van het voordeel dat de euro zou brengen. 'De Griek was gebrand op de euro. Hij wilde eens in zijn leven een mooie Duitse auto bezitten,' zei de Griekse zanger Costa Cordalis onlangs in de talkshow 'Menschen bei Maischberger'.<sup>31</sup> Dat roept herinneringen op aan de Duitse eenmaking. De leuze 'Ofwel komt de D-Mark naar ons, ofwel komen wij naar de D-Mark,' die voor de eenmaking in de DDR weerklonk, toont het symbolische karakter van de munteenheid evenzeer.

Waarvan de Duitse bevolking zich bij de invoering van de euro niet bewust was, is het feit dat het niet slechts om een gemeenschappelijke munt ging, maar met een blik op de toekomst ook om een transferunie. De euro was de verpersoonlijking van een gemeenschappelijk inkomensniveau, dezelfde welvaart zoals in Noord-Europa. In desbetreffende publicaties werd toen al gewag gemaakt van het feit dat men uiteindelijk tot een Europese verdeling van inkomsten en uitgaven naar Duits model wenste te komen.<sup>32</sup>

De Duitse regering en de Bundesbank hadden dit natuurlijk voorzien. Ze wilden de Zuid-Europese landen eigenlijk liever buiten houden uit schrik voor de hoge staatschulden van die landen. Daarom had men in het Verdrag van Maastricht als één van de

31 *Menschen bei Maischberger*, 28 februari 2012. Thema: *Der letzte Sirtaki: Griechen bankrott, Deutsche zahlen trotzdem?*

32 De rol van fiscale transfers werd al in het Werner-plan (Report to the Council and the Commission on the Realisation by Stages of Economic and Monetary Union in the Community, *Europäische Kommission*, 1970) gethematiseerd. In het MacDougall-Report (*Europäische Kommission, MacDougall-Report, Vol I: The Role of Public Finance in European Integration*, en *MacDougall-Report, Vol II: Individual Contributions and Working Papers*, 1970) werd een budget van 5 tot 7% van het bnp voor transfers tussen de lidstaten gesuggereerd. Courchene, T., C. Goodhart, A. Majocchi, W. Moesen, R. Prud'homme, F. Schneider, S. Smith, B. Spahn und C. Walsh, *Stable Money – Sound Finances*. In: *European Economy* 53, 1993) concretiseren de eis van de EU met een pleidooi voor een stabilisatiefonds. Volgens Van Rompuy, P., F. Abraham und D. Heremans, *Economic Federalism and the EMU*, 11: *European Economy Special Edition* 1, 1991) waren de herverdelingsmechanismen voor de lidstaten compensaties voor het afstaan van bevoegdheden. Zie ook Obstfeld, M. & G. Peri, *Regional Non-adjustment and Fiscal Policy: Lessons for EMU*. In: *NBER Working Paper* 6431, 1998; onder andere, *Maastricht Follies – Fiscal Policy Should not Be Constrained under a Single Currency*. In: *The Economist*, 9 april 1998, <http://www.economist.com/node/159467>; Fuceri, D., *Does the EMU Need a Fiscal Transfer Mechanism?* In: *Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung* 73, 2004, nr. 3, p. 418-428.

30 Zie Eurostat, Datenbank Wirtschaft und Finanzen, Sektor Staat, geraadpleegd op 20 juni 2012.

voorwaarden voor toetreding tot de euro een maximale schuldgraad van 60% opgenomen. Met deze grens zouden Griekenland, Italië en Spanje inderdaad uit de boot gevallen zijn.

Maar toen al was het duidelijk dat als puntje bij paaltje komt, Europa zijn eigen verdragen niet respecteert. De zuiderse landen en Frankrijk, dat van nature veel interesses heeft in het Middellandse Zeegebied, drongen zo lang aan tot de regering Kohl bijdraaide en de grote eurozone accepteerde. Er zijn zelfs aanwijzingen om te vermoeden dat Helmut Kohl zelf er voor te vinden was om de 60%-regel te laten vallen om zo zijn droom te kunnen waarmaken<sup>33</sup> om als vader van het Verenigd Europa in de geschiedenisboeken te kunnen treden.

Wat er ook van zij, de Club Med kreeg onder leiding van Frankrijk door de opening van de eurozone naar het Zuiden de politieke overhand en zou voortaan de toekomst van de eurozone op beslissende wijze mee bepalen. In de ECB-raad komt Club Med bijna 70% van de stemmen toe. Tijdens de huidige schulden crisis wordt de Bundesbank zoals bekend voortdurend weggestemd.<sup>34</sup> En bij het topeverleg van de staatshoofden op 28 en 29 juni jongstleden stond Angela Merkel voor een gesloten blok van de drie grote Romaanse landen Frankrijk, Spanje en Italië, die haar tot verregaande toegevingen dwongen – maar hierover verder meer.

Door de overname van de Treuhandschulden door Duitsland die onder druk van de EU in 1995 plaatsvond, was het land zelf over de

60%-grens gegaan. Dit verzwakte de onderhandelingspositie. Men heeft Duitsland dan gepaaid met het Stabiliteits- en Groeipact, dus met politieke schuldenbarrières, die de verleiding om tegen lagere rentevoeten nieuwe schulden aan te gaan, moesten tegengaan.

Helaas heeft het Stabiliteits- en Groeipact niet gewerkt. Het afgesproken criterium van 3% deficit werd ondertussen 88 maal zonder toestemming gebroken. Toch werden geen straffen opgelegd. Dat lag ook aan het feit dat Duitsland, dat onder de regering Schröder pijnlijke sociale hervormingen moest verwerken, een van de eerste zondaars was, die de 3%-regel overtrad.

De Duitse sociale hervormingen waren noodzakelijk omdat de euro de crisis voor Duitsland als standplaats verscherpt had. Een belangrijke reden hiervoor was de door de euro op gang gebrachte kapitaalexport van Duitsland naar de periferie van de eurozone. Duitslands netto-investeringen vielen in vergelijking met het nationale product terug tot het laagste peil van alle OESO-landen. Duitsland was de rode lantaarn van de groei en had met massale werkloosheid te kampen. Toen in 1995 tot de invoering van de euro werd besloten op de top van Madrid, bezette Duitsland nog een derde plaats onder de huidige eurolanden, maar bij het begin van de financiële crisis in 2007 was het tot de elfde plaats gezakt, ondanks het feit dat men door de inhaalbeweging van de nieuwe bondsstaten eigenlijk een meer dan gewone groei had kunnen verwachten. Duitsland moest in deze periode een proces doorlopen van reële devaluatie door prijs- en loonmatigingen om zijn concurrentiepositie opnieuw te verbeteren – iets wat nu de zuiderse landen in de eurozone te doen staat.

Na de crisis was alles anders. Duitsland krabbelde van de elfde naar de negende plaats terug wat betreft het bnp pro capita en de werkloosheid nam snel af. Daarbij profiteerde het land in zekere zin zelfs van de crisis, want die leidde immers tot de vaststelling bij vele investeerders dat ze veel geld in het Zuiden verspeeld hadden en er nu beter aan deden om in de veilige thuishaven Duitsland te blijven. De gewijzigde houding van de beleggers verklaart de boom in de bouwsector en de toenemende investeringen in 2010 en 2011, die nog sterker dan de buitenlandse handel de belangrijkste drijfveren van de groei werden.<sup>35</sup> Volgens de 'Gemeinschaftsdiagnose' van april 2012 zal dit ook in 2012 het geval zijn.<sup>36</sup> Waar de reële bouwinvesteringen anderhalf decennium (van 1994 tot 2009) bijna voortdurend zakten (in totaal 25%), stegen ze in 2010 met 2,2% en in 2011

33 De regering Kohl was zich in ieder geval bewust van de enorme risico's van de opname van bijvoorbeeld het zwaar in de schulden stekende Italië. Dit blijkt uit officiële documenten die op vraag van *Der Spiegel* werden vrijgegeven. In januari 1998 wezen zowel Kohls adviseur voor buitenlandse zaken, Joachim Bitterlich, als Jürgen Stark, de staatssecretaris voor het ministerie van financiën, op het feit dat het teruggelopen tekort van Italië vooral te wijten was aan buitengewone effecten zoals de disproportioneel afgenomen marktrente en dat dit geenszins een garantie was voor een duurzame solide financiële situatie. Kohl liet deze bedenkingen niet aan zijn hart komen. Hiertoe *Kohl kannte Risiken*. In: *MMNews*, 6 mei 2012, <http://www.mmnews.de/index.php/wirtschaft/9996-kohl-kannte-euro-risiken>.

34 De aanhoudende twisten in de ECB-raad deden de Duitse vertegenwoordigers Axel Weber, president van de Bundesbank en Jürgen Stark, hoofd econoom van de ECB, er in 2011 toe besluiten om hun post op te geven als protest tegen een politiek die tegen de interesses van de Bundesbank inging en waartegen ze niets konden uitspreken. Dikwijls slaagden de Duitse vertegenwoordigers er zelfs niet in om hun protest te laten protocolleren omdat enkel de besluiten geprotocolleerd werden. Om hun tegenstand te documenteren, begonnen ze protestbrieven te schrijven, maar zelfs dat hielp niet. De nieuwe president van de Bundesbank, Weidmann, zette deze politiek voort. Zijn brief van februari 2012 waarmee hij ECB-president Mario Draghi aanmaande tot een betere waarborging van de targeteisen van de Bundesbank, heeft tot vandaag geen noemenswaardig effect op de politiek van de ECB gehad. Hiertoe Ruhkamp, S., *Die Bundesbank fordert von der EZB bessere Sicherheiten*. In: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, nr. 52, 1 maart 2012, p. 9, en Ruhkamp, S., *Bundesbank geht im Target-Streit in die Offensive*. In: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, nr. 62, 13 maart 2012, p. 9. Weidmann heeft herhaaldelijk zijn beklag gedaan over de publicatie van de brief, maar hij heeft hem niet gerelativeerd, laat staan herroepen.

35 Zie *Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose, Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2012*. In: *ifo Schnelldienst* nr. 8, 2012, p. 29.

36 Zie *Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose, o.c.*

zelfs met 5,8%.<sup>37</sup> In 2011 lag het aantal bouwvergunningen voor 21,6% hoger dan in 2010. Voor koopwoningen bedroeg de toename zelfs 42,4%.<sup>38</sup> De projectopdrachten voor flatgebouwen stegen met 9,3%.<sup>39</sup>

De architecten kunnen tevreden zijn. Waar ze in 2007 nog voor 4,8 maanden opdrachten hadden lag dit in 2010 bij 5,7 maanden en in 2011 zelfs bij 5,9 maanden. Dat is de hoogste waarde sedert 1994, toen de eenmakingsboom Duitsland beheerste.

Maar toen de euro nog leek te functioneren ging het slecht met Duitsland. De bewering dat Duitsland integraal van de euro profiteert, is dus een verdraaiing van de waarheid wanneer men de periode voor de crisis bedoelt. Enkel voor de periode na de crisis is deze stelling correct, maar dit zal slechts zo blijven wanneer men geen collectief geleid escorte voor het Duitse spaargeld naar Zuid-Europa voorziet, waar dit geld eigenlijk niet heen wil.

### 3. Het verlies aan concurrentiekracht en de zelfhulp met de geldpers

De lagere rentevoeten hebben slechts tijdelijk geluk gebracht voor het Zuiden. Ze waren als een verslavende drug. De besparing van rente zorgde dat er middelen vrijkwamen die elders aangewend konden worden en bovendien werd het aantrekkelijk om nog verdere schulden aan te gaan omdat de schulddelging makkelijk beheersbaar scheen.<sup>40</sup>

De consequentie hiervan was een inflationaire economische boom die volledig uit controle geraakte en uiteindelijk een zeepbel werd.

In Griekenland en Portugal ontwikkelde de zeepbel zich vanuit de overheidssector, maar in Spanje en Ierland ontstond ze in de private sector. Daar hebben de bouwpromotoren zich tot over hun

oren in de schulden gestoken en de vastgoedprijzen tot duizelingwekkende hoogtes gedreven, wat de bouwactiviteit en de economie stimuleerde. Ook de goederenprijzen stegen. Italië, Griekenland, Portugal en Spanje zijn in vergelijking tot hun concurrenten in de eurozone in de periode vanaf de top van Madrid in 1995 waarop de invoering van de euro besloten werd en de renteconvergentie ingeleid werd, tot de Lehman-crisis 30% opgewaardeerd, terwijl Duitsland met 22% devalueerde.<sup>41</sup>

De stijgende prijzen hebben de concurrentiepositie van deze landen ondermijnd, want ze maakten de invoer aantrekkelijker en zwakten de export af. De zo ontstane steeds grotere tekorten in de betalingsbalans moesten door kapitaalimport uit het buitenland, dus door nieuwe buitenlandse schulden gedekt worden.

Een belangrijke vaststelling is het feit dat die schulden geenszins louter staatsschulden waren, maar veeleer private schuld. Het belangrijkste probleem voor de eurozone is vandaag Spanje. De Spaanse staatsschuld is met 66% van het bnp relatief kleiner dan de Duitse, die 82% bedraagt. Maar de Spaanse buitenlandse schuld, die hoofdzakelijk privaat is veroorzaakt, bedraagt 93% van het bnp. Dat is relatief gezien ongeveer evenveel als in Griekenland, Portugal of Ierland. Maar deze schuld met een omvang van bijna 1000 miljard euro is in absolute cijfers groter dan die van Italië, Griekenland, Portugal en Ierland samen. In dit opzicht is het fout om de Europese crisis als een crisis van staatsschulden te verklaren.

Alleen dit al relativeert de veronderstelling dat men met een fiscale unie, hoe deze er ook moge uitzien, de economische problemen van Europa onder controle kan krijgen.

Het gebrek aan concurrentievermogen werd tot aan de financiële crisis door goedkoop krediet ter financiering van de invoer verdoezeld. Toen evenwel de Amerikaanse crisis naar Europa overwaaide, ontstonden er plots zware financieringsproblemen die de banken, ondernemingen en staten in moeilijkheden brachten. De Franse banken trokken zich uit de periferie terug en de Duitse banken en verzekeringsmaatschappijen trokken zich uit Frankrijk terug. Een algemeen wantrouwen leidde ertoe dat de interbancaire markt het tot dusver in het Zuiden geplaatste kapitaal ging terughalen.

37 Zie Statistisches Bundesamt, Fachserie 18, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen, Reihe 1.2, Inlandsprodukt Vierteljahresergebnisse, 1. Vierteljahr 2012, Tabelle 3.10.

38 Statistisches Bundesamt, Pressemitteilung van 16 maart 2012 – 97/12.

39 Statistisches Bundesamt, Pressemitteilung van 22 februari 2012 – 61/12.

40 Zie hiertoe Sinn, H.-W., *Eurokrise. Die Bedeutung des Gewährleistungsgesetzes für Deutschland und Europa*. In: *ifo Schnelldienst* 63, mei 2010, nr. 10, Sonderheft. <http://www.cesifo-group.de/portal/pls/portal/docs/1/1193770.PDF>; Sinn, H.-W., *Rescuing Europe*. In: *CESifo Forum* 11, Sonderheft, augustus 2010, <http://www.cesifo-group.de/portal/pls/portal/docs/1/1191368.PDF>; Sinn, H.-W., T. Buchen & T. Wollmershäuser, *Trade Imbalances – Causes, Consequences and Policy Measures: Ifo's Statement for the Camdessus Commission*. In: *CESifo Forum* 12, 2011, nr. 1, p. 47-58, ook verschenen in Boorman, J. T. & A. Icard, Eds., *Reform of the International Monetary System – The Palais Royal Initiative*, SAGE, New Delhi u.a. 2011, p. 321-342.

41 Inclusief de opwaardering van de Lira met 10,5% op 25 november 1996 en de beperkte op- of afwaarderingen die in 1998 bij enkele landen werden doorgevoerd om eenvoudige omrekeningskoersen voor de oude nationale munteenheid naar de euro te verkrijgen. Wat de wisselkoersen betreft, zie Deutsche Bundesbank, *Devisenkursstatistik*, februari 2000, p. 46. De opwaardering of afwaardering tegenover de partnerlanden wordt gemeten aan de hand van de verandering van de prijsindex van het bnp (Bron: Eurostat, *Datenbank Wirtschaft und Finanzen*) gewogen met de bilaterale goederenhandel (Bron: Unctad, *Datenbank International Trade*).

Deze problemen heeft de ECB met de geldpers opgelost, wat door de targetsaldi gemeten wordt, waarover iedereen het thans heeft. De geldpers wordt als het ware vanuit de kernlanden van de eurozone naar de rand verplaatst en heeft de rand geholpen. Op het einde van 2011 was 93% van de geldhoeveelheid van de centrale bank van het eurosysteem in de vijf crisislanden gecreëerd, hoewel deze landen slechts 35% van de som van het bnp van alle eurolanden vertegenwoordigen.

In het Zuiden drukt men het geld (elektronisch) en koopt men ermee in het Noorden wat men vroeger op krediet gekocht heeft. En de banken in het Noorden plaatsen in plaats daarvan het krediet bij hun nationale bank. De zuiderse landen delgen zelfs de vroeger in het Noorden opgenomen kredieten met vers uit de bankautomaten van hun nationale banken afgehaald geld omdat deze bankautomaten betere voorwaarden biedt dan de met wantrouwen vervulde banken van het kapitaaluitvoerende Noorden. Dat alles leidt ertoe dat het spaarvermogen van de burgers in het Noorden geleidelijk in loutere vorderingen op hun centrale banken wordt omgezet, die zelf op hun beurt targetvorderingen op het ECB-systeem zijn, waarvoor momenteel slechts 1% interest geldt en die nooit opeisbaar gesteld kunnen worden.

In vergelijking met een normale situatie waarbij de banken van een euroland slechts het voor de binnenlandse geldcirculatie nodige bedrag bij hun eigen nationale bank lenen, hebben de Duitse banken thans door de overmatige geldproductie in andere eurolanden voor ongeveer 700 miljard Duits spaargeld bij de Bundesbank geplaatst (of, wat hetzelfde is, zich minder herfinancieringskrediet bezorgd). Het spaarvermogen van de Duitsers werd zo omgezet van beleggingen in op de markt verhandelbare titels tot loutere vorderingen op de Bundesbank en via deze tot vorderingen op het ECB-systeem. Deze vermogensconversie bedraagt ongeveer 17.000 euro per beroepsactieve Duitser.<sup>42</sup>

42 Evenwel zijn in Duitsland ook voor ongeveer 175 miljard bankbiljetten boven het bedrag dat overeenkomt met het Duitse kapitaaldeel en dat voor Duitsland in een normale voorziening met geld had volstaan in omloop gegeven. Dit bedrag is een verplichting van de Bundesbank aan het ECB-systeem. Waarschijnlijk gaat het vooral om geld dat gastarbeiders en andere personen met een migratieachtergrond naar hun thuislanden getransfereerd hebben, waar het als transactiemunt of als waardevol spaargeld dient. Voor dit geld heeft de Bundesbank in principe een schuld aan het ECB-systeem, waartegenover een overeenkomstige aan rentevoeten onderhevige vordering op de banken staat waaraan ze de biljetten verleende. De contante waarde van deze rentevorderingen is een seignoragevermogen dat vandaag aan de ECB behoort, maar dat zonder de invoering van de euro allicht grotendeels aan de Bundesbank was toegekomen. Reeds ten tijde van de D-Mark circuleerden aanzienlijke delen van de door de Bundesbank uitgegeven bankbiljetten in het buitenland. Met de invoering van de euro heeft de Bundesbank afstand gedaan van haar

Men kan dit alles weliswaar als een waarborgstrategie voor de Duitse banken interpreteren omdat nu de ECB de plaats inneemt van de zuiderse landen als schuldeiser, wat in bepaald opzicht een voordeel kan zijn. Dit is in elk geval de zienswijze die de ECB verkiest. Men kan het gebeuren echter ook als een commercieel nadelige lage rente concurrentie van de ECB beschouwen, die het de Duitse spaarders onmogelijk maakt om redelijke interesten te verdienen, met een marktconforme risicopremie. De investeringsrisico's verdwijnen immers niet wanneer het geld bij de Bundesbank wordt belegd, want de vermeende bescherming wordt immers door de belastingbetalers van de solide landen zelf opgebracht, doordat ze voor de verliezen van hun centrale banken borg staan.

In feite zijn de risico's van de belastingbetalers immens. Wanneer de euro valt, kan de Bundesbank de vorderingen ten opzichte van het ECB-systeem niet hard maken omdat het systeem dan gewoonweg niet meer bestaat en er voor dit geval geen juridisch kader voorzien is. In dat geval zijn de Duitse spaargelden, die door de Bundesbank verder geleid werden, onherroepelijk verloren.

De Bundesbank zou natuurlijk in theorie met een negatief eigen vermogen verder kunnen werken. Om de boekhoudkundige regels te respecteren zou men renteloze vorderingen aan de federatie overdragen. Maar dat betekent echter niet dat de spaarders hun vorderingen ooit geldend zullen kunnen maken, bijvoorbeeld voor hun pensioen.

In het geval dat de banken hun geld van de Bundesbank zouden willen terugvragen, komt deze in verlegenheid, want ze beschikt dan slechts over drie opties om de terugbetalingswens te vervullen. Een eerste optie is het drukken van het noodzakelijke geld wat inflatie op gang brengt. Dat onteigent het nominaal vastgelegde spaarkapitaal in die mate dat aan de vorderingen van de banken en dus aan de spaarders wordt voldaan. Een tweede optie bestaat erin het geld voor de terugbetaling uit de winsten te nemen, die anders in de begroting van de federatie ingeschreven zouden worden en dus de belastingbetalers ten goede zouden zijn gekomen. Die winsten zouden evenwel verre van volstaan.<sup>43</sup> Een derde optie zou zijn om het

seignoragevermogen en aanvaard dat hiervoor later een schuld aan het ECB-systeem zou mogen worden toegewezen wanneer de euro de plaats van de D-Mark als transactiemunt in het buitenland innam. Hiertoe: Sinn, H.-W., & H. Feist, *Eurowinners and Eurolosers: the Distribution of Seignorage Wealth in EMU*. In: *European Journal of Political Economy* 13, 1997, p. 665-689. Zie ook Whittaker, J., *Eurosystem Debts, Greece, and the Role of Banknotes*. Lancaster University Management School, 14 november 2011.

43 Wanneer men – zoals theoretisch aangewezen is – de contante waarde van het seignoragevermogen met de Duitse geldbasis vereenzelvigd (Mo), komt men op 433 miljard euro uit. Dat is heel wat minder dan de mogelijke targetverliezen van rond 700 miljard.



geld via een verzoek aan de minister van financiën uit belastinggelden door te storten. Hoe dan ook, de Duitse burgers zouden hun eigen spaartegoed aan zichzelf moeten terugbetalen, want van de debiteurlanden zullen de 700 miljard zeker en vast niet komen. De goederenstroom van Duitsland naar de andere eurolanden, die deze som uiteindelijk vertegenwoordigt, zou bij een ineenstorting van de euro nooit terugkomen.

En helaas is een gelijkaardig scenario niet alleen bij de ineenstorting van de euro te vrezen, maar ook in het geval dat hij overeind blijft omdat de targetkredieten geen termijn hebben en dus door de Bundesbank niet opeisbaar zijn. Ook wanneer ze niet verder groeien, wat op dit ogenblik niet waarschijnlijk is, kunnen ze eeuwig blijven bestaan en door de inflatie geleidelijk eroderen. Ook in dit geval hebben de Duitsers vermoedelijk voor niets aan hun exportoverschot in de eurozone gewerkt.

Hoewel ze volgens velen haar boekje serieus te buiten gegaan is, gaat de ECB in het vijfde jaar na de crisis en het vijfde jaar van volledige financiering van sommige crisislanden, onverstoort verder op dit pad. Nu staat ze al kredieten toe, die tot voor kort eerder kortlopende rekening-courant-kredieten waren, zelfs al voor een periode van drie jaar. Daarmee wordt de ECB een speler op de kapitaalmarkt en bewerkstelligt ze een fiscale herverdeling van kredieten tussen de landen. Dat heeft met de aan haar overgedragen bevoegdheid voor geldpolitiek niets meer te maken. Ik vrees dat de ECB ons allen – misschien zonder zelf te doorzien waar ze mee bezig is – in een centraal gestuurde Europese kapitaalmarkt leidt. Dat zou de vrije markteconomie uiteindelijk uit de hengsels lichten.

Indien we in Europa het Amerikaanse centrale banksysteem hadden overgenomen, zou zo'n scenario niet mogelijk zijn geweest. Want volgens de Amerikaanse regels hadden de zuiderse landen dan immers het bijkomende opgenomen krediet bij de centrale banken van de kernlanden door de borgstelling van verkoopbare waardepapieren moeten amortiseren. Dat had voor hen hetzelfde betekend als zich verder op de kapitaalmarkten te financieren. In dat geval zouden ze tegen rentevoeten met reële risicopremie van de kapitaalmarkt gebruik moeten maken en het zou de markt geweest zijn – niet de ECB – die beslist zou hebben hoe de economische activiteit in de zone wordt verdeeld.<sup>44</sup>

<sup>44</sup> Zie Sinn, H.-W. & T. Wollmershäuser, *Target Loans, Current Account Balances, Capital Flows and the ECB's Rescue Facility*. In: *International Tax and Public Finance* 2012, online raadpleegbaar op <http://www.cesifo-group.de/DocAb/18360609>, voorheen verschenen als *CESifo Working Paper* nr. 3500, juli 2011, en *NBER Working Paper* 17626, november 2011. Sinn, H.-W. & T. Wollmershäuser, *Target-Kredite, Leistungsbilanzsalden und Kapitalverkehr: der Rettungsschirm der EZB*. In: *ifo Schnelldienst* 64, Sonderheft, 24 juni 2011. Sinn,

Hoewel tijdens de crisis ook in de VS tussen districtsbanken en de FED targetschulden ontstonden, die in verhouding tot het bnp ongeveer een vierde van de Europese saldi bedroegen, werden deze schulden in de eerste helft van dit jaar bijna allemaal afgelost. In de eurozone zijn de targetschulden echter tot 10% van het bnp gestegen en het einde van deze explosieve groei is nog steeds niet in zicht. Indien men het Amerikaanse systeem op Europa zou toepassen dan had de Bundesbank vandaag het recht om voor ongeveer 700 miljard euro verkoopbare en veilige waardepapieren van andere nationale banken uit het eurosysteem te vragen en in totaal zouden targetschulden ten opzichte van crediteurlanden ter hoogte van ongeveer 900 miljard euro ingelost moeten worden. De waardepapieren die als waarborg dienen hebben vervaldata waarop ze opeisbaar zijn. Ze zijn dus veiliger dan de niet-opeisbare vorderingen op het ECB-systeem. Verder leveren ze interest op volgens de gangbare tarieven en risico's, in plaats van slechts de basisherfinancieringsrentevoet van het ECB-systeem.

Men kan nu, nadat men de zaken jarenlang op hun beloop liet, geen abrupte inlossing van de schulden verlangen. Dat zou zeker menig land in het faillissement storten. Maar hoe vroeger men terug als een goede huisvader te werk gaat en de groei van verdere targetschulden alvast onmogelijk maakt, hoe kleiner de gevaren worden. De ECB had het alvast niet zover mogen laten komen dat er een kapitaalvlucht is ontstaan, die ze met eigen maatregelen tegenfinanciert, maar die ze – zo denk ik tenminste – zelf ook substantieel heeft opgewekt. Bij hogere rentevoeten zou men enerzijds nog over het kapitaal beschikt hebben en anderzijds waren er zo al vanaf het begin fundamentele besparingen en hervormingen gekomen, die het vertrouwen in de financiële stabiliteit van de huidige crisislanden versterkt zouden hebben.

Met het targetkredietsysteem is Zuid-Europa tijdens de laatste vier jaar de noodzakelijke hervormingen en maatregelen grotendeels uit de weg kunnen gaan. Hoe weinig er daar ondanks de hele reddingsretoriek en aangekondigde en beloofde besparingen werkelijk gebeurd is, ziet men aan de prijzen. Eigenlijk heeft de eurozone nood aan een grootschalig reëel realignment, interne wisselkoersaanpassingen door relatieve prijsdalingen in de crisislanden om de foutieve goederenprijzen terug op een evenwichtig niveau te brengen. Men moet de klok in feite terugdraaien. Volgens de berekeningen van Goldman Sachs<sup>45</sup>, die overeenkomen met die van het

H.-W., *Die Target-Kredite der deutschen Bundesbank*. In: *ifo Schnelldienst* 65, Sonderheft, 21 maart 2012.

<sup>45</sup> Zie Goldman Sachs, *Global Economics*. In: *European Economics Analyst*, nr. 12/01, 15 maart 2012.

ifo Instituut, zouden de prijzen in Portugal met 35%, in Griekenland met 30%, in Spanje met 20% en in Italië nog met 15% dalen. Ook in Frankrijk zouden ze overigens met 20% moeten dalen. Daarvan is nog niets in huis gekomen. Tot heden zijn de relatieve prijzen in de crisislanden Italië, Griekenland, Portugal en Spanje in vergelijking tot hun handelspartners in de eurozone zelfs nog licht gestegen.<sup>46</sup> Waarom zou men immers meer concurrentieel willen worden door goedkoper te worden wanneer men het geld dat men nodig heeft om te leven ook uit de geldpers kan halen?

Enkel in Ierland zijn de prijzen met 15% gezakt in vergelijking met de andere eurolanden. Dat ligt aan het feit dat de Ieren dankzij hun ongereguleerde arbeidsmarkt flexibeler zijn en vooral aan het feit dat de crisis eerder, namelijk al in 2006 begon. Toen waren er nog geen goedkoop ECB-krediet en geen publiekelijke hulpprogramma's. Men moest zich zelf behelpen – wat men ook deed. Pas later, tijdens de wereldwijde financiële crisis werden aan Ierland net zoals aan andere landen substantiële kredieten door de ECB toegestaan. Vandaag de dag is Ierland weer concurrentieel. Na jaren van hoge tekorten heeft het nu weer een overschot op de betalingsbalans.<sup>47</sup>

#### 4. Duitsland in de targetval

De kredieten van de ECB hebben de rentevoeten op korte termijn laag kunnen houden, maar niet op lange termijn. De spread tussen de rentevoeten voor private en staatsleningen wordt groter en dreigt weer op voor-euro-niveau te komen. In Griekenland ging hij er zelfs weer over. Vroeger vreesden de crediteuren dat de debiteuren zich door inflatie en devaluatie aan de terugbetaling zouden onttrekken. Vandaag vrezen de crediteuren dat men niet terugbetaalt, zoals Griekenland het voorgedaan heeft, omdat men dan failliet gaat. Het belangrijkste voordeel van de euro dat de zuiderse landen destijds zo enthousiast maakte, is hiermee verdwenen.

En de situatie is in essentie nog veel precairder dan toen omdat men nu vastzit aan de euro en niet meer kan devalueren. Men kan enkel nog indirect devalueren door zijn prijzen te laten zakken. Dan verbetert de concurrentiepositie maar het probleem is dat men dan

de schuldgraad nog verder verhoogt. Dat raakt in het bijzonder de ondernemingen van landen die voornamelijk bij nationale banken schulden hebben. Zakken de prijzen, dan zakt ook de waarde van de activa in hun balans en ze geraken dikwijls te zeer met schulden bezwaard. Dit probleem is enkel door een exit en een openlijke devaluatie op te lossen omdat dan ook de bankschulden in waarde verminderd worden.

Niet alleen in de zuiderse landen is de situatie moeilijk. Ook Duitsland zit in de val, want de vergemeenschappelijking van de schulden van de Zuid-Europese landen, precies datgene wat men wilde vermijden door de 60%-regel van het Verdrag van Maastricht, wordt nu steeds sterker door het buitenland gevraagd, in het bijzonder door de Angelsaksische landen, en uiteindelijk voornamelijk van Duitsland.

De enige oplossing voor de Europese politici om de uitrekking van de balansen van de centrale banken te verhinderen, lag in de van staatswege geopende reddingsparaplu's voor de bedreigde staten. Naast de bankautomaten van de ECB, waaruit men naar believen geld kan halen voor korte termijnen tegen 1% rente, wordt er nog een geldautomaat geactiveerd waaruit men ook het voor de staatsfinanciering benodigde geld op lange termijn kan afhalen. Vooral Jean-Claude Trichet drong er op aan dat de ECB een deel van de last van de verantwoordelijkheid voor de reddingsparaplu zou opnemen. Slechts deze tweede bankautomaat kon een overspanning van het ECB-systeem verhinderen. Maar natuurlijk kon niet verhinderd worden dat in zijn totaliteit meer publiek kapitaal naar de zuiderse landen stroomde en aldaar het privékapitaal verving, want er werd immers een bijkomend publiek kredietkanaal geopend waaruit verder kapitaal vloeide.

De geldstroom vanuit de tweede bankautomaat begon in mei 2010. Eerst werd een intergouvernementeel pakket voor Griekenland met een totaal volume van 110 miljard euro bijeengeschaard, waarbij ook het IMF van de partij was. Vervolgens kreeg Ierland in november 2010 steun onder de vorm van internationale financiële hulp ten bedrage van 68 miljard euro. Wat later, vanaf mei 2011, werd Portugal met een hulppakket van 78 miljard euro ondersteund. In de zomer van 2011 werd duidelijk dat Griekenland bijkomende reddingskredieten nodig had. Nadat de private schuldeisers een schuldvermindering van 100 miljard euro overeengekomen waren, stonden de EU en het IMF in maart 2012 bijkomende steunkredieten voor een bedrag van 138 miljard euro toe.

Tot op heden is met inbegrip van het IMF en verscheidene EU-middelen bijna 400 miljard euro bijeengebracht. Telt men de steun van de ECB in de vorm van aangekochte staatspapieren en de tar-

<sup>46</sup> Zie European Commission, Price and cost competitiveness – Data section, ([http://ec.europa.eu/economy\\_finance/db\\_indicators/competitiveness/data\\_section\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/competitiveness/data_section_en.htm)).

<sup>47</sup> Alleszins moet Ierland nog verder devalueren om de overschotten te bereiken die het nodig heeft om zijn buitenlandse schulden te dekken, in het bijzonder de reusachtige targetschulden die het heeft opgebouwd.

getkredieten hierbij op, dan komt men op ruim 1200 miljard euro uit.

Deze hulp is wel pertinent in strijd met de 'no bailout'-clausule van het Verdrag van Maastricht. Hierin werd immers in alle duidelijkheid gesteld dat een staat de andere in geval van faillissement niet moet, ja zelfs niet mag bijstaan (artikel 125 AEUV)<sup>48</sup> om hem op deze manier tegen druk vanuit het buitenland te beschermen. Christine Lagarde, de voormalige Franse minister van financiën, stelde dat het Verdrag van Maastricht bewust gebroken werd om Europa te redden.<sup>49</sup> Wanneer men weet dat de Franse banken in verhouding tot het bnp dubbel zo sterk in de zuiderse landen geëngageerd zijn, mag men eerder vermoeden dat mevrouw Lagarde met het redden van Europa, eigenlijk het redden van Frankrijk bedoelde. De Freiburgse grondwettelijke rechter Dietrich Murswiek bekritiseerde tijdens een lezing in München het feit dat het slopen van een van de pijlers van het Verdrag van Maastricht als 'redding van Europa' werd betiteld.<sup>50</sup>

De hulp was ook niet te vergelijken met het Marshallplan. Het was niet aan de orde om een overwonnen land hulp bij hongersnood te geven en men bewoog zich ook niet op dit niveau. Het European Economic Recovery Program, dat algemeen gekend is als Marshallplan bracht West-Duitsland over een periode van verschillende jaren hulp ter waarde van 1678 miljard dollar. In de nieuwe munteenheid was dat toen 7 miljard D-Mark. Dat bedrag stond in 1952 gelijk met 5,2% van het Duitse bnp.<sup>51</sup>

Wanneer men de targetkredieten van de ECB, de aankoop van Griekse staatspapieren door andere centrale banken, de intergouvernementele reddingsgelden en de schuldkwijtschelding na de gedeeltelijke Griekse insolventie in het voorjaar van 2012 optelt, zoals in tabel 1 verduidelijkt wordt, komt men op 460 miljard euro steun

48 De strikte interpretatie is volgens voormalig grondwettelijk rechter Udo di Fabio juridisch glashelder. Zo stelde hij het na zijn voordracht bij de Münchense seminars op 30 april 2012, o.c. of ook in U. di Fabio, *Das europäische Schuldendilemma als Mentalitätskrise*. In: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, nr. 143, 22 juni 2012, p. 9.

49 Christine Lagarde in een interview met de *Süddeutsche Zeitung* van 23 december 2010, <http://www.sueddeutsche.de/geld/christine-lagarde-ueber-deutschland-und-europa-wir-werden-bedingungslos-sparen-1.1039481>.

50 Münchner Seminar, CESifo en *Süddeutsche Zeitung*, 30 januari 2012.

51 Berger, H. & A. Ritschl, *Die Rekonstruktion der Arbeitsteilung in Europa. Eine neue Sicht des Marshall-Plans in Deutschland 1947-1951*. In: *Vierteljahreshefte für Zeitgeschichte* 43, 1995, p. 473-519, Tabel p. 479. Volgens J.-O. Hesse omvatte het Marshallplan 2% van het BIP van een jaar voor de muntomschakeling, wat op Griekenland toegepast met een bedrag van 4 miljard overeenkomt. Zie Hesse, J.-O., *Es gibt keine ökonomische Wunderheilung*. In: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, nr. 6, 12 maart 2012, p. 12 (<http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/europas-schuldenkrise/griechenland-es-gibt-keine-oekonomische-wunderheilung-11680629.html>).

voor Griekenland wat in 2011 gelijk stond met 214% van het Griekse bnp. In dit opzicht heeft Griekenland niet een, maar wel 42 mars-hallplannen aan hulp gekregen.

Tabel 1. Steun aan Griekenland tot maart 2012 – toegestaan of overeengekomen

Internationale financiële hulp voor Griekenland		Mrd Euro
ECB	Som	148
	daarvan: aankoop van Griekse staatsleningen	45 <sup>a)</sup>
	targetverplichtingen aan Griekenland	103
Eurolanden	Griekenland 1ste hulppakket; uitbetaald	53
	Griekenland 2de hulppakket (met restpakket 1)	145
IMF	Griekenland 1ste hulppakket	30
	Griekenland 2de hulppakket	18
Banken etc.	Schuldkwijtschelding	66 <sup>b)</sup>
Totale som		460

Legende: a) schatting – b) zonder de bijdrage van de Griekse banken en verzekeringen; schatting. Bronnen: IMF, ECB, Europese Commissie, berekeningen en schattingen van het ifo Instituut.

Men mag evenwel niet vergeten dat Duitsland destijds nog andere hulp kreeg. Naast het Marshallplan was er de steun van het militaire bestuur (GORIA) en steun uit Groot-Brittannië. Het totale bedrag van deze naoorlogse steun werd tot 1962 op 4640 miljard dollar geschat,<sup>52</sup> wat overeenkwam met 19,5 miljard D-Mark en gelijk was aan 14% van het Duitse bnp in 1952. Bovendien kon Duitsland na de Londense schuldakkoorden van 1953 op een aanzienlijke schuldkwijtschelding rekenen, die onder andere een belangrijk deel van de oorlogsschulden, de vooroorlogse schuld, de targetachtige schadeloosstellingsvergoedingen van andere landen alsook de naoorlogse steun (inclusief Marshallplan) die aanvankelijk slechts als krediet was toegestaan, omvatte. Het volledige volume van de in de akkoorden opgenomen schulden bedroeg volgens Buchheim 30 miljard D-Mark, wat gelijk was aan 22% van het bnp van 1952, ongeveer een tiende van de aan Griekenland toegekende steun.<sup>53</sup>

Men kan deze rekeningen nog verder uitbreiden. Zo kan het zijn dat in het schuldakkoord van Londen niet alle schulden werden opgenomen en zeker ontbreken ook de voordelen die voortkomen uit

52 Berger, H. & A. Ritschl, o.c.

53 Buchheim, Ch., *Das Londoner Schuldenabkommen*. In Herbst, L., (Red.), *Westdeutschland 1945-1955. Unterwerfung, Kontrolle, Integration*, Oldenbourg, München 1986, p. 219-229.

het afstand doen van herstelbetalingen door de zegevierende mogendheden. Anderzijds ontbreken ook de verliezen die gepaard gingen met de omvangrijke demontages, die tot 1951 ook door de westerse staten uitgevoerd werden. De discussie over deze aspecten zou ons te ver brengen. Vast staat in elk geval dat de naoorlogse hulp van het Marshallplan slechts een kleine fractie van de aan Griekenland gegeven hulp bedraagt.

### 5. Het ESM

Maar zelfs dat alles blijkt nog niet genoeg te zijn, want ondertussen hebben de landen van de eurozone het Europese stabiliteitsmechanisme ESM gecreëerd. Dat is een van de beide verdragen waarvan hierboven al sprake was. Het gaat hierbij om een permanent gegeven, dat het hoofdzakelijke hulpprogramma van vandaag, de Europese financieringsfaciliteit EFSF, moet aflossen.

Het ESM beschikt over een vast juridisch kader, maar een variabel volume dat volgens verscheidene regels veranderd kan worden. Het ontleningsvolume bedraagt bij de start 500 miljard euro<sup>54</sup> en het borg gestelde kapitaal vooreerst 700 miljard euro<sup>55</sup>, waarvan 80 miljard euro<sup>56</sup> of 11% door de eurolanden volgestort moet worden. Elke staat is aansprakelijk voor maximaal de hoogte van het eigen kapitaalaandeel. Voor Duitsland gaat het om 190 miljard euro. Verdere aansprakelijkheid boven dat bedrag, gewoon omdat men deel uitmaakt van het ESM, is juridisch uitgesloten.<sup>57</sup>

De taak van het ESM is in essentie hulp te bieden aan landen die onder druk staan. Na een verzoek tot hulp van een staat kan het ESM deze staat een krediet toestaan, waartoe ook de aankoop van nieuw uitgegeven staatspapieren hoort.<sup>58</sup> Het ESM kan verder ook staatspapieren op de publieke markt kopen om zo de koers te ondersteunen, maar dit alleen ook maar nadat een verzoek tot hulp werd gedaan.<sup>59</sup>

Vooraleer een staat van de middelen uit het ESM gebruik kan maken, moet hij een verzoek tot hulp indienen en moet er een schuldgraagkrachtanalyse door de Europese Commissie in ruggespraak met de ECB uitgevoerd worden om te kijken of de desbetref-

fende staat de schulden wel zal kunnen terugbetalen.<sup>60</sup> Bovendien moet een contract afgesloten worden met de Commissie waarin verplichtingen voor de toekenning van de steun gestipuleerd worden.<sup>61</sup> Het doel hiervan is het afdwingen van noodzakelijke hervormingen voor het herstel van de concurrentiepositie.

De steunzoekende staten vinden zulke verplichtingen natuurlijk een extreme inmenging in de nationale soevereiniteit en bestrijden die op politieke wijze. Tijdens de EU-top van 28 en 29 juni heeft Italië bereikt dat zulke voorwaarden in de toekomst niet meer gesteld worden. Veelmeer zal het volstaan dat het steun genietende land de regels van het fiscale pact zal volgen – regels die het sowieso toch al moet volgen.

Indien mogelijk moet ook het IMF bij de schuldendraagkrachtanalyse en het toestaan van financiële hulp betrokken worden, maar het is geen verplichting.<sup>62</sup> Duitsland had sedert de hulp aan Griekenland immers zelf op de betrokkenheid van het IMF aangedrongen om een meer objectieve beoordeling van de draagkrachtanalyse te verkrijgen en de protesten van de steunzoekende landen tegen de voorwaarden naar een verafgelegen instantie te kunnen afleiden. Maar deze vlieger ging niet op. Omdat Duitsland om historische redenen gevoeliger is voor druk vanuit andere landen, blijft het de belangrijkste bestemming voor bedelbrieven.

Zoals bij het IMF moet evenwel verzekerd worden dat de kredieten van het ESM voorrang krijgen op de private kredieten die de landen hebben. Met de blik op het dreigende gevaar van faillissement dat van de crisislanden uitgaat, is dit een belangrijke regel ter bescherming van de belastingbetalers van de aansprakelijk gemaakte stabiele landen. Dit komt overeen met de normale regels bij een privaat faillissement. De redder bij insolventie heeft steeds voorrang op de voorgaande schuldeisers, omdat hij anders niet tot redding bereid zou zijn. Ook deze regel werd evenwel tijdens de EU-top door de interventie van de zuiderse landen opgegeven. Nu moeten er overeenkomstige wijzigingen tot herziening van het ESM-verdrag opgesteld worden.

Enigszins eigenaardig is artikel 15, §1, dat een voorgeschreven aanwending van de gelden voor de banken van deze staat stipuleert. Men kan zich de vraag stellen waarom dit überhaupt in het verdrag werd opgenomen, want zo'n voorgeschreven aanwending mag de ontvangende staat sowieso ten allen tijde voor zichzelf beslissen. Hierachter schuilt de wens van Spanje, Ierland en enkele andere

54 Zie ESM-Vertrag, Art. 39.

55 Zie ESM-Vertrag, Art. 8 Abs. 1.

56 Zie ESM-Vertrag, Art. 8 Abs. 2.

57 Zie ESM-Vertrag, Art. 8 Abs. 5.

58 Zie ESM-Vertrag, Art. 14.

59 Zie ESM-Vertrag, Art. 13 i. v. m. Art. 17 u. Art. 18.

60 Zie ESM-Vertrag, Art. 13 Abs. 1.

61 Zie ESM-Vertrag, Art. 13 Abs. 3.

62 Zie ESM-Vertrag, Art. 13 Abs. 1 Buchst. b.

landen om de redding van hun banken rechtstreeks door het ESM te laten gebeuren, zonder dat de eigen staat zich borg stelt voor de terugbetaling of zich aan de verplichtingen of controles van de steungevende landen moet onderwerpen. Zo kan de bezworen strikte voorwaardelijkheid van de steun omzeild worden. Duitsland had de onmiddellijke solidaire aansprakelijkheid voor de banken weten te verhinderen in het ESM-verdrag. Zelfs wanneer een staat de middelen van het ESM voor zijn banken gebruikt, moet het die zelf terugbetalen en blijft hij zelf aansprakelijk.

Maar ook deze regel sneuvelde op de top van 28 en 29 juni 2012. Het ESM mag nu de banken van de crisislanden rechtstreeks herkapitaliseren en de betreffende staat is bevrijd van de aansprakelijkheid voor de daarmee verbonden risico's.<sup>63</sup> Op deze regeling hadden voor de top Christine Lagarde,<sup>64</sup> president van het IMF, en Mario Draghi,<sup>65</sup> president van de ECB, al aangedrongen. De top stemde met deze regeling in onder de noemer van bankenunie, waartoe ook een eenvormig toezicht van de Europese banken en een gemeenschappelijke depositoverzekering behoren. Spanje had in de maanden voor de top de noodzakelijke herkapitalisatie van zijn banken steeds weer voor zich uitgeschoven omdat het op de intussen afgesproken verbeteringen hoopte.

Met het openen van een rechtstreekse bankfinanciering door het ESM heeft de vergemeenschappelijking van de schulden in de eurozone kwalitatief een nieuwe stap bereikt, want de staten staan nu niet alleen wederzijds voor de publieke schulden borg, maar ook voor de private schulden, in zoverre die door het banksysteem werden opgenomen. Nadat Duitsland voor zijn eigen banken in 2010 twee 'bad banks' met een volume van 240 miljard euro heeft moeten oprichten, staat nu de omvorming van het ESM tot een soort Europese 'bad bank' voor de deur. Het borgen van de staatsschulden van de vijf crisislanden, die eind 2011 3340 miljard euro bedroegen, is al een immense opgave, waartoe de Bondsrepubliek niet in staat is. Nu ook nog eens de bankschulden van deze landen borgen die 9200 miljard Euro of 287% van het bnp van deze landen bedragen, is gewoonweg onmogelijk. Niemand weet hoe groot de verliezen door afschrijvingen zijn op de door de Zuid-Europese landen toegestane toxische vastgoedkredieten en andere roekeloze kredieten.

63 Gipfelerklärung der Mitglieder des Euro-Währungsgebiets. 29 juni 2012, Bundesregierung.

64 Ehlich, P. & W. Proissl, Irland will Rettungsfonds für Banken öffnen. In: *Financial Times Deutschland*, 23 april 2012, <http://www.ftd.de/politik/europa/euro-rettungsfonds-irland-will-esm-fuer-banken-oeffnen/70026222.html>.

65 Volgens een bericht van de *Süddeutsche Zeitung*, 26 april 2012, <http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/finanzkrise-in-europa-eu-rettungsfonds-soil-marode-banken-stuetzen-1.1342139>.

De voorstelling dat de Bondsrepubliek met haar bnp van slechts 2500 miljard euro en een begroting van 313 miljard euro als belangrijkste verzekeringsgever moet optreden, is al te gek. Even merkwaardig is het om de Duitse banken die een eigen vermogen van slechts 354 miljard euro hebben, mee borg te laten staan voor de deposito's van hun concurrenten in de crisislanden, die ook nog eens ongeveer 3500 miljard euro bedragen.

Voorstanders van de besluiten op de top van 28 en 29 juni wijzen erop dat het gemeenschappelijke banktoezicht een overmatig gebruik van het ESM zal verhinderen. De voorstanders zien evenwel over het hoofd dat de schuldenlanden en Frankrijk een structurele meerderheid in de instituties van de eurozone hebben. In zoverre valt te vrezen dat de herkapitalisatie verder dan wat voor de stabiele landen acceptabel is gedreven zal worden en dat een systematische herverdeling van de risico's in de eurozone tot stand zal komen. Een gemeenschappelijk banktoezicht in Europa is zeker nuttig en geen argument tegen een bankenunie. Maar gemeenschappelijke instrumenten tot de herverdeling van middelen van stabiele landen naar schuldenlanden moeten afgewezen worden alleen al door het feit dat ze zelf de prikkel tot het overdreven schulden maken van de banken en daarmee indirect ook van hun klanten vergroten, doordat ze de interesten die de banken aan hun schuldeisers moeten betalen kunstmatig verminderen.

Maar het belangrijkste probleem blijft de omvang van de risico's. De reusachtige verliezen bij de afschrijvingen die bij de Zuid-Europese banken na het uiteenspatten van de economische zeepebel dreigen, kunnen uiteindelijk niet meer op niet-betrokken belastingbetalers of andere banken afgewenteld worden. Precies omdat de omvang van de schulden zo groot is, kunnen de verliezen aan afschrijvingen alleen door de schuldeisers van de banken zelf gedragen worden.

Dit is het best te realiseren door Debt Equity Swaps, wat erop neerkomt dat de schuldeisers voor de omvang van hun vordering aandelen van de bank krijgen. Zo redt men de banken maar niet hun aandeelhouders, van wie de opdracht het als eigenaar nu eenmaal is om de verliezen te dragen voor andere groepen aan bod komen. In het beste geval, namelijk wanneer de afschrijvingsverliezen kleiner zijn dan het eigen vermogen, kan men op deze wijze een vermogensverlies van de schuldeisers vermijden, en de waarde van de overgedragen aandelen volstaat dan nog om het afzien van de vordering te compenseren. Zijn de verliezen van de afschrijvingen groter, dan worden de schuldenaars van de banken wel getroffen, maar het zou dan ook enkel en alleen hen mogen treffen omdat ze over een voldoende vermogen beschikken, de investeringsbeslis-

sing zelf genomen hebben en de volgende keer voorzichtiger zullen zijn.

Het enige wat Duitsland heeft kunnen bereiken op de top is dat de directe bankenfinanciering door het ESM pas mogelijk wordt nadat een Europese toezichthouder voor de banken gecreëerd is, die ook het recht heeft om insolvente banken te sluiten. Alleszins zal deze toezichthouder ook onder de invloed van een meerderheid van Club-Med-staten staan, zodat helemaal niet te verwachten is dat hij zijn taken vervult op een wijze die de interesses van de Bondsrepubliek als belangrijkste borgsteller van het ESM voldoende garandeert. Want precies democratische beslissingsstructuren zijn geen garantie voor de uitbuiting van de minderheid door de meerderheid.

Het ESM moet zich met eigen en vreemd kapitaal financieren.<sup>66</sup> Daartoe mag het zelf leningen uitschrijven. Dat is nu naast de targetkredieten weer een variëteit van de reeds lang verachte Euro-Bonds. Voorschriften over een directe beperking van deze leningen zoekt men in het ESM-verdrag vergeefs. Bij een vluchtige lectuur van de verdragstekst zou men zelfs de indruk kunnen krijgen dat de begrenzing van de ontleningen voor een bedrag van 500 miljard euro die op de andere zijde van de balans staan, indirect ook de bovengrens van de mogelijke leningen vastlegt.<sup>67</sup> Dat is echter allicht niet juist want de ontleningen omvatten vermoedelijk niet de aankopen van staatspapier op de secundaire markt. Dit punt blijft onduidelijk en zoals bij onduidelijkheden meestal het geval is, wordt de interpretatie nadien uitgerokken. Minister van financiën Schäuble meent weliswaar dat het verdrag duidelijke grenzen trekt, maar dat is misschien alleen zijn eigen zienswijze.<sup>68</sup>

We vrezen dat de 'leverage' waarover men vorig jaar nog discussieerde, maar waar het nu stil rond is geworden, nog steeds tot de intenties van de initiatiefnemers van het verdrag behoort. Vorig jaar al sprak men over de mogelijkheid van een verdrie- en verviervoudiging van het kredietvolume. Heeft men misschien het plan opgevat om de 'leverage' over het door leningen gefinancierde opkopen op de secundaire markt te laten verlopen?

Als deze vrees werkelijkheid wordt, heeft dat weliswaar geen directe invloed op de in het verdrag voorziene borgsommen, maar wel op de waarschijnlijkheid dat deze opeisbaar gesteld zullen worden. Uit vermeende kredieten worden op deze wijze successief ver-

loren verzekeringspremies genomen als dekking van reusachtige kapitaalrisico's in de eurozone.

Bovendien mag men ervan uitgaan dat in een noodsituatie, wanneer de borg ontoereikend zou blijken, de bezitters van ESM-leningen net als vandaag de dag opnieuw grote politieke druk op de borgstellers zouden uitoefenen om de borgsommen te verhogen. Alsdus biedt de beperking van de aansprakelijkheid tot het in het verdrag voorziene bedrag geen reden tot geruststelling. De plechtige verzekering van artikel 8, paragraaf 5, die stelt dat de leden niet louter omwille van hun lidmaatschap voor meer borg zullen staan, heeft dezelfde politieke waarde als de 'no bailout'-regel van artikel 125 van het EU-verdrag. Wanneer de ESM van de 'leverage' gebruikmaakt en verliezen maakt, zal de gemeenschap van staten niet anders kunnen dan het stamkapitaal te verhogen.

Men kan zich ook de vraag stellen hoe die leningen met de Duitse grondwet verenigbaar zijn. De leningen aan het ESM zijn immers schulden gemaakt door de staten, die achter het ESM staan en als dusdanig zullen ze net zoals de schulden van het EFSF evenredig in de Duitse schuldstatistiek ingevoerd worden. Zelfs wanneer daadwerkelijk alleen voor het niet-gestorte stamkapitaal, dus 620 miljard euro, leningen worden uitgeschreven, groeit de Duitse staatschuld met 27% van dit bedrag of 168 miljard euro. De Duitse schuldgraad zou dan van momenteel 81% tot 88% van het bnp groeien, een toename van 7%. Volgens de grondwettelijke schuldgrens is nu slechts 39 miljard euro of 1,6% als deficit van de federatie toegestaan. Mag het ESM de geplande schulden daadwerkelijk opnemen zonder de grondwet te schenden?

Dit mag want de zogenaamde schuldgrens in de grondwet is geen schuldgrens maar wel een deficitgrens. Dat is niet legitiem omdat het niet overeenkomt met datgene wat de politiek aan de bevolking vertelt, maar het is toch nog legaal. Men moet immers weten dat de schulden van het ESM weliswaar tot de Duitse schulden behoren maar dat een verhoging van deze schulden niet tot het deficit van de Duitse begroting wordt gerekend en enkel het deficit is aan grondwettelijke beperkingen onderworpen. Eurostat, de Europese dienst voor statistiek, heeft dat in zijn wijsheid zo besloten en dus moet men zich geen zorgen maken over een mogelijke schending van de Duitse grondwet wanneer de leningen van het ESM opgenomen worden. Ook dit is weer een voorbeeld van bijzonder creatieve boekhouding die de eurostaten uitgedokterd hebben. Het is nog maar de vraag wat het Grondwettelijk Hof van deze door Eurostat niet zonder willekeur voorgeschreven boekingsinstructies denkt. Zei men niet dat er in de grondwet een schulden-grens voorgeschreven is?

66 Zie ESM-Vertrag, Art. 8 en Art. 21.

67 Zie ESM-Vertrag, Art. 21.

68 Zie bijvoorbeeld Wolfgang Schäuble, *Rede des Bundesfinanzministers zum Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) und Ratifizierung des Fiskalvertrags*. Berlin, 29 maart 2012.

Laat ons nu de beslissingsstructuur eens bekijken. De beslissingen van het ESM worden door een Gouverneursraad getroffen die bestaat uit vertegenwoordigers van de lidstaten, vermoedelijk doorgaans de ministers van financiën.<sup>69</sup> Elke gouverneur mag bovendien een specialist naar keuze naar het Directoraat afvaardigen. Anders dan in de ECB-raad waar Duitsland feitelijk niet meer te zeggen heeft dan Malta, worden de stemmen in principe proportioneel volgens kapitaaldeel verdeeld. Hier is men behoedzaam geweest. Een uitzondering wordt enkel toegestaan bij erg arme landen. Zij krijgen meer stemmen in verhouding tot het bedrag waar ze borg voor staan.

De stemprocedures zijn bijzonder gecompliceerd omdat er een onderscheid wordt gemaakt tussen eenstemmigheid, een vastgestelde eenstemmigheid, die in werkelijkheid voor 85% van de stemmen staat<sup>70</sup> en een gekwalificeerde meerderheid van 80% van de stemmen<sup>71</sup>. Dit voedt het vermoeden dat de onderhandelaars niet onvoorbereid waren, maar integendeel goed bedacht op alle mogelijke scenario's waarbij ze met deze regels de meeste macht door blokkerende minderheden kunnen uitoefenen, zonder deze macht aan kleinere leden te willen toestaan.

Opmerkelijk is dat een kapitaalsverhoging slechts eenstemmig kan gebeuren en dat de toestemming tot steun aan hulpzoekende landen slechts door een zogezegde eenstemmigheid van 85% goedgekeurd dient te worden. Daarmee wil men verhinderen dat weerbarstige landen zoals Finland en Slowakije in staat zouden zijn om de uitbetaling te blokkeren.<sup>72</sup>

De regering moest na de uitspraak van het Grondwettelijk Hof uit de zomer van 2011 ervoor zorgen dat het parlement zijn medezeggenschap behield. Het Grondwettelijk Hof waarschuwde dat Duitsland geen verdere akkoorden mag onderschrijven, die naar omvang onbepaalde en van de beslissingen van andere landen afhankelijke verplichtingen met zich brengen.<sup>73</sup> De Regering wil daarom bereiken dat de Duitse vertegenwoordiger in de Gouverneursraad en in het Directoraat een uitbreiding van het palet aan maatregelen, een verhoging van het maximale leenvolume en vooral ook de 'bailout'-acties ten gunste van probleemlanden (zogenaamde stabiliteitshulp) principieel slechts mag goedkeuren indien hij over goedkeuring van de 'Bundestag' beschikt. Hiertoe werden door de

'Bundestag' overeenkomstige clausules voor de goedkeuringswet van het ESM-verdrag en voor een aparte begeleidende wet, de ESM-financieringswet, goedgekeurd.<sup>74</sup> Deze clausules zouden een zekere bescherming kunnen bieden tegen de druk waaraan de vertegenwoordigers in de Gouverneursraad of het Directoraat worden blootgesteld, wanneer zich weer eens een noodgeval voordoet. De grondwettelijke jurist Dietrich Murswiek benadrukt echter dat de beslissing van de vertegenwoordiger in de Gouverneursraad of het Directoraat juridisch ook dan bindend is wanneer de 'Bundestag' niet heeft ingestemd. Het is volgens het volkerenrecht niet eens duidelijk of de Duitse 'Bundestag' überhaupt bevoegd is om de Duitse vertegenwoordiger in het Directoraat (aan wie de Gouverneursraad zijn bevoegdheden voor 'bailout'-beslissingen kan overdragen) instructies te geven dan wel dat deze vertegenwoordiger niet eerder onafhankelijk moet beslissen.<sup>75</sup>

De 'Bundestag' moet overigens niet elke verstrekking van middelen goedkeuren. De manoeuvreerruimte voor acties zonder parlementaire controle is groot. Wanneer de 'Bundestag' het ESM heeft goedgekeurd, kan de vertegenwoordiger van de regering volgens het verdrag al vrij beslissen over 190 miljard euro en daarvoor aansprakelijkheid geven. Daarbij zou de vertegenwoordiger zich evenwel door een voorschrift uit de ESM-financieringswet aan de goedkeuring van de 'Bundestag' moeten houden. Heeft hij echter – zoals het verdrag toestaat – zijn bevoegdheidscompetentie aan het Directoraat overgedragen dan is het parlementaire voorbehoud in de begeleidende wet van weinig nut, want het Duitse directoraatslid is niet parlementair verantwoordelijk en geniet bovendien immuniteit. Zelfs bij opzettelijke verduistering van miljardenbedragen kan hij nog niet verantwoordelijk gesteld worden. Bij spoedbeslissingen door het Directoraat van het ESM kunnen in noodgevallen zelfs contante bedragen tot deze som gevraagd worden, om de noodzakelijk gedachte financieringsopgaven te vervullen.<sup>76</sup> 190 miljard euro is geen kleinigheid. Tenslotte gaat het bij dit bedrag om meer dan de helft van de begroting van de Bond.

Hierbij komt me de waarschuwing van grondwettelijk rechter

69 Zie ESM-Verdrag, Art. 5.

70 Zie ESM-Verdrag, Art. 4 Abs. 4.

71 Zie ESM-Verdrag, Art. 4 Abs. 5.

72 Zie i.v.m. met de regels over de stemming en de beslissingsbevoegdheden ESM-Verdrag, Kap. 2.

73 Zie Pressemitteilung des Bundesverfassungsgerichts, nr. 55, 7 september 2011.

74 Zie ESM-Verdrag, Art. 10 Abs. 1 en het wetsvoorstel van de fracties CDU/CSU en FDP van 20 maart 2012, Deutscher Bundestag Drucksache 17/9045, Art. 2 Abs. 1.

75 Zie Entwurf eines Gesetzes zur finanziellen Beteiligung am Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM-Finanzierungsgesetz – ESMFinG). Änderungsantrag der Arbeitsgruppen Haushalt der Fraktionen CDU/CSU und FDP van 23 mei 2012; Murswiek, D., *Vorläufige Stellungnahme zu den Parlamentsvorbehalten gemäß Änderungsantrag Arbeitsgruppen Haushalt CDU/CSU und FDP zum ESMFinG und gemäß Zustimmungsgesetz zum ESMV (ESMG)*, 9 mei 2012, ongepubliceerd manuscript.

76 Zie ESM-Verdrag, Art. 4 Abs. 4 S. 4 i. v. m. Art. 9, dat de bijna automatische plicht tot aanvulling regelt wanneer de reserves aan baar geld opgebruikt zijn.

Udo Di Fabio voor de geest. Vorige zomer zei hij *ex officio* dat men moest opletten om geen algemene volmacht toe te staan.<sup>77</sup>

In de normale procedure is het wel zo dat het ESM ter hulp komt met middelen die het zelf op de kapitaalmarkt heeft opgenomen. Pas wanneer er verliezen te dekken zijn en het volgestorte kapitaal – thans 80 miljard euro – terug aangevuld moet worden, worden de lidstaten aangesproken om extra middelen te leveren. De vertegenwoordiger van de regering kan hiertegen niets inbrengen want dit besluit wordt door het Directoraat met een eenvoudige meerderheid getroffen.<sup>78</sup>

Dat is in het bijzonder storend omdat Duitsland tot de grens van 190 miljard euro ook voor de betalingsplichten van de andere ESM-staten moet instaan. Artikel 25 stelt dat het wegvallen van individuele staten bij het aanvullen van het stamkapitaal na eventuele verliezen door andere staten gecompenseerd moet worden. Het is dus theoretisch niet uitgesloten dat niemand meer betaalt dan zijn inleg in baar geld en Duitsland 89% van zijn aansprakelijkheidslimiet van 190 miljard euro, dus 168 miljard euro, alleen betaalt. Vanuit economisch standpunt staat dit gelijk met een volledige schuldaansprakelijkheid, wat de leningen van het fonds tot echte eurobonds maakt in de verregaande invulling zoals ze door de voorvechters geëist worden.

Het is problematisch dat er hier een betalingsmechanisme werkt, waaraan Duitsland zich niet kan onttrekken, zonder dat er ergens überhaupt gedefinieerd werd wat verliezen nu precies inhouden. Ontstaan verliezen reeds door afschrijvingen op vorderingen die om een of andere boekhoudkundige regel gebeuren? Ontstaan ze wanneer men een land om politieke redenen zijn schulden kwijtscheldt? Ontstaan ze wanneer men het onbehoorlijk vindt om dwangmaatregelen ter opeising van openstaande vorderingen te nemen? Ontstaan ze misschien omdat men rentes vraagt die niet overeenstemmen met het risico? Ontstaan ze door incompetent management of te hoge lonen voor de personeelsleden – die men overigens zelf mag bepalen?<sup>79</sup> Ontstaan ze uit mislukte financiële transacties, die zelf niet eens gespecificeerd zijn. Niets van dit alles is gedefinieerd en desondanks moeten de lidstaten onvoorwaardelijk betalen wanneer er verliezen geboekt worden en een eenvoudige meerderheid van het Directoraat die vaststelt. Dat is hemelter-

gend. Hier kan een eenvoudige meerderheid van andere staten in het meest extreme geval over 190 miljard euro Duits geld beslissen, zonder dat de Duitse regering, laat staan de Bundestag, verweer heeft.

Het lijkt wel of men dit punt over het hoofd heeft gezien of was het zo heikel dat men het liever buiten beschouwing heeft gelaten? De beslissing of een land al dan niet krediet krijgt, moet zorgvuldig voorbereid worden en dan met een gekwalificeerde meerderheid van 85% van de stemmen goedgekeurd worden. De Duitse vertegenwoordiger kan zich hier tegen verzetten omdat Duitsland over een blokkeringsminderheid beschikt.<sup>80</sup> Maar wat betreft de beslissende vraag over hoe de verliezen uit de activiteit kunnen en mogen ontstaan, blijft het verdrag stil. In dit opzicht geeft Duitsland met het ESM aan de andere staten een blanco cheque.

En bij die 190 miljard euro zal het heus niet blijven, want het ESM is voor de groei ontworpen. Op elk moment kan de Gouverneursraad met wederzijds goedvinden tot een verhoging van de financiële middelen van het ESM besluiten.<sup>81</sup> Zoals hierboven beschreven, wil de Bundestag daarbij ingeschakeld worden, hoewel niet duidelijk is of hij dat überhaupt mag. Omdat de middelen zeer eenvoudig gebruikt kunnen worden, zullen de beschikbare middelen snel opgebruikt zijn en dan zal men Duitsland opnieuw onder druk zetten om de geldbuidel opnieuw te openen.

De aansprakelijkheid wordt al bij voorbaat uitgebreid door de voorziene parallelliteit tussen het EFSF en het ESM. EFSF staat voor European Financial Stability Facility. Het werd in mei 2010 opgericht en is de organisatorische voorloper van het ESM.<sup>82</sup> Tot dusver luidde het steeds dat het ESM de middelen van het EFSF omvat en haar plaats inneemt. Maar dat is al weer verleden tijd, want na de besluiten van de ministers van financiën van 30 maart 2012 moeten de beide reddingssystemen tegen 30 juni 2013 gelijktijdig benut worden. Dan zal het leenvolume van de eurolanden niet alleen 500 miljard euro bedragen, maar er komen dan nog de tot dan reeds toegestane EFSF-middelen voor een bedrag van 188 miljard euro bij, verder ook de voor de programma's in Ierland en Portugal reeds toegestane middelen uit de natuurrampenpot van de Europese Commissie (EFSM) ter waarde van 49 miljard euro en de al uitbetaalde bilaterale kredieten uit het eerste Griekenlandpakket voor een bedrag van 53 miljard euro.

Telt men hierbij nog de middelen van het IMF, de targetkredie-

77 Bij het aanhoren van de grondwettelijke bezwaren van 5 juli 2011 die zich tegen Duitse en Europese rechtshandelingen en andere maatregelen richtten, die in verband staan met de Griekenlandsteun en de euroreddingsparaplui in de eurozone.

78 Zie ESM-Vertrag, Art. 9 Abs. 2.

79 Zie ESM-Vertrag, Art. 33.

80 Vgl. ESM-Vertrag, Art. 13 i. v. m. Art. 5 Abs. 6 u. Abs. 7.

81 Vgl. ESM-Vertrag, Art. 10 Abs. 1.

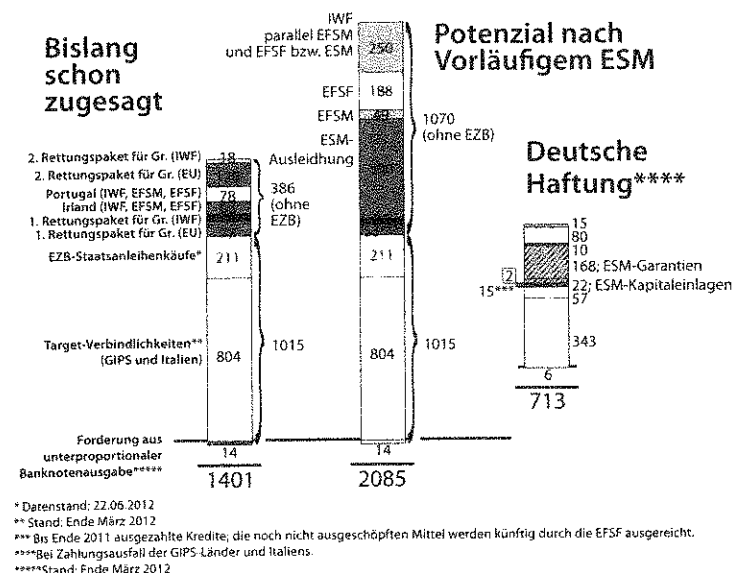
82 Vgl. Council Regulation (EU), nr. 407/2010.



ten en de lasten van de aanschaf van staatspapieren door de ECB en houdt men tenslotte ook nog rekening met de vorderingen van de crisislanden uit de lagere dan proportionele uitgifte van geldbiljetten, dan komt het totale reddingsvolume na afsluiting van het ESM al op 2085 miljard euro. Afbeelding 1 geeft een overzicht van de totale som der posten. De voetnoot bij de afbeelding verklaart de afzonderlijke posten.

Het verlies van Duitsland zou in het meest extreme geval (een faillissement of exit van de vijf crisislanden of een uitputting van de middelen van het ESM en de door het IMF beschikbaar gestelde middelen) 713 miljard euro bedragen – wanneer de euro dit faillissement overleeft tenminste. Immers, wanneer de euro overleeft dan verdelen de overblijvende landen de lasten proportioneel volgens hun kapitaaldeel. Wanneer de euro echter ten gronde gaat, kan men bij de targetkredieten niet van dezelfde veronderstelling uitgaan. Dan zouden de verliezen van Duitsland volgens verscheidene berekeningen tussen 200 en 300 miljard meer bedragen. Daarmee zouden de verliezen ongeveer evenveel bedragen als het volledige netto buitenlandse vermogen van de BRD (934 miljard euro eind 2011) en dus het volledige overschot van de handelsbalans van Duitsland sinds de invoering van de euro omvatten.<sup>83</sup>

Afbeelding 1. De bedragen van de Europese leningen (in miljard euro) (Nederlandse begrippen: zie verklaring onder de tabel)



**Verklaring.** De afbeelding toont de reddingsmaatregelen van de ECB, de eurolanden en het IMF. In de linkse balk zijn de reeds opgenomen en contractueel afgesproken steun met de overeenkomstige bedragen weergegeven (stand juni 2012). De steun omvat van onder naar boven de targetverplichtingen van de vijf crisislanden Griekenland, Ierland, Portugal, Spanje en Italië (maart 2012), de door de centrale banken aangekochte staatsleningen van deze landen (15 juni 2012) alsook de reeds lopende hulpprogramma's voor Griekenland (twee pakketten), Ierland en Portugal. Het stukje balk onder de basislijn toont de nettovordering van de GIPS-landen op de rest van de eurozone, die (allicht wegens hun in vergelijking tot het bevolkingsaandeel mindere economische prestaties) minder bankbiljetten uitgegeven hebben dan met hun ECB-kapitaaldeel overeenkomt. De middelste balk geeft een overzicht van het totale potentiële hulpvolume na het van kracht worden van het ESM, waarbij rekening gehouden werd met het feit dat het EFSF voorlopig nog verder loopt. De rechtse zuil toont het bedrag waarvoor Duitsland aansprakelijk is in geval van opschorting van betalingen en exit van de schuldenlanden bij een voortbestaan van de euro. De

83 De targetverliezen zouden 349 miljard euro meer bedragen en de totale verliezen zouden dan 1062 miljard euro belopen, of 114% van het netto buitenlandse vermogen van de BRD dat thans zelf 934 miljard euro bedraagt. Alleszins zou de Bundesbank dan ook wel haar nettoschuld t.o.v. de ECB door de boven de normale omvang uitgaande emissie van bankbiljetten verliezen (175 miljard euro). Vanuit dit perspectief zouden de totale verliezen in geval van de ondergang van de euro slechts 174 miljard groter zijn dan in het geval van zijn voortbestaan en een totaal deficit van de crisislanden. De verliezen zouden dus 887 miljard euro of 95% van het netto buitenlandse vermogen bedragen. Dit laatste was tijdens de jaren negentig door de Duitse eenmaking grotendeels opgebruikt. Het lag in het jaar van de onherroepelijke vaststelling van de wisselkoersen bij 7 miljard euro en steeg vanaf 1999 dankzij een positieve handelsbalans (kapitaalexport) geleidelijk tot het huidige niveau. Het is dus bijna volledig tijdens het laatste decennium opgebouwd en tijdens de crisis nu in targetsaldi omgezet.

verdeelsleutel die gebruikt werd om de Duitse aansprakelijkheid te berekenen is voor de individuele posities verschillend. Voor targetverplichtingen van GIIPS-landen netto na aftrekking van de vorderingen van deze landen door de mindere uitgifte van bankbiljetten staat Duitsland voor 43% borg, wat overeenkomt met het aandeel aan het ECB-kapitaal van de overige 12 eurolanden. (De vorderingen van het ECB-systeem op de crisislanden verliezen in dit geval hun relevantie.) In het geval de crisislanden geen rente betalen op hun targetschulden profiteert Duitsland evenwel voor hetzelfde aandeel van het feit dat deze landen hun vorderingen door de mindere uitgifte van geld niet zullen kunnen realiseren. De aankopen van staatsleningen worden door alle centrale banken, ook die van de crisislanden, uitgevoerd. Wanneer er geen rente op wordt betaald, verliest de centrale bank het aandeel dat ze had moeten kopen. Het Duitse aandeel in de verliezen van wegvallende staatspapieren bedraagt dus, zoals bij de ECB-kapitaalsleutel, ongeveer 27%. De steun van het eerste Griekenlandpakket van de eurolanden bestond uit bilaterale kredieten; Duitsland heeft hier 15,2 miljard euro betaald. Bij het hulppakket van het IMF is Duitsland, overeenkomstig zijn bijdrage tot het kapitaal van het IMF, voor 6% betrokken. Om een ESM-leenvolume van 500 miljard euro te verzekeren, moeten de betrokken landen een stamkapitaal van 700 miljard euro samenbrengen. Dat bedrag bestaat uit 80 miljard euro gestort kapitaal en 620 miljard euro opvraagbaar kapitaal. Duitsland zal daarvan iets meer dan 27% ter beschikking stellen (de gearceerde delen in de rechterbalk). Het EFSM wordt uit de lopende begroting van de EU gespijsd. Duitslands aandeel bedraagt hier 20%. Voor de toegezegde EFSF-middelen wordt het Duitse aandeel zoals bij de targetsaldi berekend op ongeveer 43%. Bij de IMF-steun die parallel aan de Europese steun kan ingezet worden, heeft Duitsland een aandeel van 6%.

In zijn totaliteit beschouwd, zijn er in het ESM-verdrag veel gecompliceerde wisselwerkingen en door speciale clausules vastgelegde regeltjes, waardoor de deur naar misbruik wagenwijd openstaat. Na de avontuurlijke interpretaties die de ECB maakte toen ze het verbod op het in geld omzetten van staatsschulden volgens artikel 123 van het EU-verdrag omzeilde door staatspapieren op de secundaire markt aan te kopen – wat door de toenmalige bondspresident na diepgaand juridisch advies als ontduiking betiteld werd<sup>84</sup> – moet men het ergste vrezen.

Met het ESM heeft Duitsland zich op het hellende vlak van de vergemeenschappelijking van de staatsschulden van de Zuid-Euro-

pese landen gewaagd, want de middelen van het ESM zullen achtereenvolgens aangewend worden om de vorderingen van de huidige schuldeisers van de Zuid-Europese landen in te lossen en in hun plaats te treden. En wanneer de besluiten van de EU-top van 28 en 29 juni 2012 wet worden, bestaat het gevaar dat geleidelijk ook zelfs de binnenkort bijna driemaal zo hoge bankschulden van deze landen gemeenschappelijk worden. Er wordt een enorme 'bad bank' gecreëerd waardoor Duitsland aanzienlijke vermogensrisico's op zich neemt die van de acties van buitenlandse regeringen afhankelijk zijn.

Angela Merkel rechtvaardigt net zoals haar mentor Helmut Kohl dit ooit deed de euro als voorwaarde tot vrede. En haar kabinetscollega Wolfgang Schäuble stelt dat Europa tijd gewonnen heeft met het ESM-verdrag. Ik ga met geen van beiden akkoord.

We verliezen met het verdrag tijd in plaats van die te winnen omdat de financiële steun de verkeerde prijsstructuren en daarmee ook de handelsbalanstekorten in stand houdt en de buitenlandse schulden van de crisislanden jaar na jaar verder groeien. Jaar na jaar zullen we door de publieke subsidiëring van de kredietstromen naar het Zuiden verder van de oplossing van het probleem geraken. Weliswaar zijn de handelsbalanstekorten de laatste tijd minder geworden, maar dat is toe te schrijven aan enerzijds de verminderde rentes op de publieke reddingsparaplu's inclusief de 1%-ECB-kredieten en anderzijds een reële krimp in de economie. Een werkelijke verbetering van de concurrentiepositie die men aan een afname van de relatieve prijzen in de crisislanden in vergelijking met de EU-concurrenten zou kunnen aflezen, is met uitzondering van Ierland zoals op het einde van hoofdstuk 3 werd aangetoond, niet waar te nemen.

Het valt ook te betwijfelen of het ESM vrede brengt. Met de 'bad bank' onder de naam ESM koopt Duitsland van beleggers overal ter wereld direct of indirect toxische staatspapieren en obligaties van de zuiderse landen op. Dat brengt rust op de markten. Maar de Duitsers en hun kinderen moeten verontrust zijn want in plaats van naar de beleggers moeten ze nu naar Italië, Griekenland en Spanje gaan om de schulden terug te eisen waarmee vorige generaties hun consumptie gefinancierd hebben. Van vrienden en burens maakt men nu schuldeisers en schuldenaars. De geschiedkundige voorbeelden van hoe schuldenaars hun schuldeisers behandelen zijn niet direct bemoedigend.<sup>85</sup>

84 Zie *tagesschau.de*, 24 augustus 2011; <http://www.tagesschau.de/wirtschaft/ezb172.html>.

85 Vgl. von Weizsäcker, C. C., *Der Hass auf den Gläubiger, oder für ein Europa der Subsidiarität*, ongepubliceerd manuscript, januari 2012, op te vragen via [weizsaecker@coll.mpg.de](mailto:weizsaecker@coll.mpg.de).

De reeds beschreven strategie tot isoleren van Duitsland voor de EU-top van 28 en 29 juni toont zeer duidelijk hoe men zich het proces van invordering van de schulden moet voorstellen. De schuldenaars zullen niet zeggen dat ze niet willen terugbetalen, maar ze zullen de schuldeisers met een karrenvracht verwijten overladen en hen zo in de hoek drijven dat deze niets anders meer kunnen dan impliciet of expliciet van hun vorderingen afzien. Wat Duitsland in juni 2012 beleefde is slechts het begin van een onwaardige en vernielende verdelingsstrijd die de EU ten gronde kan richten wanneer men de schuldverhoudingen in de eurozone niet tijdig oplost.

Ook de Amerikaanse ervaringen met schuldenvergemeenschappelijking in het kader van de fiscale unie zijn allesbehalve geruststellend. Zo'n vergemeenschappelijking van de schulden was na de Onafhankelijkheidsoorlog in 1792 door de eerste Amerikaanse minister van financiën, Alexander Hamilton, doorgevoerd omdat deze schulden door de toevalligheden van de oorlog en de gemeenschappelijke oorlog met Engeland ontstaan waren. Het probleem was echter dat de aanvankelijke vergemeenschappelijking en de vorming van een Amerikaanse fiscale unie verwachtingen van verdere vergemeenschappelijkingen wekte en de regeringen van de individuele staten ertoe aanzette om lichtzinnig nieuwe schulden aan te gaan – zeker toen er in 1812 in verband met de oorlog met Mexico een tweede vergemeenschappelijking van de schulden was doorgevoerd. Door de nieuwe schulden ontstonden steeds groter worden fiscale spanningen die pas in de jaren 1840 tot uitbarsting kwamen met negen staatsfaillissementen.<sup>86</sup> Volgens Harold James, historicus aan Princeton University was de Amerikaanse fiscale unie 'dynamiet in plaats van cement' voor de VSA.<sup>87</sup> James toont verder dat er naast de fiscale unie nog vele andere redenen waren voor de groeiende spanningen in de VSA, die in de eerste decennia op de nieuwe staat wogen en uiteindelijk pas met de Amerikaanse Burgeroorlog van 1861 tot 1865 tot uitbarsting kwamen.

Schuldenaars beschikken over verschillende mogelijkheden om zich aan de terugbetaling van hun schulden te onttrekken. De eenvoudigste mogelijkheid is gebruik te maken van de ECB – waarvan ze het bestuursorgaan beheersen – en een inflatiepolitiek te voeren. Inflatie leidt tot een nominale opzwellen van de economie van de eurozone en tot een reële ontwaarding van schulden. Een andere

mogelijkheid bestaat erin om via de bestuursorganen van de EU een transferunie te bewerkstelligen zodat de schuldeisers hun schulden feitelijk zelf terugbetalen. Hoe men het ook draait of keert, de fiscale unie leidt Europa in het beste geval naar inflatie of een transferunie en in geen van beide scenario's bestaat er voor de crediteurlanden met Duitsland op kop de mogelijkheid om hun in het buitenland geïnvesteerde spaargelden te redden.

Het staat vast dat ook nu reeds een deel van de vorderingen die zich achter het spaargeld van de Duitsers verbergen misschien niet meer incasseerbaar is. Daartoe horen ook de vorderingen van het private bankwezen op schuldenaars in de vijf crisislanden voor een bedrag van 352 miljard euro (eind 2011) en ook vorderingen van verzekeringsmaatschappijen waarvan de omvang onbekend is.<sup>88</sup> Maar dat is vermoedelijk heel wat minder dan de nieuwe risico's die men met de verscheidene reddingssystemen heeft aangegaan en ook minder dan al de andere bijkomende kredietrisico's die ons in de komende jaren op de thans ingeslagen weg te wachten liggen. Na aftrek van dubbele betalingen impliceren de bovenvernoemde bankschulden dat de som van staats- en bankschulden van de vijf crisislanden ongeveer 12.000 miljard euro bedraagt. Alleen in 2011 is deze som nog met 236 miljard euro gestegen (221 miljard euro nieuwe staatschulden plus 56,5 miljard euro nieuwe bankschulden minus de door de banken netto verworven staatsschulden van 41,4 euro). Het is voor Duitsland vermoedelijk goedkoper om zijn tot nu toe ontstane vorderingen af te schrijven dan nog meer goed geld het slechte geld achterna te gooien en de toestand van de ontbrekende concurrentiepositie van zijn schuldenaars op deze wijze in stand te houden.

## 6. Het fiscale pact

De Duitse regering heeft nu getracht om het naderende onheil door politieke schuldgrenzen te verhinderen. Ze wil daartoe het Stabi-teits- en Groeipact waarover Theo Waigel onderhandeld heeft, verscherpen. Daartoe moeten de eurolanden bindende schuldgrenzen en automatische correctieregels afspreken.<sup>89</sup> Zoals we reeds aanstipten, lukte het niet om dit in het nieuwe EU-verdrag te verankeren, maar slechts in een intergouvernementeel fiscaal pact dat op 2 maart 2012 door de staats- en regeringschefs van de EU-landen – met uitzondering van Tsjechië en Groot-Brittannië – ondertekend werd.

<sup>86</sup> Vgl. bijvoorbeeld Grinath, A., J. J. Wallis und R. E. Sylla, *Debt, Default and Revenue Structure: The American State Debt Crisis in the Early 1840s*. In: *NBER Working Paper* nr. 97, 1997.

<sup>87</sup> James, H., *Lessons for the Euro from History*. Voordracht tijdens de conferentie *The Euro-  
pean Crisis: Historical Parallels and Economic Lessons*, Julis-Rabinowitz Center for Public  
Policy and Finance, Conference, 19 april 2012.

<sup>88</sup> Vgl. Bank for International Settlements, *BIS Quarterly Review*, maart 2012, tabel 9E.

<sup>89</sup> Zie SKS-Vertrag, Art. 3 Abs. 2.

Door de ontbrekende verankering in het EU-verdrag heeft men geprobeerd om het pact toch meer impact te geven door de verplichting op te nemen voor de ondertekenende landen om het nieuwe pact in wetgeving om te zetten en indien mogelijk zelfs in de nationale grondwetten te verankeren. Men is zelfs overeengekomen dat de lidstaten elkaar voor het Europees Gerechtshof kunnen aanklagen wanneer dit niet gebeurt.<sup>90</sup>

Ik heb al gewezen op de afkeurende houding van François Hollande met betrekking tot dit thema. Maar zelfs wanneer hij na de verkiezingen bijdraait en het fiscale pact toch aan het Franse parlement ter ratificering voorlegt, heeft het Europees Gerechtshof niet de mogelijkheid om Frankrijk aansluitend te dwingen om dit pact daadwerkelijk grondwettelijk te verankeren. Het Europees Gerechtshof kan slechts een straf opleggen die een promisse van het bnp bedraagt.<sup>91</sup> Het valt te betwijfelen of zo een straf een land als Frankrijk tot inzicht zou brengen.

Volgens de regels van het fiscale pact is elke staat ertoe verplicht om zijn structurele begrotingstekort tot 0,5% van het bnp te beperken.<sup>92</sup> Deze regel is geënt op de Duitse schuldgrens die nog door de grote coalitie in de grondwet werd opgenomen.<sup>93</sup> Daarbij komt nog de regel dat het schuldcontingent jaarlijks met 1/20ste van de afstand tot de 60%-grens van het Verdrag van Maastricht verminderd moet worden.<sup>94</sup>

De begroting moet aan de Europese Commissie worden voorgelegd die nagaat of de verplichtingen nagekomen werden.<sup>95</sup> Ze kan na het opstarten van een deficitprocedure straffen opleggen, in zoverre ze erin slaagt om een strafprocedure tegen een land op te starten.<sup>96</sup>

Omdat het fiscale pact juridisch ondergeschikt is aan het EU-verdrag, kon het door de regering gewenste automatisme tot opstarting van een deficitprocedure niet gerealiseerd worden. Zoals voorheen moet de ECOFIN-raad, de raad van de ministers van financiën, over de opstarting van de procedure en de oplegging van straffen met gekwalificeerde meerderheid beslissen.<sup>97</sup> Omdat de da-

ders zichzelf ook in de toekomst niet graag zullen willen bestraffen, kan men er vanuit gaan dat er weinig discipline zal heersen bij het naleven van het fiscale pact, zelfs wanneer het geratificeerd werd en in de nationale wetgeving verankerd is. Ik kan me met de beste wil van de wereld niet voorstellen dat een president als Hollande zou aanvaarden dat er een procedure tegen zijn land wordt opgestart.

Het fiscale pact overtuigt niet. Het is een extreem gecompliceerde constructie die nooit de discipline kan bereiken die van de marktwerking uitgaat. Toen de Italiaanse rente in de zomer van vorig jaar omhoog schoot, wisselden de Italianen van regering en die nieuwe regering nam aanvankelijk harde maatregelen. Maar toen de ECB met haar 'dikke Bertha', het reeds besproken langetermijnkredietprogramma van meer dan 1000 miljard euro, de spreads al had doen teruglopen, mislukte Monti in zijn poging om een versoepelde ontslagregeling tegen de wil van de vakbonden in door te drukken. Politici reageren alleen maar op de anonieme macht van de markten omdat ze niet weten tegen wie ze moeten werken, wanneer het optreden van de markt hen niet aanstaat. Men kan immers de globale kapitaalmarkten niet even opbellen om zijn beklag te doen. Wanneer echter andere politici hun voorschriften willen opleggen, dan bewerken ze deze zolang totdat de voorschriften hen niet meer pijn doen. Dit spel beheersen ze.

Het fiscale pact is een politieke toegeving aan de Regeringtegenprestatie voor het opendraaien van de geldkraan. En voor intern gebruik dient het om de Duitse publieke opinie te sussen. Het fiscale pact zal weinig uithalen. Het zal zeker niet in staat zijn om de stromen uit de geldkraan te controleren.

Wanneer men niet wil dat de schuldenlanden de publieke kredietprogramma's overdadig gebruiken, moet men deze programma's beperkt houden en dat geldt zowel voor die van het ESM als voor die van de ECB. Dat volstaat volkomen om de gewenste discipline te bereiken. Wanneer men geen geld kan lenen, kan men ook niet boven zijn stand leven.

Udo di Fabio heeft de impliciete bescherming van de Muntunie eens vergeleken met een gouden kredietkaart, die de sterke landen aan de zwakke gaven in ruil voor de belofte dat die ze niet overdadig zouden gebruiken.<sup>98</sup> Dit is een treffende vergelijking die duidelijk

90 Zie SKS-Vertrag, Art. 8.

91 Zie SKS-Vertrag, Art. 8 Abs. 2.

92 Zie SKS-Vertrag, Art. 3 Abs. 1 Buchst. b.

93 Zie *Grundgesetz für die Bundesrepublik Deutschland*, 23 mei 1949 (BGBl. S. 1), laatste wijziging door de wet van 21 juli 2010 (BGBl. I S. 944), Art. 109 Abs. 3.

94 Zie SKS-Vertrag, Art. 4.

95 Zie *Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union* van 30 maart 2010 (geconsolideerde versie, ABl. EG Nr. C 83, S. 47) (AEUV), Art. 126.

96 Zie SKS-Vertrag, Art. 4 i. v. m. AEUV, Art. 126.

97 Zie Blanke, H.-J., *Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion zwischen Krisenanfälligkeit und Reform*, verschijnt in: Scherzberg, A., (Red.), *Zehn Jahre Staatswissenschaften in Erfurt*, de Gruyter, Berlin 2012, in het bijzonder p. 69, en Calliess, Ch. & Ch. Schoen-

fleisch, *Auf dem Weg in die europäische 'Fiskalunion'? – Europa- und verfassungsrechtliche Fragen einer Reform der Wirtschafts- und Währungsunion im Kontext des Fiskalvertrages*. In: *Juristenzeitung* 67, nr. 10, 2012, p. 477-528, in het bijzonder p. 479-482.

98 'Ich habe einmal in einem Vortrag gesagt, das (die Mitgliedschaft der schwachen Eurostaaten in der Währungsunion, HWS.) ist so, als wenn ein reicher Mann, eine reiche Frau, einem armen Sozialhilfeempfänger seine goldene Kreditkarte gibt und sagt 'Für die Schulden, die Du damit machst, musst Du aber selbst einstehen. Das vereinbaren wir, und da

maakt welke gevaren uit dit uitgangspunt resulteren. De eindeloze discussie over de voorwaarden en het overmatige gebruik van de kaart liggen dan al bij voorbaat vast. Een alternatief om de middelen te beperken en discussies te vermijden is het ter beschikking stellen van een kleine hoeveelheid baar geld zonder er verplichtingen aan te verbinden.

### 7. *Werkelijke redding? – Een ongemakkelijke dichotomie van de ECB-politiek*

Er komt nog bij dat het te betwijfelen valt of de gouden kredietkaart werkelijk een bijdrage tot de redding van de betrokken landen levert. De kredieten verhinderen namelijk de maatregelen die nodig zijn om de landen weer gezond te maken. Het gaat hier om maatregelen die de relatieve prijzen doen dalen, die nog steeds op het niveau van het hoogtepunt van de zeepbel zijn – met uitzondering van Ierland. De krediethulp veroorzaakt drie beperkende mechanismes die het ziektebeeld chronisch maken.

Ten eerste houden ze de prijzen van vermogensgoederen kunstmatig op een niveau dat investeerders afschrikt. De investeerders weten immers dat de prijzen van het land en de staatspapieren slechts zo lang op hun huidige niveau blijven als de reddingsgelden binnenstromen en dat ze zullen zakken wanneer het geld van de redders op is of zij hun geduld verliezen. In dit opzicht is er een eenzijdig devaluatierisico dat voor de investeerders die nu instappen een vermogensverlies betekent. Het gevolg is dat niemand instapt. De investeerders zouden onmiddellijk opduiken wanneer de redding beëindigd wordt en de prijzen van vermogensgoederen dalen want dan kunnen ze koopjes doen. Nu echter houden ze de boot af.

De situatie is in het geval van Griekenland bijzonder duidelijk. Rijke Grieken hebben volgens schattingen tot 200 miljard euro in Zwitserland veiliggesteld.<sup>99</sup> Ook hoort men dat rijke Grieken met

machen wir auch eine Annonce in der Zeitung, dass das auch jeder sieht' Diese Annonce haben wir in den Europäischen Verträgen gemacht. (...) Aber die Märkte haben die goldene Kreditkarte gesehen. Und da stand drauf 'Bundesrepublik Deutschland'. Und deshalb ist das nie eingetreten, was man eigentlich erwartet hat...' U. di Fabio, *Finanzstabilität und Integration: Wege aus der Krise*, Voordracht voor het 'Münchener Seminar' op 30 april 2012, <http://www.cesifo-group.de/video-DiFabio-20120430>.

<sup>99</sup> Zie ook: *Auf der Jagd nach den griechischen Milliarden*. In: *Zeit online*, 2 maart 2012, [http://www.zeit.de/wirtschaft/2012-03/griechenland-schweiz-steuern,of/Griechen\\_bunkern\\_wohl\\_Milliarden\\_Euro\\_in\\_der\\_Schweiz](http://www.zeit.de/wirtschaft/2012-03/griechenland-schweiz-steuern,of/Griechen_bunkern_wohl_Milliarden_Euro_in_der_Schweiz). In: *Welt online*, 20 oktober 2011, [http://www.welt.de/print/welt\\_kompakt/print\\_politik/article13670439/Griechen-bunkern-wohl-Milliarden-Euro-in-der-Schweiz.html](http://www.welt.de/print/welt_kompakt/print_politik/article13670439/Griechen-bunkern-wohl-Milliarden-Euro-in-der-Schweiz.html).

grote sier in de Londense vastgoedsector investeren en zelfs in Berlijn zijn Griekse bouwmaatschappijen actief. Het weggevluchte kapitaal zal pas terugkeren naar Griekenland wanneer daar de vastgoedprijzen zakken doordat de banken het vastgoed niet langer kunnen financieren of door een exit van Griekenland en een devaluatie. Maar van invloedrijke groepen in Europa mag Griekenland niet uit de eurozone stappen want men heeft de Griekse bevolking nodig als gijzelaars voor de verderzetting van de middenstroom van de reddingsacties, die aan de houders van staatspapieren voorlopig de terugstroom van middelen verzekert.

Ten tweede, zoals boven al vermeld werd, verdrijven de ECB-kredieten, waarvan het teveel aan de targetschulden afgemeten wordt, de private interbancaire kredieten. De ECB stelt vandaag de dag slechts gewaarborgde kredieten ter beschikking aan de crisislanden voor een looptijd van 1 tot 3 jaar en tegen een rente van 1%. Geen enkele private bank uit de kernlanden kan bij de kredietverstrekking met de voorwaarden concurreren waarmee de ECB het krediet uit de geldpers beschikbaar stelt. Private banken eisen enkele procentpunten meer aan interesten, maar die betaalt niemand zolang de geldpers tegen 1% ter beschikking staat. Op dit moment stroomt elk krediet dat de ECB toestaat per ommegaande terug weg uit de crisislanden omdat de schuldenaars van de gelegenheid gebruik maken om het voor het delgen van andere duurdere bankkredieten die ze uit het Noorden gekregen hebben te gebruiken. De ECB beweert dat de interbankenmarkt niet meer werkt en dat ze daarom moet interveniëren. Dat is een mogelijke interpretatie van het gebeuren, die men vóór de periode van de Lehman-crisis niet als onplausibel kan afdoen. Voor de tijd daarna, toen de wereldeconomie al terug groei kende, spreekt echter meer de interpretatie dat de ECB met haar geldpers het door de kernlanden geïnvesteerde kapitaal wegjaagde en daardoor zelf de interbankenmarkt vernielde en zelf het kuddegedrag en de paniek veroorzaakte die ze dan vervolgens weer als aanleiding nam om het licht op groen te zetten voor een nog sneller draaiende geldpers. Indien de ECB niet zoveel targetkredieten had toegestaan, zouden de rentevoeten van de zuiderse landen op korte termijn hoger zijn geweest en de kapitaalvlucht vermoedelijk veel bescheidener van omvang. Empirisch zijn beide interpretaties niet goed te scheiden, maar de ECB zou toch zelf haar eigen interpretatie moeten bewijzen wanneer ze op zo'n verregaande wijze in de marktwerking ingrijpt. In de vrijemarkteconomie ligt de bewijslast steeds bij de partij die staatsinterventie eist. De af en toe gehoorde stelling dat de zuiderse banken te weinig toegang tot krediet hebben, hoewel ze kwalitatief hoogwaardige garanties kunnen bieden, overtuigt in elk

geval niet. Immers, indien men inderdaad over genoeg garanties beschikt, kan van een gebrekkige toegang tot krediet geen sprake zijn.<sup>100</sup> Men dient er dus allicht eerder van uit te gaan dat de ECB onder de marktprijs blijft omdat ze nu eenmaal niet naar voldoende garanties vraagt.

Ten derde houden de reddingsacties de te hoge goederenprijzen die uit de tijd van de zeepbelperiode stammen in stand. Zo bestendigen de reddingsacties het handelsbalanstekort van de zuiderse landen of vertragen ze het herstel ervan. Dat impliceert wederom dat de buitenlandse schulden van de zuiderse landen jaar na jaar toenemen en dat het eurosysteem steeds verder van de oplossing van de schuldproblemen verzeild geraakt.

Het dilemma dat voor de eurozone bij de beslissing over de steun oprijst wordt bijzonder duidelijk wanneer men zich bewust wordt van de fundamentele dichotomie waaronder de ECB-politiek lijdt. Na de budgetbeperking, die onwrikbaar voor elk land in de eurozone geldt, moeten nu de handelsbalans, de balans van het private kapitaalbeheer, de targetbalans en de balans van de politieke kredietsteun (inclusief mogelijke schuldkijschelingen) in evenwicht komen.<sup>101</sup> Of gemeenzaam gezegd: het tekort op de handelsbalans van een crisisland moet ofwel met private kapitaalimport, kredieten van andere landen, of met de geldpers gefinancierd worden. Dat betekent onvermijdelijk dat targetkredieten en andere kredietsteun ofwel de verbetering van de handelsbalans verhinderen, die de ECB van de crisislanden verwacht, ofwel dat deze kredieten de oorzaak zijn van de kapitaalvlucht, waarvan de ECB beweert dat ze deze nu net wil compenseren. Tenminste een van deze voor de aanhangers van de reddingsfilosofie onaangename gevolgen moet zich voordoen. Maar waarschijnlijk doen beide gevolgen zich voor. Omdat de handelsbalans slechts traag reageert, verdampt op korte termijn de steun vooral door de per ommeegaande optredende kapitaalexport. Op middellange en lange termijn kan men ervan uitgaan dat de verbetering van de handelsbalans wordt verhinderd of vertraagd omdat de publieke kredieten de inkomens ondersteunen waarmee de import wordt betaald en die de noodzakelijke interne en externe devaluatie, die voor een verbetering van de concurrentiepositie nodig is, verhinderen.

In Griekenland en Spanje heeft deze politiek verwoestende gevolgen voor de jeugd. Het private kapitaal keert niet terug uit het buitenland om in het thuisland te investeren, maar ook de bestaan-

de firma's kunnen door de te hoge prijzen geen nieuwe marktaandeelen winnen. Meer dan de helft van de jongeren zit zonder werk. Men neemt dit voor lief omdat er politieke integratiedoelen zijn die zwaarder doorwegen dan het geluk van de jongeren of men gebruikt de jongeren als gijzelaars om van de andere landen nieuwe gelden te eisen voor de inlossing van de oude schulden van de crisislanden.

### 8. Twee modellen voor Europa

Europa probeert met het ESM-verdrag en het fiscale verdrag de duidelijk geworden constructiefouten van het Europese systeem te corrigeren. Om de betekenis van deze poging naar waarde te schatten, is het nuttig om het zich nu aftekenende Europese model van een financiële grondwet met het Amerikaanse model te vergelijken.<sup>102</sup>

De essentie van het Europese systeem is de vrije toegang tot kortlopende kredieten uit de geldpers om daarmee schulden in het buitenland te delgen en er goederen te kunnen aankopen. Om te verhinderen dat de geldpers overdadig gebruikt wordt, zijn er eurobonds of gelijkaardige constructies zoals het ESM nodig om de staten een even gunstige toegang tot langer lopende kredieten te geven. Zonder de eurobonds zouden de staten zich verder met behulp van de geldpers financieren. De vrije toegang tot de geldpers en de eurobonds leiden tot lagere rentevoeten zonder marktconforme risicopremies en leiden daardoor tot overmatige schuldcreatie, excessieve handelsbalanstekorten en een groeibeperkende vertekening van de kapitaalinzet in de eurozone. Om de drang naar schuldcreatie onder controle te houden, maakt men politieke schuldbarrières in het systeem – dus een fiscaal pact. Er zit een zekere logica in dit model, zij het dan een oppervlakkige.

In het Amerikaanse model is de toegang tot de geldpers beperkt tot de eigen voorziening van een regio met liquiditeiten. Elke verdere geldcreatie die tot nettostromen naar andere regio's leidt, moet met rentedragende, veilige waardepapieren betaald worden. Instrumenten tot een gemeenschappelijke schuldopname van de staten – zoals eurobonds – bestaan in de VSA niet. In plaats daarvan is elke staat aansprakelijk voor zijn schulden en omdat hij in principe failliet kan gaan, stijgen de rentevoeten wanneer hij zich te diep in de schulden steekt. Dit weerhoudt de staten er dan van om te veel schulden aan te gaan en het beperkt het gevaar op faillissementen.

100 Zie Stiglitz, J.E., & A. Weiss, *Credit Rationing in Market with Imperfect Information*. In: *American Economic Review* 71, 1981, p. 393-410.

101 Ook de schuldkijschelding maakt deel uit van de steun.

102 Zie Sinn, H.-W., *Die Target-Kredite der Deutschen Bundesbank*, o.c.

Excessieve handelsbalanstekorten en kapitaalstromen tussen de deelstaten worden vermeden.

Het Europese model zal niet functioneren omdat de schuldbarrières niet zullen werken. Zoals voorheen zijn immers de potentiële daders – de in de ECOFIN-raad vertegenwoordigde ministers van financiën – hun eigen rechters en die zullen alles doen behalve zichzelf straffen opleggen. En zelfs wanneer de straffen zouden werken, dan zou de schuldbarière nog steeds slechts op de staatssector betrekking hebben. Maar zoals ik eerder aantoonde, is de Europese schulden crisis in de eerste plaats geen staatsschulden crisis maar wel veeleer een private schulden crisis. De vele goedkope kredieten die in de beginjaren van de euro aan de zuiderse landen ter beschikking stonden, hebben tot inflationair opgedreven prijzen geleid en een verlies van concurrentiepositie die men nu met verdere kredieten uit de ECB en de reddingsparaplu's wil verdoezelen. De Spaanse buitenlandse schuld vormt thans het grootste risico voor de eurozone en ze is in essentie privaat. Zolang de private sector evenwel via het ECB-systeem de nodige middelen kan verkrijgen tegen rentevoeten onder de marktprijs, zal de correctie van de onevenwichten in de buitenlandse handel door reële, interne devaluatie, niet plaatsgrijpen. De Europese aanpak zou naast de publieke schuldbarrières ook nog private barrières vereisen om zo'n correctie te bereiken, maar dat zou een absurde implicatie betekenen.

Het Amerikaanse model van een federaal geldsysteem is beter want het is al meer dan 200 jaar getest. Zoals boven al vermeld waren er tot in de jaren 1840 negen staatsfaillissementen nodig vooraleer de spelregels van het federale systeem duidelijk waren.

Omdat het Amerikaanse systeem verhindert dat de kredieten van de centrale banken goedkoper zijn dan die van de markt, worden betalingsbalansonevenwichten tussen de staten vermeden en daarmee ook handelsbalansonevenwichten, waarachter geen geloofwaardige en solide investeringsprojecten schuilen. In de VSA kan noch de individuele deelstaat noch de private economie zich met de geldpers financieren. Wanneer de inwoners van een deelstaat geld nodig hebben om hun handelsbalanstekorten te financieren dan moeten ze privé-investeerders uit andere staten daarvoor aantrekkelijke interesten of voldoende waarborgen bieden en wanneer hen dat niet lukt, dan nemen ze nu eenmaal geen verder krediet meer op. Op deze manier ontwikkelen de saldi op de handelsbalansen zich niet eens. Terwijl de targetsaldi van het eurosysteem (bruto) tot maart 2012 tot 916 miljard stegen (9,7% van het euro-bnp), bedroegen de overeenkomstige saldi in het Amerikaanse systeem tot 25 april 2012 nog slechts 21 miljard dollar (0,1% van het bnp van de VSA). Tijdens de financiële crisis waren die weliswaar ook

tot 410 miljard dollar of 2,9% van het bnp gestegen (tot januari 2010), maar de noodzaak om deze saldi te delgen met verhandelbare waardepapieren telkens tegen april van het jaar, heeft de centrale bank ertoe aangezet om de kredietverstrekking te beperken ofwel ervoor gezorgd dat de saldi door delging verminderden.<sup>103</sup>

Men kan van het kapitalisme denken wat men wil. Maar zelfs een marxist zal beamen dat de hoge economische performantie van dit systeem ontstaat uit het feit dat de vermogensbezitters zelf goed nadenken over waar ze hun geld investeren. De zorgvuldigheid van de private investeringsbeslissing is de drijfveer van de groei en afgezien van storingen door externe effecten, is dit ook de garantie voor een efficiënte omgang met schaars, door generaties verzameld investeringskapitaal. Publieke kredietkanalen die, gemeenschappelijk gewaarborgd, het kapitaal ergens anders heen sturen dan waarheen het zelf wil, mogen dan tot nut zijn van de gebieden die bevoordeeld worden, maar ze leiden onvermijdelijk tot een misallocatie van het kapitaal en tasten daardoor de groei aan van de statengemeenschap. In zoverre valt er heel wat te zeggen voor het Amerikaanse model.

Tegen deze argumentatie kan men wel inbrengen dat er in de VSA nog de confederatie is, die een automatische fiscale compensatie bewerkstelligt. In de VSA bestaat er een netwerk van federale instanties die hun personeel uit gemeenschapsbelastingen betalen en er zijn ook transfers binnen de confederatie – bijvoorbeeld bij de werkloosheidsverzekering. Bij economische problemen van een deelstaat zorgen deze instanties voor automatische transfers die de schok van de noodzakelijke aanpassingen opvangen.

Maar men mag de impact van dit transfersysteem niet overschatten. De werkloosheidsverzekering betaalt maar een paar maanden uit en de staat is in de VSA dermate onderontwikkeld dat hij over niet veel financiële middelen beschikt om te compenseren. In de Verenigde Staten hoort het beeld van de 'declining areas' er gewoon bij. Bedoeld zijn terugvallende gebieden die goedkoper worden en daardoor uiteindelijk opnieuw investeringskapitaal aantrekken waardoor ze stabiliseren om dan uiteindelijk weer tot nieuwe bloei te komen. Dit proces om een nieuw evenwicht te bereiken wordt door de aanzienlijke interne mobiliteit ondersteund want er bestaan geen barrières door andere rechtssystemen, talen, culturen of mentaliteitsverschillen zoals in Europa. Bovendien vormen de Verenigde

<sup>103</sup> Zie Sinn, H.-W. & T. Wollmershäuser, *Target Loans, Current Account Balances, Capital Flows and the ECB's Rescue Facility*, verschijnt in *International Tax and Public Finance* 2012, afbeelding 9. Dat door de noodzaak van een schulddelging daadwerkelijk bijvoorbij al – dus voor het aflopen van de termijnen – een vermindering van de saldi ontstond, tonen de auteurs aan de hand van deze afbeelding zeer duidelijk aan.

Staten (e pluribus unum) samen een gemeenschappelijke natie. In een natie zijn er transfersystemen die storingen opvangen en problemen afzwakken. Enkel een natie kan de garantie van wederkerigheid bieden, die de zuiderse landen thans van de eurozone hopen.

Zolang de eurozone geen gemeenschappelijke natie vormt, zou deze hulp anders georganiseerd moeten worden.

### 9. Het EEAG-voorstel: verzekering met vrijstelling

Ik wijs hier op het voorstel van de EEAG (European Economic Advisory Group) dat omvangrijke steun van de statengemeenschap combineert met een vrijstelling voor de schuldeisers.<sup>104</sup>

Dit voorstel leidt tot een verzekering voor de schuldeisers tegen het staatsfaillissement, maar met een vrijstelling. Deze vrijstelling zorgt ervoor dat er ondanks de steun nog risicopremies in de rentevoet berekend worden, die voor een efficiënte allocatie van het kapitaal en het vermijden van een te hoge prikkel om schulden aan te gaan, absoluut noodzakelijk is.

Het voorstel van de EEAG maakt onderscheid tussen drie gradaties van een staatscrisis.

Wanneer een staat in de problemen geraakt, mag men eerst en vooral een liquiditeitscrisis verwachten. De statengemeenschap kent maximaal twee jaar lang kredieten toe om de nieuwe schulden en eventueel ook de doorlopende oude schulden te ondersteunen. In principe is dit het soort steun dat ook bij het geplande ESM of door de ECB wordt toegekend, maar de steun is beperkt tot twee jaar om het land in kwestie de mogelijkheid te geven om een doeltreffend systeem op te bouwen en daardoor zelf de financiering van de schulden over te nemen.

Wanneer de betalingsproblemen na twee jaar nog steeds aanhouden, wordt een nakende insolventie verondersteld. In deze fase zijn er voor de op dat moment opeisbaar wordende staatspapieren 'haircuts' die zich op de gemiddelde marktkorting op de nominale waarde richten maar met een maximum van 50%. De houders van de papieren met een langere looptijd zijn vooreerst niet betrokken en moeten rustig blijven. Er is dus een 'selective default'. Het verheugt me dat de mogelijkheid van een selectieve insolventie in het ESM-verdrag<sup>105</sup> werd opgenomen want de nieuwe 'Collective Action Clauses', die het verdrag voorziet, laten dit nu toe.

Na de 'haircut' worden de zo in waarde verminderde papieren in

nieuw staatspapier omgezet, dat op zijn beurt opnieuw voor 80% gegarandeerd wordt door de statengemeenschap. Deze garantie voor de vervangende staatspapieren biedt een verdere bescherming. Kopers van nieuw geëmitteerd papier, die de procedure kennen, weten nu dat ze in eerste instantie maximaal 50% en in tweede instantie maximaal 20% kunnen verliezen, dus maximaal 60% van de oorspronkelijke nominale waarde. Dat lijkt heel veel, maar het is een stuk minder dan nu bij Griekenlands gedeeltelijke insolventie werd toegepast, doordat de investeerders weten hoeveel het maximale verlies kan bedragen. Dat vermijdt paniek op de markten in geval van een crisis.

Bovendien zorgen de garanties voor het vervangende staatspapier ervoor dat beperkte rentetoeslagen zouden volstaan om de investeerders volledig te beschermen. Zo zou een rentetoeslag van 4,8% hoog genoeg zijn om de investeerders tegen het risico van een 'haircut' te beschermen en de landen zouden tegen verdedigbare interesten opnieuw toegang krijgen tot de kapitaalmarkt. Dat zou voor Griekenland, Portugal en Ierland nu al een renteverlichting betekenen.

Net zoals een vrijstelling bij een verzekeringspolis worden de eerste verliezen door de beleggers zelf gedragen. De statengemeenschap komt slechts tussen bij excessieve verliezen. De verzekerings- en moral-hazard-theorie uit mijn vakgebied tonen duidelijk aan dat dit de juiste manier van doen is. Een verzekering die de idee van bescherming op de best mogelijke wijze combineert met pogingen om misbruik te vermijden, moet een vrijstelling hebben die de verzekeringnemer op zijn eigen verantwoordelijkheid aanspreekt, *vooraleer* de verzekering zelf uitbetaalt.

De jaarlijks opnieuw doorgevoerde 'haircut' heeft als voordeel dat enerzijds een totaal fiasco wordt vermeden en anderzijds dat het probleem acuut blijft en dat het betrokken land er nog steeds veel baat bij heeft om zelf aan de oplossing van zijn problemen te werken – concreet bedoelen we hiermee het inleiden van het proces van reële devaluatie door loon- en prijsverminderingen zonder dewelke elke verbetering uitgesloten is.

Vanzelfsprekend kan men ook de verzekering met vrijstelling niet onbeperkt toestaan. Volgens de EEAG moeten de garanties tot 30% van het BIP beperkt worden.

Wanneer de garanties bereikt worden of uitgeput geraken, treedt de derde fase in. Dit is het volledige staatsfaillissement.

Dan moet volgens mij het land de euro opgeven, want als het geen hulp meer krijgt van de statengemeenschap heeft het in de eurozone geen enkele kans meer. Het land moet dan zijn heil zoeken in een openlijke devaluatie.

<sup>104</sup> Zie EEAG, *The EEAG Report on the European Economy 2011*, CESifo, München, p. 71-96.

<sup>105</sup> Zie ESM-verdrag, preambule nr. 11.



Het voorstel van de EEAG verbindt substantiële hulp voor de betrokken landen met een mechanisme dat marktdiscipline bewerkstelligt. Het beschrijft een middenweg tussen een vergemeenschappelijking van de schulden die, zoals de ervaringen van de VSA tonen, geen goede afloop zal kennen en de pogingen om de eurozone te splitsen of zelfs op te doeken. Het gaat van de idee uit dat men als goede buur voor een beperkte tijd hulp kan bieden, maar terzelfder tijd ook de controlefunctie van de markten moet behouden omdat politieke schuldenbarrières daartoe niet in staat zullen zijn. Het voorstel vermijdt paniek en zorgt toch voor voldoende economische druk die de politieke systemen van de schuldenlanden nodig hebben om door een reële devaluatie en prijsmatiging de vernietiging van hun industrie en de radicalisering van de massale werkloze jeugd te voorkomen.

### 10. Hoe het verder gaat

De weg naar een verdere Europese eenmaking mag niet beëindigd worden en Europa's tragische geschiedenis mag niet herhaald worden. De verdere consolidering van de Europese volkeren in een vredesbond is absoluut noodzakelijk. Dit postulaat verenigt de voor- en tegenstanders van de nagestreefde fiscale unie, hoewel de voorstanders dikwijls menen dat zij de enigen zijn die dit voorstaan en andersdenkenden bij gebrek aan betere argumenten graag als eurocritici afschilderen. Maar de kritiek betreft de weg, niet het doel. De thans ingeslagen weg leidt duidelijk niet tot een vredesverbond in Europa en daarom is het raadzaam om niet snel verder te gaan, maar een paar stappen terug te keren en een nieuwe weg te proberen.

De vorming van de mediterrane eurozone alleen al deed geen goed aan de consolidering van de Europese volkeren. Velen hadden van het gemeenschappelijke project meer eendracht, harmonie en welstand in Europa verwacht, maar dat is niet uitgekomen. Veeleer werd de ergste vrees van de eurocritici nog overtroffen. Nadat de eurozone in de periferie aanvankelijk een schijnbare bloei en in Duitsland een korte inzinking van de economie had gebracht, zit het Zuiden thans vast in de vicieuze cirkel van verkeerde loon- en prijsstructuren die in enkele landen tot een nauwelijks nog beheersbare werkloosheid geleid hebben. Deze landen voelen zich in de hoek gedrukt en vestigen hun valse hoop nu op een transferunie die het hele Europese konvooi in een doodlopend straatje zal leiden, of zelfs in de afgrond. Wanneer men op deze economische realiteit wijst, reageren de regeringen van de crisislanden boos en de woede

van de bevolking richt zich tegen de helpers omdat die niet genoeg helpen als ze eigenlijk van hen verwacht. Wat men ook doet, het zal nooit genoeg zijn, want wanneer men één keer aan de hulp gewoon is geraakt, gaat men ze als rechtmatige vorderingen beschouwen en men gaat dan met morele maximes ruziemaken over de omvang ervan.

Ook de gemeenschappelijke 'bad bank' met de naam ESM die nu gesticht moet worden, zal geen duurzame ontspanning bieden omdat ze onze kinderen tot schuldeisers van de zuiderse landen maakt. Op dit ogenblik kan dat voor rust zorgen, maar op lange termijn zal er nog meer onvrede ontstaan – net zoals met de euro reeds het geval was. Het klopt dat de kredietontwenning die de kapitaalmarkten verlangen geen makkelijk proces is, maar het toestaan van de vervangingsdrug (de publieke kredieten), zoals de verslaafden het willen, is geen oplossing. De woede zal dan bij een later ontwenningproces nog groter worden.

Het is mijn mening dat men nu moet aanvaarden dat de eurozone door inkrimping gezond wordt. Alleen zo kan men de Europese Gemeenschap stabiliseren. Dat komt de kernlanden ten goede omdat de transferbetalingen beperkt kunnen worden, maar het komt uiteindelijk ook de uittredende landen ten goede omdat ze alleen zo de mogelijkheid hebben om hun massale werkloosheid te overwinnen en de chaos die door de euro heerst een halt toe te roepen. Men moet niemand voorschrijven of hij in de eurozone moet blijven dan wel uittreden. Die beslissing moet elk land zelf nemen. Alleen moet men de exit niet uitstellen door een nooit aflatende geldstroom die de slechte concurrentiepositie verdoezelt en daarmee bestendigt. Elke regering moet zelf beslissen of ze de bevolking het paardenmiddel van een interne devaluatie door loon- en prijsdalingen wil aandoen, dan wel liever de exit en een openlijke devaluatie wil aanraden. Het publieke krediet van de ESM of de centrale bank stelt de beslissing alleen maar uit en vergroot het schuldenprobleem.

De landen die zich al in grote omvang door de officiële reddingsparaplu's hebben gefinancierd en dus al langer aan de targetkraan van de ECB hangen, mogen geen verdere publieke kredieten van de statengemeenschap of de ECB krijgen, op het gevaar af dat ze dan failliet gaan. Als de mogelijkheid verdwijnt om zelf naar believen euro's te drukken en aan de eigen regering toe te kennen, zit er voor die landen niets anders op dan de euro door eigen geld te vervangen. Deze stap zou enerzijds de liquiditeit van het staatswezen verzekeren en anderzijds de weg openen naar de dringend nodige devaluatie tot herstel van de concurrentiepositie.

De betreffende landen zouden hierbij formeel een beperkt lidmaatschap van de eurozone kunnen behouden. Men zou hen slechts

het recht geven om tijdelijk een andere munt in te voeren om terug concurrentieel te worden. Vanuit deze munt zouden ze dan op een later ogenblik, wanneer de economie gezond is, terug in de eurozone keren – maar natuurlijk wel tegen een andere wisselkoers. De EU moet ermee ophouden om de exitoptie te stigmatiseren of zelfs als een catastrofe af te doen, maar veeleer zou ze ervoor moeten zorgen om de exit op een ordelijke manier te organiseren en als tijdelijk revalidatieprogramma met financiële middelen te ondersteunen.

De eurozone bevindt zich in het vijfde jaar van de crisis en de volledige financiering van Griekenland met de bankpers. De gekozen oplossingen impliceren aansprakelijkheidsrisico's die geleidelijk ook de gezonde landen dreigen te destabiliseren. De maatstaf van elk politieke handelen mag niet alleen de stabilisering van de kapitaalmarkten zijn, want het gaat ook om de stabiliteit van de kernstaten van Europa en om een verdelingsprobleem waarbij aan de ene kant schuldeisers en schuldenaars staan en aan de andere kant de belastingbetalers die er niet bij betrokken zijn. De vertegenwoordigers van de investeerders beweren – zoals ze het steeds in een crisis doen – dat de wereld zou instorten wanneer zij en niet de belastingbetalers het geriskeerde verlies dragen. Dat is een krasse bewering zowel in het licht van de reusachtige sommen die op het spel staan (zoals hierboven vermeld 12.000 miljard euro aan bank- en staatschulden in de vijf crisislanden) als in het licht van de duidelijke nutteloosheid van de gekozen hulpmethode tot oplossing van het probleem van de concurrentiepositie. Eerder lijkt ons de verdichting van de eurozone tot een kern van onder elkaar homogene landen de betere strategie te zijn om de euro en daarmee ook de Europese Gemeenschap te stabiliseren.

Het uittrekkende land zou men een speciale status binnen het eurosysteem kunnen toestaan dat het een verderlopend juridisch lidmaatschap van het eurosysteem biedt. Ook moet men het land duidelijke perspectieven voor de terugkeer naar de normale toestand bieden wanneer de concurrentiepositie door de devaluatie en de doorgevoerde hervormingen hersteld is. Deze perspectieven zullen voor de politici van de betrokken landen een sterk 'incentive' bieden om de afgesproken hervormingen door te voeren.

De exit moet echter grondig zijn, in de zin dat alle prijzen, lonen en schulden naar de nieuwe munt worden omgezet. Immers, alleen zo kan een devaluatie de concurrentiepositie weer versterken zonder de balansen van ondernemingen door elkaar te gooien. Men zal de euro hierbij wel niet volledig uit de betrokken landen kunnen bannen. Er zou feitelijk een soort parallelle munt blijven, zoals nu het geval is in vele landen die niet tot de eurozone behoren. Een wettelijk betaalmiddel zou de euro er evenwel voorlopig niet meer zijn.

Het ESM zou omgevormd kunnen worden tot een voor een bepaalde periode duidelijk gespecificeerd hulpmechanisme voor staten en wel zo als in hoofdstuk 9 beschreven werd. Hulp zou maximaal voor twee jaar en tot een bepaalde grens als liquiditeitsmiddelen ter beschikking gesteld worden. Daarna komt een fase met 'haircuts' voor de op dat ogenblik opeisbare staatspapieren evenwel met toekenning van begrensde garanties door het ESM. Als die garanties aangesproken worden, moet men het volledige faillissement invoeren en verlaat het betrokken land de eurozone.

In principe kunnen ook landen die al hulpaanvragen gedaan hebben in het nieuwe systeem binnengeleid worden. Daarbij moeten dan echter de tot dat moment al toegestane hulp en in het bijzonder de targetkredieten van de ECB aangerekend worden. Griekenland en Portugal zijn vermoedelijk al in de tweede, zo niet derde fase onder te brengen omdat ze sinds 2008 met de geldpers en sinds 2010 door de reddingsparaplus ondersteund werden, zonder dat ze het pijnlijke proces van een reële devaluatie door prijsdalingen hebben doorlopen.

Banken zouden principieel door 'Debt Equity Swaps' geherkapitaliseerd worden in plaats van door publieke gelden. Rekening houdend met de 9.200 miljard euro aan bankschulden van de vijf crisislanden kunnen noemenswaardige afschrijvingsverliezen op deze schulden niet door de statengemeenschap gedekt worden, maar alleen door de schuldeisers zelf. Voor zover het volstaat, kan men de aandelen van de aanwezige eigendommen van de banken aan de schuldeisers overdragen.

De targetkredieten van de ECB zouden volgens het Amerikaanse model geamortiseerd moeten worden, wat hun rentevoordeel ten overstaan van de markt zou wegnemen. Het amortiseren zou via nationale pandbrieven kunnen gebeuren die dan door de desbetreffende staten aan hun nationale bank als eigendom worden overgedragen – want die zijn sowieso verplicht om de financiële onafhankelijkheid van hun nationale banken te verzekeren.<sup>106</sup> Voor de reeds opgelopen schulden uit het verleden kan men een afgezwakte amortisatieformule voorzien die de lasten over een langere periode verdeelt. Men moet alleen het Amerikaanse systeem in die mate aanpassen dat de targetschulden in Europa niet bilateraal maar steeds in hun geheel ten overstaan van de ECB geamortiseerd wor-

<sup>106</sup> Dat is volgens de ECB in ieder geval de consequentie van de politieke onafhankelijkheid van de nationale banken die volgens artikel 130 AEUV verzekerd wordt. Zie [http://www.ecb.int/educational/facts/orga/html/or\\_007.de.html](http://www.ecb.int/educational/facts/orga/html/or_007.de.html). Hier formuleert de ECB: '... was die NZBen [nationalen Zentralbanken] betrifft, so müssen die Mitgliedstaaten dafür sorgen, dass ihrer jeweiligen NZB jederzeit ausreichende finanzielle Mittel zur Verfügung stehen, um ihre Aufgaben im Rahmen des ESZB bzw. im nationalen Rahmen erfüllen zu können.'

den. De deficitlanden kunnen hun targetschulden aflossen in de mate dat ze op de markt verhandelbare en daadwerkelijk verhandelde pandbrieven in een fonds onderbrengen waarvan de surpluslanden een passend aandeel verkrijgen. Het fonds zou privaatrechtelijk georganiseerd kunnen worden en door vertegenwoordigers van de deelnemende landen op dezelfde manier gecontroleerd kunnen worden als bij het ESM het geval is. Elke deelnemende nationale bank zou het recht moeten hebben om de aandelen in het fonds te verkopen op de markt zodat ze steeds in staat is om haar vermogen te liquideren in het geval dat de private banken van haar grondgebied de aan de nationale bank overgedragen spaargelden van de burgers, die achter de targetsaldi staan, terug willen hebben, wat onder de huidige voorwaarden in de eurozone niet het geval is.

Het volstaat niet dat enkel de voor de herfinancieringskredieten ingediende zekerheden in het evenredige eigendom van de andere lidstaten van het ECB-systeem worden binnengevoerd omdat deze zekerheden voor een groot deel niet op de markt verhandelbaar zijn. Om zeker te zijn dat de burgers op een later tijdstip effectief aan hun spaargeld kunnen wanneer het voor hun oude dag of andere doelen nodig is, is het absoluut noodzakelijk dat niet slechts de plechtig verklaarde beschermingsystemen worden gecreëerd, maar ook effectief op de markt verhandelbare fondsaandelen.

### 11. Een gemeenschappelijke confederatie

Het zou zeker wenselijk zijn dat Europa zich verder tot een echte confederatie zou ontwikkelen. Al sinds mijn jeugd is dat voor mij een droom. Met het ouder worden ben ik evenwel realistischer geworden en ik zie dat sommige dingen – tenminste voorlopig – niet haalbaar zijn.

Een confederatie heeft een gemeenschappelijk rechtssysteem nodig, een gemeenschappelijke krijgsmacht en een centraal bestuur dat de nettobetalers achter zich weet te scharen en de netto-ontvangers van uitkeringen tot correct en reglementair gedrag aanmaant. Pas wanneer deze voorwaarden vervuld zijn, kan men transfersystemen oprichten. Hoe groter de herverdelingsopdracht, hoe groter ook de centrifugale kracht van het systeem en hoe sterker dus het centrale bestuur moet zijn om alles bijeen te houden. En pas wanneer de herverdeling in de zin van een faire verzekering op wederkerigheid stoelt, kan het überhaupt lukken om een stabiel systeem te ontwerpen, want slechts dan zullen de lidstaten zich aan de centrale macht onderwerpen. Er bestaat in Europa vandaag de dag niet de minste bereidheid om zo'n confederatie te creëren. Het ge-

meenschappelijke rechtssysteem en leger zullen er niet komen zolang Europa niet door vijanden van buitenaf gedwongen wordt tot meer samensmelting. Voor niets in de wereld zullen de Fransen een vergemeenschappelijking van hun 'force de frappe' toestaan. We hebben ook geen Europees volk en geen gemeenschappelijke Europese publieke opinie. De EU zal voorlopig een statenbond zonder sterke centrale macht blijven.

Ook zonder centrale macht was de EU lange tijd stabiel omdat er geen aanzienlijke herverdeling tussen de staten was. Het hele EU-budget bedraagt immers maar een procentpunt van het totale bnp. Ieder deed zijn voordeel en bleef vrijwillig graag meedoen. Dat lijken velen te vergeten die nu in de transferunie willen stappen zonder tezelfder tijd een nationale staat te stichten die als enige de centrifugale en vernielende krachten van de transferunie onder controle kan houden.

De Franse diplomaat François Heisbourg heeft in de Oostenrijkse krant *Der Standard* een opmerkelijk interview gegeven.<sup>107</sup> Hij argumenteerde dat er in Europa meer herverdeling nodig is tussen de staten opdat het niet hetzelfde lot zou ondergaan als de Sovjet-Unie en uiteen zou vallen. Nog maar afgezien van de toch wel erg gedurfde vergelijking van de EU met de Sovjet-Unie, is de argumentatie in essentie fout want de Sovjet-Unie werd door een verregaande herverdeling tussen de individuele lidstaten gekenmerkt die aan uitbuiting grensde. De Sovjet-Unie moest de samenhang met dwang verzekeren, maar zoals de geschiedenis getoond heeft, lag in deze dwang de kiem van haar vernietiging. Ze was geen fair, op wederkerigheid berustend verzekeringssysteem waarbij iedereen kon verwachten ooit zelf eens van transfers van andere staten te kunnen genieten.

Niet de Sovjet-Unie, maar wel de VSA moeten het voorbeeld voor Europa vormen. De VSA hebben hun systeem in de loop van een tweehonderdjarige geschiedenis ontwikkeld. Er waren vele dwalingen en vergissingen die tot een burgeroorlog leidden, maar ondertussen is een functionerend systeem ontstaan dat de vrijheid en burgerrechten garandeert, afziet van een schuldenunie en daarom dus ook zonder al te streng centraal bestuur functioneert.

Wie de eurozone tot een transfer- en schuldenunie wil ontwikkelen, die zelfs staatsfaillissementen kan verhinderen, moet beseffen dat men daarvoor meer centraal bestuur nodig heeft dan in de VSA aanwezig is. In de VSA kan de centrale staat het budget van de individuele staten niet doeltreffend begrenzen en daarom laat ze

<sup>107</sup> Heisbourg, F., *EU arbeitet hart daran zu verschwinden*. Interview, *Der Standard*, 17 april 2012.

het aan hen over om met hun debiteuren in het reine te komen als ze hun hand overspeeld hebben, en dus uiteindelijk failliet gaan. Wie dat voor Europa niet wenselijk acht, moet dringend een hogere mate van centraal bestuur voorzien dan in de VSA nu aanwezig is. Het is utopisch om te veronderstellen dat men opportunistisch gedrag en misbruik in een schuldenunie kan verhinderen door kleine ingrepen zoals de oprichting van een fiscale unie, die tot een centrale macht leidden in de Amerikaanse confederatie en de stichting van een gemeenschappelijke natie onontbeerlijk maakten.

Zonder de stichting van een Europese natie zal de EU slechts blijven bestaan wanneer ze ermee ophoudt een omvangrijke transferunie te worden met reeds bij voorhand duidelijke herverdelings-effecten. Veeleer moet ze een systeem zijn van goede contacten tussen buurlanden waarbij elke individuele natie zich volgens eigen voorstelling en in vrijheid kan ontwikkelen. Het motto van de EU luidt immers: *In varietate concordia*. Maar dit motto is niet in overeenstemming te brengen met de nieuwe Europese verdragen.

Wie de vorming van een Europese confederatie met een transfer- en schuldenunie wil beginnen, die enkel door een fiscaal pact ingeperkt wordt, speelt een gevaarlijk spel. Hij begeeft zich op een gevaarlijke weg die grote conflicten en gevaren met zich brengt, en die allesbehalve een bijdrage tot een vreedvol samenleven is. Deze weg leidt niet tot het gewenste doel van de Verenigde Staten van Europa, maar wel naar chaos. Wie de Verenigde Staten van Europa wil, moet de Verenigde Staten van Amerika kopiëren. Men moet niet proberen om het warme water opnieuw uit te vinden.