

Nederlandse economen over de euro en het opkopen van  
staatsobligaties door de Europese Centrale Bank (QE)



Resultaten van een enquête door Martin Visser

10 januari 2015

## Inhoudsopgave

<a href="#"><u>Peter van Bergeijk.....</u></a>	<a href="#"><u>3</u></a>
<a href="#"><u>Elmer Sterken .....</u></a>	<a href="#"><u>5</u></a>
<a href="#"><u>Pieter Gautier.....</u></a>	<a href="#"><u>7</u></a>
<a href="#"><u>Steven Brakman .....</u></a>	<a href="#"><u>9</u></a>
<a href="#"><u>Frank den Butter .....</u></a>	<a href="#"><u>12</u></a>
<a href="#"><u>Rick van der Ploeg.....</u></a>	<a href="#"><u>15</u></a>
<a href="#"><u>Sweder van Wijnbergen .....</u></a>	<a href="#"><u>17</u></a>
<a href="#"><u>Luc Soete.....</u></a>	<a href="#"><u>19</u></a>
<a href="#"><u>Arjen van Witteloostuijn.....</u></a>	<a href="#"><u>21</u></a>
<a href="#"><u>Harry Garretsen .....</u></a>	<a href="#"><u>23</u></a>
<a href="#"><u>Bas Jacobs .....</u></a>	<a href="#"><u>26</u></a>
<a href="#"><u>Casper de Vries .....</u></a>	<a href="#"><u>32</u></a>
<a href="#"><u>Harald Benink .....</u></a>	<a href="#"><u>35</u></a>
<a href="#"><u>Lex Hoogduin .....</u></a>	<a href="#"><u>37</u></a>
<a href="#"><u>Ivo Arnold.....</u></a>	<a href="#"><u>39</u></a>
<a href="#"><u>Eduard Bomhoff .....</u></a>	<a href="#"><u>42</u></a>
<a href="#"><u>Lans Bovenberg.....</u></a>	<a href="#"><u>44</u></a>
<a href="#"><u>Wouter den Haan .....</u></a>	<a href="#"><u>46</u></a>
<a href="#"><u>Harrie Verbon.....</u></a>	<a href="#"><u>49</u></a>
<a href="#"><u>Eelke de Jong .....</u></a>	<a href="#"><u>51</u></a>



## PETER VAN BERGEIJK

*Hoogleraar Internationale Economische Betrekkingen en Macroeconomie*

*Institute of Social Studies van de Erasmus Universiteit*

### **Is de Economische en Monetaire Unie (EMU) zoals die nu is houdbaar?**

"Geen enkele muntunie is houdbaar op de lange termijn, maar voor de voorzienbare toekomst heb ik wel vertrouwen in het voortbestaan van de EMU. Dit vertrouwen wordt groter naarmate we meer naar de Verenigde Staten van Europa groeien. Er mogen best landen blijven maar er moet één minister of commissaris voor Europese Financiën komen."

### **Zo ja, wat is de afgelopen jaren de belangrijkste verbetering geweest?**

"De bankenunie."

### **Is verdere integratie van de eurozone maatschappelijk wenselijk?**

"Zeer. Wat mensen vergeten is hoe het voor de EMU was. Nederland zou een soort IJsland geweest zijn als het geen onderdeel had gevormd van de EMU. Omvallende banken, kapitaalafvloeiing en een enorme depreciatie. De euro heeft als een vangnet voor Nederland gefunctioneerd."

**Zijn alle 19 eurolanden te handhaven in de EMU?**

"Technisch: ja."

**Of denkt u dat een of meerdere landen de komende jaren uit de euro zullen stappen?**

"Nee."

**Een meerderheid van het ECB-bestuur lijkt voorstander van het opkopen van staatsobligaties (QE). Is dat een goed idee?**

"Ja, opkopen wel gericht op zuidelijke landen."

**Wat zou het doel van QE moeten zijn?**

"Voorkomen van deflatie. Dit kan op dit moment eigenlijk alleen door het drukken van de euro. Wisselkoers heb je nooit alleen in de hand."

**Wat zouden Europese leiders moeten doen om de economie te versterken en de werkloosheid terug te dringen?**

"Belasting verlagen, structuurversterkingen."

**Gaat de ECB niet op de stoel van de politiek zitten als ze overgaat tot QE?**

"Nee."



## ELMER STERKEN

*Hoogleraar Monetaire Economie*

*Rector Magnificus*

*Rijksuniversiteit Groningen*

**Is de Economische en Monetaire Unie (EMU) zoals die nu is houdbaar?**

"Ja, maar er zal meer gedaan moeten worden op het gebied van budgettaire eenwording."

**Zo ja, wat is de afgelopen jaren de belangrijkste verbetering geweest?**

"Alle maatregelen op het gebied van budgettair beleid, macro-prudentiële afspraken en de bankenunie."

**Is verdere integratie van de eurozone maatschappelijk wenselijk?**

"Jazeker, Europa moet oppassen niet gemarginaliseerd te worden in de wereldeconomie. Bovendien is er nog veel winst uit de intra-EU-handel te halen."

### **Zijn alle 19 eurolanden te handhaven in de EMU?**

"In principe moeten alle landen mee kunnen blijven doen. We hebben de lakmoesproef gehad."

### **Een meerderheid van het ECB-bestuur lijkt voorstander van het opkopen van staatsobligaties (QE). Is dat een goed idee?**

"Zolang inflatie geen probleem is en de kans op een neerwaarts risico groter is, is het instrument van QE het laatste monetaire instrument in het huidige economisch beeld."

### **Wat zou het doel van QE moeten zijn?**

"Eerder het stimuleren van de bestedingen (en dan de reële bestedingen). Ik acht de kans op een groot succes niet heel erg groot."

### **Wat zouden Europese leiders moeten doen om de economie te versterken en de werkloosheid terug te dringen?**

"Waarschijnlijk veel belangrijker dan monetair en budgettair beleid is het beleid ten aanzien van de stimulering van productiviteit. Uiteindelijk wordt daardoor de langetermijn groei van de arbeidsproductiviteit door bepaald."

### **Gaat de ECB niet op de stoel van de politiek zitten als ze overgaat tot QE?**

"Ik zie QE als een aanvullend en ondersteunend kortetermijnbeleid"



## PIETER GAUTIER

*Hoogleraar Macroeconomie*

*Vrije Universiteit Amsterdam*

**Is de Economische en Monetaire Unie (EMU) zoals die nu is houdbaar?**

"Nee."

**Wat is de afgelopen jaren de belangrijkste verbetering geweest?**

"Voorzichtige stappen naar monetaire unie en bezitters van Griekse schuld betalen mee (herstructurering)."

**Is verdergaande integratie van de eurozone maatschappelijk wenselijk?**

"Ja. Enige alternatief is committeren aan *no-bailout*. Dan zou het Griekse probleem een probleem zijn voor obligatiehouders (o.a. banken) in plaats van voor belastingbetalers. Herstructurering schuld is dan de enige oplossing. Feit dat rentes na introductie euro gelijk convergeerden geeft aan dat beleggers van eventuele *bail-out* uitgingen. Anders waren de renteverschillen groot gebleven."

**Denkt u dat een of meerdere landen de komende jaren uit de euro zullen stappen?**

"Griekenland is mogelijk maar hoeft niet. Herstructureren schuld en binnen euro blijven is beter voor Griekenland. Devaluatie kan helpen. Maar jaarlijks devalueren is minder efficiënt dan arbeidsmarktinstuties hervormen."

**Een meerderheid van het ECB-bestuur lijkt voorstander van het opkopen van staatsobligaties (QE). Is dat een goed idee?**

"Ik denk niet dat het veel effect zal hebben. Je zou kunnen zeggen, baat het niet dan schaadt het niet."

**Wat zou het doel van QE moeten zijn?**

"Het doel zou moeten zijn inflatie iets verhogen en of rente iets verlagen, maar rente is dicht bij nul en dan zijn staatsobligaties en geld vrijwel perfecte substituten. In de VS en Japan zag je ook dat QE nauwelijks effect hadden op inflatie."

**Wat zouden Europese leiders moeten doen om de economie te versterken en de werkloosheid terug te dringen?**

"Kapitaaleisen voor banken verhogen (om de kans op een nieuwe crisis te verkleinen). Er is verder nog veel laaghangend fruit: duale arbeidsmarkt, verwevenheid lokaal beleid en banken verminderen, kosten baancreatie verlagen (nu vaak verplicht ondernemingsraad en afgevaardigden vakbond bij bepaalde bedrijfsomvang)."

**Gaat de ECB niet op de stoel van de politiek zitten als ze overgaat tot QE?**

"Dat is een gevaar."





## STEVEN BRAKMAN

*Hoogleraar Internationale Economie*

*Rijksuniversiteit Groningen*

### **Is de Economische en Monetaire Unie (EMU) zoals die nu is houdbaar?**

"Het antwoord is: nee. Weliswaar zijn er verbeteringen doorgevoerd - denk aan de bankenunie - maar het euro-experiment is vanaf het begin verkeerd opgezet en dat is nog steeds niet gerepareerd (veel economen wezen daar destijds overigens al op).

Het probleem is dat het verlies van het wisselkoersinstrument niet is opgevangen in het stabiliteits- en groeipact. Men heeft het over (op zichzelf belangrijke) financiële zaken, zoals begrotingstekort en staatsschuld, maar dat heeft niets te maken met het opvangen van het verlies van het wisselkoersinstrument. Vroeger kon men - weliswaar niet perfect - economische onevenwichtigheden tussen landen opvangen met een wisselkoersaanpassing waardoor onderlinge concurrentieverhoudingen hersteld konden worden, met de invoering van de euro kan dat niet meer. Dat moet nu dus op een andere manier:

1. door loon- en prijsaanpassingen om concurrentieverhoudingen te herstellen (werkt niet vanwege vakbonden),

2. migratie; werklozen uit Griekenland gaan werken in Duitsland (werkt niet vanwege sentimenten, denk aan PVV),

3. inkomensoverdrachten tussen landen; werklozen uit Griekenland krijgen een WW-uitkering deels betaald door andere landen. Dit betekent dat (belasting)bevoegdheden moeten worden overgedragen, bijvoorbeeld aan Brussel.

Het is dus van tweeën een: of men beseft dat de euro een overdracht van bevoegdheden aan een overkoepelende instantie met zich meebrengt (Brussel, ECB) of dat het systeem inherent een weeffout heeft. Dat laatste is - vrees ik - het geval, en omdat 'Europa' niet populair is, zie ik niet snel een oplossing. De volgende eurocrisis staat dus klaar."

### **Zijn alle 19 eurolanden te handhaven in de EMU?**

"Zie boven, het antwoord is: nee. Hoe meer landen deelnemen, hoe groter de kans op uiteenlopende economische ontwikkelingen tussen landen en hoe groter de kans op spanningen. Ik verwacht dat er in de toekomst weer problemen zullen optreden (waardoor rente-niveaus in probleemlanden onzeker worden). Een exit uit de euro zal in de praktijk lastig zijn; het is een signaal dat het systeem niet deugt, met het risico dat andere landen zullen volgen."

### **Een meerderheid van het ECB-bestuur lijkt voorstander van het opkopen van staatsobligaties (QE). Is dat een goed idee?**

"Ik zie meer voordelen van door de overheid gestimuleerde bestedingen. Er staan grote projecten op stapel die sowieso uitgevoerd moeten worden. Denk aan dijkverhoging, wegeaanleg/verbetering, onderhoud overheidsgebouwen, etc. De rente is nu dermate laag dat het naar voren halen van dit type uitgaven alleen voordelen heeft: goedkoop en alleen op de korte termijn wat hogere uitgaven (uitgaven zijn immers al gepland). Effect van QE is onzeker: 'you can bring a horse to water, but you cannot make it drink'."

### **Wat zou het doel van QE moeten zijn? Meer inflatie, lagere rente, goedkopere euro?**

"Het hoofddoel is het stimuleren van bestedingen. Bovenstaande elementen zijn allemaal intermediaire variabelen. Waarom niet gewoon rechtstreeks (zie vorig antwoord) in plaats van de omweg van 'inflatie' of 'lage rente'? De effecten zijn onduidelijk en onzeker."

### **De ECB stelt dat niet de centrale bank maar vooral de politiek aan zet is. Wat zouden Europese leiders moeten doen om de economie te versterken en de werkloosheid terug te dringen?**

"Ik ben het eens met de ECB. De ECB heeft monetaire stabiliteit als doel. Jammer is dat 'de markt' 2 % inflatie als normgevend is gaan beschouwen en dat een inflatie van bijv. 1,5% als problematisch wordt gezien. Dit type volstrekt willekeurige getallen heeft de neiging een eigen absoluut leven te gaan leiden. Denk aan de norm voor een begrotingstekort van 3% BNP. Er is geen enkel argument waarom dat niet 2,5% of 3,5% zou kunnen zijn, maar in de (politieke) discussie krijgt het een obsessieve betekenis."



## FRANK DEN BUTTER

*Hoogleraar Algemene Economie*

*Vrije Universiteit Amsterdam*

"Ik wil graag verwijzen naar een paper over de toekomst van de EMU dat ik met Mathieu Segers van de Universiteit van Utrecht schreef. De portee van ons verhaal is dat een federaal Europa met een politieke unie nu politiek gezien een onhaalbare zaak is, zeker na de speech van Van Rompuy in Londen. Aan de andere kant is ook de terugkeer naar een Europa met nationale munten, zeker na de speech van Draghi, niet langer mogelijk. Vanuit deze politieke realiteit zit er niets anders op dan voor de beleidscoördinatie in de EMU de middenweg tussen federalisme en nationalisme te vervolgen. Belangrijk daarbij is dat de coördinatie zodanig vorm krijgt dat de financiële markten niet langer "getemd" hoeven te worden om besmetting te voorkomen, maar dat de markten juist uit eigenbelang aan disciplineren van de begrotingspolitiek van de lidstaten gaan bijdragen."

### **Is de Economische en Monetaire Unie (EMU) zoals die nu is houdbaar?**

"Voor mij is dat geen economische maar een politieke kwestie na de speeches van Van Rompuy en Draghi. Vanuit die politieke realiteit is het de taak van de econoom de muntunie zodanig vorm te geven dat deze houdbaar is."

### **Wat is de afgelopen jaren de belangrijkste verbetering geweest?**

"De belangrijkste verbetering is het macro-prudentieel toezicht op EMU-niveau dat bijdraagt om besmetting en nog een banken- en schulden crisis te voorkomen. Er ontbreekt nog een geloofwaardige regelgeving waarbij de financiële markten zelf voor disciplinerende zorgen (bijvoorbeeld een intrinsieke motivatie om externe effecten van complexe financiële producten te internaliseren)."

### **Wat voor regelgeving is dat?**

"Je moet ervoor zorgen dat de financiële markten er zelf belang bij hebben dat er binnen de EMU financiële stabiliteit is en dat zij dus niet meer "getemd" moeten worden vanwege hun belang bij destabilisatie via speculatie. Dat kan via de *bail-in* en meer in het algemeen, door het wegnemen van het besmettingsgevaar en het daarvan gebruik kunnen maken zodat een *bail-out* niet meer nodig is."

### **Zijn alle 19 eurolanden te handhaven in de EMU?**

" Na de speech van Draghi is handhaving van de euro in alle lidstaten geloofwaardig geworden en dat is dus een politieke realiteit, ook al zijn er wellicht economische bezwaren."

### **Een meerderheid van het ECB-bestuur lijkt voorstander van het opkopen van staatsobligaties (QE). Is dat een goed idee?**

"In mijn tijd bij de Nederlandsche Bank was monetaire financiering van overheidstekorten vloeken in de kerk en ver daarbuiten. Wanneer het doel financiering van structurele investeringen (bijvoorbeeld van infrastructuur) is, valt er iets voor te zeggen. Maar of het helpt...?"

### **Wat zou het doel van QE moeten zijn? En hoe groot is de kans op succes?**

"Het doel zou moeten zijn het aanjagen van inflatie waarbij de koers van de euro daalt zodat vanwege de toegenomen concurrentiepositie structurele investeringen weer rendabel worden. Het is echter zeer de vraag of dat succes heeft. Volgens de kwantiteitstheorie zou extra geldaanbod, gegeven de geldvraag, tot meer inflatie moeten leiden. Maar in deze situatie is niet zozeer de geldvraag maar het kredietaanbod van belang. Wanneer er onzekerheid is op rendementen en dus de risicopremie heel hoog is, blijft het kredietaanbod beperkt. Immers, ook al is de reële rente negatief, wanneer er veel kans op deconfitures is (een rendement van -100%) stagneert de kredietverlening."

### **Wat zouden Europese leiders moeten doen om de economie te versterken en de werkloosheid terug te dringen?**

"Zorgen dat structurele aanpassingen veel meer dan nu het geval is via het arbeidsmarktbeleid verlopen."

**Gaat de ECB niet op de stoel van de politiek zitten als ze overgaat tot QE?**

"Dat weet ik niet: hangt van de precieze formulering van het mandaat van de ECB af."



Foto: Tim Foster

## RICK VAN DER PLOEG

*Hoogleraar Economie*

*Universiteit van Oxford*

**Is de Economische en Monetaire Unie (EMU) zoals die nu is houdbaar?**

"Ja."

**Zo ja, wat is de afgelopen jaren de belangrijkste verbetering geweest?**

"Convergentie van inflatievoeten."

**Zo nee, wat ontbreekt er nog aan?**

"Geen gemeenschappelijke budgettaire schokdempers zoals in de VS en de facto relatief weinig arbeidsmigratie binnen continentaal Europa. Met volledige begrotingsautonomie, loonrigiditeiten en slecht macroprudentieel toezicht op financiële markten blijft het een gammele monetaire unie."

**Is verdergaande integratie van de eurozone maatschappelijk wenselijk?**

"Cultureel niet, economisch gezien wel."

### **Zijn alle 19 eurolanden te handhaven in de EMU?**

"Dat hangt ervan af. Als er al landen uitstappen, dan is Griekenland het zwakst. Maar nu de lonen in Griekenland zo sterk gedaald zijn, moet het mogelijk zijn ze er in te houden."

### **Een meerderheid van het ECB-bestuur lijkt voorstander van het opkopen van staatsobligaties (QE). Is dat een goed idee?**

"Het gaat ook om de opkoop van bedrijfsobligaties. Dat had de ECB jaren geleden moeten doen. Dan was een hoop ellende bespaard geweest. Zie het Verenigd Koninkrijk en de VS."

### **Wat zou het doel van QE moeten zijn? Het aanjagen van inflatie?**

"Nee."

### **Het drukken van de euro?**

"Een beetje wel om zo werkgelegenheid te stimuleren."

### **Het drukken van de rente?**

"Idem."

### **En hoe groot is dan de kans op succes?**

"Het was veel beter als het eerder was gebeurt, maar kan nog steeds."

### **Wat zouden Europese leiders moeten doen om de economie te versterken en de werkloosheid terug te dringen?**

"Een serieus investeringsprogramma in plaats van de wassen neus van Juncker."

### **Gaat de ECB niet op de stoel van de politiek zitten als ze overgaat tot QE?**

"Nee."





Foto: Dijkstra bv

## SWEDER VAN WIJNBERGEN

*Hoogleraar Economie*

*Universiteit van Amsterdam*

### **Is de Economische en Monetaire Unie (EMU) zoals die nu is houdbaar?**

"Economisch gezien wel, al kan het een stuk schokbestendiger gemaakt worden dan het nu is. Er zijn nu te veel pijnlijke aanpassingen nodig na schokken die in een beter ontworpen systeem minder *hardship* met zich mee zouden brengen. De huidige structuur zit wel op de rand van wat politiek aanvaardbaar lijkt."

### **Wat is de afgelopen jaren de belangrijkste verbetering geweest?**

"De bankenunie en de daarmee gepaard gaande verbetering van de kapitaalspositie van banken. Aangezien besmetting na bijvoorbeeld Griekenland in 2010/2011 vooral via zwakke banken met internationale *exposure* liep is de bankenunie en bijbehorende versterking kapitaalspositie een belangrijke stap richting minder fragiliteit."

### **Is verdergaande integratie van de eurozone maatschappelijk wenselijk?**

"Aanpassingen na grote schokken zouden makkelijker verlopen met een efficiënt fiscaal herverdelingsmechanisme, bijvoorbeeld via een pan-Europees WW/belasting systeem. Probleem daarmee is (A) gebrek aan politiek draagvlak; (B) moeilijkheden met het neutraal (in ex ante-betekenis van het woord) houden van een dergelijk risicodelingsysteem. Je wilt geen structureel eenrichtingsverkeer hebben in de fiscale transfers."

### **Zijn alle 19 eurolanden te handhaven in de EMU?**

"Open vraag. Griekenland heeft schuldsanering nodig. En Italië en Frankrijk verdergaande structurele hervormingen. Of dat gaat gebeuren????"

### **Een meerderheid van het ECB-bestuur lijkt voorstander van het opkopen van staatsobligaties (QE). Is dat een goed idee?**

"Het kan geen kwaad, maar zal praktisch zeker niet veel uithalen."

### **Wat zou het doel van QE moeten zijn?**

"Het verlagen van de euro-koers ten opzichte van de dollar. De rente staat al praktisch gezien op nul. En op inflatie gaat het geen invloed hebben, zeker niet zolang het expliciet tijdelijk is. Hoe succesvol het wordt? Moeilijk in te schatten. Draghi doet het sowieso verkeerd door het elke keer als een tijdelijk programma met expliciete einddatum in te zetten. De Fed doet dat beter (*for as long as it takes to bring unemployment down...*)."

### **De ECB stelt dat niet de centrale bank maar vooral de politiek aan zet is. Wat zouden Europese leiders moeten doen om de economie te versterken en de werkloosheid terug te dringen?**

"Daar heeft de ECB wel gelijk in. QE alleen gaat niet voldoende zijn om de werkloosheid naar beneden te krijgen en groei omhoog. Frankrijk en Italië hebben hervormingen van de arbeidsmarkt etc nodig. En Duitsland zou een massaal tekortgefinancierd publieke investeringsprogramma op gang moeten brengen."



## LUC SOETE

*Hoogleraar Internationale Economische Betrekkingen*

*Rector Magnificus*

*Universiteit Maastricht*

### **Is de Economische en Monetaire Unie (EMU) zoals die nu is houdbaar?**

“De EMU is houdbaar. De belangrijkste verbetering van de afgelopen jaren heeft betrekking gehad op de financiële sector en de creatie van het European Stability Mechanism. Maar uiteindelijk is het op het vlak van de reële economie dat de houdbaarheid van de EMU zich zal moeten bewijzen.

Dat betekent naarmate enerzijds de economische structuren van de verschillende lidstaten convergeren, en in het bijzonder de *unit labour costs* (de arbeidseenheidskosten of de loonkosten gecorrigeerd voor productiviteit) tussen de lidstaten binnen een relatief nauwe bandbreedte komen en kunnen behouden blijven, en anderzijds de euro steeds meer ingeburgerd raakt. Daarvoor is meer nodig dan een European Fiscal Compact, maar zal juist

zoals in het geval van de ECB er ook een “gemeenschappelijk” Europees fiscaal beleid nodig zijn met rechtsreeks geïnde Europese middelen.

Naarmate de euro steeds meer ingeburgerd raakt en steeds meer jongeren nooit de gulden hebben gekend, zal integratie van de eurozone maatschappelijk steeds meer aanvaard worden.”

### **Zijn alle 19 eurolanden te handhaven in de EMU?**

“Ja, want de kosten om uit te stappen zijn veel te groot. Wat zou kunnen, is dat binnen landen naast de euro meer verschillende munten in gebruik komen, munten voor lokaal gebruik en niet internationaal verhandelbaar. Iets vergelijkbaars met wat Bernard Lietaer ([http://en.wikipedia.org/wiki/Bernard\\_Lietaer](http://en.wikipedia.org/wiki/Bernard_Lietaer)) voorstelde.”

### **Een meerderheid van het ECB-bestuur lijkt voorstander van het opkopen van staatsobligaties (QE). Is dat een goed idee?**

“Als financieel instrument is het tot op zeker niveau een ultiem middel en dus houdt het ook risico's in. Binnen Europa heeft het in tegenstelling tot Japan en de VS een dubbel effect. Enerzijds een poging de Europese economie aan te zwengelen, anderzijds een manier waarop schulden van lidstaten worden “ge-Europeaniseerd”, wat positief is voor de houdbaarheid van de euro.”

### **Wat zou het doel van QE moeten zijn?**

“Het indirecte doel zou moeten zijn economische groei en werkgelegenheid. Of dit lukt is echter wel de vraag... Opnieuw geloof ik meer in de reële kant van de economie betreft. Ik heb bijvoorbeeld zelf meer vertrouwen in het Juncker-plan van het Europese Fonds van Strategische Investerings, omdat de overheid hier slechts risico's afdekt en de rest overlaat aan *matching* van de private sector en vanuit lidstaten publieke middelen die buiten de 3%-norm gehouden worden.”

### **Gaat de ECB niet op de stoel van de politiek zitten als ze overgaat tot QE?**

“De ECB gaat hier inderdaad op de stoel zitten van de politiek, maar zoals hierboven reeds aangegeven doet de ECB dit min of meer uit wanhoop, omdat lidstaten het afdelen. Daarom dat de Europese Commissie hier het initiatief moet nemen en in zeker zin ook gedaan heeft middels het plan van Juncker.”



## ARJEN VAN WITTELOOSTUIJN

*Hoogleraar Economie*

*Universiteit Tilburg*

### **Is de Economische en Monetaire Unie (EMU) zoals die nu is houdbaar?**

"Een muntunie als die rond de euro kan op lange termijn alleen overleven in de context van een volwassen politieke unie. De facto moet de muntunie als een natiestaat opereren op een veelheid van terreinen. Daarvan is totaal geen sprake."

### **Is verdergaande integratie van de eurozone maatschappelijk wenselijk?**

"Dat hangt af van de voorkeuren van de bevolking. Die kunnen van het ene op het andere tijdvak sterk wisselen. Mijn indruk is dat een grote meerderheid in de betrokken landen zeker geen voorstander van verdere integratie is. Wat mij betreft, kan alleen via transparante democratische procedures voor het een of het ander worden gekozen. De huidige instituties voldoen hier niet aan."

### **Zijn alle 19 eurolanden te handhaven in de EMU?**

"Uiteindelijk niet, behalve als aan de voorwaarden van een politieke unie wordt voldaan. Omdat het mij uiterst onwaarschijnlijk lijkt dat daarvan ooit sprake zal zijn, is mijn voorspelling dat de muntunie op enig moment zal fragmenteren."

### **Denkt u dat een of meerdere landen de komende jaren uit de euro zullen stappen?**

"Drie opties dienen zich aan: (1) de hele muntunie wordt ontmanteld en alle landen stappen eruit (een *big bang*); (2) een Noord/Zuidsplitsing in twee groepen (de Zuidgroep kan een

gezamenlijke munt aanhouden of -- en dat lijkt mij waarschijnlijker -- alle Zuidlanden gaan terug naar een eigen munt; Noord kan door met een gezamenlijke munt.); en (3) een geleidelijke erosie, waarbij het ene na het andere land eruit stapt.

**Een meerderheid van het ECB-bestuur lijkt voorstander van het opkopen van staatsobligaties (QE). Is dat een goed idee?**

"Als je met de euro verder wilt, is dat onvermijdelijk. Het is een element van de beweging richting die noodzakelijke politieke unie, met centrale natiestaatachtige instrumenten en instituties."

**Wat zou het doel van QE moeten zijn? Het aanjagen van inflatie?**

"Zo geformuleerd: nee. Wel voorkomen van deflatie (een ramp)."

**Het drukken van de euro?**

"Nee."

**Het drukken van de rente?**

"Nee."

**En hoe groot is dan de kans op succes?**

"Dat gaat moeizaam met een half beleidsinstrumentarium zonder politieke unie. Zelfs consensus over de doelen van de ECB is de facto non-existent. Alleen voorkomen van inflatie (het "Duitse" kamp) of ook groeibevordering (het "Franse" kamp"). Merk op dat euro- en rentedoelstellingen hier een afgeleide van zijn (en geen doelen op zichzelf)."

**Wat zouden Europese leiders moeten doen om de economie te versterken en de werkloosheid terug te dringen?**

"Heel veel. Op korte termijn zijn krachtige investeringen in groeifactoren noodzakelijk (vooral in de kenniseconomie; van de Lissabon-doelstellingen is nog altijd geen klap terecht gekomen). Op middellange termijn moeten de stroperige landen eindelijk werk maken van structurele hervormingen die de werking van de arbeidsmarkt en ondernemerschap bevorderen. Op lange termijn -- indien gewenst (zie hierboven) -- moet een politieke unie worden opgebouwd."

**Gaat de ECB niet op de stoel van de politiek zitten als ze overgaat tot QE?**

"Ja. Dus dat kan alleen als de politiek de ECB deze bevoegdheid geeft (inclusief duidelijke doelstellingen)."



## HARRY GARRETSEN

*Hoogleraar Internationale Economie*

*Decaan*

*Rijksuniversiteit Groningen*

### **Is de Economische en Monetaire Unie (EMU) zoals die nu is houdbaar?**

"De houdbaarheid wordt niet zozeer op lange termijn door financiële factoren bepaald maar door de vraag of economieën van EMU-landen voldoende qua economische ontwikkeling op elkaar gaan lijken. En voor zover dat deels (onvermijdelijk) niet het geval is of er dan voldoende aanpassingsmechanismen zijn op Europees danwel nationaal niveau (budgettair beleid, nationale loon/prijsaanpassingen) die deze ongelijke ontwikkeling kunnen opvangen.

Tot op heden is er (te) weinig convergentie en nog steeds beperkte supra-nationale aanpassingskanalen. Dat laatste heeft alles te maken met unieke feit dat dit een monetaire unie is zonder politieke unie."

### **Wat is de afgelopen jaren de belangrijkste verbetering geweest?**

"Meer coördinatie en beleid op Europees niveau, maar de aanpassinglast op korte termijn ligt erg eenzijdig bij de landen met tekort op lopende rekening zoals Griekenland. Duitsland zou meer kunnen en moeten doen, zoals het stimuleren van zijn eigen economie."

**Zijn alle 19 eurolanden te handhaven in de EMU? Of denkt u dat een of meerdere landen de komende jaren uit de euro zullen stappen?**

"Dat valt niet te voorspellen maar uittreden is hoe dan ook kostbaar dus ten koste van heel veel (zie ervaringen met Griekenland in 2011/12) zullen EMU landen dit gezamenlijk willen voorkomen."

**Zo ja, welke?**

"Geen op afzienbare termijn."

**Een meerderheid van het ECB-bestuur lijkt voorstander van het opkopen van staatsobligaties (QE). Is dat een goed idee?**

"De effectiviteit van QE is discutabel. Landen (Frankrijk België) die het sterkst voor zijn, staan er zelf relatief het zwakste voor en hebben de meeste moeite hun eigen economie aan te passen. In die zin is QE ook een (misplaatst) substituut voor noodzakelijk eigen hervormingsbeleid."

**Wat zou het doel van QE moeten zijn? Het aanjagen van inflatie?**

"Ja, of in ieder geval (zie Japan, maar ook daar blijkt dit lastig) aanjagen inflatieverwachtingen."

**Het drukken van de euro?**

"Als inflatieverwachtingen stijgen, zal euro verzwakken en dat is goed voor de export."

**Het drukken van de rente?**

"Is al heel laag en als QE succesvol is en gegeven mogelijk voorzichtige monetaire verkrapping in VS ligt eerder (geringe) rentestijging in verschiet."

**En hoe groot is dan de kans op succes?**



"Niet heel groot, mogelijkheden (zie ook de plannen van de Europese Commissie) met budgetair beleid zijn groter."

**Wat zouden Europese leiders moeten doen om de economie te versterken en de werkloosheid terug te dringen?**

"Hervormingen doorvoeren en op korte termijn stimuleren via begrotingsbeleid (meer overheidsinvesteringen en/of belastingverlaging)."

**Gaat de ECB niet op de stoel van de politiek zitten als ze overgaat tot QE?**

"Niet als je tot het mandaat van de ECB ook het zorgen voor economische groei zou rekenen. Maar het mandaat gaat alleen over prijsstabiliteit. Je kunt je wel afvragen of het voorkomen deflatie dan ook QE zou kunnen rechtvaardigen. Maar los van het mandaat denk ik dat effectiviteit QE nu niet heel groot (meer) is."



Foto: Matty van Wijnbergen

## BAS JACOBS

*Visiting Professor of Economics*

*University of California Berkeley*

### **Is de Economische en Monetaire Unie (EMU) zoals die nu is houdbaar?**

"Nee, nog niet. Maar we strompelen de goede kant op.

Voor een houdbare muntunie zijn drie institutionele randvoorwaarden noodzakelijk:

1. Een lener in laatste instantie voor solvabele, maar illiquide overheden. De ECB heeft die taak op zich genomen met Draghi's '*whatever it takes*' uitspraak op 26 juli 2012. De ECB heeft echter nog nooit echt hoeven leveren, dus het *commitment* is niet 100 procent zeker.

2. Een volwaardige bankenunie, die bestaat uit i) gemeenschappelijk banktoezicht, ii) een crisisresolutieregime voor de afwikkeling van failliete banken, iii) een budgettaire achtervang voor de financiering van reddingsoperaties (bv. herkapitalisaties van systeembanken) en iv) een eurozone depositogarantiestelsel.  
Alleen aan de eerste twee randvoorwaarden is grotendeels voldaan. Overigens is de besluitvorming bij bankresolutie een politiek gedrocht. Het bankenresolutiefonds -- dat wordt gevuld door de banken -- is veel te klein. Eurozoneoverheden hebben expliciet aangegeven nooit meer belastinggeld in bankreddingen te willen steken. Daardoor blijft de dodelijke omhelzing tussen banken en overheden maximaal in stand. Door ontbreken van een eurozonedepositogarantiestelsel blijft het financiële stelsel in de eurozone gefragmenteerd; een euro in Italië is nog steeds een andere dan in Duitsland.
3. Een mechanisme om insolvabele overheden te herstructureren. Overheden moeten failliet kunnen gaan, ook om de niet-uitkoopclausule (*no bailout*) in het Verdrag van Maastricht geloofwaardig te maken. Het noodfonds ESM kan financiering bieden onder strikte randvoorwaarden als overheden schulden herstructureren. In beginsel is aan deze randvoorwaarde voldaan.

Een aantal beleidsveranderingen is evenwel zeer belangrijk:

1. Het zou goed zijn als de rol van lener in laatste instantie expliciet in de statuten van de ECB wordt opgenomen. Daarnaast moet de dodelijke omhelzing tussen banken en overheden echt definitief worden doorbroken. De bankenunie moet daarom worden voorzien van een volwaardige budgettaire achtervang en een Europees depositogarantiestelsel. Dit betekent overigens niet dat de belastingbetalers weer voor de kosten van bankreddingen opdraaien. Het is goed dat de private partijen eerst verliezen nemen ('Dijsselbloemdoctrine'). De budgettaire achtervang voor het noodfonds ESM zou eigenlijk ook groter moeten worden. Het ESM zou bovendien beter kunnen worden hervormd in een Europees Monetair Fonds, zodat ECB en EC niet langer het crisismanagement politiek kunnen beïnvloeden.
2. Iedereen neemt ten onrechte aan dat harde begrotingsregels noodzakelijk zijn in een muntunie. In de aanloop naar EMU waren beleidsmakers bevreesd dat hoge overheidsschulden via hogere rentes tot verdringing van investeringen zou leiden. Daarvan is niets gebleken. Ook zou druk op de ECB kunnen ontstaan om de inflatie te laten oplopen. Echter, de ECB is geheel onafhankelijk - en moet dat ook blijven. Maar ook de angst voor oplopende inflatie bij grotere begrotingstekorten is totaal ongegrond gebleken. Ontsporende overheidsfinanciën waren, behalve in Griekenland, geen oorzaak van de eurocrisis, maar het gevolg van systeemfouten en problemen met onhoudbare private schulden en banken. Europa heeft aan symptoombestrijding gedaan en doet dat nog steeds. De begrotingsregels zouden drastisch moeten worden aangepast, want ze maken momenteel de economische

problemen groter niet kleiner.

3. Als overheden gewoon failliet kunnen gaan – daarvoor is een goed werkende, volwaardige bankenunie noodzakelijk – en als de ECB lener in laatste instantie is, dan zullen financiële markten overheden disciplineren met hogere rentes, zonder dat obligatieruns op solvabele overheden ontstaan. Niet de belastingbetalers in de eurozone, maar private partijen dragen dan de risico's van te hoge overheidsschulden. Budgettaire regels zijn dan overbodig. Maar zolang de dodelijke omhelzing tussen banken en overheden niet wordt doorbroken, kunnen begrotingsregels wenselijk zijn om het bankwezen stabiel te houden. Maar dit is uiteindelijk een zeer kostbaar en indirect middel. Het is economisch uitermate kostbaar omdat eurozonelanden weinig mogelijkheden meer hebben om conjunctuurpolitiek te voeren. En indirect omdat het zowel beter als noodzakelijk is om de doomloop tussen overheden en banken te doorbreken.
4. Zolang de Europese begrotingsregels worden gehandhaafd, moet het uitgangspunt de houdbaarheid van de overheidsfinanciën zijn. Niet het tekort of de staatsschuld in één enkel jaar. Het houdbaarheidstekort houdt namelijk rekening met alle uitgaven en inkomsten. Niet alleen in het lopende begrotingsjaar, maar ook alle begrotingsjaren die volgen, tot in de verre toekomst. Het houdbaarheidstekort houdt bovendien niet alleen rekening met de schulden, maar ook met de bezittingen van de overheid. Landen die geen houdbaarheidsprobleem hebben, zoals Nederland, kunnen dan prima een anticyclische begrotingspolitiek voeren. Rendabele overheidsinvesteringen verminderen de houdbaarheid van de overheidsfinanciën niet. Die kunnen dan gewoon worden gedaan, ook al leidt dit op korte termijn tot een hoger begrotingstekort dan 3%. En landen kunnen niet langer boekhoudkundige trucs uithalen. Bijvoorbeeld door toekomstige belastinginkomsten naar voren te halen in de tijd.
5. De Griekse staatsschulden zijn onhoudbaar en moeten worden geherstructureerd. Zo'n twee-derde van de Griekse overheidsschuld staat nu op overheidsbalansen, via bilaterale leningen, het noodfonds, het IMF of de ECB. Zolang schuldherstructurering uitblijft, is de Griekse economische situatie tamelijk uitzichtloos. Toekomstige lastenverzwaringen om de torenhoge staatsschulden af te lossen hangen als een zwaard van Damocles boven de Griekse economie. Investeringen zullen daarom laag blijven en de economische groei zwak.
6. Verdere Europese integratie is niet noodzakelijk, wel wenselijk. Moreel gevaar is de prijs die wordt betaald voor het niet willen opgeven van nationale soevereiniteit. Het afdwingen van Europese afspraken vereist namelijk overdracht van bevoegdheden naar het supranationale niveau. Politici die enerzijds roepen om harde afspraken en anderzijds weigeren nationale soevereiniteit af te staan, zijn hypocriet. Voordat de Eurocrisis losbarstte, waren de afspraken in het eurogebied al niet geloofwaardig. Denk aan de begrotingsafspraken. Maar ook de aangescherpte afspraken zijn dat niet doordat supranationale instituties ontbreken om gemaakte afspraken te kunnen

afdwingen. Zie hoe Frankrijk, maar niet alleen Frankrijk, de begrotingsregels ook dit jaar weer schendt. (Overigens vind ik dat niet zo erg, zie punt 6.)

### **Zijn alle 19 eurolanden te handhaven in de EMU?**

"Ja, zolang overheden maar failliet kunnen gaan en de dodelijke omhelzing tussen banken en overheden wordt doorbroken. Daarvoor is het nodig dat de bankenunie wordt afgemaakt."

### **Of denkt u dat een of meerdere landen de komende jaren uit de euro zullen stappen?**

"Ik doe geen voorspellingen over exits van landen. De grootste dreiging voor het voortbestaan van de euro is twijfel over het voortbestaan van het eurosysteem zelf. Wanneer financiële markten zien dat landen het eurogebied verlaten en niet langer meer geloven dat de euro onomkeerbaar is, dan wordt de moeder aller crises in werking gezet. Financiële partijen trekken dan hun geld terug uit de zwakke delen van de eurozone waardoor een zelfversterkende neerwaartse spiraal in werking wordt gezet die kan leiden tot een financiële implosie van het eurogebied. Ik denk daarom dat de discussies over het uitstappen van sommige landen ophouden en niet de euro zelf.

Als landen uit de euro stappen, of de euro ophoudt te bestaan, dan gebeurt dat naar mijn inschatting omdat een verkeerde analyse is gemaakt van de eurocrisis. Vervolgens is het verkeerde economische beleid gevoerd. De oorzaken van de eurocrisis liggen in de opbouw van private schulden en bankproblemen enerzijds en systeemdefecten in de constructie van de euro anderzijds. Het beleid dat is gericht op terugdringing van overheidstekorten en structurele hervormingen heeft niets gedaan aan de fundamentele oorzaken van de eurocrisis. Het is symptoombestrijding geweest, die economisch zeer averechts heeft uitpakt.

De private schulden zijn niet of nauwelijks omlaag gekomen. Men heeft zes jaar verspeeld met de sanering van eurozonebanken en ze zijn nog steeds zwak. Overheidsschulden zijn alleen maar opgelopen, ondanks alle begrotingsconsolidatie. De eurozone is stilstaand water geworden. We zijn in een Japans stagnatiescenario beland, met zeer lage groei en desinflatie en zelfs gevaar op deflatie. Deflatie is gevaarlijk bij hoge private en inmiddels ook publieke schulden.

Maar het grootste risico is in naar mijn inschatting politiek. Jarenlang macro-economisch wanbeleid baart politieke onrust. Middenpartijen worden daarvoor electoraal hard afgestraft. Populistische en nationalistische partijen steken daarom overal de kop op. Het zou mij niet verbazen als sommige landen de euro zouden verlaten. Ik denk dan met name aan Griekenland. Een ander risico – geen voorspelling -- is dat de Frans-Duitse as breekt, als in Frankrijk Le Pen onverhoopt aan de macht zou komen. Ook niet bevorderlijk voor de Europese politieke stabiliteit is als Engeland zou besluiten de EU te verlaten en de spanningen met Rusland verder oplopen.

## **Een meerderheid van het ECB-bestuur lijkt voorstander van het opkopen van staatsobligaties (QE). Is dat een goed idee?**

"Ja, het eurogebied heeft een negatieve reële rente en dus meer inflatie nodig. Enerzijds om te zorgen dat private en publieke schulden in reële termen dalen en private balansen herstellen. Anderzijds om zo de consumptie, investeringen en exporten – via een lagere eurokoers – aan te moedigen en de economie te stimuleren. Maar we zitten in de liquiditeitsval. De ECB kan nu niets meer doen met het conventionele monetaire beleid: de beleidsrentes staan immers op nul.

Verwacht echter niet veel van QE. De rente op kortlopende overheidsobligaties van de meeste eurolanden is de nul genaderd. Opkopen van overheidsobligaties is daarom nauwelijks meer effectief. Immers, de ECB ruilt de ene vermogenstitel met nul rente – geld – voor een andere met bijna nul rente – obligaties. Het netto resultaat is denk ik marginaal, want het is 'tegen een touwtje duwen'. Het moet wel worden geprobeerd, want baat het niet dan schaadt het niet. Ook als er financiële luchtballonnen ontstaan. Vermogenseffecten zijn een stimulans voor de economie.

Het zou goed zijn als de ECB voor de komende 10 jaar een inflatiedoelstelling van 3 tot 4 procent per jaar zou hanteren. Maar met de bestaande monetaire instrumenten kan zelfs de doelstelling van 2% niet worden gehaald. Alleen 'helikoptergeld' – het uitdelen van geld aan burgers en bedrijven of het direct monetair financieren van overheidstekorten – werkt 100 procent zeker om de economie te stimuleren. Maar helikoptergeld valt buiten het huidige mandaat van de ECB. Met helikoptergeld wordt het begrotingsbeleid onherroepelijk vermengd met het monetaire beleid. En dat zie ik niet gebeuren vanwege de Duitsers.

Als het monetaire mandaat van de ECB niet wordt verruimd, kunnen eurozone overheden alleen nog maar budgettair stimuleren. Een ook dat zie ik niet gebeuren vanwege de Europese begrotingsregels. De eurozone heeft zichzelf daarom monetair en budgettair volledig gecastreerd."

## **Wat zou het doel van QE moeten zijn?**

"Hogere inflatie, lagere euro en lagere (reële) rente zijn allemaal manifestaties van één en hetzelfde. Als de nominale rente op nul staat, gaat de reële rente alleen omlaag bij een hogere (verwachte) inflatie. Als beleggingen minder rendement opleveren, verkopen beleggers eurobeleggingen voor niet-eurobeleggingen. De vraag naar euro's daalt door lagere vraag naar eurobeleggingen en van niet-euro's stijgt door hogere vraag naar niet-eurobeleggingen. Dus daalt de koers van de euro. Het doel van QE is om een lagere (negatieve) reële rente te bewerkstelligen door de inflatieverwachtingen aan te wakkeren. Door lagere reële rentes nemen de consumptie en investeringen toe. Als de koers van de euro daalt, stijgen de exporten. De kans op succes is beperkt."

## **De ECB stelt dat niet de centrale bank maar vooral de politiek aan zet is.**

"Niet mee eens. Zowel monetaire als budgettaire autoriteiten moeten nog steeds alles proberen te doen om de groei te stimuleren. De inflatiedoelstelling van de ECB zou moeten worden verhoogd naar 3-4 procent per jaar voor de komende tien jaar. Om die inflatiedoelstelling te kunnen realiseren moet het mandaat van de ECB worden verruimd met monetaire financiering van overheidstekorten of het uitdelen van ECB-geld aan burgers en bedrijven."

## **Wat zouden Europese leiders moeten doen om de economie te versterken en de werkloosheid terug te dringen?**

"De Europese leiders moeten allereerst de goede diagnose maken van de problemen in de eurozone: opbouw van private schulden en bankproblemen enerzijds en systeemdefecten in de constructie van de euro anderzijds. De ontschuldingschok in de eurozone heeft geleid tot grootschalige vraaguitval, werkloosheid, faillissementen en bankproblemen, die bovendien veel erger zijn gemaakt door totaal ondoordachte tekortreductie in de gehele eurozone.

De oplossing moet daarom worden gevonden in het herstellen van de financiële balansen in de private sector en het stimuleren de effectieve vraag naar goederen en diensten. Overheden van landen met gezonde overheidsfinanciën – zoals Duitsland en Nederland – zouden aanbodvriendelijk vraagbeleid kunnen voeren: overheidsinvesteringen en belastingverlaging. Dat geeft op de korte termijn extra vraag en versterkt op de lange termijn de economie.

Onhoudbare schulden van huishoudens, bijvoorbeeld bij hypotheek, moeten worden gesaneerd. Private ontschuldiging kan worden ondersteund met lastenverlichting. De doorlichting van de bankbalansen (AQR) en de stresstesten waren een begin. Maar banken zijn nog steeds veel te groot, te riskant en politiek te goed ingevoerd. Banken moeten nog steeds veel meer eigen vermogen ophalen. Daarnaast vallen sommige banken nog steeds niet onder Europees toezicht. En de dodelijke omhelzing tussen banken en overheden moet definitief worden doorbroken door de bankenunie af te maken met een geloofwaardige budgettaire achtervang en een eurozone depositogarantiestelsel."

## **Gaat de ECB niet op de stoel van de politiek zitten als ze overgaat tot QE?**

"Nee, want binnen het huidige mandaat is QE een standaard operatie. Bovendien zal QE maar kleine effecten kunnen hebben. Het monetaire beleid kan alleen nog de economie stimuleren als het mandaat van de ECB wordt verruimd met directe, monetaire financiering van staatschulden of het direct uitkeren van ECB-geld aan burgers en bedrijven."



## CASPER DE VRIES

*Hoogleraar Monetaire Economie*

*Erasmus School of Economics*

**Is de Economische en Monetaire Unie (EMU) zoals die nu is houdbaar?**

"Noodzakelijk voor houdbaarheid is verdere integratie."

**Zo ja, wat is de afgelopen jaren de belangrijkste verbetering geweest?**

"Banktoezichtunie."

**Zo nee, wat ontbreekt er nog aan?**

"Geïntegreerde kapitaalmarkt en dus ook een echte bankunie (een bankwet in Unie) zodat diensten overal ingekocht kunnen worden. Een artikel 12-gemeente moet ook mogelijk zijn op Unie-niveau voor landen. Tegenover de dan afgedwongen structurele markt verbeteringen, moet wel ruim financiële ondersteuning staan om diepe recessies te voorkomen."

**Is verdergaande integratie van de eurozone maatschappelijk wenselijk?**



"Absoluut."

### **Zijn alle 19 eurolanden te handhaven in de EMU?**

"Dat hangt af van de gezamenlijke wil om verder te gaan op het pad van integratie."

### **Of denkt u dat een of meerdere landen de komende jaren uit de euro zullen stappen?**

"Als er landen wegbreken is het hek van de dam."

### **Een meerderheid van het ECB-bestuur lijkt voorstander van het opkopen van staatsobligaties (QE). Is dat een goed idee?**

"Nee, vanwege het verdrag van Maastricht en ook omdat de markthervormingen dan stil komen te liggen. Beter is om bedrijfsobligaties en gebundelde consumentenkredieten op te kopen. Dat stimuleert de macro vraag directer."

### **Wat zou het doel van QE moeten zijn? Het aanjagen van inflatie?**

"Nee, het stimuleren van bestedingen en ondersteunen van markthervormingen."

### **Het drukken van de euro?**

"Dit helpt om via het buitenland de vraag te stimuleren, zoals Japan nu doet en de VS heeft gedaan."

### **Het drukken van de rente?**

"De rente is al zeer laag."

### **En hoe groot is dan de kans op succes?**

"In de VS was het enige effect via de wisselkoers."

### **De ECB stelt dat niet de centrale bank maar vooral de politiek aan zet is.**

"Mee eens."

**Wat zouden Europese leiders moeten doen om de economie te versterken en de werkloosheid terug te dringen?**

"Structurele hervormingen zoals het liberaliseren van de diensten markt."

**Gaat de ECB niet op de stoel van de politiek zitten als ze overgaat tot QE?**

"Noodgedwongen, maar voor wat hoort wat is dan de voorwaarde voor QE. Ik zie niet dat de ECB dat openlijk gaat afdwingen (dan is het land zoals Frankrijk te klein); hopelijk gebeurt dit achter de schermen wel, het plan Juncker is echter geen structurele verbetering alleen een korte termijn stimulans."



Foto: Dijkstra bv

## HARALD BENINK

*Hoogleraar Banking and Finance*

*Universiteit van Tilburg*

### **Is de Economische en Monetaire Unie (EMU) zoals die nu is houdbaar?**

"Nog niet. Er zal meer Europese politieke integratie nodig zijn."

### **Zijn alle 19 eurolanden te handhaven in de EMU?**

"Griekenland zal heel spannend worden. Indien een nieuwe Griekse regering onder leiding van Tsipras een schuldhervorming wil doorzetten, zal dit voor Duitsland waarschijnlijk alleen acceptabel zijn wanneer Griekenland uit de euro stapt. De reden hiervoor is dat anders ook andere landen, zoals Italië, schuldhervorming zouden kunnen gaan opeisen."

### **Een meerderheid van het ECB-bestuur lijkt voorstander van het opkopen van staatsobligaties (QE). Is dat een goed idee?**

"Nee, want QE in de zin van het opkopen van overheidsobligaties zal waarschijnlijk niet aanzienlijk de economische groei stimuleren en grotendeels tot financiële bubbels leiden. Opvallend is dat bijna alle economen in dit debat bijna automatisch QE associëren met het opkopen van overheidsobligaties. Wim Boonstra van de Rabobank en ikzelf bepleiten een andere vorm van QE: niet het opkopen van obligaties van eurolanden, maar juist obligaties

die worden uitgegeven door de Europese Investeringsbank. De EIB zal hiermee infrastructuurprojecten ter versterking van de concurrentiekracht van de eurozone mee kunnen financieren."

**Wat zou het doel van QE moeten zijn?**

"QE, zoals verwoord in het artikel van Wim Boonstra en mijzelf: stimuleren van economische vraag, versterken van concurrentiekracht en aanjagen van inflatie."

**Wat zouden Europese leiders moeten doen om de economie te versterken en de werkloosheid terug te dringen?**

"In ons plan: *carrot and stick*-aanpak. De EIB kan alleen infrastructuurprojecten financieren in landen die zich expliciet aan structurele hervormingen van arbeidsmarkten en dienstensectoren committeren. Dus ook Frankrijk en Italië. Dus een samenwerking van ECB, EIB en politiek."



Foto: Dijkstra bv

## LEX HOOGDUIN

*Hoogleraar Monetaire Economie en Financiële Instituties*

*Universiteit van Amsterdam*

### **Is de Economische en Monetaire Unie (EMU) zoals die nu is houdbaar?**

"Mogelijk, maar niet zeker. Misschien is verdere integratie nodig. Die zou dan wat mij betreft moeten liggen op het beter afdwingbaar maken van de spelregels voor EMU, het vervolmaken van de bankenunie en het bevorderen van integratie van Europese financiële markten."

### **Wwat is de afgelopen jaren de belangrijkste verbetering geweest?**

"Belangrijkste stappen van afgelopen jaren: bankenunie, elementen van het Six pack en Two Pack."

### **Zijn alle 19 eurolanden te handhaven in de EMU?**

"Ja, het kan. Maar of dat zal gebeuren is een andere vraag. Ongelukken zijn niet geheel uit te sluiten."

**Een meerderheid van het ECB-bestuur lijkt voorstander van het opkopen van staatsobligaties (QE). Is dat een goed idee?**

"Neen."

**Wat zou het doel van QE moeten zijn?**

"Dat kan maar één doel zijn: herstellen prijsstabiliteit. De inflatie nu te laag. De primaire doelstelling van de ECB is prijsstabiliteit."

**De ECB stelt dat niet de centrale bank maar vooral de politiek aan zet is.**

"De ECB heeft gelijk."

**Wat zouden Europese leiders moeten doen om de economie te versterken en de werkloosheid terug te dringen?**

"Overheden moeten vooral voorwaarden voor het herstel van economische groei scheppen. Dan volgt uiteindelijk ook de werkgelegenheid. Beleidsmogelijkheden: terugdringen bureaucratie en regeldrift, verkleinen overheden en verminderen overheidsuitgaven, verlagen en vereenvoudigen belastingen, bevorderen ondernemerschap, bevorderen concurrentie, bevorderen productieve investeringen (vooral, maar niet exclusief privaat), minder gedetailleerd toezicht.

Dat alles in combinatie met het op orde brengen van de overheidsfinanciën, waarbij gebruik gemaakt mag blijven worden van de flexibiliteit die de regels bieden. De nadruk moet daarbij liggen op het terugdringen van begrotingstekorten richting nul. Daarmee wordt ook de ruimte geschapen voor het (uiteindelijk) dalen van schuldquotes. Ik zou de regel voor dalen schuldquote uit het *six pack* niet te hard volgen. Ten slotte moeten waar nodig private schulden worden geherstructureerd en schuldfinanciering niet moeten worden gestimuleerd, via belastingen of monetair beleid."



Foto: Kees Stuij

## IVO ARNOLD

*Hoogleraar Economie*

*Nyenrode Business Universiteit*

### **Is de Economische en Monetaire Unie (EMU) zoals die nu is houdbaar?**

"Niet als de muntunie op termijn onvoldoende groei en werkgelegenheid genereert voor de lidstaten. Het gaat daarbij overigens niet alleen over de vraag hoe de unie er institutioneel uitziet, maar ook over het beleid dat wordt gevoerd. Als de Duitse aversie tegen vraagstimulering aanhoudt, schat ik de houdbaarheid lager in."

### **Wat is de afgelopen jaren de belangrijkste verbetering geweest?**

"De belangrijkste verbeteringen zijn de (imperfecte) bankenunie en het verdwijnen van het opbrekrisico in de financiële markten door de OMTs van Draghi."

### **Wat ontbreekt er nog aan?**

"Een evenwichtiger macro-economisch beleid, minder gericht op bezuinigingen en meer op groei."

### **Is verdergaande integratie van de eurozone maatschappelijk wenselijk?**

"Op bepaalde terreinen is meer Europese integratie zeker wenselijk. Denk bijvoorbeeld aan het energiebeleid. Met betrekking tot de eurozone zou ik terughoudend zijn om nu een begrotingsunie in te voeren. Daarvoor loopt de kwaliteit van de economische instituties nog te sterk uiteen tussen de lidstaten. Je moet niet willen dat de Noord/Europese belastingbetalers veel meer structureel en onconditioneel gaan bijdragen aan landen die hun economisch beleid of de uitvoering daarvan niet op orde hebben. Vanuit de eurozone blijft druk nodig op lidstaten om de kwaliteit van hun economische instituties te verbeteren (bijvoorbeeld belastinginning in Griekenland)."

### **Zijn alle 19 eurolanden te handhaven in de EMU?**

"Ik denk dat het niet in het belang is van individuele lidstaten om uit de EMU te stappen, zolang er het vooruitzicht is dat er binnen de unie groei kan worden gegenereerd. Een exit geeft veel onrust en onzekerheid. En wat heb je aan een eigen munt als je er niet mee om kunt gaan (Griekenland zou na een exit dezelfde kant opgaan als Argentinië)."

### **Een meerderheid van het ECB-bestuur lijkt voorstander van het opkopen van staatsobligaties (QE). Is dat een goed idee?**

"Ja."

### **Wat zou het doel van QE moeten zijn?**

"Het doel is het verhogen van de inflatie naar 2%, conform het mandaat van de ECB. Een zwakke euro is daarbij instrumenteel (de rente is al erg laag). De euro is overigens al sterk verzwakt door de anticipatie van QE, dus als de ECB niet levert zou de euro weer sterker kunnen worden. Dat kunnen we nu niet gebruiken. QE is geen wondermiddel, maar samen met een ruimer begrotingsbeleid en groeibevorderende hervormingen kan het helpen."

### **Wat zouden Europese leiders moeten doen om de economie te versterken en de werkloosheid terug te dringen?**

"Een ruimer begrotingsbeleid in landen waar dat mogelijk is (Duitsland) en groeibevorderende hervormingen in Frankrijk en Italië."

### **Gaat de ECB niet op de stoel van de politiek zitten als ze overgaat tot QE?**



"Ik denk het niet. Het monetaire mandaat van de ECB laat voldoende ruimte om QE te proberen."



**EDUARD BOMHOFF**

*Hoogleraar Economie*

*Monash University, Kuala Lumpur*

**Is de Economische en Monetaire Unie (EMU) zoals die nu is houdbaar?**

"Ja."

**Wat is de afgelopen jaren de belangrijkste verbetering geweest?**

"Begin van centralisatie van het toezicht op de grote banken."

**Wat ontbreekt er nog aan?**

"Gemeenschappelijke obligaties en verdere centralisatie van het toezicht op de grote banken."

**Is verdergaande integratie van de eurozone maatschappelijk wenselijk?**

"Financiële integratie wel. Fiscale integratie niet."

**Zijn alle 19 eurolanden te handhaven in de EMU?**

"Hangt niet af van Nederland."

**Denkt u dat een of meerdere landen de komende jaren uit de euro zullen stappen?**

"Denk van niet maar moeilijk te voorspellen."

**Een meerderheid van het ECB-bestuur lijkt voorstander van het opkopen van staatsobligaties (QE). Is dat een goed idee?**

"Nee."

**Hoe groot is de kans op succes van QE?**

"Heel gering. Wat de ECB koopt (staatsobligaties) en uitlevert (faciliteit bij de ECB) lijkt te veel op elkaar. Zulke operaties hebben geen effect als wat ze kopen erg lijkt op bankreserves en wat ze verkopen ook. "

**Wat zouden Europese leiders moeten doen om de economie te versterken en de werkloosheid terug te dringen?**

"Bestrijden van corruptie en kartels."

**Gaat de ECB niet op de stoel van de politiek zitten als ze overgaat tot QE?**

"Denk niet dat QE in Europa nut heeft."



Foto: Ed Lonnee

## LANS BOVENBERG

*Hoogleraar Economie*

*Universiteit van Tilburg*

**Is de Economische en Monetaire Unie (EMU) zoals die nu is houdbaar?**

"Ja."

**Wat is de afgelopen jaren de belangrijkste verbetering geweest?**

"De bankenunie."

**Wat ontbreekt er nog aan?**

"Beter toezicht van de ECB bij banken op diversificatie van staatsschuld (Griekse banken niet alleen in Griekse staatsschuld beleggen) zodat landen bankroet kunnen gaan (dat wil zeggen: hun betalingsverplichtingen opschorten)."

**Is verdergaande integratie van de eurozone maatschappelijk wenselijk?**

"Ja, maar beperkt (zie extra toezicht voor ECB hierboven: er moet faillissementswetgeving voor staatsschuld komen)."

**Zijn alle 19 eurolanden te handhaven in de EMU?**

"Alle landen zijn te handhaven. Maar het kan zijn dat Griekenland er uit stapt."

**Een meerderheid van het ECB-bestuur lijkt voorstander van het opkopen van staatsobligaties (QE). Is dat een goed idee?**

"Ja, maar wel in combinatie met ander budgettair en structureel beleid."

**Wat zou het doel van QE moeten zijn? Het aanjagen van inflatie? Het drukken van de euro? Het drukken van de rente?**

"Alle drie."

**En hoe groot is dan de kans op succes?**

"Middelgroot. Het moet gecombineerd worden met structurele hervormingen en budgettaire expansie in Duitsland."

**Wat zouden Europese leiders moeten doen om de economie te versterken en de werkloosheid terug te dringen?**

"Een bijzondere situatie. Dit vergt coördinatie van monetair, budgettair en structureel beleid. Dus in Duitsland budgettaire expansie, in Frankrijk/Italië structurele hervormingen."



## WOUTER DEN HAAN

*Hoogleraar Economie*

*London School of Economics*

### **Is de Economische en Monetaire Unie (EMU) zoals die nu is houdbaar?**

"De EMU is zeker een houdbare muntunie, alhoewel wellicht niet in de huidige samenstelling."

### **Wat is de afgelopen jaren de belangrijkste verbetering geweest?**

"De belangrijkste verbeteringen in de laatste jaren zijn de wisseling van de wacht bij de ECB (Draghi ipv Trichet) en de bankenunie (alhoewel zeker wat betreft de bankenunie meer gedaan zou moeten worden)."

### **Wat ontbreekt er nog aan?**

"Het belangrijkste wat ontbreekt is de mogelijkheid om automatische fiscale stabilisatie te laten werken. Nu moeten landen op tegenvallers reageren door extra te bezuinigen wat funest voor de economie zou kunnen zijn. Regels voor het begrotingstekort moeten zich meer richten op de lange termijn."

### **Is verdergaande integratie van de eurozone maatschappelijk wenselijk?**

"Vanuit een puur economisch standpunt is verdere integratie wenselijk (bijvoorbeeld meer systematisch delen van risico) maar het heeft geen zin om daaraan te beginnen want politiek zijn we daar duidelijk nog niet aan toe."

### **Zijn alle 19 eurolanden te handhaven in de EMU?**

"Tja, nu de economische groei al zo lang zo slecht is, lijkt de kans klein dat we uit de problemen groeien. Het is niet ondenkbaar dat het op een gegeven moment ontevredenheid de politiek dwingt om uit de EMU te stappen. Dan denk ik vooral aan Griekenland, Italië en Portugal. Nu de financiële sector zich enigszins heeft hersteld en banken minder overheidsschuld van probleemlanden op hun balans hebben staan, is er ook minder reden om landen koste wat kost binnen de EMU te houden."

### **Een meerderheid van het ECB-bestuur lijkt voorstander van het opkopen van staatsobligaties (QE). Is dat een goed idee?**

"Ja, veel kwaad kan het niet en wellicht helpt het."

### **Wat zou het doel van QE moeten zijn?**

"Het uiteindelijke doel zou moeten zijn het aanzwengelen van economische groei. De kans is klein dat de effecten groot zullen zijn maar de ECB moet actief blijven proberen om een deflatie spiraal te voorkomen."

### **Wat zouden Europese leiders moeten doen om de economie te versterken en de werkloosheid terug te dringen?**

"Landen als Griekenland, Italië en Portugal kunnen nog steeds veel doen om hun economie efficiënter te maken. Maar we zouden best wel eens in een deflatiespiraal kunnen zitten (of terecht kunnen komen) wat het wel erg moeilijk maakt of structurele hervormingen door te voeren. En het is de taak van de ECB om een deflatiespiraal te voorkomen."

Het is waar dat er fiscale aspecten verbonden zijn aan QE, maar we zitten in de crisis en dan moeten we de ECB laten doen wat goed is voor de economie ook al is dat politiek wat lastig."





## HARRIE VERBON

*Hoogleraar Openbare Financiën*

*Universiteit van Tilburg*

### **Is de Economische en Monetaire Unie (EMU) zoals die nu is houdbaar?**

"Nee, de diverse eurolanden zijn duidelijk te weinig homogeen om in een enkele muntunie te kunnen functioneren. Er zijn 'goed' en 'slecht' concurrerende landen. Over het algemeen presteren de noordelijke eurolanden beter dan de zuidelijke eurolanden. Dit is al decennia lang het geval en dat de huidige eurozone niet geschikt is voor een muntunie is dan ook 'leerboekwijsheid'. In economisch opzicht worden de zuidelijke landen overvleugeld door de noordelijke en er is vrijwel geen mogelijkheid voor de zuidelijke landen zich daartegen te wapenen. Met gezamenlijk en gecoördineerd EU-begrotingsbeleid zou wellicht in ieder geval op de korte termijn veel gewonnen kunnen worden. Bijvoorbeeld: als Noord stimulerend beleid voert en Zuid de mogelijkheid krijgt iets minder restrictief beleid te voeren, zouden de prijsverhoudingen voor de zuidelijke landen gunstiger komen te liggen, hetgeen die landen de mogelijkheid biedt in de buurt van Noord te komen zonder de noodzaak puur afbraakbeleid te moeten voeren. Het begrotingsbeleid richt zich echter vrijwel enkel op de welbekende begrotingsnormen. Deze normen zijn nuttig en noodzakelijk in 'normale' tijden (maar dan worden ze niet gehandhaafd), maar zinloos in crisistijden (maar dan worden ze wel gehandhaafd)."

### **Is verdergaande integratie van de eurozone maatschappelijk wenselijk?**

"Het is in ieder geval economisch gewenst dat er meer integratie komt. Anders kunnen we de euro net zo goed opheffen of de eurozone moet een permanente transferunie worden, waarbij de zuidelijke landen kunstmatig (economisch) in leven worden gehouden. Of het maatschappelijk ook gewenst is, is een andere vraag. Bij verdergaande integratie kom je vroeg of laat tot heikele vragen: wat doen we met de sociale zekerheid, met de pensioenen, met de rechtsspraak, enz. enz. Op die terreinen is het EU-gebied nog minder geïntegreerd dan wat het begrotingsbeleid betreft. De EU is heel goed in staat bij integratie meer brokken te maken dan scherven te lijmen. Dat zien we bijvoorbeeld bij het betaalde voetbal, waarbij domme jurisprudentie de voetbalsector in de kleinere landen impotent heeft gemaakt ten gunste van de grote (voetbal)landen."

### **Zijn alle 19 eurolanden te handhaven in de EMU?**

"Alles hangt af van de coördinatie of integratie van beleid, zoals bij de vorige vraag werd beschreven. Als ieder land zijn eigen boontjes moet/mag doppen, zal het ene na het andere land afvallen, te beginnen met Griekenland (tenzij de EU een transferunie wordt)."

### **Een meerderheid van het ECB-bestuur lijkt voorstander van het opkopen van staatsobligaties (QE). Is dat een goed idee?**

"Eigenlijk is dit ECB-beleid het bewijs dat de euro mislukt is. Het is maar zeer de vraag of QE alleen voldoende is om de economie uit de 'liquidity trap' te trekken. Daarvoor zou eigenlijk ook begrotingsbeleid ingezet moeten worden op EU-niveau, maar dat is er niet (zie boven).

Bovendien, hoewel het duidelijk is dat een centrale bank onafhankelijk moet zijn van de dagelijkse politieke belangen, is de democratische legitimatie van zulk een vergaand monetair beleid in de EU ver te zoeken. Als dit beleid mislukt, betaalt de belastingbetaler die op geen enkele manier zeggenschap heeft over dit beleid."

### **Wat zou het doel van QE moeten zijn?**

"Ik neem aan dat het doel uiteindelijk is het stimuleren van bestedingen, inclusief investeringen, het laatste via het verlagen van de kapitaalmarktrente. Het lijkt mij een riskante operatie, zeker zonder dekking van begrotingsbeleid. Kans op succes: 30% (wilde gok)."

### **Gaat de ECB niet op de stoel van de politiek zitten als ze overgaat tot QE?**

"Eens, zie mijn vorige antwoorden."



Foto: Ike de Jong- de Vries

## EELKE DE JONG

*Hoogleraar Internationale Economie*

*Radboud Universiteit Nijmegen*

"Allereerst: de EMU is een vooral politiek project en pas dan een economisch. Duitsland (Kohl) wilde een herenigd Duitsland. De rest van de EU-leden wilden dat niet maar Mitterand begreep dat het onvermijdelijk was en vroeg daarom de gemeenschappelijk munt (grip op de Bundesbank) als wisselgeld. Toen dat eenmaal besloten was hebben Duitse en Nederlandse ambtenaren nog geprobeerd de schade te beperken door criteria te ontwikkelen die in eerste instantie Italië buiten de EMU moest houden. Door allerlei politieke motieven is de unie uitgebreid en bevat het landen die we als economen niet zouden hebben toegelaten als we de voorwaarden van de theorie van het optimale valutagebied zouden toelaten. Of we zouden hebben gepleit voor aanvullende maatregelen zoals een centraal fonds van behoorlijke opvang om regionale schokken op te vangen. Ook dat is niet gebeurt. Kortom U stelt Uw vragen aan economen terwijl naar mijn mening het probleem minder economisch dan politiek is."

### **Is de Economische en Monetaire Unie (EMU) zoals die nu is houdbaar?**

"Het antwoord is: ja, als de politiek het wil. Neen, als men het niet wil. Belangrijke vooruitgang de afgelopen jaren is het opzetten van de bankenunie, het proces om via de Europese Commissie de begrotingen te beoordelen. Alleen gaat dit naar mijn mening nog niet ver genoeg. Met name de publieke discussie rond de aanstaande verkiezingen in

Griekenland en Grexit ergeren me. Het is niet aan politici in Duitsland en Nederland om daar een mening over te hebben. Men heeft ongeveer 15 jaar geleden Griekenland toegelaten. Dat is nu lid. Punt uit. Bij het ontstaan van de Europese schuldencrisis hebben de Europese landen (waaronder Duitsland en Nederland) geweigerd de Griekse schuld te verminderen, vervolgens heeft men bezuinigingen gestimuleerd die vooral de gewone man hebben getroffen en de elite niet of nauwelijks aangepakt. Is dat verwonderlijk dat de gewone Griek nu wel eens rust wil of liever nog een lasten verlichting? Je kunt niet meer zeggen het is hun pakkie aan. Daarvoor heb je er te veel mee bemoeit.

Ik wil in herinnering roepen dat een tegenwicht bieden tegen de US dollar een belangrijk motief van Frankrijk en Duitsland was voor de oprichting van het EMS (de voorloper van de EMU) in 1979. Als Europa nog steeds denkt dat het een plaats tussen de grootmachten wil bezitten (en ik denk dat nuttig is) dan is verdere integratie noodzakelijk."

### **Zijn alle 19 eurolanden te handhaven in de EMU?**

"Als de politiek het wil zijn alle landen te handhaven. Als ik de recente geluiden van de oppositie in Griekenland goed interpreteer dan willen zij ook binnen de eurozone blijven. Alleen willen ze de oligarchen aanpakken. Daar hebben ze groot gelijk in. Zoals gesteld zijn mede door druk van de andere lidstaten in Griekenland twee fouten gemaakt. Men heeft niet vanaf het begin een deel van de schulden weggestreept (dat zal nu een keer moeten) en men heeft met name de gewone man getroffen en niet de monopolies en rijken aangepakt. Als dat laatste na deze verkiezingen meer gebeurt dan is dat alleen maar winst."

### **Een meerderheid van het ECB-bestuur lijkt voorstander van het opkopen van staatsobligaties (QE). Is dat een goed idee?**

"QE kan, maar heeft ook nadelen. De mij bekende studies laten zien dat QE vooral leidt tot een opdrijving van de prijzen van aandelen en veel minder tot niet tot een toename van de economische activiteit."

### **Wat zou het doel van QE moeten zijn?**

"Het doel zou het stimuleren van economische groei door een daling van de koers van de euro (de rente is al erg laag) moeten zijn. Maar nogmaals het neveneffect is een opstuwning van *asset prices* en dat leidt weer tot bubbels. Een positief bij effect zou kunnen zijn dat de ECB uitstraalt dat ze voor het heel eurogebied is en ook daar als Lender of Last Resort wil opereren net als andere centrale banken doen. Maar dan is het meer symbolisch en kan de omvang klein zijn."

**De ECB stelt dat niet de centrale bank maar vooral de politiek aan zet is. Wat zouden Europese leiders moeten doen om de economie te versterken en de werkloosheid terug te dringen?**

"De ECB heeft gelijk. Het monetaire beleid is door haar middelen heen. De rente nog verder verlagen heeft weinig tot geen reële effecten en kan alleen maar tot nieuwe crises leiden. De Europese leiders zouden allereerst moeten uitstralen dat ze een eenheid vormen. Nu bekritisieren ze elkaar te veel en dat leidt tot gevechten over eigen gelijk in plaats van over maatregelen om de economie te stimuleren. Maatregelen die nog genomen kunnen worden zijn: investeringen in noodzakelijke verbeteringen van de infrastructuur. Ik denk vooral aan alternatieve energie (ook om Europa minder afhankelijk van Rusland te maken). Dus hier moet zeer kritisch gekeken worden naar de noodzaak.

Verder zijn in sommige landen hervormingen nog steeds nodig (zie mijn opmerkingen over Griekenland) en wordt wel gesteld dat de opleving in de VS mede wordt gevoed door het feit dat men zwakke banken failliet heeft laten gaan . In Europa is dat veel minder het geval geweest. Ik vermoed dat een sanering van het bankwezen ook wel nodig is zodat het ruime monetaire beleid inderdaad wordt gebruikt voor het verstrekken van leningen en niet voor het oppoetsen van de bankbalans."