

Hoogste tijd om de weeffouten van de EMU te herstellen

De hoge en stijgende inflatie raakt iedereen in zijn portemonnee. Als de inflatie aanhoudt, zal de ECB moeten ingrijpen. Maar dat kan alleen als er flinke hervormingen worden doorgevoerd, stelt Harald Benink, Hoogleraar Banking & Finance aan Tilburg University.

Door Joost van Mierlo

Na jaren van stimuleringsbeleid nadert het moment waarop centrale banken moeten gaan doen waarvoor ze ooit bedoeld waren: de inflatie beteugelen. In de Verenigde Staten is een dergelijk proces al begonnen, met de eerste renteverhogingen vanuit de Fed. De ECB blijft nog achter, maar zal, als de hoge inflatie aanhoudt, ook in actie moeten komen.

Dit vooruitzicht zorgt voor aanzienlijke problemen. Na de noodzakelijke budgettaire stimulering als gevolg van de COVID-19-pandemie is de al enorme staatschuld van landen als Italië, en feitelijk ook Spanje en Frankrijk, zo ver opgelopen, dat deze een renteniveau van pakweg 4% gewoonweg niet kunnen opbrengen.

Harald Benink, als Hoogleraar Banking & Finance verbonden aan Tilburg University, maakt duidelijk dat EU-landen binnen afzienbare tijd voor een radicale keuze komen te staan. Zonder radicale hervormingen, die feitelijk neerkomen op een fiscale unie binnen de Europese en Monetaire Unie (EMU), is de euro ten dode opgeschreven. 'Het is tijd om de weeffouten bij de oprichting van de eurozone te herstellen. Dat is pijnlijk, maar we moeten ook niet vergeten dat er voor een kleine open economie zoals Nederland ook enorme voordelen verbonden zijn aan de eurozone.'

Met de hoge inflatie lijken de jaren zeventig te zijn teruggekeerd. Zijn er nog meer overeenkomsten met die periode?

'De grote overeenkomst is natuurlijk dat we ook nu te maken hebben met een energiecrisis. En die is ook nu weer veroorzaakt door een oorlog. In 1973 vormde de Yom Kippoer-oorlog

aanleiding voor de eerste oliecrisis en de prijsstijging van olie die daarvan een gevolg was. Nu is dat het geval met de inval van Rusland in Oekraïne.

We merken dat nu meteen met de prijs voor benzine en gas, maar de gevolgen zijn veel verstrekkender. In een artikel in *The Financial Times* werd de dag na het uitbreken van de oorlog al gesuggereerd dat dit verstrekkende gevolgen zou hebben voor de prijzen van levensmiddelen. Oekraïne en het westen van Rusland worden nu eenmaal beschouwd als de graanschuur van Europa. Hoe langer de oorlog aanhoudt, hoe ernstiger de gevolgen zullen zijn.'

Zijn er ook verschillen?

'Het grote verschil is dat inflatie uit onze belevingswereld leek te zijn verdwenen. We hebben feitelijk decennia achter de rug waarin er geen sprake was van een betekenisvolle inflatie, tenminste niet als we het hebben over prijsinflatie. Het is nog niet zo lang geleden dat er een actief stimuleringsprogramma was van de ECB om deflatie, een algemene prijsdaling, te voorkomen.'

Ondanks de lage inflatie lijken centrale banken in de afgelopen decennia actiever te zijn geweest dan ooit. Deelt u die constatering?

'Ze hebben een doorslaggevende rol gespeeld bij het aanpakken van de diverse crises die we in de afgelopen jaren hebben gekend. Dat begon al met het doorprikken van de internetbubbel in 2000. Centrale banken reagerden daarop met het verlagen van de rentes, wat weer

'Er is druk op tal van sectoren om hogere lonen te betalen. Dit kan leiden tot een loon-prijsspiraal, zoals in de jaren zeventig.'

CV

Harald Benink

Harald Benink is sinds 2008 als Hoogleraar Banking & Finance verbonden aan de Tilburg School of Economics and Management (TiSEM). Daarvoor was hij gedurende de periode 1999-2008 Hoogleraar aan de Rotterdam School of Management, Erasmus University. Tevens is hij sinds 2001 als Research Associate geaffilieerd aan de Financial Markets Group van de London School of Economics (LSE).



de aanleiding vormde voor de kredietcrisis van 2008, waarin goedkope hypotheeklen een belangrijke rol speelden.

Zo kunnen we doorgaan naar de uitspraak van ECB-president Mario Draghi, die in 2012, bij de eurocrisis, duidelijk maakte dat de ECB er alles aan zal doen – ‘whatever it takes’ – om de euro te beschermen. En in de afgelopen jaren hebben centrale banken opnieuw een actieve rol gespeeld met het opkopen van steeds meer verschillende financiële activa.

Dat kon allemaal omdat niemand zich zorgen hoefde te maken over inflatie. Althans niet als we praten over het traditionele begrip. Want in de afgelopen decennia is er wel sprake geweest van een buitengewone prijsstijging van tal van financiële assets. De aandelenmarkten, obligatiemarkten en huizenmarkten hebben in die jaren toptijden beleefd. Dat is ook een vorm van inflatie, maar iets waar centrale banken geen oog voor hebben.’

Maar dat is allemaal anders nu de traditionele inflatie piekt?

‘Als gevolg van de pandemie zijn de bevoorradingsstromen wereldwijd verstoord. In een globaliserende wereld raakten we gewend aan de containers die probleemloos artikelen van China naar waar dan ook vervoerden. Maar dat is in de afgelopen jaren totaal veranderd. Sommige mensen denken dat het ergste van de crisis voorbij is, maar in Shanghai, waar de grootste haven ter wereld ligt, is nog altijd sprake van een uitgaansverbod (dit gesprek vond eind april plaats, red.) en de kosten van containervervoer liggen nog altijd substantieel hoger dan enkele jaren geleden.

Daar komt nog bij dat er sprake is van krapte op de arbeidsmarkt. Dat geldt bijvoorbeeld in de Verenigde Staten, waar de lonen al sterk stijgen. Maar ook in Nederland is er sprake van een minimale werkloosheid. En er is

druk op tal van sectoren om hogere lonen te betalen. Dit kan leiden tot een loon-prijsspiraal, precies zoals we die in de jaren zeventig kenden. Zover is het nog niet, maar het kan wel gebeuren.’

Hoe kan zo’n situatie worden voorkomen?

‘Het zou helpen als de oorlog tussen Rusland en Oekraïne snel tot een einde komt. Maar er is vooralsnog weinig dat daarop wijst. Het is een prestigekwestie voor Vladimir Poetin. Het is moeilijk te zien wat er kan gebeuren om een voor Rusland aan de ene kant en voor Oekraïne en bondgenoten aan de andere kant acceptabel compromis te bereiken.’

De Amerikaanse Fed is al begonnen met het verhogen van rente. Hoelang zal het duren voor de ECB volgt?

‘De ECB heeft wat dat betreft een probleem. Landen als Griekenland en Italië hebben een zo hoge overheids-schuld, dat ze zich een rentestijging feitelijk niet kunnen veroorloven, tenminste niet als we gaan praten over een renteniveau van zeg maar 4%.

Er wordt nu gesproken over voorstellen om landen twintig jaar de tijd te geven om aan hun verplichtingen te voldoen. Daarbij wordt nog altijd uitgegaan van een maximum staatsschuld van 60% van het nationale inkomen. Het betekent dat een land als Italië, met de grootste obligatiemarkt van Europa, de overheidsuitgaven met jaarlijks 5% moet verminderen. Dat is politiek gezien onmogelijk.’

Afspraak is afspraak, zo klinkt vanuit landen als Nederland en Duitsland. Wat vindt u daarvan?

‘We moeten ons realiseren dat we met een nieuwe werkelijkheid te maken hebben. Dat is een werkelijkheid die we samen hebben gecreëerd. Italië heeft nooit een staats-schuld gehad van 60% en is, ondanks protesten van >

‘Er zit een weeffout in de constructie van de EMU. Er is nooit duidelijkheid gecreëerd over de gezamenlijke fiscale verantwoordelijkheid.’

toenmalig minister Gerrit Zalm, toch toegelaten tot de euro. Frankrijk en Duitsland waren indertijd de eerste landen die de begrotingsnorm van een tekort van maximaal 3% loslieten. Geen wonder dat daarna andere landen volgden.’

Wat zou er volgens u moeten gebeuren?

‘Er zit een weeffout in de constructie van de EMU. Er is nooit duidelijkheid gecreëerd over de gezamenlijke fiscale verantwoordelijkheid. Daar is indertijd, in de aanloop naar het verdrag van Amsterdam van 1997, wel over gesproken, maar het is nooit van de grond gekomen.’

Dat moet alsnog gebeuren. Het zal niet zo zijn dat we meteen alle schuld als gemeenschappelijk verklaren. Dat is absurd. Maar het moet mogelijk zijn om de investeringen die moeten worden gedaan op het gebied van duurzaamheid en digitalisering, gezamenlijk te financieren. Dat betekent dat ook landen in Zuid-Europa in staat zijn om noodzakelijke investeringen door te voeren. Dat is ook in het belang van Nederland. Wij kunnen wel een zero-uitstoot strategie doorvoeren, maar dat heeft weinig effect als een land als Frankrijk zich dat niet kan veroorloven.’

Het klinkt redelijk, maar wordt er wel naar u geluisterd?

‘De toon in het huidige debat is erg sceptisch, maar dat is niet altijd het geval geweest. Als Nederland waren we apetrots dat we een prominente rol speelden bij het Verdrag van Maastricht in 1992, waar de introductie van de euro vorm kreeg, het Verdrag van Amsterdam van 1997, waar besloten werd over de voorwaarden tot toetreding, en over Wim Duisenberg, in 1998 de eerste president van de ECB.’

Die trots heeft de afgelopen jaren plaatsgemaakt voor iets van een excessief kritische houding. En dat is mijns inziens onterecht. Als kleine open economie profiteren we buitenproportioneel van de eurozone en van de EU in het algemeen. De interne markt is goed voor 70% van onze export. En er mogen dan wel problemen zijn rond de euro, we moeten niet vergeten dat er in de afgelopen twintig jaar geen enkele revaluatie van onze munt heeft plaatsgevonden, in ieder geval niet ten opzichte van onze euro-partners. Als dat wel zou zijn gebeurd, schat ik in dat onze eigen munt zeg maar 75% meer waard zou zijn geweest dan munten in Zuid-Europese landen, zoals de Italiaanse lire. Als een land als Italië gedwongen wordt uit de euro te

stappen, krijgen we onmiddellijk te maken met een dergelijke opwaardering van onze munt, wat ten koste zal gaan van onze exportpositie.’

De positie van de EMU is dus fragiel. Wat zijn de grootste gevaren?

‘De belangrijkste probleemgebieden zijn Italië en Frankrijk. Ik wil daarbij benadrukken dat het niet alleen gaat om de toekomst van de euro en de ECB, maar van de EU als geheel. We hebben al gesproken over Italië. Een overheidsschuld van 160% is moeilijk te handhaven. Die van Griekenland is met 210% nog groter, maar de Italiaanse markt voor staatsobligaties is de grootste van Europa en levert daardoor serieuze problemen op. We moeten een oplossing vinden waarbij investeringen in het land mogelijk blijven. Alleen door economische groei kan de schuld geleidelijk worden afgebouwd.’

Waarom is Frankrijk een probleemgeval?

‘Bij de afgelopen presidentsverkiezingen hebben we gezien dat er een serieuze kans bestaat dat een extreemrechtse kandidaat als Marine Le Pen president wordt. Het is niet gebeurd, maar ze was er dit keer aanzienlijk dichterbij dan vijf jaar geleden. Wie weet wat dit belooft voor de komende verkiezingen.’

Het maakt duidelijk wat voor een extreem politiek model de Fransen hebben. Le Pen kan nauwelijks rekenen op een kwart van de stemmen, maar uit aversie tegen een andere kandidaat, in dit geval Emmanuel Macron, kan ze toch zomaar een meerderheid krijgen. Dat is met coalitieregeringen zoals in Nederland, Duitsland of Oostenrijk onmogelijk.

Met haar anti-EU agenda zou Le Pen voor onmiddellijke problemen zorgen. Zij zou eisen stellen die voor de rest van de EU onacceptabel zijn, waarop een vertrek uit de EU, gezien haar eerdere beloftes aan haar kiezers, onvermijdelijk zou worden. Een EU zonder Frankrijk is niet denkbaar, wat het einde van de EU zou betekenen.’

Hoe kan dit worden voorkomen?

‘We moeten ons realiseren dat de introductie van de euro betekent dat er een gezamenlijke fiscale verantwoordelijkheid is voor de eurolanden. We hebben A gezegd en moeten nu ook B zeggen. Dat is politiek best te verkopen. De EU is nu eenmaal van cruciaal belang voor een land als Nederland.’ ■