

Inhoudstafel

Inhoudstafel	i
Gebruikte afkortingen	vii
Samenvatting.....	ix
Woord vooraf	xi
Hoofdstuk 1: Probleemstelling	1
1.1. Centrale onderzoeksvraag	2
1.2. Situering van het onderzoek.....	3
1.2.1. Beperkingen.....	3
1.2.2. Veronderstellingen.....	4
1.3. Deelvragen	6
1.3.1. Diversiteit tussen Eurolanden.....	6
1.3.2. Uitroeien onmogelijke driehoeken	6
1.3.3. Vertrouwensvariabelen.....	6
1.3.4. Implicaties voor het beleid	7
1.3.5. Een periode van crisis	7
1.3.6. Toekomstperspectief	7
1.3.7. Impliciete deelvragen.....	8
1.3.8. Overzicht.....	8
1.4. Het begrip vertrouwen	9
1.4.1. Sociologisch.....	9
1.4.2. Economisch	9
1.4.3. Taalkundig	10
1.4.4. Formeel.....	11
Hoofdstuk 2: Het dalende vertrouwen in de heterogene Europese Monetaire Unie	13
2.1. De Europese Centrale Bank en de Eurobarometer.....	13
2.1.1. De Europese Centrale Bank.....	13
2.1.2. De Eurobarometer	14
2.2. Het vertrouwen in normale- en crisistijden	15
2.3. De evolutie van de Europese Monetaire Unie.....	17
2.3.1. Een groeiende unie.....	17
2.3.2. De Europese integratie.....	18
2.3.3. De blijvende heterogeniteit.....	20
2.4. De significantie van de bepalende factoren, een inleiding	21

Hoofdstuk 3: De optimale muntunie en de nieuwe onmogelijke driehoek.....	23
3.1. De oude onmogelijke driehoek van Mundell	23
3.1.1. Het IS-LM model.....	24
3.1.2. Het Mundell-Fleming model.....	24
3.1.3. Het AS-AD model	26
3.2. De Optimale Muntunie in de Europese Muntunie.....	26
3.2.1. De rudimentaire kenmerken	26
3.2.2. Basisprincipes.....	27
3.2.3. De Europese Muntunie	28
3.3. De nieuwe onmogelijke driehoek.....	29
3.3.1. Pisani-Ferry	29
3.3.2. Beck en Prinz.....	29
3.3.3. Formele veralgemening	30
3.3.4. Intermezzo: het financiële trillemma	31
Hoofdstuk 4: Nationaal inkomen, inflatie en werkloosheid als vertrouwensvariabelen	33
4.1. Introductie tot de vier factoren	33
4.2. Het nationale inkomen	33
4.2.1. Empirische gegevens	33
4.2.2. Relatie met het beleid	36
4.3. Intermezzo: de Phillips curve.....	37
4.4. De inflatie	39
4.4.1. Empirische gegevens	39
4.4.2. Relatie met het beleid	41
4.5. De werkloosheid	42
4.5.1. Empirische gegevens	43
4.5.2. Relatie met het beleid	46
Hoofdstuk 5: Lokaal beleid en eigen analyse van de vertrouwensvariabelen	49
5.1. Analyse van de vertrouwensvariabelen: een inleiding	49
5.1.1. Gebruikte data	49
5.1.2. Definiëring van de regressies	50
5.1.3. Regressieresultaten.....	51
5.1.4. Aanvullende opmerkingen	52
5.1.5. Grafische weergave.....	52
5.2. Analyse van vertrouwensvariabelen: bespreking	52
5.2.1. Basismodel	53

5.2.2.	Veranderingsmodel met populatie	53
5.2.3.	Kwadratisch effect	54
5.2.4.	Conclusie van de verificatieregressies	54
5.2.5.	Maastrichtnormen	55
5.2.6.	Geografie	56
5.2.7.	Crisis	57
5.2.8.	Openheid	57
5.2.9.	Compleet model.....	58
5.3.	Het lokale beleid: statistische en logische invalshoek.....	58
5.3.1.	Statistische invalshoek	58
5.3.2.	Logische invalshoek	59
5.4.	Verandering in vertrouwen	59
5.5.	Samenvatting van de vier factoren.....	61
Hoofdstuk 6:	Implicaties voor het monetaire beleid	63
6.1.	Het conventioneel monetair beleid	63
6.1.1.	Taken van de ECB.....	63
6.1.2.	De rentevoet	64
6.2.	De liquidity trap.....	65
6.2.1.	Begripsomschrijving.....	66
6.2.2.	Keynesiaanse visie	67
6.2.3.	Moderne visie	69
6.3.	Het onconventioneel monetair beleid	71
Hoofdstuk 7:	Implicaties voor het budgettaire en financiële beleid.....	74
7.1.	Regels versus vrijheid	75
7.1.1.	ECB beleid.....	75
7.1.2.	Verdrag van Maastricht	77
7.1.3.	Verdrag van Lissabon.....	77
7.2.	Fiscale diversiteit versus ECB beleid	78
7.3.	De financiële markten.....	79
Hoofdstuk 8:	Driehoekige hervormingen	81
8.1.	Viervoudige unie versus onmogelijke driehoek	81
8.1.1.	Van drie hoeken naar vijf unies	81
8.1.2.	Argumenten voor	82
8.1.3.	Argumenten tegen	83
8.2.	Elementen van de EU.....	84

8.2.1.	Competitieve unie	84
8.2.2.	Bankenunie	84
8.2.3.	Fiscale unie	86
8.2.4.	Politieke unie	87
8.2.5.	Monetaire unie	88
8.2.6.	Overige aspecten	89
8.3.	Inpassing in het hedendaags ECB beleid	89
8.4.	Toekomstige rol van de ECB	92
8.4.1.	Kerntaken uit het VWEU	92
8.4.2.	Monetair beleid	92
8.4.3.	Vertrouwen	92
8.4.4.	Toezichthouder	93
Hoofdstuk 9:	O oplossingen voor beleidsimplicaties	95
9.1.	Een toekomstgericht monetair beleid	95
9.1.1.	Introductie	95
9.1.2.	Het scheppen van verwachtingen	95
9.1.3.	Een lange termijn beleid	96
9.1.4.	Het systeem van quantitative easing	98
9.1.5.	De monetaire unie naast de bankenunie	99
9.2.	Een toekomstgericht budgettair beleid	99
9.2.1.	Introductie	99
9.2.2.	Optimaal fiscaal beleid	99
9.2.3.	Verdragen	101
9.2.4.	Fiscale, politieke en competitieve unie	102
9.3.	Een toekomstgericht financieel beleid	102
Hoofdstuk 10:	Conclusie	105
10.1.	De rollen van de ECB	105
10.2.	De nieuwe Europese instanties	106
10.3.	De concrete stappen naar een vijfvoudige unie	106
10.4.	Vertrouwen en bias, onafhankelijkheid en twijfel	107
10.5.	Samenvattend schema	107
Supra:	Een antwoord op de deelvragen	109
Bijlage 1:	Selectie artikels uit het VWEU	111
Bijlage 2:	Berekening vertrouwen in ECB	113
Bijlage 3:	Overheidsschulden in procent van BBP	114

Bijlage 4: Begrotingstekort/overschot in procent van BBP	115
Bijlage 5: Programma voor de effectenmarkten	116
Bijlage 6: Verdrag voor stabiliteit, coördinatie en governance in de EMU	118
Bijlage 7: Economische en Monetaire Unie.....	120
Bijlage 8: Afleiding IS-LM uit goederen- en geldmarkt	121
Bijlage 9: Visuele vergelijking ECB refi rente en BBP groei.....	122
Bijlage 10: Wat is quantitative easing?.....	123
Bijlage 11: Het optimale fiscale beleid bij een nul-rente?.....	125
Bibliografie	127
Lijst van kaders.....	133

Gebruikte afkortingen

Europese instellingen / systemen

ECB	Europese Centrale Bank	NBB	Nationale Bank van België
EMS	Europees Monetair Systeem	ESM	Europees Stabiliteitsmechanisme
EMU	Europese Monetaire Unie	EFSF	Europees Financieel Stabiliteitsfonds
EP	Europees Parlement		
EC	Europese Commissie		

Theorieën

OMU	Optimale Muntunie	QE	Quantitative Easing
-----	-------------------	----	---------------------

Lidstaten / Landen

BE	België	PO	Portugal
NL	Nederland	IT	Italië
FR	Frankrijk	PIGS	Portugal, Italië, Griekenland en Spanje
DE	Duitsland		
GR	Griekenland	VS	Verenigde Staten
SP	Spanje		

Munten

EUR	Euro	GBP	Engelse Pond
USD	Amerikaanse Dollar		

Overige

BBP	Bruto Binnenlands Product	SBP	Aankopen van soevereine obligaties / Sovereign Bond Purchases
WHO	Wereldhandelsorganisatie	GI	Gevoelsinflatie
VWEU	Verdrag betreffende de Werking van de Europese Unie	HICP	Harmonised Consumer Price Index
BNP	Bruto National Product	OHS	Overheidsschuld
EB	Eurobarometer	BGO	Begrotingsoverschot
SMP	Programma voor de Effecten- markten / Securities Markets Programme		

Samenvatting

In deze masterproef trachten we te onderzoeken in welke mate het dalende vertrouwen van de Europese burgers de adequaatheid van het beleid van de Europese Centrale Bank kan beïnvloeden. We stellen ons dan ook de concrete vraag of het beleid van de ECB nog wel adequaat is wanneer de Europese burgers hun vertrouwen in de ECB dreigen te verliezen.

In eerste instantie dient het begrip vertrouwen gedefinieerd te worden want elke academische discipline heeft zijn eigen visie op dit begrip wat kan leiden tot spraakverwarring. Binnen het kader van deze masterproef zal vertrouwen gedefinieerd worden als de mate waarin burgers geloven dat de ECB op een eerlijke manier handelt en dit op een geloofwaardige wijze kan overbrengen. Concreet dient zij efficiënt en effectief te handelen in het belang van alle lidstaten en de Europese Unie.

Omdat de Europese Unie een geheel vormt van allerlei individuele lidstaten dienen we na te gaan in welke mate we kunnen spreken over een homogene (monetaire) unie. Na grondig onderzoek komen we tot de conclusie dat de Europese (Monetaire) Unie nog steeds een grote mate van heterogeniteit kent, en dat er aan slechts de helft van de criteria van de optimale muntunie is voldaan. Eigen regressies bevestigen dit. Zo blijkt de geografische ligging (Oost + en West -), de mate van openheid (+), het begrotingstekort (-), en de overheidsschuld (-), een significante invloed te hebben op de hoogte van het vertrouwen. Ook het nationaal inkomen (+), de inflatie (-) en de graad van werkloosheid (-) hebben een impact op het vertrouwensniveau. Tot slot melden we ook nog dat de crisis een (negatieve) impact heeft gehad op het vertrouwen.

Bij het onderzoeken van de beleidsimplicaties stuiten we in eerste instantie op een nieuwe onmogelijkheid driehoek welke bestaat uit: een verantwoordelijkheid voor gezamenlijke schulden, een onafhankelijk monetair beleid, en het balanceren van fiscale schulden. Deze driehoek bleek een prominente plaats in te nemen binnen het probleem van het dalende vertrouwen en resulteerde uiteindelijk in het idee om een vijfvoudige unie te vormen: een monetaire, fiscale, politieke, competitieve en bankenunie. Dit concept bleek ook in zekere mate het vertrouwensprobleem van de ECB aan te belangen.

Verder ontdekten we dat de ECB sinds de aanvang van de crisis in 2008 steeds vaker gebruik is gaan maken van onconventionele methoden waaronder (voornamelijk) het programma voor de effectenmarkt. Al snel bleek het SMP een sleutelwoord te vormen binnen de verklaring voor het dalende vertrouwen, maar ook de Europese verdragen en de aanstelling van de ECB als hoofd van het financiële banktoezicht leken een probleem te vormen.

Concreet kan worden gesteld dat de ECB zijn onafhankelijkheid verloor, het vertrouwen van de burgers zag dalen, en door een liquiditeitsval gedwongen werd over te stappen op onconventionele methoden. In werkelijkheid werd de vertrouwenskloof hier enkel groter door.

Op basis van onze bevindingen kunnen we stellen dat een evolutie naar een vijfvoudige unie zeker overwogen moet worden, zolang de ECB hierbij wordt gevrijwaard tegen vertrouwens afbrokkelende activiteiten. Zo is het verstandig om de ECB enkel een kenniscentrum rol te geven binnen het banktoezicht, en het SMP onder te brengen in een aparte instelling die samenwerkt met de ECB maar niet erdoor gestuurd wordt. Op deze wijze kan de ECB haar onafhankelijkheid bewaren en zich in hoofdzaak blijven focussen op haar monetaire beleid.

We kwamen tevens tot de conclusie dat de huidige situatie (cf. liquiditeitsval of nul-rente) geen probleem hoeft te zijn voor de ECB om aan monetaire politiek te doen. Wanneer zij zich focust op het heropbouwen van het vertrouwen, en bijgevolg terug de verwachtingen van de burgers kan sturen, kan zij mits het voldoende lang laag houden van de rente, alsnog de economie laten aanzwengelen.

Een laatste conclusie die kon worden getrokken is dat het niet enkel de ECB hoeft te zijn die acties moet ondernemen om de crisis een halt toe te roepen. Er bleek tevens een zekere mogelijkheid te bestaan op het gebied van het budgettaire beleid van de lidstaten, al dienen we onmiddellijk op te merken dat de verdragsregels geen expansief fiscaal beleid toelaten (cf. 60 en 3 procent normen). Dit neemt echter niet weg dat deze weg daarom vergeten moet worden.

Op basis van ons onderzoek kunnen we concluderen dat de ECB te kampen heeft met een vertrouwenscrisis, hierdoor lijkt haar beleid niet langer adequaat te zijn. Om dit probleem op te lossen dient de ECB haar onafhankelijkheid te herbevestigen en het vertrouwen terug op te bouwen. Dit laatste kan door de Europese politiek bijgestaan worden door de nodige hervormingen door te voeren, al zal hier enige mate van politieke goodwill voor vereist zijn. Zonder de nodige hervormingen zal het moeilijk zijn binnen Europa om de crisis te overwinnen en de ECB opnieuw de mogelijkheid te geven om op effectieve en efficiënte wijze in te grijpen wanneer dit nodig is.

Gelukkig horen we vanuit het Europese landschap dat bepaalde hervormingen in de pijplijn zitten en dat de ECB inziet dat bepaalde technieken niet langer toereikend zijn binnen het huidige denkkader.

Woord vooraf

Het lijkt er op alsof de talrijke inspanningen die de Europese Centrale Bank de laatste jaren leverde geen enkel effect hebben op het economisch klimaat. Het is dan ook niet verwonderlijk dat uit de resultaten van de Eurobarometer blijkt dat de Europese burgers hun vertrouwen in de ECB beginnen te verliezen. Maar misschien is het wel dit laatste waardoor de ECB haar beleid niet langer adequaat lijkt te zijn? Het zal u dan ook niet verwonderen dat we dit graag wensen te onderzoeken: Is het beleid van de ECB nog wel adequaat als de Europese burgers hun vertrouwen verliezen in deze instelling? Of is er meer aan de hand?

Alvorens we beginnen aan deze tocht zou ik graag mijn talrijke informatiebronnen willen bedanken voor het leveren van inzichtelijke kennis en de nodige sleutels om gesloten deuren te openen. In het bijzonder wil ik hierbij mijn dank willen uiten aan Gauti B. Eggertsson die met zijn inzichten rond het optimale beleid in tijden van een liquiditeitsval een belangrijke bijdrage leverde aan het resultaat.

Verder wil ik ook de onderzoekers van de Brusselse economische denktank Bruegel danken voor de talrijke rapporten die zijn publiceerd. Vanaf het moment dat ik een eerste artikel ontdekte wist ik dat ik op de juiste plaats was voor het vinden van talrijke antwoorden.

Tot slot zou ik ook graag Bas Van Aarle willen bedanken omdat hij mij met raad en daad bijstond tijdens ons onderzoek. De belangrijke inzichten die hij me aanreikte, hebben dit werk in alle opzichten beter gemaakt dan het in eerste instantie was.

Verder wil ook alle anderen bedanken die ik niet expliciet in dit voorwoord heb vernoemd. Ieder van u waar ik via mijn bronnenlijst naar verwijst, heeft mij op de een of andere wijze geholpen om dit werk te verwezenlijken.

Hoofdstuk 1: Probleemstelling

“A crisis is a terrible thing to waste” Paul Romer. (2004)

Sinds 2008 (Kingsley, 2012) wordt het Europese landschap gekenmerkt door een verscheidenheid aan elkaar opvolgende crisissen. Iedereen herinnert zich daarbij de ineenstorting van de internationale bankensector die begon in 2008, en de daaropvolgende financiële crisis in 2009, gevolgd door een economische crisis in 2010 en een sociale crisis in 2011. Deze laatste crisis, vooral gekenmerkt door de problemen van de PIGS landen (Portugal, Italië, Griekenland en Spanje), heeft echter zijn consequenties voor de hele Eurozone. We kunnen dan ook in dit verband spreken over een Europese schuldencrisis. De Europese leiders en instellingen hebben nooit eerder zo vaak rond de tafel gezeten als in de periode 2008 tot 2012, en een einde is nog niet in zicht.

De Europese Centrale Bank (ECB) ligt net als het hele Eurosysteem onder vuur. Vele landen hebben al bedreigd om uit de Eurozone te stappen, maar tot op heden heeft gelukkig nog geen enkel land dit gedaan. De gevolgen hiervan zijn dan ook ongekend, maar als wij de theorie mogen geloven, dan zou het hele kaartenhuis durven ineenstorten als één speler er uit mocht stappen (Blanchard, Amighini, & Giavazzi, 2010). Tijdens deze jaren van crisis heeft de ECB zijn rente dan ook met regelmaat verlaagd om landen de kans te geven hun economie weer naar een groeifase te brengen. Aangezien de crisis blijft voortduren, moeten we ons echter de vraag gaan stellen of dit wel de juiste weg is. Met een rentevoet van slechts 0,75% (ECB, 2012) komt de Zero Bound (cf. nul-rente) om de hoek kijken, en ligt het gevaar van een liquiditeitsval in het verschiet.

Nooit eerder werd er zoveel aandacht besteed aan de liquiditeitsval die reeds in 1936 door Keynes geformuleerd werd (Jung, Teranishi, & Watanabe, 2005). Met dit fenomeen beschreef hij de situatie waarin een bank zijn rentevoet niet langer kon laten zakken, aangezien hij bijna of geheel op nul stond, en bijgevolg op zoek moest gaan naar alternatieve monetaire technieken, om op die manier de economie te stimuleren. Lange tijd dacht men dat dit fenomeen zich enkel in de tekstboeken voordeed, maar in 1999 werd het tegendeel bewezen. Toen kampte de Japanse Bank namelijk plots met het door Keynes beschreven probleem.

We mogen ons echter niet enkel focussen op het beleid zelf. Een ander fenomeen, het dalende vertrouwen in de ECB (Wälti, 2012), zou misschien een bepalende factor kunnen zijn voor het wel of niet slagen van de handelingen die de ECB stelt. Deze hypothese zullen we dan ook grondig onderzoeken. Eerst zullen wij aan de hand van onder meer het onderzoek van Fischer & Hahn (2008) nagaan welke factoren het vertrouwen in de ECB bepalen, om daarna het te toetsen aan het beleid.

Het zou echter onvolledig zijn om zonder grondig inzicht in het Europees Monetaire Systeem, over te gaan tot een analyse van de factoren die het vertrouwen in de ECB en de bijhorende Europese

Monetaire Unie beïnvloeden. Daarom zullen wij dan ook eerst nagaan in welke mate de EMU, met bijhorende economische en monetaire integratie, een optimale muntunie genoemd kan worden. Hiervoor zullen wij vooral beroep doen op een studie die werd uitgevoerd door Mongelli (2008), in opdracht van de Europese Commissie en de Directeur-Generaal voor Economische en Financiële zaken. Uiteraard zullen wij ook onze eigen kijk vanuit de theorie op het systeem in dit debat verwerken.

1.1. Centrale onderzoeksvraag

De Europese Unie is de afgelopen jaren sterk gegroeid. Heel wat landen zijn de laatste jaren tot de EU toegetreden, wat op het eerste zicht niet slecht lijkt. Hoe groter de unie is, hoe hoger de potentiële afzet. Maar door de toetreding van deze landen is de heterogeniteit er enkel op toegenomen. In het onderzoek van Mongelli (2008) wordt namelijk aangetoond dat ondanks het centrale monetaire beleid, en de toegenomen harmonisering van het fiscale en politieke beleid, de verschillende lidstaten nog steeds door een sterke verscheidenheid gekenmerkt worden. Meer bepaald wijst het rapport op een groot verschil tussen Oost- en West-Europa. Daar waar de oorspronkelijke zes lidstaten sterk op elkaar gelijken, kennen zij een sterk verschil met de overige lidstaten. Hierop zullen wij later dieper ingaan.

Een andere thema dat steeds belangrijker wordt, is de onmogelijke driehoek van onder meer Beck & Prinz (2012). Deze bestaat uit drie luiken welke volgens de auteurs niet ongestoord naast elkaar kunnen leven. We hebben het dan over: een onafhankelijke monetair beleid, een nationale fiscale soevereiniteit en een no-bailout clause. Wat ons echter opvalt, is dat zij niet de enige zijn die over een nieuw *trilemma* spreken. In het artikel van Jean Pisani-Ferry (2012), met als titel: *'The Euro Crisis and the New Impossible Trinity'*, spreekt hij namelijk over een onmogelijke driehoek die bestaat uit geen co-verantwoordelijkheid voor publieke schulden, een strikte niet monetaire financiering en bank soevereine onderlinge afhankelijkheid. In hoofdstukken 3 en 8 zullen wij hier dieper op ingaan.

Deze twee zaken in het achterhoofd houdend zullen wij nu de centrale onderzoeksvraag formuleren: *'Heeft de mate van het vertrouwen van de Europese burgers in de Europese Centrale Bank, invloed op het beleid dat de Europese Centrale Bank kan voeren?'*



Aandacht

CENTRALE ONDERZOEKSVRAAG

“Heeft de mate van het vertrouwen van de Europese burgers in de Europese Centrale Bank, invloed op het beleid dat de Europese Centrale Bank kan voeren?”

1.2. Situering van het onderzoek

Laten wij alvorens de deelvragen te bespreken eerst even een aantal beperkingen en grenzen opsommen, om vervolgens over te gaan tot een onderzoek van de veronderstellingen die aan de grondslag van ons onderzoek liggen, en in het vervolg van deze masterproef al dan niet ontkracht of bevestigd zullen worden.

1.2.1. Beperkingen

Voor ons onderzoek richten we ons tot de Europese Centrale Bank. Het betrekken van andere centrale banken zou ons enerzijds te ver van de centrale onderzoeksvraag laten afwijken en is, anderzijds quasi onmogelijk aangezien er geen enkele andere gecoördineerde monetaire unie te vinden valt die zich in dezelfde of een vergelijkbare economische, sociale, financiële en politieke crisis / situatie bevindt. We zitten bijgevolg met een unieke situatie.

Daarenboven kunnen wij ons ook niet richten tot alle individuele lidstaten. Wij moeten ons aldus beperken tot een aantal grote spelers, of voor ons belangrijk zijnde spelers. In dit kader focussen we ons dan ook op Duitsland (de Europese Motor), België (de thuisbasis van de auteurs) en Griekenland (omwille van haar economische problemen). Uiteraard zullen de andere landen voor vergelijkingen of toepasbaarheid, indien nodig en gegrond, eveneens aan de orde komen.

Verder zullen wij ons in het onderzoek naar het vertrouwen beperken tot vier factoren die van invloed zijn op het vertrouwen. Deze zijn het nationale inkomen (cf. de reële groei), de inflatie, en de werkloosheid. Daarnaast kijken we naar de meer lokale factoren zoals openheid, geografie, overheids-schuld en verwanten. Deze zullen grotendeels als één variabele beschouwd worden bij de bespreking. De uitgebreide regressieanalyse van Fischer & Hahn (2008) en Roth, Gros & Nowak-Lehmann (2011) geven ons de nodige significantieniveaus om conclusies te kunnen trekken doorheen de hoofdstukken 4 en 5 waarin wij deze factoren zullen bespreken.

Verder zullen wij ons ook beperken in de tijd, dit aangezien de relevante gegevens van de Eurobarometer niet verder rijken dan 1991. In eerste instantie is dit goed te verdedigen, dit aangezien de ECB zelf niet langer bestaat. Echter, volgens de studie van Wälti (2012) moeten wij bij het onderzoeken van het vertrouwen van mensen in de ECB, ook rekening houden met het vertrouwen in de overige Europese instanties. Omdat de gegevens van voor 1991 schaars zijn, kunnen wij het vertrouwen van voor het Europese Monetaire tijdperk slechts moeilijk bestuderen. Wat de toekomst betreft leggen wij ons net als de Europese Unie een arbitrair maximum op dat gelegen ligt in het jaar 2020. Deze datum wordt voor vele doelstellingen gebruikt en geeft een voldoende lange horizon om de gevolgen van het beleid uit te stippelen. In zeven jaar kan er namelijk veel veranderen.

1.2.2. Veronderstellingen

Wanneer we de titel van deze masterproef analyseren dan kunnen we stellen dat we er vanuit gaan dat er hoogstwaarschijnlijk een verband bestaat tussen het vertrouwen dat de mensen in de ECB hebben en het feit of het ECB-beleid al dan niet (meer) naar behoren werkt. Laten wij dit met een voorbeeld verduidelijken.

Kader 1: Hypothetische gevolgen van een dalend vertrouwen in het beleid van de ECB

Stel dat de Europese Centrale Bank beslist om 1 miljoen Euro bij te drukken. Zij besluiten om dit geld te laten uitprinten in biljetten van 10 Euro. Vervolgens steken ze één biljet in een enveloppe. Dit herhalen ze voor alle overige biljetten. Uiteindelijk zit elk biljet dus in een enveloppe. Elke enveloppe bevat reeds een willekeurig adres binnen de Europese Monetaire Unie op de voorzijde. Tot slot wordt er nog een briefje in de enveloppe gestoken met de mededeling dat deze 10 Euro een steuntje in de rug is. Je wordt geacht hem uit te geven.

De enveloppes worden bedeed en de mensen lezen het briefje. Echter, vele mensen wantrouwen de ECB en besluiten het geld opzij te zetten.

Na drie maanden maakt de ECB een analyse van hun actie. Blijkt dat slechts de helft van de mensen het geld daadwerkelijk heeft uitgegeven waardoor de economie niet voor de gehoopte (hypothetisch) 4% is aangegroeid, maar slechts met 1,25% (multiplicatie effect). Er is echter één voordeel, de inflatie is niet significant gegroeid. Het beleid op zijn beurt heeft evenwel gefaald, aangezien men er geen rekening mee had gehouden dat mensen het geld niet zouden gaan uitgeven.

We kunnen deze veronderstelling ruw formuleren als volgt: *'Wanneer het vertrouwen in de Europese Centrale Bank daalt, dan werkt hun beleid niet meer naar behoren.'* Ons onderzoek zal deze veronderstelling later bevestigen, of ontkrachten.

Volgend op deze veronderstelling zullen we er in het begin vanuit gaan dat het vertrouwen weldegelijke zijn invloed heeft op het beleid van de ECB. Op zich is dit te verantwoorden aangezien mensen leven in een unie die gebruik maakt van de Euro. Bijgevolg zal het al dan niet slagen van het beleid mede door hen worden bepaald.

Een derde veronderstelling vinden we terug in de onmogelijke driehoek van Beck & Prinz (2012), welke bestaat uit een fiscale unie, monetaire unie en no-bailout clause. Volgens de auteurs kunnen deze drie niet tegelijkertijd plaatsvinden.

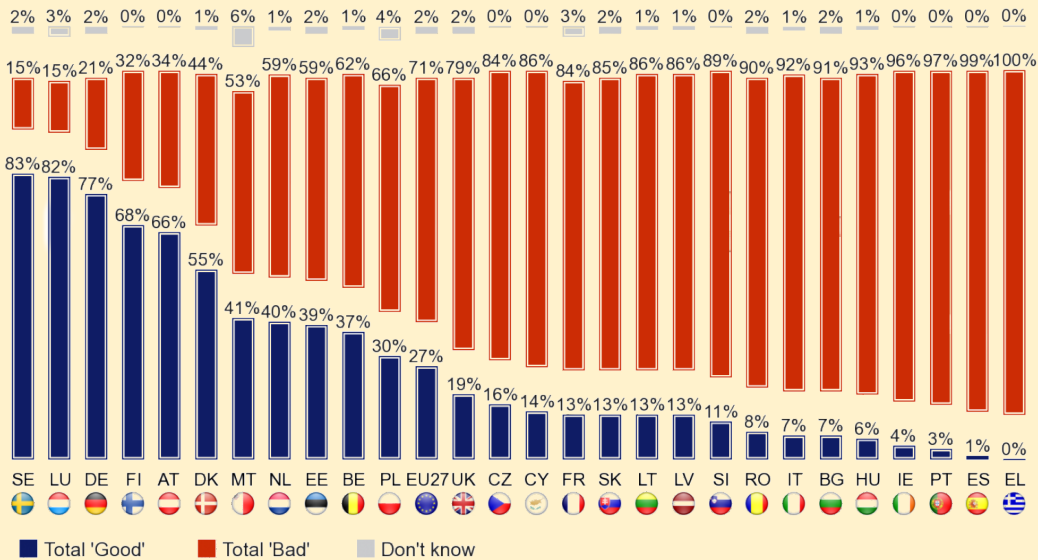
Een vierde veronderstelling vinden we terug in het werk van Pisani-Ferry (2012). Hij stelt namelijk dat er niet tegelijkertijd sprake kan zijn van een strikte niet-monetaire financiering, soevereine onafhankelijkheid van banken en co-responsabiliteit voor publieke schulden. Wanneer wij deze driehoek vergelijken met die van Beck & Prinz, dan merken wij dat er in beide gesproken wordt over het monetaire, fiscale en de gezamenlijke schulden.

Als vijfde punt veronderstellen wij dat er een impact bestaat op de doeltreffendheid van het beleid door de verscheidene crisissen die we de afgelopen jaren meemaakten, en nog steeds meemaken.

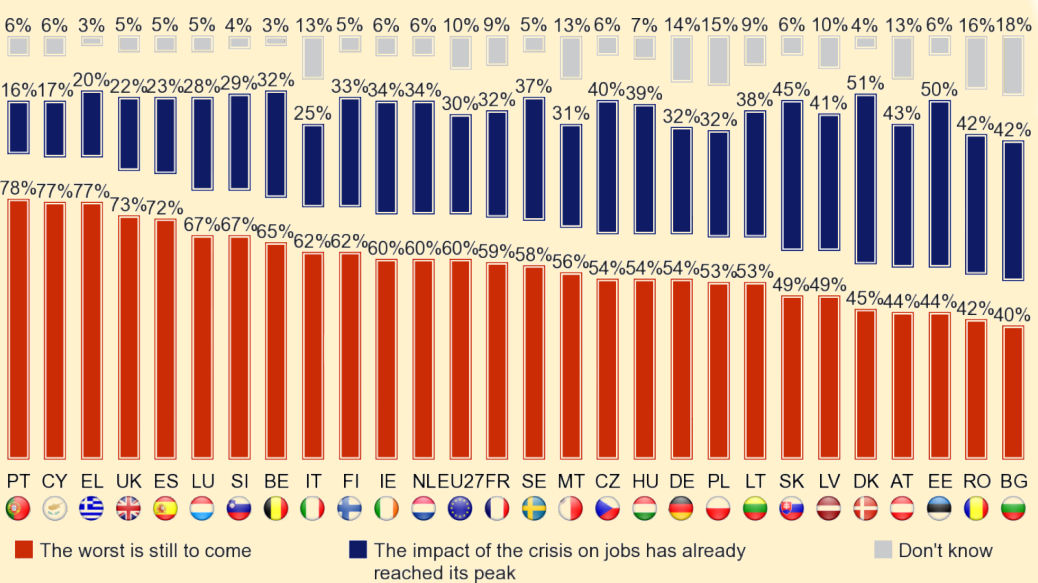
Dat dit verband bestaat kan worden aangetoond met het werk van Wälti (2012) en van Roth, Gros & Nowak-Lehmann (2011)¹.

Kader 2: Eurobarometer 77 - Lente 2012 – Resultaten

1. How would you judge the current situation in each of the following? The situation of the (NATIONALITY) economy.



2. Some analysts say that the impact of the economic crisis on the job market has already reached its peak and things will recover little by little. Others, on the contrary, say that the worst is still to come. Which of the two statements is closer to your opinion?



Bron: Eurobarometer 77 Lente 2012 (2012)

Een laatste veronderstelling die we maken, is dat het vertrouwen grotendeels afhangt van het land waarin er naar gevraagd wordt. Er valt te verwachten dat in landen die verkeren in een diepe recessie, het vertrouwen heel wat lager zal liggen dan in landen die het nog steeds goed doen.

¹ Het werk van Wälti heeft als titel: 'Trust no more? The impact of the crisis on citizen's trust in central banks'. Het werk van Roth, Gros & Nowak-Lehmann heeft als titel: 'Has the Financial Crisis eroded Citizen's Trust in the European Central Bank? Panel Data Evidence for the euro Area, 1999-2011'.

In het kader van deze laatste veronderstelling verwijzen we nog graag naar de resultaten van twee vragen uit de Eurobarometer van de lente van 2012 (zie kader 2).

1.3. Deelvragen

Wij zullen nu kort de verschillende deelvragen die wij trachten te beantwoorden één voor één voorstellen. Op het einde zullen wij vervolgens de verschillende deelvragen onder elkaar voorstellen in een kader met daarbij een verwijzing naar de hoofdstukken waarin de deelvraag wordt beantwoord.

1.3.1. Diversiteit tussen Eurolanden

De eerste deelvraag handelt over de diversiteit die er tussen de verschillende Europese landen heerst. Niet elk land heeft een even grote overheidsschuld, bruto binnenlands product of exportratio, wat tot gevolg kan hebben dat sommige landen juist baat hebben bij een beslissing van de ECB, terwijl anderen er enkel nefaste gevolgen van dragen. Denken wij hierbij aan Griekenland die een hoge inflatie graag ziet komen, dit aangezien hun overheidsschulden hierdoor vanzelf eroderen (Van Poeck, 2007). Duitsland daarentegen is tegen elke vorm van inflatie, dat ligt in hun natuur.

Concreet is dit formuleerbaar als: *'Heeft de diversiteit tussen de verschillende Eurolanden een invloed op de uitwerking van een actie gesteld door de Europese Centrale Bank?'*

1.3.2. Uitroeien onmogelijke driehoeken

De Europese Monetaire Unie werd voornamelijk opgericht om de problematiek van Mundells (oude) onmogelijke driehoek op te lossen. Echter, twintig jaar later heeft een nieuwe onmogelijke driehoek het daglicht gezien. Wij stellen ons dan ook de vraag of het mogelijk is om te leven in een gemeenschap zonder problematieken van deze aard.

Concreet: *'Kan de Europese (Monetaire) Unie ooit tot een gemeenschap uitgroeien waar er niet langer onmogelijke driehoeken gevormd worden?'*

1.3.3. Vertrouwensvariabelen

Allereerst dienen wij het begrip vertrouwen in deze masterproef nader te omschrijven, dit aangezien het een centraal begrip is en op bijna elke pagina voorkomt. Wij zullen dit uitgebreid doen in punt 1.4. Voor nu beperken ons tot de begrippen *geloofwaardigheid* en *effectiviteit* als synoniemen voor vertrouwen.

Hierop voortbouwend zullen we het verband nagaan tussen het vertrouwen in een bepaalde factor en de invloed ervan op de werking van het beleid van de ECB. Wij dolen hiermee vooral op de effectiviteit van het beleid. Werkt het beleid nog wel bij een dalend vertrouwen, ten gevolg van wijzigingen in het BBP of, inflatie- of werkloosheidsverwachtingen?

Concreet: *'Heeft het nationaal inkomen / de inflatieverwachtingen / de werkloosheidsverwachtingen / het beleid van de lokale overheden een invloed op het vertrouwen van mensen in de ECB?'*

Een vierde deelvraag die hieruit voortvloeit is: *'Hebben de vier voornoemde factoren een significante invloed op de slagingskans van het beleid van de Europese Centrale Bank?'*

1.3.4. Implicaties voor het beleid

Als vervolg op punt 1.3.3, trekken we bij de volgende twee deelvragen meer algemene besluiten. De eerste van twee handelt over het monetaire beleid, of meer formeel: *'Wat is het effect van het dalende vertrouwen in de Europese Centrale Bank op het monetaire beleid dat zij voert?'* De andere focust op het budgettaire en financiële (/ fiscale) beleid van de Europese Centrale Bank, of: *'Wat is het effect van het dalende vertrouwen in de Europese Centrale Bank op het budgettaire en financiële beleid dat zij voert?'*

1.3.5. Een periode van crisis

De crisis speelt een belangrijke rol binnen onze masterproef. Daarom wensen we er dan ook een hele deelvraag aan op te offeren. Wij vragen ons namelijk af wat de invloed van de crisis is op het vertrouwen dat mensen in de Europese Centrale Bank hebben.

Aangezien het element crisis in meerdere hoofdstukken aangehaald zal worden, zullen wij geen specifieke hoofdstukken aanduiden waarin een antwoord te vinden is.

1.3.6. Toekomstperspectief

In deze laatste echte deelvraag kijken we naar de toekomst voor het beleid van de Europese Centrale Bank en de Europese Monetaire Unie. Wij vragen ons namelijk af of we op het einde van onze analyse van de vertrouwensfactoren voor het beleid en de verschillende instrumenten, een conclusie kunnen trekken over de toekomst.

Concreet: *'Is er nog een toekomst weggelegd voor het beleid van de Europese Centrale Bank en de Europese Monetaire Unie?'*

1.3.7. Impliciete deelvragen

We stellen binnen deze masterproef nog twee andere vragen, maar nemen deze niet expliciet op. Dit aangezien het binnen het bestek van deze masterproef onmogelijk is om een compleet antwoord op de vragen te formuleren. Vervolgonderzoek is dan ook aangewezen.

De eerste: *'En indien er geen toekomst weggelegd is voor het beleid van de ECB en EMU, wat moet er dan veranderen?'* Zoals u merkt is dit geen eenvoudige vraag. Daarenboven dienen we na te gaan of er nog wel een toekomst weggelegd is. Ten tweede stellen we ons de vraag wat de invloed van ratingbureaus is. Echter, ook dit is een geheel andere vraag dan diegene die wij stellen.

Een uitgebreid antwoord op deze twee impliciete vragen blijven wij u schuldig, maar een oppervlakkige analyse zal zeker niet ontbreken. We melden dan ook nogmaals dat uitgebreid vervolgonderzoek op dit gebied ten stelligste aan te bevelen valt.

Wij zullen ons dan ook hoofdzakelijk beperken tot de vraag of er een invloed is van het vertrouwen op het beleid. En kort wat de gevolgen zijn voor de toekomst hiervan.

1.3.8. Overzicht

Kader 3: Overzicht van de deelvragen met tussen haakjes hoofdstukverwijzing

Kernvragen

1. Heeft de diversiteit tussen de verschillende Eurolanden een invloed op de uitwerking van een actie gesteld door de Europese Centrale Bank? [2 & 8]
2. Kan de Europese Unie ooit tot een gemeenschap groeien waar er niet langer onmogelijke driehoeken gevormd worden? [3, 8 & 9]
3. Heeft het nationaal inkomen / de inflatieverwachtingen / de werkloosheidsverwachtingen / het beleid van de lokale overheden een invloed op het vertrouwen van mensen in de ECB? [4 & 5]
4. Heeft het nationaal inkomen / de inflatieverwachtingen / de werkloosheidsverwachtingen / het beleid van de lokale overheden een invloed op het feit of het beleid van de Europese Centrale Bank wel of niet kan slagen? [4 & 5]
5. Wat is het effect van het dalende vertrouwen in de Europese Centrale Bank op het monetaire beleid dat zij voert? [6]
6. Wat is het effect van het dalende vertrouwen in de Europese Centrale Bank op het budgettaire en financiële beleid dat zij voert? [7]
7. Is er nog een toekomst weggelegd voor het beleid van de Europese Centrale Bank en de Europese Monetaire Unie? [9 & 10]

Impliciet

8. Wat zijn de gevolgen van de macht die ratingbureaus hebben voor de werking van het beleid van de Europese Centrale Bank?
9. Wat zijn de gevolgen van de financiële en economische crisis voor het beleid dat de Europese Centrale Bank voert, en het vertrouwen dat mensen in voornoemde instellingen hebben?

1.4. Het begrip vertrouwen

Wat betekent vertrouwen hebben in het beleid van de ECB nu juist? Om dit te weten te komen moeten we eerst nagaan wat het begrip vertrouwen juist betekent. In eerste instantie zullen wij het meer sociologisch bekijken, daarna bekijken we het vanuit economische invalshoek. Om af te sluiten kijken we vanuit het taalkundige spectrum.

1.4.1. Sociologisch

Volgens Khodyakow (2007) en Roth (2009) (in Roth et al., 2011) kan vertrouwen worden geconceptualiseerd in drie vormen: dik interpersoonlijk, dun interpersoonlijk, en systemisch of institutioneel vertrouwen. Aangezien we het vertrouwen van burgers in het beleid van de ECB analyseren, gebruiken Roth et al. (2011) het concept van systematisch of institutioneel vertrouwen, wat logisch is aangezien het gaat over het vertrouwen in een instelling en niet in mensen.

Volgens Khodyakow hangt het vertrouwen in instituties af van hun (de instellingen) waargenomen *legitimiteit, technische bekwaamheid en capaciteit om toegewezen plichten efficiënt uit te voeren* (2007, p. 9). We zien hier duidelijk een aantal zaken terugkomen, waaronder de twee begrippen efficiëntie en effectiviteit. Daarenboven moeten ze ook nog eens bekwaam zijn, wat gelijk staat aan: handelen met kennis van zaken.

De veronderstelling die we eerder maakte, met name, dat we geloofwaardigheid en effectiviteit als synoniemen beschouwen voor het begrip vertrouwen, is aldus goed te verantwoorden. We beschouwen vertrouwen dus in de zin van: Geloven mensen nog wel dat de ECB weet waar ze mee bezig is? Maakt ze wel gebruik van de meest efficiënte methode? Bereikt de methode haar doel wel? Kortweg: Weet de ECB waar ze mee bezig is?

In de sociologische zin spreken we aldus over een soort impliciet contract tussen de burgers en de ECB waarin men de ECB de vrijheid voor het monetair beleid geeft in ruil voor het nastreven van een aantal doelstellingen (onder andere prijsstabiliteit).

1.4.2. Economisch

Dit sociologisch kader biedt voor economen echter maar weinig soelaas. Zij willen het graag iets concreter zien, met verbanden. Daarom zijn er de afgelopen jaren uitgebreide theorieën ontwikkeld die het gedrag van mensen beschrijven. Denken wij hierbij aan de bekende Phillips-curve, welke ons toelaat om de werkloosheid (als percentage) te koppelen aan de inflatie. Deze curve kent een dalend verloop, wat betekent dat wanneer de inflatie hoog is, de werkloosheid verwacht wordt laag te zijn

(Lipsey & Chrystal, 2007). Dit model zal later, wanneer wij de inflatie- en werkloosheidsverwachtingen bespreken, besproken worden.

Als tweede voorbeeld van economische concretisering, verwijzen we naar het “regels versus handelingsvrijheid” model. De ECB heeft met name de keuze uit twee beleidstypes: een activistische monetaire politiek van ruw en fijn stemming, of een passief beleid gebaseerd op regels die onafhankelijk van de economische situatie geleden (Van Poeck, 2007). Een voorbeeld van een vaste regel is de 2 procent inflatiedoestelling.

Een ander belangrijk debat binnen het regels versus handelingsvrijheid model is terug te vinden in de tijdsconsistente evenwichtsinflatie. Dit model stelt dat wanneer bij een stabiel niveau van prijsstabiliteit en een werkloosheid gelijk aan de natuurlijke werkloosheidsgraad (NAIRU), de economie steeds weer gekenmerkt wordt door positieve inflatie, dit terwijl het werkloosheidsniveau niet systematisch van de NAIRU zal afwijken. Dit kan echter enkel en alleen wanneer de overheid zich institutioneel voldoende verbindt (Van Poeck, 2007).

Laten wij in dit debat eveneens verwijzen naar het werk van Barro en Gordon dat weer te geven valt in het Phillips-model dat wij later in punt 4.3 (kader 19) bespreken. Voor nu melden wij dat zij aantonen dat een politiek van zero-inflation onhoudbaar is (Van Poeck, 2007), iets waar wij later uitgebreider op terug komen wanneer wij spreken over de liquiditeitsval en het nastreven van een evenwicht rekening houdend met een aantal verplichtingen waaraan men dient te voldoen.

Laten we tot slot nog even verwijzen naar het werk van Walsh die in zijn handboek met als titel “*Monetary theory and Policy*” (tweede editie 2003) ingaat op de problematiek van de inflation bias. Hiermee bedoelen economen dat er een verschil ontstaat tussen de verwachte en de werkelijke inflatie. Op zijn beurt bestaan er dan weer verschillende theorieën rond het vormen van inflatieverwachtingen. Wij denken hierbij onder meer aan de adaptieve (gewogen gemiddelde van inflatie in het verleden) en rationele (informatie analyseren) inflatieverwachtingen (Van Poeck, 2007). Deze verwachtingen zullen op hun beurt bepalen wat het uiteindelijke effect is binnen het Phillips-model. In de praktijk maakt de ECB vaak gebruik van de inflation bias om op deze wijze het werkloosheidscijfer te veranderen. Echter, eenmaal de mensen de strategie kennen dan zullen zij hun verwachtingen aanpassen.

1.4.3. Taalkundig

In het kader 4 geven we nog de definitie van vertrouwen weer zoals ze door Wikipedia wordt omschreven. Wij weten dat dit geen betrouwbare bron is, maar toch vinden we er een aantal zeer gelijklopende elementen in terug.

Zo kunnen we uit de definitie afleiden dat de ECB eerlijk dient te zijn, en dient te handelen in het belang van de Europese burgers. Aan de andere zijde moeten de burgers (/ lidstaten) bereid zijn om een aantal bevoegdheden af te staan. Kijkend naar de organisatie van de ECB wordt voldaan aan deze criteria (ECB Feiten-presentatie, 2012).

Kader 4: Vertrouwen volgens Wikipedia

Vertrouwen heeft in zowel sociale als psychologische zin verschillende connotaties. De meest gangbare definitie van vertrouwen omvat doorgaans de volgende elementen:

- Bereidheid van een persoon of groep om afhankelijk te zijn van de daden van een andere persoon of groep.
- Geloven dat een ander eerlijk is of dat iets goed zal gaan.
- Verwachting van een persoon dat degene die hij/zij vertrouwt, zal handelen op een manier die hem/haar niet zal benadelen, met het risico in een nadelige positie te belanden indien de ander dit vertrouwen schaaft.

Bron: Wikipedia (2012)

1.4.4. Formeel

Hieronder geven we een meer formele definitie van het begrip vertrouwen zoals wij het zullen hanteren binnen deze masterproef.



Definitie

Vertrouwen is de mate waarin de burgers geloven dat de ECB op een eerlijke manier handelt en dit op een geloofwaardige manier kan overbrengen. De burgers geloven erin dat de ECB handelt in het belang van de Europese burgers en lidstaten, en de algemene belangen van de Europese Unie, en er alles aan doet om de machten die zij heeft op een efficiënte en effectieve manier te gebruiken om haar doel te bereiken.

Hoofdstuk 2: Het dalende vertrouwen in de heterogene Europese Monetaire Unie

“Sui generis²” Eichengreen. (2007)

2.1. De Europese Centrale Bank en de Eurobarometer

In deze masterproef spreken we meermaals over de Europese Centrale Bank. Het is dan ook belangrijk om eerst een aantal fundamentele zaken betreffende deze overkoepelende monetaire instelling aan te kaarten alvorens over te gaan tot de bespreking van het beleid.

Als tweede element zullen wij in dit hoofdstuk de Eurobarometer bespreken, dit aangezien de meeste studies waarop wij ons baseren, gebaseerd zijn op cijfers uit diezelfde Eurobarometer. Een kleine doorlichting van dit instrument is aldus gewenst.

2.1.1. De Europese Centrale Bank

De Europese Centrale Bank werd opgericht in 1999 en heeft als voornaamste taak het monetaire beleid van de Europese Monetaire Unie in goede banen te leiden, dit samen met de Nationale Centrale Banken welke ondergeschikt staan ten opzichte van de ECB. Op dit moment (mei 2013) maken er 17 lidstaten deel uit van de EMU.

Het monetaire beleid kan echter op verschillende wijzen geïnterpreteerd worden, evenals de taken die de ECB op zich neemt. Deze fundamentele taken bestaan onder meer uit: het bepalen en ten uitvoer leggen van het monetair beleid, het verrichten van deviezentransacties, het bevorderen van een soepel verlopend betalingsverkeer, en het aanhouden en beheren van de officiële externe reserves van de deelnemende EU-lidstaten. Verder staat de ECB ook nog in voor het bevorderen van de internationale samenwerking, het bijdragen aan het bedrijfseconomisch toezicht en de stabiliteit van het financiële stelsel, het geven van advies, en het uitgeven van bankbiljetten (ECB Feitenpresentatie, 2012).

Een ander belangrijk punt is de missie van het Eurosysteem. Bij de ECB omschrijft men deze als volgt: “Zowel strategisch als operationeel werken wij gezamenlijk aan de verwezenlijking van onze gemeenschappelijke doelstellingen, met inachtneming van het decentralisatiebeginsel.” (ECB Feitenpresentatie, 2012). Met het laatste wijst men op het feit dat de ECB niet direct kan optreden, maar enkel via de Nationale Centrale Banken.

Een laatste punt dat we willen aanhalen is artikel 130 van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie. Dit artikel luidt als volgt: “Bij de uitoefening van de bevoegdheden en het vervullen

² Vrij vertaalt: enig in zijn soort

van de taken en plichten die bij de Verdragen en de statuten van het ESCB en van de ECB aan hen zijn opgedragen, is het *noch de Europese Centrale Bank, noch een nationale centrale bank, noch enig lid van hun besluitvormende organen toegestaan instructies te vragen aan dan wel te aanvaarden van instellingen, organen of instanties van de Unie, van regeringen van lidstaten of van enig ander orgaan.* De instellingen, organen of instanties van de Unie alsmede de regeringen van de lidstaten verplichten zich ertoe dit beginsel te eerbiedigen en niet te trachten de leden van de besluitvormende organen van de Europese Centrale Bank of van de nationale centrale banken bij de uitvoering van hun taken te beïnvloeden.” (Geconsolideerde versie van het verdrag betreffende de werking van de Europese Unie, 2010) Dit artikel toont aan dat de ECB een onafhankelijk orgaan vormt dat niet mag beïnvloed worden door onder meer de politiek. Dit is een noodzakelijke vereiste om een betrouwbaar beleid te kunnen voeren.

2.1.2. De Eurobarometer

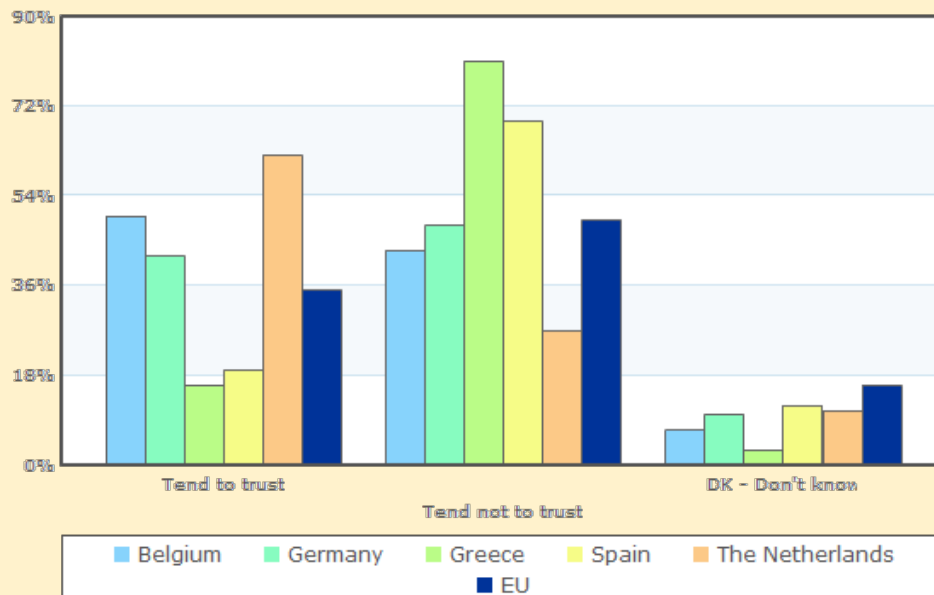
Eerst en vooral dienen wij een onderscheid te maken tussen de standaard, speciale, kwalitatieve en flash Eurobarometer (EB). Eenvoudigheidshalve beperken we ons nu al tot de standaard EB. Deze wordt vanaf het jaar 1973 uitgevoerd waarbij telkens een 1000-tal persoonlijke interviews worden afgenomen in elk land. Het rapport wordt twee keer per jaar gepubliceerd, wat neer komt op 78 exemplaren in de tweede helft van 2012. Deze rapporten geven vooral het geloof van mensen in het Europees systeem weer. De manier waarop er gepeild wordt naar bepaalde zaken verschilt per vraag, maar meestal krijgt men drie tot vijf keuzes.

In het eerste hoofdstuk toonden we reeds een overzicht van het vertrouwen van de burgers in de huidige nationale economie. Laat ons nu specifiek het vertrouwen in de ECB even bekijken in kader 5. Wanneer wij deze gegevens analyseren dan zien wij dat de PIGS landen weinig vertrouwen tonen in de ECB, terwijl andere landen als Nederland nog steeds redelijk wat vertrouwen hebben in de ECB, en dus ook zijn beleid. Voor Duitsland en België zien we dat het ongeveer gelijk opgaat, al hebben de Belgen nog steeds iets meer vertrouwen in de ECB dan de Duitsers. De Eurozone in het algemeen heeft echter een laag percentage aan vertrouwen. Merk wel op dat de geïnterviewde maar uit drie opties de keuze hadden. Wanneer er vijf keuzes waren, zou het resultaat wellicht anders geweest zijn. Als tweede figuur in kader 5 ziet u de evolutie van het vertrouwen in de ECB voor de EU in het algemeen. Het gaat hier om een gemiddelde waarde voor alle betrokken lidstaten. We kunnen duidelijk afleiden dat de trend om de ECB niet langer te vertrouwen sterk gegroeid is. Dit is een interessant gegeven voor onze verdere analyses.

Kader 5: Het vertrouwen in de ECB

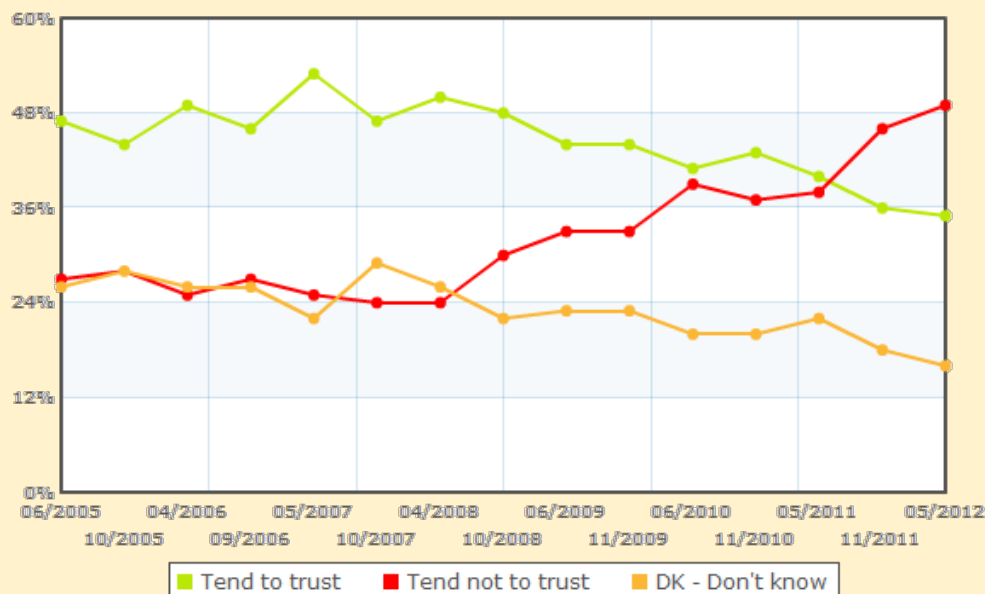
And, for each of them, please tell me if you tend to trust it or tend not to trust it? The European Central Bank

05/2012



And, for each of them, please tell me if you tend to trust it or tend not to trust it? The European Central Bank

EU (from 06/2005 to 05/2012)



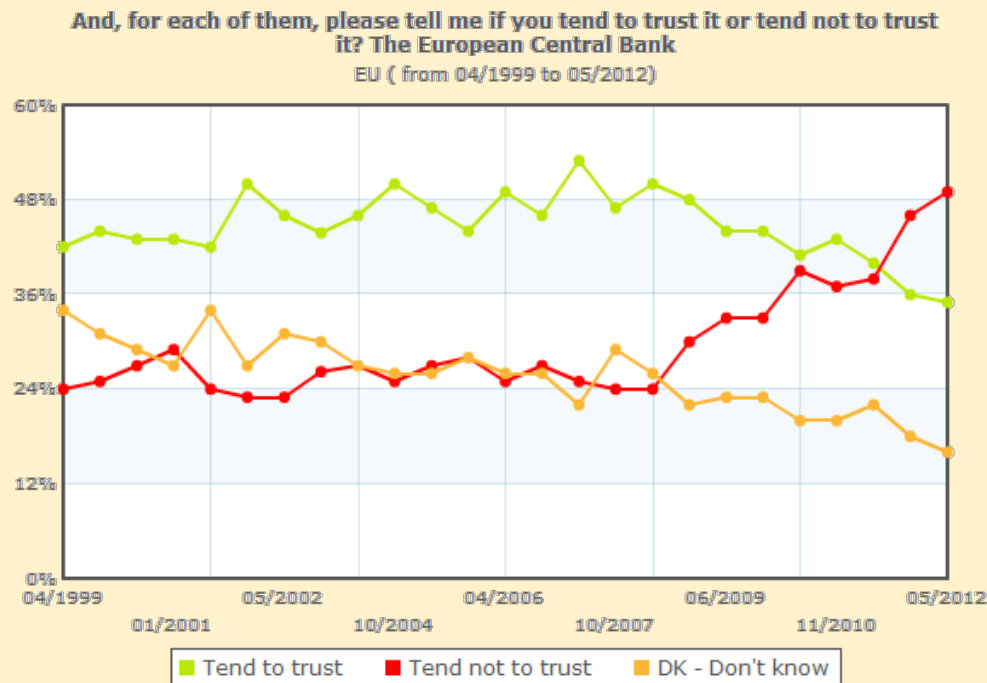
Bron: Eurobarometer interactive search system (2012)

2.2. Het vertrouwen in normale- en crisistijden

In kader 5 kon u reeds zien dat het EU gemiddelde sinds 2007 verschoven is van “tend to trust” naar “tend not to trust”. Wat ook opvalt, is dat het aantal mensen die het niet weten met maar liefst 10 procentpunt gedaald is. Door de crisis zijn meerdere mensen zich dus gaan uitspreken. Om een nog

beter beeld te krijgen, zouden we echter de cijfers van een langere periode dienen te hebben. In kader 6 vindt u de gegevens vanaf het jaar 1999 tot 2012.

Kader 6: Het vertrouwen in de ECB op lange termijn



Bron: Eurobarometer interactive search system (2012)

Uit bovenstaande figuur kunnen we afleiden dat sinds de crisis, startende in 2008, het vertrouwen sterk gedaald is. Er is een duidelijke omslag zichtbaar waarbij de “tend not to trust” sterk gestegen is. Het aantal burgers dat zegt het niet te weten, is dan weer trendmatig gedaald. Het vertrouwen steeg tot aan de crisis, en daalde toen tot een lager niveau dan bij de oprichting van de ECB. Het lijkt er op dat de crisissen een (negatief) effect hebben gehad op het vertrouwen in de ECB.

Wanneer wij in 0 en 0 de drie fundamentele vertrouwensfactoren (en als vierde het lokale beleid) één voor één bespreken zullen wij het verband tussen het dalende vertrouwen en het vertrouwen in de ECB aankaarten en daarbij ook de nodige aandacht schenken aan het effect van de crisissen.

Voor nu lijkt het ons voldoende om even beperkt aandacht te schenken aan het onderzoek van Ehrmann, Soudan & Stracca (2012) waarin zij nagaan of er een significant verschil in vertrouwen is in de ECB in normale en crisistijden. Zij komen tot de conclusie dat de val in het publieke vertrouwen in de ECB gedurende de financiële crisis vooral verklaard kan worden door een combinatie van drie effecten, welke gezamenlijk dienen plaats te vinden om een significante verklaring te kunnen betekenen. Deze effecten zijn (1) een scherpe verslechtering van de economische situatie gedurende de crisis, (2) de algemene daling van het publiek vertrouwen in het Europese project gedurende de crisis – dit misschien omdat de burgers van mening zijn dat Europa niet in staat is om de globale crisis

op te lossen, – en (3) het feit dat de ECB geassocieerd werd met de problemen in de financiële sector. In punt 4.2 zullen wij vooral de tweede factor meer in het bijzonder bekijken, met name, de impact van het BBP. Wij kunnen namelijk concluderen dat wanneer er perioden van crisis gelden, het werkelijke BBP een sterkere afwijking zal kennen van het te verwachten BBP. Aangezien het Europees systeem, zo blijkt, het BBP niet terug naar het niveau van het potentiële BBP kan (/kon) brengen, zouden mensen hierdoor misschien hun vertrouwen in het Europese systeem kunnen verliezen.

Samenvattend kunnen we stellen dat de resultaten van de Eurobarometer aantonen dat de crisis gezorgd heeft voor een significante neerwaartse impact op het vertrouwen in de ECB. Dit wordt bevestigd door Ehrmann et al. (2012). Onze eigen analyse toonde hetzelfde aan. De studie van Ehrmann et al. toont echter wel aan dat een verandering in de elasticiteiten niet de fundamentele factor was voor het bepalen van het verlies aan vertrouwen in de ECB. Aan de andere kant melden zij dat de regelmatigheden van voor de crisis en de evolutie van de macro-economie voldoende zijn om de daling in het vertrouwen tijdens de crisis aan te tonen. Het zal u dan ook niet verwonderen dat wij het BBP, de inflatie en de werkloosheid nader zullen bespreken als variabele voor het al dan niet verklaren van het dalende vertrouwen.



Aandacht

De crisis is mede verantwoordelijk voor het dalende vertrouwen in de ECB. Het verband met de crisis komt onrechtstreeks tot uiting in de variabelen BBP, inflatie en werkloosheid. Welke wij nader zullen bespreken.

2.3. De evolutie van de Europese Monetaire Unie

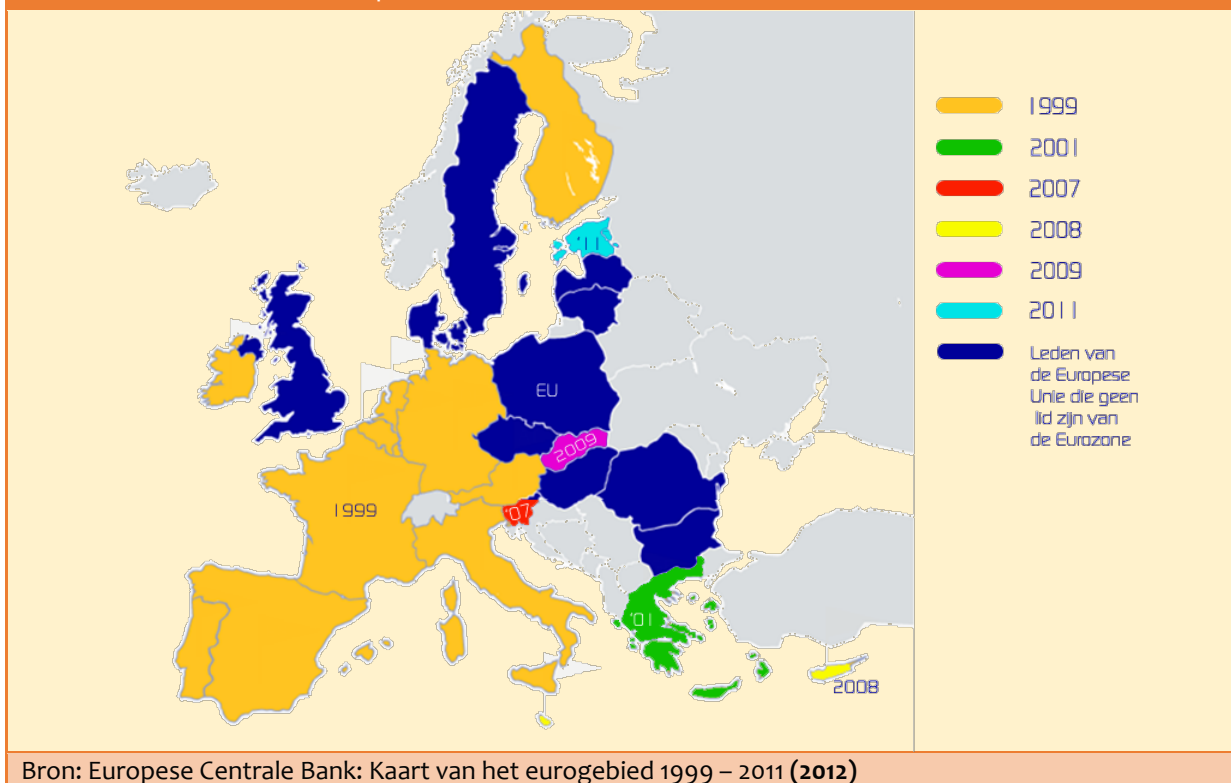
De Europese (Monetaire) Unie is de afgelopen decennia sterk gewijzigd. Het aantal lidstaten is fors gestegen en de economische eenmaking lijkt door de verbeterde communicatie- en transportmogelijkheden in een hogere versnelling te zijn geraakt. Maar is dit echt wel zo? Zijn we wel een sterk doorgedreven en eengemaakte economische markt? Zijn we wel naar elkaar toe gegroeid? Of is het nog steeds ieder voor zich?

In wat nu volgt bespreken we kort de groeiende unie met daarbij horende kerncijfers, om daarna over te gaan tot een puur macro-economische analyse van de lidstaten. Daarna zullen wij in het kader van twee studies uitgevoerd in opdracht van de Europese Commissie nagaan in welke mate deze unie echt bestaat.

2.3.1. Een groeiende unie

In kader 7 vindt u een overzicht van de Eurozone en hoe deze geëvolueerd is overheen de jaren. Zoals u kunt merken is hij vooral vanaf 2007 sterk uitgebreid.

Kader 7: Evolutie van de Europese Monetaire Unie



Wat ons eerst en vooral opvalt, is het feit dat naarmate we dichterbij het heden komen, het vooral landen zijn vanuit Noordoost-Europa die toetraden tot de EMU. De kernlidstaten die reeds van in het begin lid van de EMU zijn, zijn dan weer vooral Zuidwest Europese lidstaten. Dit is een belangrijke opmerking aangezien deze landen cultureel gezien sterk van elkaar verschillen. Zo heeft men in Zuidwest-Europa te kampen gehad met de Eerste en Tweede Wereldoorlog, terwijl men in het Noordoosten vooral met het communistische en het regime van de Sovjet-Unie geconfronteerd is geweest. Ook is het algemeen bekend dat West-Europa moderner is dan Oost-Europa, al moet dit vaak met een korrel zout genomen worden.

In de paragrafen die nu volgen, zullen wij op basis van een onderzoek van de Europese Commissie conclusies trekken over de heterogeniteit (of homogeniteit) van de verschillende lidstaten.

2.3.2. De Europese Integratie

Een eerste vermelding die gemaakt dient te worden, is dat de Europese Monetaire integratie deel uitmaakt van een groter geheel, met name de economische en financiële integratie. Daarnaast moet gezegd worden dat deze integratie gepaard gaat met een politieke integratie. Tot slot dienen we nog op te merken dat de economische, financiële en monetaire integratie een proces is dat geleidelijk zal plaatsvinden overheen een lange periode. Deze integratie is dan ook nog lang niet voltooid (Mongelli, 2008).

De vraag die wij ons nu dienen te stellen is of de Europese integratie er voor gezorgd heeft dat landen dichter naar elkaar toe zijn gegroeid. Het antwoord hierop is echter niet eenduidig, aangezien landen verschillen op heel wat gebieden. Wanneer wij de inflatiespreiding tussen de verschillende lidstaten bekijken, dan merken wij dat deze over het algemeen gestabiliseerd is en extreem lage niveaus heeft aangenomen. Echter, er zijn nog steeds heel wat lidstaten die gedurende lange periodes een inflatie kenden dat sterk boven het Europees gemiddelde lag. Het omgekeerde geldt eveneens (Mongelli, 2008). Hieruit kunnen we besluiten dat er aldus een trend naar uniformisering plaatsvindt, maar dat er nog steeds verschillen tussen de lidstaten blijven bestaan. Uit de empirische resultaten van Antonin (2009) blijkt dan weer dat de inflatieratio's tussen de verschillende individuele lidstaten eerder niet gecorreleerd zijn. Hij merkt echter wel op dat voor sommige kleine landen er een echte convergentie plaatsvindt.

Wanneer wij daarnaast naar de koopkrachtpariteit van de verschillende landen kijken, dan merken wij dat deze voor de verschillende lidstaten naar elkaar toe begint te groeien. Dit is een positief teken. Zo valt onder meer op dat Griekenland een sterke groei gekend heeft (Mongelli, 2008).

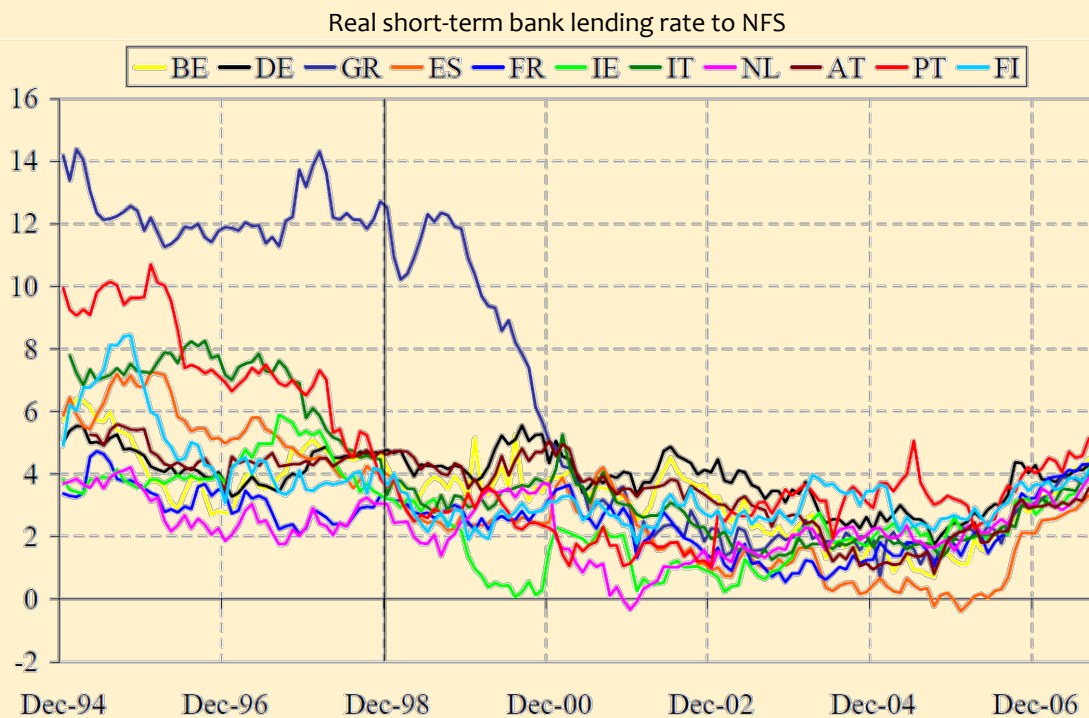
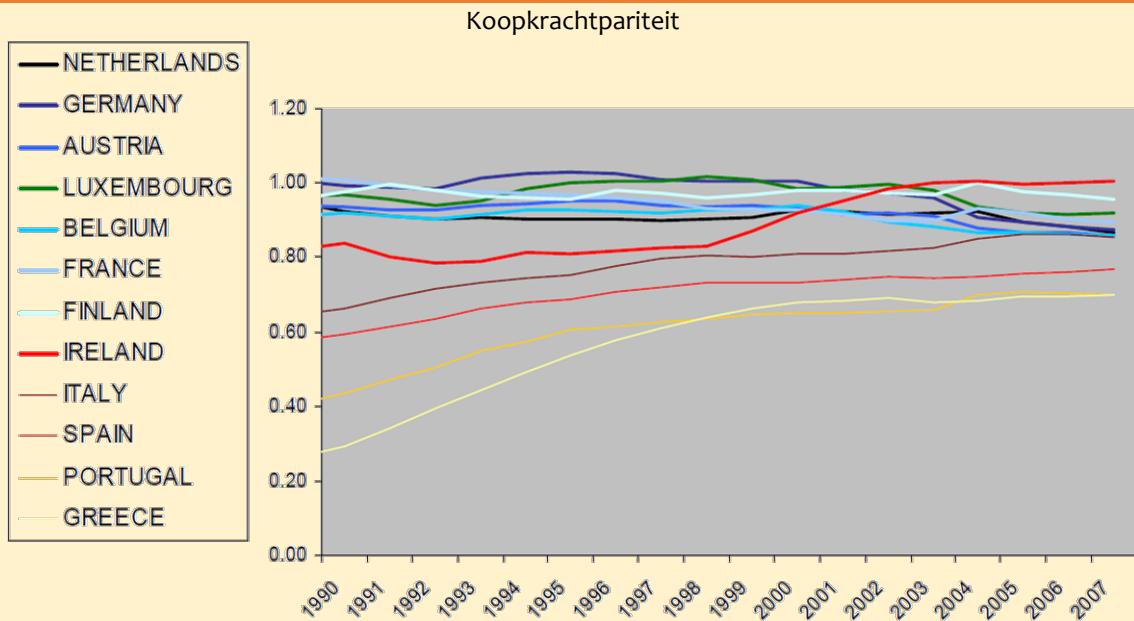
De TFP (Total Factor Productivity) aan de andere kant toont tekenen van stijgende divergenties, vooral tussen de Mediterrane landen en de rest van de Eurozone (Antonin, 2009). Voor Griekenland geldt dit laatste evenwel niet, wat de feiten uit de studie van Mongelli ondersteunt.

Ook merken we dat de "*real short-term bank lending rate to NFS*" vanaf het invoeren van een gezamenlijke munt naar elkaar toe is gegroeid (Mongelli, 2008). Onderzoek van Antonin (2009) toont eveneens aan dat er een sterke gezamenlijke beweging plaatsvindt in de nominale interest ratio's, wat een sterke integratie van de financiële markten, en tevens de cohesie van de Eurozone in zijn geheel, ondersteunt.

Wanneer wij al deze feiten naast elkaar leggen, dan kunnen wij concluderen dat er in zeker mate sprake kan zijn van een verschuiving van een heterogeen karakter naar een meer homogene structuur. Evenwel dienen wij ook culturele en politieke verschillen in acht te nemen. Wanneer wij dit doen dan kunnen wij stellen dat er steeds voorkeursverschillen zullen blijven plaatsvinden.

Een aantal andere zaken die vervolgens opvallen, zijn onder meer de blijvende prijs- en kostverschillen die tussen landen plaatsvinden. Een actueel voorbeeld: de 5% loonhandicap van België ten opzichte van zijn buurlanden, bewijst dit eens te meer. Dat sommige landen zullen moeten ingrijpen in hun loonkost, om zo hun competitiviteit te kunnen behouden, is volgens Mongelli niet onwaarschijnlijk (2008). Aan de andere kant heeft onderzoek wel aangetoond dat er iets als een Europese Business Cycle plaatsvindt, dit ondersteunt de visie dat een Europese economische integratie plaatsvindt.

Kader 8: Koopkrachtpariteit en 'real short-term bank lending rate to NFS'



Bron: European economic and monetary integration and the optimum currency area theory, door Francesco Paolo Mongelli, februari 2008 (pagina 32, respectievelijk 34)

2.3.3. De blijvende heterogeniteit

Uit datgene wat we tot nu toe hebben gezien kunnen we een aantal zaken concluderen. Zo hebben we gezien dat de lidstaten op het financiële gebied op weg zijn naar een sterke integratie. Voor wat het economische betreft, merken we op dat vooral de kernlanden – eerste 6 – naar elkaar toe zijn gegroeid, terwijl de meer Mediterrane en Oost-Europese landen nog steeds sterk verschillen. Dit valt

uiteeraard te verklaren door de beperkte duur van hun deelname aan de EMU. Mede door deze reden neemt Antonin (2009) deze landen – Cyprus, Malta, Slovenië en Slovakije – niet op in zijn onderzoek. Er zijn namelijk te weinig gegevens voor handen om een degelijke conclusie te kunnen trekken. In onze eigen regressie later in deze masterproef zullen wij Slovenië en Slovakije wel opnemen.

Het spreekt voor zich dat er op het gebied van cultuur, overtuigingen, politiek, en dergelijken meer, grote verschillen bestaan tussen de verschillende lidstaten. Ook de voorkeuren voor monetaire en fiscale technieken verschillen. Zo spraken we eerder al over de inflatie afkeer van Duitsland, terwijl andere landen als Griekenland inflatie gerust zouden kunnen gebruiken (Janse & Vanherk, 2012). Deze verschillende visies zullen uiteraard een blijvende invloed hebben op het hele systeem, mede aangezien de Europese (Monetaire) Unie niet meer is dan een geheel van politiek afspraken. Wanneer de politieke wil ontbreekt, kan men voor vele gesloten deuren komen te staan. Zoals Mongelli het zelf zegt: “EMU seems to be held together largely by policy-makers” (2008, p. 47).

2.4. De significantie van de bepalende factoren, een inleiding

In de hoofdstukken 4 en 5 zullen wij dieper ingaan op de verschillende factoren die een invloed hebben op het vertrouwen dat mensen hebben in de ECB. Deze factoren zijn: het nationaal inkomen, de inflatie(verwachtingen) en de werkloosheid(verwachtingen). Als vierde factor kijken wij eveneens naar lokale verschillen die we later meer in detail beschrijven. Laten wij nu, met het Europees integratieproces in het achterhoofd houdend, de verschillende variabelen overlopen om te kijken of zij van belang zouden kunnen zijn.

Het nationale inkomen, korter gezegd het BBP, geeft een mooie weerspiegeling van de economie in een land. Wanneer het BBP groeit, dan doet het land het beter. De welvaart stijgt er door en de bedrijven draaien meestal goed. Wanneer een land in een crisis terecht komt draait het verhaal echter om. Een recessie kan optreden, bedrijven moeten bezuinigen En ook de ECB speelt een rol in dit verhaal. Want door de rentevoet te verlagen of te verhogen, kan zij de economie desgewenst stimuleren, respectievelijk afremmen. Wanneer de ECB hierop slecht inspeelt zou dit zijn impact kunnen hebben op het vertrouwen in de ECB.

Aangezien er een verband kan gelegd worden tussen de werkgelegenheid en de economische prestaties van een land, kunnen wij stellen dat wanneer een land in een groeifase zit, de werkgelegenheid toe zal nemen; en wanneer een economie in een recessie zit, de hoeveelheid werklozen zal stijgen. Wanneer de overheid aldus kan inspelen op de economische prestaties van een land, zal haar beleid op indirecte wijze ook een invloed hebben op de werkgelegenheid. Volgens Roth et al. (2011) is het doel van de ECB namelijk het promoten van de algemene economische beleiden zoals gebalanceerde economische groei en volledige werkgelegenheid. Theoretisch gezien zou men

een stijging in de werkloosheid en een daling in de groei moeten kunnen associëren met een negatief effect op het vertrouwen.

Vervolgens de inflatie. Het beleid van de ECB is volgens Bibow (2002) op obsessieve wijze gericht op een “prijsstabiliteit boven alles visie”. Volgend uit deze stelling, welke door de ECB-feiten presentatie bevestigd wordt (2012), kunnen we besluiten dat de kans vrij groot is dat mensen de ECB verantwoordelijk houden voor een al dan niet hoog zijnde inflatie. Wanneer de ECB er gedurende een lange tijd niet in slaagt om de inflatie op haar doel van 2 procent te brengen (/ houden) dan is het volgens Roth et al. (2011) redelijk aan te nemen dat de burgers de ECB verantwoordelijk houden voor deze stijgende inflatieratio's. Theoretisch gezien zou een stijgende inflatie dan ook een negatieve impact op het vertrouwen moeten hebben.

Zoals we eerder al aangaven geeft de Phillips-curve het verband weer tussen inflatie en werkloosheid. Aangezien deze curve een negatief verloop heeft, kunnen sommigen in eerste instantie een contradictie opmerken. Met name: het negatieve verband tussen de verwachte inflatie en het vertrouwen, en een negatief verband tussen de verwachte werkloosheid en het vertrouwen. Echter, we moeten opmerken dat de Phillips-curve spreekt over de werkelijke inflatie en niet de verwachte inflatie. Zo zal een stijging van de verwachte inflatie een verschuiving van de Phillips-curve teweeg brengen, en geen beweging langs de curve. Aan de andere kant merken we ook op dat er een speciale versie van de Phillips-curve bestaat, welke wel met de inflatieverwachtingen rekening houdt. Later zullen wij hier meer aandacht aan spenderen.

Laten wij besluiten met de verbanden in een kader weer te geven.



Aandacht

Het vertrouwen in de ECB wordt verwacht een

- negatief verband te hebben met (verwachte) inflatie
- negatief verband te hebben met (verwachte) werkloosheid
- positief verband te hebben met groei / nationaal inkomen

Hoofdstuk 3: De optimale muntunie en de nieuwe onmogelijke driehoek

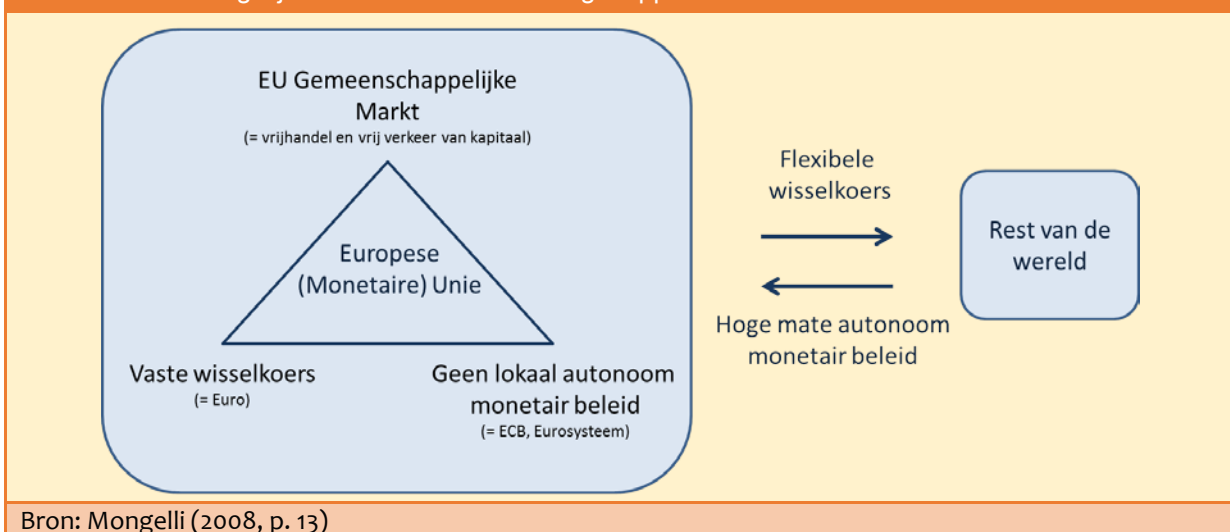
“Yet the most important issue of all is whether, macroeconomically, the new Europe will function well or badly.” Allsop en Vines. (1998)

In dit hoofdstuk zullen wij om te beginnen de oude onmogelijke driehoek van Mundell beschrijven welke stelt dat er onmogelijk tegelijkertijd sprake kan zijn van vrij verkeer van handel en kapitaal, een autonoom monetair beleid en een vaste wisselkoers. Vervolgens zullen wij aankaarten hoe de EMU hierop antwoord bood. In een tweede deel zullen wij vervolgens de EMU aftoetsen aan het optimale muntunie model, dit gekaderd binnen de driehoek van Mundell. In het derde deel gaan we dieper in op de nieuwe onmogelijke driehoek zoals meerdere auteurs deze beschreven en zullen wij trachten om deze visies te bundelen in één driehoek. Tot slot kijken we vooruit naar de toekomst van de EMU.

3.1. De oude onmogelijke driehoek van Mundell

Een land moet keuzes maken, dat blijkt uit de onmogelijke driehoek van Mundell. Hij stelde namelijk dat een land onmogelijk op hetzelfde moment kan genieten van vrij verkeer van handel en kapitaal, een autonoom monetair beleid, en een vaste wisselkoers. Hij was zelf een van de eersten om aan te geven dat de EMU een oplossing kon bieden voor dit probleem. Dit aangezien de Euro leidt tot een vaste wisselkoers tussen landen, het monetair beleid in handen van één centrale instantie is (en dus niet langer autonoom), en er sprake is van een eengemaakte markt. Met de rest van de wereld is er vervolgens een flexibele wisselkoers (bijvoorbeeld Euro tegen Dollar) en een hoge mate van monetaire autonomie (Mongelli, 2008).

Kader 9: De onmogelijke driehoek van Mundell gekoppeld aan de EMU



Bron: Mongelli (2008, p. 13)

Laten wij nu, alvorens verder te gaan, eerst kort dit systeem beschrijven. Tegelijkertijd introduceren wij eveneens het IS-LM en AS-AD model, welke wij beide in later fasen zullen gebruiken.



Definitie

Onmogelijke driehoek van Mundell

Men kan nooit meer dan twee van de drie volgende voorwaarden vervullen:

- Vrijhandel en kapitaalmobiliteit
- Autonomo monetair beleid
- Vaste wisselkoers

3.1.1. Het IS-LM model

Het IS-LM model geeft weer bij welke combinatie van interest en output zowel de goederen- (IS) als geldmarkt (LM) in evenwicht zijn. De beknopte analyse die wij verder maken is gebaseerd op hoofdstuk 5 uit het handboek *Macroeconomics* van Blanchard et al. (2010). Voor een concrete afleiding van de IS-LM curve vanuit de goederen- en geldmarkt verwijzen we naar bijlage 8.

De IS-curve kent een dalend verloop. Wanneer de interestratio wijzigt zal de output dalen als gevolg van een beweging langs de curve, wanneer er echter andere factoren wijzigen (bijvoorbeeld een bijkomend belasting), dan zal de IS-curve verschuiven (naar links) waardoor bij dezelfde rentevoet een lager outputniveau bekomen wordt.

De LM-curve kent op haar beurt een stijgend verloop en geeft het verband weer tussen de reële geldhoeveelheid – die gelijk is aan de nominale geldhoeveelheid Y gedeeld door het prijspeil P . Deze laatste is op zijn beurt gelijk aan een functie van de nominale interestratio $L(i)$ en het nominale inkomen Y . – Wanneer het inkomen (Y) stijgt, dan stijgt de geldvraag, waardoor de interestratio automatisch stijgt aangezien de nominale geldhoeveelheid gelijk blijft. In het geval van een wijziging in het prijspeil of de nominale geldhoeveelheid verschuift de LM-curve.

Kader 10: De liquiditeitsval in IS-LM

Laat ons toe nu reeds aan te geven wat de liquiditeitsval betekent binnen het IS-LM model. Concreet betekent het bereiken van een liquiditeitsval (cf. een rente van bijna nul) een verschuiving van de LM-curve naar rechts. Hierdoor zal Y toenemen. Echter, wanneer de LM-curve de IS-curve op de Y -as snijdt, dan kan men de interest niet langer laten zakken volgens dit model. Mensen zouden dit namelijk niet aanvaarden aangezien zij dan rente bij moeten betalen op hun spaarboekjes in plaats van deze te ontvangen. Een verdere verlaging lijkt aldus doelloos eenmaal de IS-curve de Y -as raakt.

3.1.2. Het Mundell-Fleming model

In dat wat nu volgt maken we gebruik van inzichten uit hoofdstuk 6 van het handboek *Macroeconomics* van Blanchard et al. (2010).

In bovenstaand model veronderstelden we impliciet dat er geen buitenlandse handel in het spel was. Wanneer dit wel het geval is, dan zal dit vooral zijn invloed hebben op de IS-curve, daar waar een

hogere wisselkoers – van €1 = \$1 naar €1 = \$2 – zal leiden voor minder export, en meer import. Hierdoor zal de binnenlandse vraag dalen. We zullen aldus bij het bepalen van de vraag rekening moeten houden met twee extra factoren. In formulevorm ziet dit er als volgt uit:

$$Y = C(Y - T) + I(Y, i) + G - IM(Y, e)/e + X(Y^*, e)$$

Een korte toelichting bij de gebruikte symbolen: $C(Y-T)$ is de consumptie die afhangt van het beschikbaar inkomen. I zijn de investeringen die afhangen van het inkomen en de interest. G zijn de overheidsuitgaven. IM is de import, welke afhangt van het inkomen en de reële wisselkoers. En X is de export welke afhangt van het buitenlands inkomen en de reële wisselkoers.

Merken wij op dat er een nieuw begrip opduikt: de reële wisselkoers. Volgens de onmogelijke driehoek van Mundell kon deze niet vast zijn in combinatie met een autonoom monetair beleid en een vrij verkeer van handel en kapitaal.

De geldmarkt zal geen hinder ondervinden van de wisselkoers, al kunnen we wel opmerken dat buitenlandse beleggingen interessanter kunnen worden. Voor nu laten wij dit even buiten beschouwing.

We kunnen aldus concluderen dat wanneer de wisselkoers stijgt, de interestratio dit eveneens zal doen. Dit namelijk doordat buitenlanders meer moeten betalen voor onze goederen waardoor de export zal dalen. De import zal daarentegen stijgen. Doordat de binnenlandse IS-curve daalt, zal Y dalen en I stijgen.

Dit model (IS-LM in een open economie) staat ook wel bekend onder de naam: het Mundell-Fleming model. Nu we dit model kennen, kunnen we kijken naar twee situaties om aan te tonen dat de drie voorwaarden zoals geformuleerd in de onmogelijke driehoek, nooit tegelijkertijd nagestreefd kunnen worden.

Kader 11: Fiscaal beleid en monetair beleid in een kleine open economie onder de voorwaarden van imperfecte kapitaal mobiliteit en een vaste wisselkoers.

Fiscaal beleid

Bij imperfecte kapitaalmoibliteit verschuift de LM-curve minder ver dan bij bij perfecte kapitaalmobiliteit waardoor het effect op Y in eerst beschreven geval kleiner is. Het fiscale beleid zal aldus minder succesvol zijn dan in het geval van perfecte kapitaalmobiliteit.

Monetair beleid

Bij imperfecte kapitaalmobiliteit zal de uitstroom van kapitaal na een expansief monetair beleid minder snel gebeuren, maar na verloop van tijd zal de LM-curve wel terug naar zijn oorspronkelijke positie verschuiven door een stijging van het inkomen en daling van de interest (die lager ligt dan de wereldinterest, waardoor geld het land uitvloeit.)

Conclusie

Voor een kleine open economie zorgt een beperking van de mobiliteit van kapitaal, in combinatie met een flexibele wisselkoers, voor een effectief fiscaal beleid en een minder effectief monetair beleid.

Bron: Weerapana (2009)

3.1.3. Het AS-AD model

Kort zullen wij nog even het AS-AD model bespreken op basis van hoofdstuk 8 uit het handboek van Blanchard et al. (2010). Belangrijk om op te merken is dat we de korte termijn verlaten en overstappen naar de lange termijn.

De AS-functie is afgeleid uit het arbeidsmarktmodel, dat het verband weergeeft tussen de werkloosheidsgraad (U) en het reële loon (W/P). Het evenwicht wordt bepaald door de prijs-zettingscurve en de loon-zettingscurve. Binnen de AS-curve wordt dit vertaald naar een stijgende curve binnen het assenkruis met output Y en prijspeil P . (Wanneer de output stijgt, zal de werkgelegenheid toenemen waardoor de werkloosheid daalt. Dit leidt tot een toename van de nominale lonen waardoor de prijs zal stijgen.)

De AD-functie is afgeleid uit het IS-LM model. Ze kent een dalend verloop. (Wanneer het prijspeil daalt, zal LM curve naar linksboven verschuiven – herinner dat LM bestond uit M/P – waardoor de interest zal stijgen en bijgevolg Y dalen.)

Daar waar de AS- en AD-functie elkaar snijden is zowel de goederen-, geld- als arbeidsmarkt in evenwicht.

3.2. De Optimale Muntunie in de Europese Muntunie

In wat nu volgt zullen wij de verschillende kenmerken van de Optimale Muntunie kort beschrijven en deze vervolgens aftoetsen aan de huidige situatie van de Europese Muntunie om te onderzoeken in welke mate deze optimaal is.

3.2.1. De rudimentaire kenmerken

Voor het beschrijven van de verschillende kenmerken zullen we ons niet enkel baseren op de zuivere OCA-theorie van Mundell, maar wel de rudimentaire versie zoals voorgesteld door Mongelli (2008) die hiervoor beroep deed op verschillende theorieën en bronnen.

Flexibiliteit van prijzen en lonen. Friedman merkte op dat wanneer de nominale prijzen en lonen flexibel zijn tussen en binnen landen die gebruik maken van dezelfde munt, de effecten van een schok minder sterk zullen verschillen tussen landen.

Mobiliteit van productiefactoren, inclusief arbeid. Wanneer de factormarkten van de verschillende landen een hoge mate van integratie kennen, zal de behoefte voor het aanpassen van de reële factorprijzen en nominale wisselkoers ten gevolge van een schok lager liggen. Op korte termijn zal de aanpassing aan permanente schokken echter moeilijker zijn dan op lange termijn.

Integratie van de financiële markt. Hoe sterker de markt geïntegreerd is, hoe lager de nood aan het aanpassen van wisselkoersen zal zijn. Tevens zal de lange termijn interest van de landen homogener worden doordat de middelen efficiënter toegewezen kunnen worden (overheen de landen) en onevenwichtigheden eenvoudiger hersteld worden.

Belangrijk is dat Mundell wijst op het belang van private markten om elkaar te beschermen tegen asymmetrische schokken. Het gebruik van eenzelfde munt bevordert dit vanzelfsprekend.

Mate van openheid van de economie. Monetaire integratie bevordert de openheid van een economie. Er is echter een keerzijde. Zo blijkt dat een open economie sneller de gevolgen van prijswijzigingen van internationaal verhandelbare goederen zal voelen in zijn binnenlandse kosten van leven, dan een gesloten economie.

Diversificatie in productie en consumptie. Hoe hoger de diversificatie (binnen een unie), hoe meer import en export er zal zijn, wat op zijn beurt zorgt voor een daling van de mogelijke impact van een welbepaalde schok in een welbepaalde sector. Daarenboven zullen de kosten dalen doordat de verschillende landen niet langer met onzekere wisselkoersen geconfronteerd worden.

Gelijkaardige inflatie. Hoe gelijkaardiger en lager de inflatieratio's van de verschillende lidstaten zijn overheen de tijd, hoe stabielere de handel tussen deze landen zal zijn. Eveneens zal de nood voor wijzigingen in de nominale wisselkoers dalen.

Fiscale integratie. Wanneer landen een supranationale fiscale unie zouden oprichten die toelaat om fondsen van het ene land naar het andere door te sluizen, zou dit er voor kunnen zorgen dat ongunstige asymmetrische schokken opgevangen kunnen worden zonder wijzigingen in de nominale wisselkoers. Echter, een hoge mate van politieke integratie en bereidheid tot het delen van risico's is een absolute vereiste om dit systeem te doen slagen.

Politieke integratie. Mintz vindt deze voorwaarde de belangrijkste. Wanneer landen een zelfde houding hebben, zullen zij een succesvolle muntunie worden.

3.2.2. Basisprincipes

Wanneer we teruggrijpen naar de basisprincipes van Mundell dan onderscheiden we er vijf: (1) productdiversificatie, (2) arbeidsmobiliteit, (3) openheid van de economie, (4) gemeenschappelijk fiscaal beleid en (5) gelijkaardige voorkeuren in zake strategie bij schokken. We merken duidelijke overeenkomsten met de opsomming die we net besproken hebben (Vandeplas, 2011).

3.2.3. De Europese Muntunie

In welke mate voldoet de EMU aan de bovenstaande vereisten? Op het eerste zicht lijken er heel wat gebreken te zijn. Zo is er geen gemeenschappelijk fiscaal beleid, is de arbeidsmobiliteit eerder beperkt, is er enkel productdiversificatie voor de kerngroep van Eurolanden, en verschillen de voorkeuren van de verschillende landen toch nog redelijk sterk van elkaar. Het enige lichtje dat aangaat, is dat in het kader van de openheid van de economie (Vandeplas, 2011). Wat de basisprincipes betreft kunnen we aldus niet echt een gefundeerd standpunt innemen.

Laat ons daarom terugvallen op de studie van Mongelli (2008) en zijn waslijst aan rudimentaire kenmerken. Eerst en vooral merkt hij op dat de OCA-theorie slechts een bescheiden rol heeft gespeeld bij het opstellen van het Delors rapport³ en het verdrag van Maastricht. Zo moeten we opmerken dat er na twintig jaar van EMS nog steeds spanningen zijn tussen de verschillende lidstaten die door een vaste wisselkoers en vrij verkeer van kapitaal met elkaar verbonden zijn. De oprichting van de EMU had dan ook vooral een defensief doel, met name tegen de volatiele en verkeerde opstelling van wisselkoersen. Ook was er sprake van Eurosclerosis (zie kader), wat leidde tot grote ingrepen zoals de Lissabon agenda.



Definitie

Eurosclerosis

Ten tijden dat de EMU opgericht werd, werd het landschap gekenmerkt door een patroon van hoge werkloosheid, trage job creatie, lage participatie door arbeidskrachten en zwakke economische groei. (Mongelli, 2008, p. 28)

In onderstaand kader zullen wij tot slot de elementen overlopen en opmerkingen geven waar nodig.

Kader 12: Analyse van de elementen (/vereisten) van de OCA-theorie

- Flexibiliteit van prijzen en lonen: significante en variërende impact, significante verschillen (2)
- Integratie van de financiële markt: zeer sterk (2)
- Mate van openheid van de economie: zeer open (3)
- Diversificatie in productie en consumptie: aanwezig, vooral voor kerngroep (3)
- Gelijkaardige inflatie: spreiding blijft bestaan, soms zeer sterk (1)
- Fiscale integratie: gedecentraliseerd aan lidstaten, met centraal management (2), gebrek aan fiscaal beleid (3)
- Politieke integratie: veel samenwerking

Conclusie: We zien dat de EMU voldoet aan ongeveer de helft van de vereisten. Op het fiscale en inflatoire gebied is verbetering aan de orde. Er is aldus slechts in beperkte mate voldaan aan de vereisten voor het vormen van een optimale muntunie.

Bronnen: 1 Mongelli (2008) - 2 Directorate-General for Economic and Financial Affairs of European Commission (2004) - 3 Blanchard, Amighini, & Giavazzi (2010)

³ Het Delors rapport werd opgesteld door Jacques Delors en omvat een stappenplan om de eenwording van de Europese en Monetaire Unie te verwezenlijken. De geïnteresseerde lezer kan meer informatie vinden in bijlage 7.

Zoals we merken is de EMU slechts in beperkte mate een optimale muntunie. We moeten echter opmerken dat het geenszins de bedoeling was van de beleidsmakers om binnen een paar jaar het optimale model te vormen. Er is daarentegen gekozen voor een gefaseerde benadering, wat tot gevolg heeft dat we in de volgende jaren een aantal veranderingen mogen verwachten die er voor zullen zorgen dat de lidstaten nog dichter naar elkaar toe zullen groeien.

3.3. De nieuwe onmogelijke driehoek

We begrijpen ondertussen de mechanismen achter de onmogelijke driehoek van Mundell en onderzochten eveneens of de EMU een optimale muntunie is. Met dit alles in ons achterhoofd richten we onze aandacht nu op de nieuwe onmogelijke driehoek. We beperken ons in het begin tot een loutere opsomming.

3.3.1. Pisani-Ferry

Geen medeverantwoordelijkheid voor openbare schuld. Elke overheid is individueel verantwoordelijk voor de schulden die zij aangaan. Het EU verdrag zet dan ook duidelijk de spelregels uiteen om er voor te zorgen dat de markten het soevereine risico correct weergeven.

Strikte geen-monetaire financiering. Het EU verdrag geeft duidelijk aan dat er geen geïstitutionaliseerde fiscale overheersing (lees: geld/schuld lenen) in expliciete vorm mag zijn overeengekomen tussen een overheid en een centrale bank. De ECB kan wel staatsobligaties op de secundaire markt kopen. (Cf. Het Security Markets Program van mei 2010, waarover later meer.) Echter, de ECB heeft in principe niet de expliciete taak om opschudding op de obligatiemarkt te verhinderen.

Bank-soevereine onderlinge afhankelijkheid. De Euro is geïntegreerd, echter het banksysteem is dit nog niet. (Opgelet: de Bankenunie lijkt dichterbij dan gedacht.) Landen zijn aldus zelf verantwoordelijk om banken te redden, welke op hun beurt heel wat staatsschulden bijhouden. Echter, door deze onderlinge blootstelling (overheden versus banken) ontstaat een zekere kwetsbaarheid die er voor kan zorgen dat overheden nog dieper in de schulden moeten gaan om zwakke banken te redden. Denken wij hierbij aan de bankencrisis die eind maart 2013 Cyprus trof.

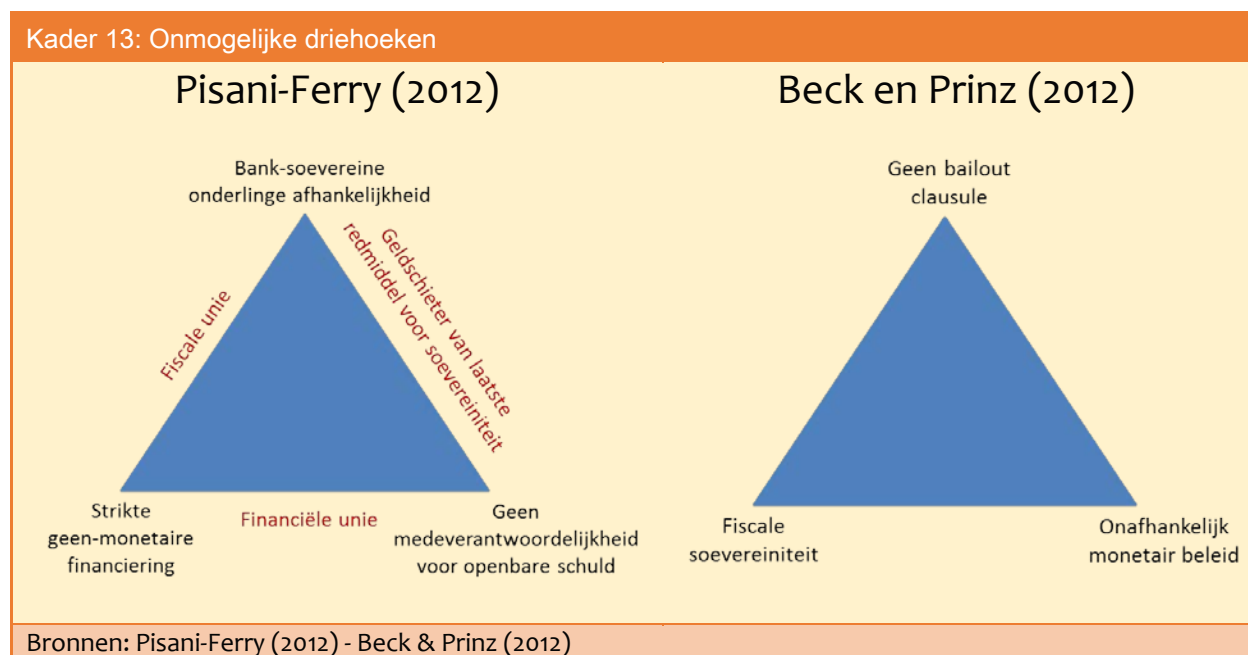
3.3.2. Beck en Prinz

Geen bailout clause. Dit impliceert dat verschillende interestratio's betaald worden op soevereine schuld binnen de monetaire unie als gevolg van de verschillende risico's van de respectievelijke investeerders. Als er geen bailout risico is, dan geeft de interest de land-specifieke risico's weer.

Fiscale soevereiniteit. Het Verdrag van Maastricht legde criteria op voor de overheidsschulden. Ondanks de decentralisatie is er een centraal management (cf. Europese Commissie). Hierdoor kunnen overheden geen schulden aanmaken wanneer ze die nodig hebben (om bijvoorbeeld banken te redden.)

Onafhankelijk monetair beleid. Landen kunnen hierdoor hun fiscaal beleid niet accommoderen met een gepast monetair beleid. Er is één beleid dat van toepassing is op alle leden en dat binnen de EMU gefocust is op prijsstabiliteit.

Deze driehoek heeft een aantal complicaties. Zo kan een bailout de fiscale discipline verwoesten. Wanneer er een bailout clause voorzien is dan bestaat er een kans op moral hazard⁴, dit kan de lokale overheden in de problemen brengen (qua schulden). Het is aldus onmogelijk om bij fiscale soevereiniteit eveneens een strikte no-bailout clause te voorzien en een onafhankelijk monetair beleid⁵.



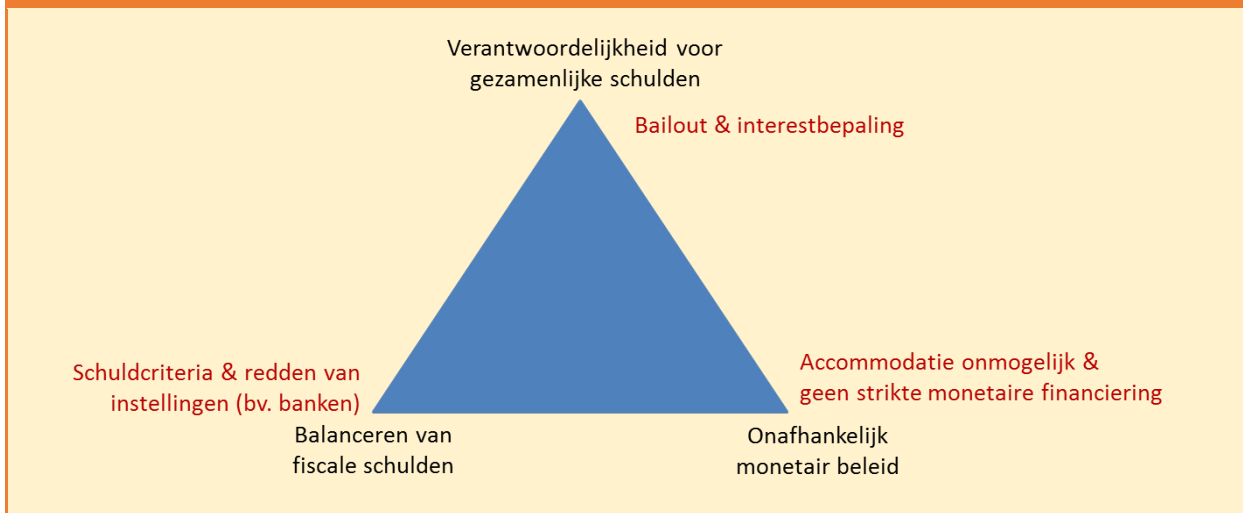
3.3.3. Formele veralgemening

We zien dat de twee onmogelijke driehoeken aanzienlijke gelijkenissen kennen. Zo merken we in elk van de twee systemen op dat er sprake is over een fiscale unie, monetaire unie en het verantwoordelijk staan voor de schulden van anderen. In het onderstaand kader veralgemenen we dit naar een meer formeel systeem.

⁴ Moral hazard betekent in deze zin dat landen grote hoeveelheid aan soevereine schulden zullen accumuleren, met de verwachting dat zij door de unie uitgekocht worden (indien nodig).

⁵ Te verwachten valt dat banken redden de overheid extra schulden zal opleveren, welke monetair niet geaccomodeerd kunnen worden, waardoor zij hun begrotings- en schuldnormen zullen overschrijden.

Kader 14: Formele veralgemening van de nieuwe onmogelijke driehoek

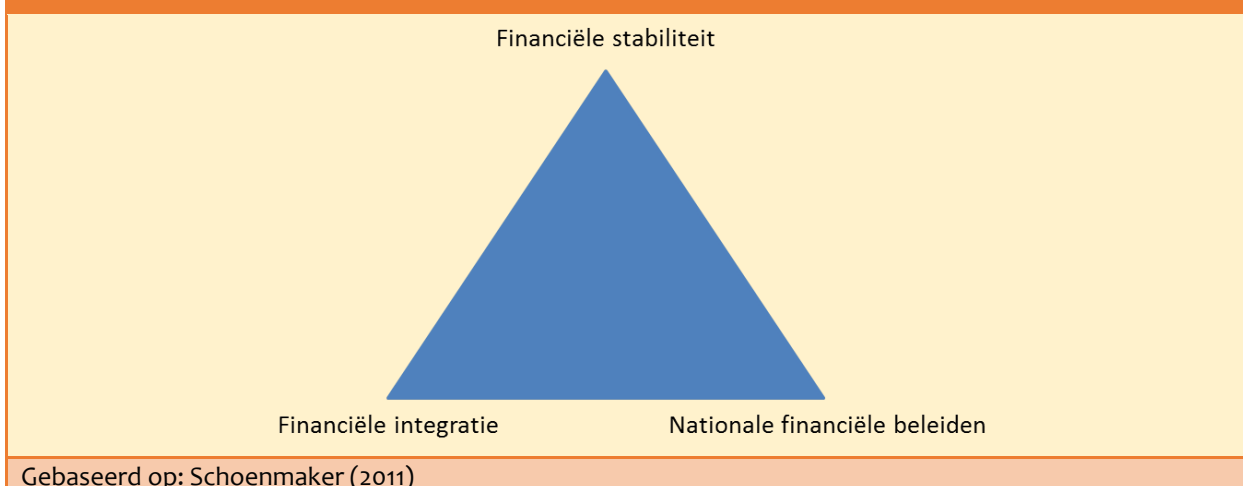


In wat volgt zullen wij met regelmaat geconfronteerd worden met elementen uit deze nieuwe onmogelijke driehoek. Merk op dat we niet steeds dezelfde termen kunnen hanteren wat soms tot verwarring kan leiden. Het is daarom belangrijk om bovenstaande driehoek in te prenten.

3.3.4. Intermezzo: het financiële trillemma

Laten wij ook nog kort notie nemen van een artikel van Schoenmaker waarin gesproken werd over een financieel trillemma. Hieronder valt te verstaan dat er niet tegelijkertijd sprake kan zijn van (1) financiële stabiliteit, (2) financiële integratie en (3) nationale financiële beleiden (Schoenmaker, 2011). In zekere mate bespreekt dit trillemma een bankenunie. Zo is het zeer moeilijk voor een land om tijdens de crisis een bank te redden, laat staan uitkopen, wanneer zij niet over de mogelijkheid beschikt om extra geld bij te drukken of een schuld aan te gaan. Wanneer er een overkoepelende bankenunie bestaat met voldoende toezicht en reserves, zou dit niet nodig geweest zijn. Wij zullen dit licht aankaarten wanneer wij het budgettaire en financiële beleid bespreken in 0.

Kader 15: Financiële trillemma van Schoenmaker



Hoofdstuk 4: Nationaal inkomen, inflatie en werkloosheid als vertrouwensvariabelen

““I issue, you spend” is not realistic right now, but perhaps could be when trust is restored among euro area member nations.” Boesler. (2012)

4.1. Introductie tot de vier factoren

Wanneer wij onderzoek verrichten naar welke factoren het vertrouwen in de ECB verklaren, dan komen wij telkens weer terecht bij de klassieke factoren: nationaal inkomen (BBP), inflatie en werkloosheid. Dit wordt gestaafd door het feit dat de studie van Fischer & Hahn (2008) telkens weer opduikt in andere studies.

Wanneer wij daarenboven naar het Verdrag betreffende de Werking van de Europese Unie kijken (artikel 3 en 127, opgenomen in bijlage 1), dan merken wij dat de ECB uitdrukkelijk een aantal taken opgelegd krijgt. Zo dient de ECB onder meer in te staan voor het garanderen van prijsstabiliteit (cf. inflatie), het bijdragen tot gebalanceerde economische groei (cf. BBP) en het verzorgen van volledige werkgelegenheid (cf. werkloosheid). Uit deze bevinding kunnen wij dan ook concluderen dat het waarschijnlijk is dat de Europese bevolking naar deze factoren zal kijken om het Europees (monetair) beleid te beoordelen, wat rechtstreeks het vertrouwen in de ECB zal beïnvloeden (Roth, Gros, & Nowak-Lehmann, 2011).

In dit hoofdstuk zullen wij achtereenvolgens het nationale inkomen, de inflatie en het werkloosheidsniveau bespreken in functie van het vertrouwensniveau. Tussenin zullen wij ook kort aandacht schenken aan de Phillips-curve.

4.2. Het nationale inkomen

Volgend op datgene wat onder punt 4.1 vermeld werd, kunnen we stellen dat het aannemelijk is dat de Europese burgers de ECB verantwoordelijk houden voor een dalende groei, en aldus een stabiliserend of zelfs dalend BBP. We kunnen stellen dat het vermoeden luidt: vertrouwen en groei kennen een positief verband. Hoe meer groei, hoe meer vertrouwen men in de ECB zal hebben.

4.2.1. Empirische gegevens

Om het verband tussen vertrouwen en groei na te gaan, zullen wij ons baseren op drie bronnen. In eerste instantie kijken wij naar de studie van Roth et al. (2011) die het effect bekijkt vanuit drie standpunten: voor de crisis, tijdens de crisis, en beide periodes samen genomen. In een tweede fase

kijken wij naar het onderzoek van Fischer & Hahn (2008) dat grotendeels verschilt van het eerste op het gebied van gebruikte data. Roth et al. kozen er voor bi-jaarlijkse informatie te gebruiken, terwijl Fischer & Hahn jaarlijkse informatie gebruiken. Volgens Roth et al. kan hierdoor belangrijke informatie verloren zijn gegaan. Verder verschilt ook de tijdshorizon van de data. Fischer & Hahn gebruiken data van 1999 tot 2004, terwijl Roth et al. data gebruiken tot 2011. Tot slot zullen wij zelf de tweede evoluties (groei en vertrouwen) grafisch plotten om het verband visueel na te gaan.

In de studie van Roth et al. (2011) kwam men tot de conclusie dat er over het algemeen een positief verband bestaat tussen het vertrouwen van de burgers in de ECB en de groei. Echter, zij merkten op dat groei vooral voor de crisisperiode een drijvende factor was. Met een bèta waarde van 2,16 (zie kader 16) en een significantieniveau van 5 procent, kunnen we stellen dat er een duidelijk positief verband bestaat. Wij kunnen dit interpreteren als volgt: tegenover één procent groei staat 2,16 procent vertrouwen. Doch, dit verband ging niet op tijdens de crisisperiode. Voor de periode van 2008 tot 2011 bleek het verband namelijk negatief te zijn: -0,58. Zou dit een signaal zijn naar de ECB toe om aan te geven dat zij niet goed bezig zijn? Dat hun beleid niet langer accuraat is? Het antwoord: er bestaat een logische waarschijnlijkheid. Wanneer wij kijken naar de hele periode (1999-2011), dan merken wij op dat het verband op 1,40 strand. Significant zijnde op 5 procent. De conclusie luidt dan ook als volgt: groei heeft een positief effect dat zich vooral manifesteert tijdens niet-crisisperiodes.

De studie van Fischer & Hahn (2008) toont op haar beurt aan dat in de afgelopen periode (1999-2004) het BBP en het vertrouwen in de ECB sterk met elkaar gecorreleerd waren. Dit statistisch significant zijnde op een 1 procent niveau. Een tweede conclusie die zij uit hun studie konden trekken was dat welvarende landen over het algemeen meer vertrouwen hadden in de ECB dan niet welvarende. – Dit laatste wijst in de richting van het bestaan van een mogelijke invloed van lokale verschillen waarop wij in 0 dieper ingaan.

Fischer & Hahn hielden het echter niet bij één regressieanalyse, maar opteerden er voor om tot zes verschillende regressies te laten lopen. De eerste twee regressie hebben wij reeds besproken, deze onderzochten het effect tussen het vertrouwen en het BBP (vertraagd met 1, respectievelijk 2 periodes), telkens rekening houdend met de populatie (vertraagd).

In een derde en vierde regressie, waar zij het BBP als variabele vervingen door BBP groei (normaal, respectievelijk vertraagd), bleek er niet langer een effect te zijn. Om het duidelijker te stellen: BBP groei lijkt geen effect te hebben op het vertrouwen van de bevolking in de ECB. Echter, zij merken op dat dit te wijten kan zijn aan het feit dat ze een onvoorwaardelijke BBP groei overheen de verschillende landen met elkaar vergeleken. – Merken wij hierbij op dat de groei van het BBP grotendeels afhangt van de bevolkingsgrootte en de economische groeifase waarin een land zich bevindt.

In hun vijfde en zesde regressie hielden zij hier dan ook grotendeels rekening mee door zowel het BBP (vertraagd) en de BBP groei als variabele op te nemen, respectievelijk BBP (vertraagd met 2 periodes) en BBP groei (vertraagd), waardoor zij tot de conclusie kwamen dat nationale rijkdom een

belangrijke vertrouwens-bouwende factor is. Zij besluiten in dit kader dan ook dat hogere groeiratio's positief bijdragen tot het nationale vertrouwen in de ECB.

Kader 16: Regressie uitkomsten betreffende BBP

Roth et al.

Periode	Bèta-waarde		Significantie
1999-2008	2,16	2,21	p < 0,05
2008-2011	-0,58	-0,75	p > 0,11
1999-2011	1,40	2,09	p < 0,05

Fischer & Hahn

Variabele	1	2	3	4	5	6
BBP (lagged)	0,853** [4,89]				0,890** [4,66]	
BBP (lagged by 2)		0,705** [3,64]				0,871** [4,60]
BBP groei			-411 [1,20]		156 [0,50]	
BBP groei (lagged)				418 [1,39]		0,788** [2,93]
Bevolking (lagged)	-2,826** [3,34]	-2,824** [2,78]	-612 [0,70]	235 [0,30]	-2,738** [3,15]	-2,904** [3,06]
Constante	38,041** [2,99]	39,535* [2,60]	10552 [0,74]	-331 [0,26]	36,230** [2,72]	39,139** [2,75]

** 1 procent significantieniveau, * 5 procent significantieniveau

(Voor meer informatie zie pagina 9 tot 11 en p26 in "Has the Financial Crisis eroded Citizens' Trust in the European Central Bank?" van Roth, Gros, & Nowak-Lehmann, 2011)

Bron: Roth et al. (2011) - Fischer & Hahn (2008)

Conclusie van het verhaal: beide studies tonen aan dat een positieve evolutie in het BBP bijdraagt tot meer vertrouwen in de ECB. In kader 16 vatten wij de uitkomsten van de regressies samen.

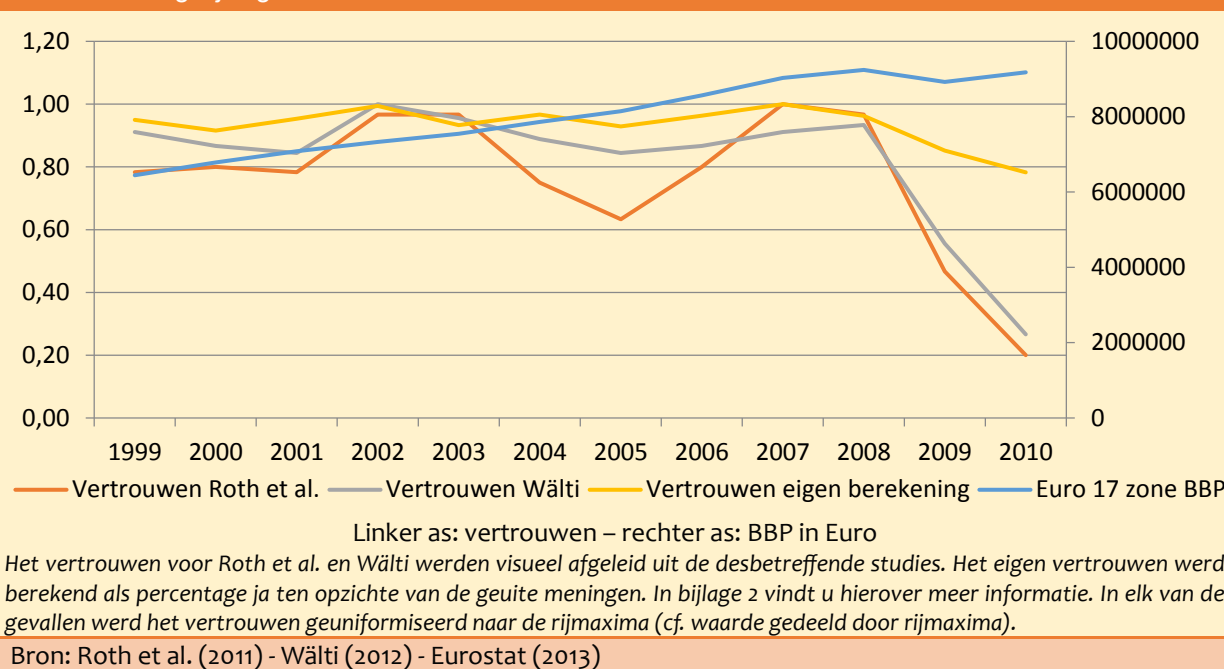
Op basis van deze gegevens kunnen wij concluderen dat er een positief verband bestaat tussen de macro-economische (groei van het) BBP en het vertrouwen dat mensen in de ECB hebben. Wanneer wij, zoals de afgelopen jaren, in een crisissituatie zitten, dan zal dit resulteren in een dalend vertrouwen in de ECB. In kader 6 onder punt 2.2 op pagina 16, kon u reeds merken dat het vertrouwen daalde vanaf 2008.

Wanneer wij deze gegevens uniformiseren en grafisch weergeven dan zien wij duidelijk dat het Europees BBP sinds 2008 niet langer gestegen is. In 2009 kende het Europees BBP zelfs een daling. In 2010 bereikte het terug ongeveer de waarde van 2008. Van een stijging was geen sprake. Wij merken daarnaast op dat het vertrouwen in elk van de gevallen vanaf 2008 daalde. In onze eigen berekening was dit minder dan in deze van de studies. De reden hiertoe ligt ongetwijfeld in de

gebruikte data. Dit verklaart ook het verschil tussen het vertrouwen dat Roth et al. waarnamen en dat van Fischer & Hahn.

Uit deze bevindingen blijkt dus empirisch dat het BBP een positieve relatie kent met het vertrouwen van de Europese burger in de ECB.

Kader 17: Vergelijking BBP met vertrouwen



4.2.2. Relatie met het beleid

Nu wij weten dat er een positief verband bestaat tussen het vertrouwen van de mensen in de ECB en het BBP, dienen wij na te gaan in welke mate de ECB invloed kan uitoefenen op dit BBP. En in welke mate zij dit de afgelopen jaren heeft gedaan, om op die wijze een beeld te schetsen van het beleid dat de ECB op dit moment voert.

Wanneer wij kijken naar de instrumenten van de ECB dan denken wij onmiddellijk aan de rentevoet. Zoals wij in punt 3.1 reeds zagen kan de ECB door het verlagen van de rente de groei proberen te stimuleren. De ECB probeerde dit de afgelopen jaren dan ook met als gevolg dat dit instrument vandaag de dag zo goed als uitgeput is (cf. liquiditeitsval). Daarnaast blijkt uit de gegevens dat de groei niet sterk is aangewakkerd. Hierdoor lijkt dit instrument dan ook ongeschikt te zijn om in de toekomst verder te blijven gebruiken⁶.

Een tweede monetair instrument dat gelijkaardig is aan het eerste, is het verhogen van de geldhoeveelheid – vaak manipuleert men op deze wijze de rentevoet. – Ook hierdoor zal de groei positief worden beïnvloed. Echter, zoals wij in het hypothetisch voorbeeld in kader 1 op pagina 4 reeds zagen, kan ook dit niet altijd het gewenste effect teweeg brengen. U herinnert zich vast nog wel

⁶ In latere hoofdstukken (voornamelijk 6 en 9) zullen wij nagaan of dit echt zo is.

de beslissing van het ECB-bestuur van 2009 om leningen op te kopen om de financiële sector te ondersteunen. Deze beslissing kan ertoe leiden dat men geld zou bijdrukken (ECB is bereid om geld bij te drukken, 2009).

Deze twee korte beleidselementen tonen aan dat de ECB steeds meer van haar “normale” beleid dient af te wijken. Verwijzen wij ter ondersteuning van dit argument naar de ECB-feiten presentatie (ECB Feiten-presentatie, 2012). – Zie kader 18. – Hieruit blijkt dat sommige beleidsmaatregelen expliciet als tijdelijk dienen te worden beschouwd. In mei 2010 heeft de ECB het SMP echter moeten inschakelen aangezien de normale middelen niet langer voldoende waren. Later zullen wij hier dieper op ingaan.

Kader 18: Programma voor de effectenmarkt (cf. SMP)

Het programma voor de effectenmarkt streeft ernaar het hoofd te bieden aan ernstige spanningen in bepaalde marktsegmenten, die het transmissiemechanisme van het monetair beleid hinderen.

- Rechtstreekse aankopen door de centrale banken van het Eurosysteem op de secundaire markt voor beleenbare verhandelbare schuldinstrumenten.
- Volledige ‘sterilisatie’ van de extra liquiditeit door middel van een wekelijkse (variabele-rente)tender
- De Raad van Bestuur neemt een besluit over de omvang van de interventies.
- Het programma is als tijdelijk bedoeld.

Bron: ECB feiten presentatie (2012)

4.3. Intermezzo: de Phillips curve

De Phillips curve geeft het negatieve verband weer tussen de doelstellingen prijsstabiliteit en volledige werkgelegenheid (Van Poeck, 2007). De eerste doelstelling zal tot uiting komen in de inflatie, de twee in de werkloosheidsgraad. In andere woorden betekent dit dat de beleidsmakers op korte termijn een keuze dienen te maken tussen een hogere inflatie met lagere werkloosheid, of een lagere inflatie met hogere werkloosheid. Sommige literatuur beweert dat deze keuze evolueert met de politieke cyclus die een land kent, maar daar gaan wij niet verder op in.

Wat we wel dienen op te merken, alvorens de bespreking te starten, is dat er verschillende visies zijn op het Phillips-model (Riley, 2006).

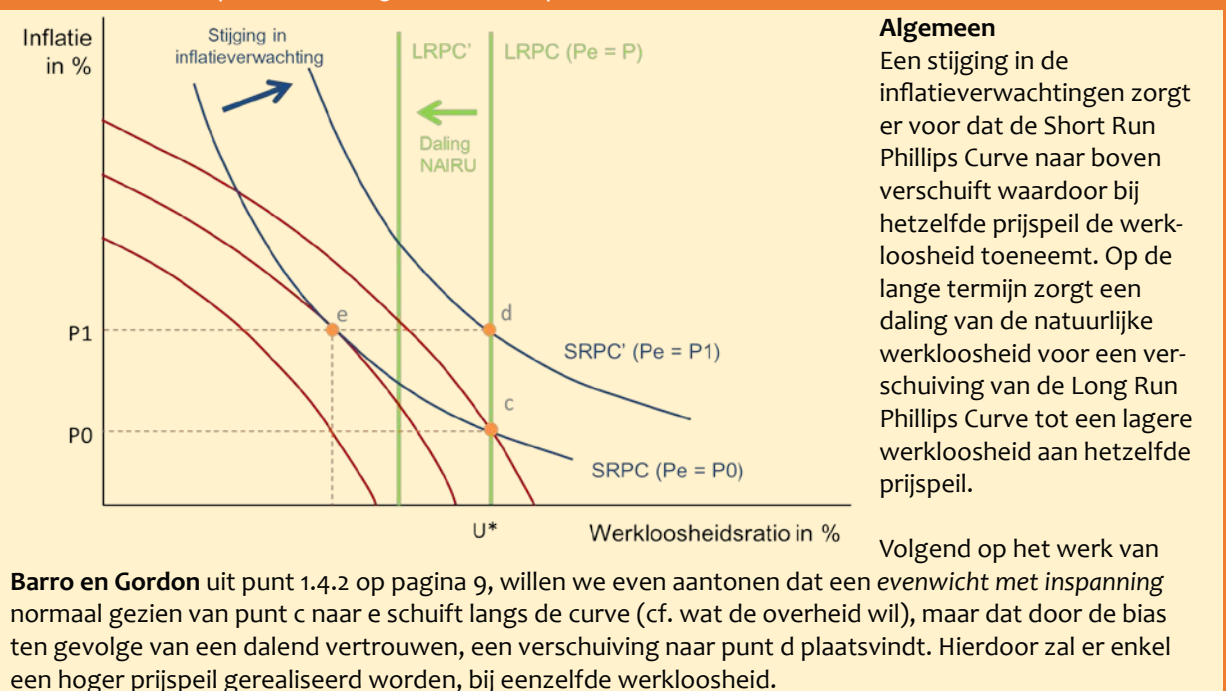
Op de korte termijn zal er een afruil plaatsvinden tussen de inflatie en de werkloosheid. Merken we op dat we hier spreken over de werkelijke inflatie en de werkelijke werkloosheid. Politieke beleidsmakers, waaronder de ECB aangezien zij met haar rentevoet de economische situatie kan beïnvloeden, kunnen aldus op korte termijn een hogere inflatie (opwekken) om zo de werkloosheid terug te dringen (en de groei te stimuleren). Op lange termijn zou dit effect door het stabiliseren van de economie (cf. restrictief beleid) teruggedrongen kunnen worden.

Echter, er is een element waar wij rekening mee dienen te houden alvorens dergelijke uitspraken over de toekomst kunnen uitgesproken worden. Mensen kunnen namelijk door de veranderende economische omstandigheden hun verwachtingen bijstellen. Hierdoor kan de verwachte inflatie hoger komen te liggen dan de werkelijke inflatie. Belangrijk hierbij is dat de oorspronkelijke Phillips-curve geen rekening houdt met inflatieverwachtingen. Wanneer zij dit wel doet dan krijgen wij in plaats van een convexe, een concave relatie tussen werkloosheidsgraad en inflatieverwachting.

Friedman was een van de eerste die rekening hield met deze inflatieverwachtingen. Hij aanvaardde het feit dat er iets als een Phillips-curve bestond op de korte termijn, maar dat hij op de lange termijn verticaal was. Er zou met andere woorden op lange termijn niet langer een afruil zijn tussen inflatie en werkloosheid. De reden die hij hiervoor aankaarte was het feit dat mensen hun inflatieverwachtingen aanpassen aan de inflatie die zij op het huidige moment ervaren. Het gevolg hiervan is dat zij, indien zij een hogere inflatie ervaren, hogere lonen gaan vragen waardoor de prijzen zullen stijgen, en de inflatie uiteindelijk daadwerkelijk zal stijgen. In dit verband spreken we dan ook over de *expectations-augmented Phillips Curve*, welke expliciet rekening houdt met deze inflatieverwachtingen (Riley, 2006).

Op de lange termijn wordt er verondersteld dat de Phillips curve verticaal is. De reden hiertoe is dat er steeds een bepaalde mate van natuurlijke werkloosheid (NAIRU) zal blijven bestaan, waardoor wij steeds terugkeren naar hetzelfde niveau van werkloosheid, weliswaar aan een mogelijk hogere inflatie. Echter, dit neemt niet weg dat het niveau van de NAIRU naar verloop van tijd kan dalen en de LRPC (Long Run Phillips Curve) naar links zal verschuiven.

Kader 19: The Expectations-augmented Phillips curve



Algemeen

Een stijging in de inflatieverwachtingen zorgt er voor dat de Short Run Phillips Curve naar boven verschuift waardoor bij hetzelfde prijspeil de werkloosheid toeneemt. Op de lange termijn zorgt een daling van de natuurlijke werkloosheid voor een verschuiving van de Long Run Phillips Curve tot een lagere werkloosheid aan hetzelfde prijspeil.

Volgend op het werk van

Barro en Gordon uit punt 1.4.2 op pagina 9, willen we even aantonen dat een *evenwicht met inspanning* normaal gezien van punt c naar e schuift langs de curve (cf. wat de overheid wil), maar dat door de bias ten gevolge van een dalend vertrouwen, een verschuiving naar punt d plaatsvindt. Hierdoor zal er enkel een hoger prijspeil gerealiseerd worden, bij eenzelfde werkloosheid.

Bewerkte grafiek gebaseerd op Riley (2006) en Van Poeck (2007)



Definitie

Phillips curve:

- Negatief convex verband op korte termijn tussen inflatie en werkloosheid
- Negatief concaaf verband op korte termijn tussen verwachte inflatie en werkloosheid. Verschuiving omhoog bij convex verband.
- Verticaal verband op lange termijn

4.4. De inflatie

Nu wij kort de Phillips curve hebben herhaald, kunnen wij overgaan tot het verband tussen inflatie en vertrouwen.

Eén van de voornaamst doelstellingen van de ECB is het handhaven van prijsstabiliteit. Zoals iedere econoom weet betekent de term prijsstabiliteit hetzelfde als het vermijden van sterke inflatie. Wanneer wij pure logica toepassen dan is het redelijk voor de hand liggend dat de ECB verantwoordelijk zal worden gehouden voor hoge inflatie, waardoor mensen hun vertrouwen in de ECB kunnen verliezen.

4.4.1. Empirische gegevens

Uit de studie van Fischer & Hahn (2008) blijkt dat het vooral de huidige inflatie ($-0,035$ – significant op 10 procent), eerder dan de inflatie van een periode eerder (-7 – niet significant) het vertrouwen van de mensen in de ECB bepaalt. Wanneer zij daarentegen beide parameters opnemen dan merken zij dat geen van de variabelen nog significant is, doch het negatief verband blijft zichtbaar (zie kader 20). Hun conclusie is dan ook zeer rechtlijnig. Het lijkt er op dat het negatief verband er weldegelijk is.

De studie van Roth et al. (2011) toont tevens een negatief verband aan, al is bij hen het verband beduidend signifikanter. Een reden hiervoor ligt te vinden in het verschil aan tijdsbestek tussen de twee studies. Waar Fischer & Hahn enkel data van 1999 tot 2004 bekeken, nemen Roth et al. data van 1999 tot 2011 in acht.

Uit het onderzoek blijkt dat inflatie in de periode tot 2008 een effect had van $0,15$. Dit effect is zeer laag, en positief. Echter, we moeten opmerken dat het verband niet significant is op de door hen getoetste 11 procent. Echter, in de crisisperiode van 2008 tot 2011 bleek het effect van inflatie op vertrouwen heel wat groter te zijn: $-2,20$. Dit met een significantieniveau van maar liefst 1 procent. Wij kunnen hieruit concluderen dat de inflatie het vertrouwen in de ECB sterk beïnvloed heeft. Als wij tot slot kijken naar de hele periode dan merken wij een waarde van $-0,65$ op. Deze waarde is nog steeds significant op 1 procent.

De conclusie is dan ook duidelijk. Uit de studie van Roth et al. blijkt dat er een negatieve relatie bestaat tussen inflatie en het vertrouwen dat mensen in de ECB hebben. Merken wij op dat wij hier spreken over de werkelijke inflatie en niet de verwachte.

Kader 20: Regressie uitkomsten betreffende inflatie

Roth et al.

Periode	Bèta-waarde		Significantie
1999-2008	0,15	0,93	p > 0,11
2008-2011	-2,20	-3,02	p < 0,01
1999-2011	-0,65	-3,64	p < 0,01

Fischer & Hahn

Regressie	inflation	inflation ²	inflation (lagged)	inflation ² (lagged)	BBP (lagged)	Bevolking (lagged)	Constante
1	-0,035 ⁺ [1,73]	4 [1,19]			0,873** [5,05]	-2,761** [3,23]	36,811** [2,86]
2			-7 [0,28]	-1 [0,36]	0,864** [4,97]	-2,552** [2,96]	33,439 [2,57]
3	-34 [1,36]	4 [1,01]	1 [0,33]	-3 [0,69]	0,879** [5,04]	-2,621** [2,99]	34,458* [2,61]

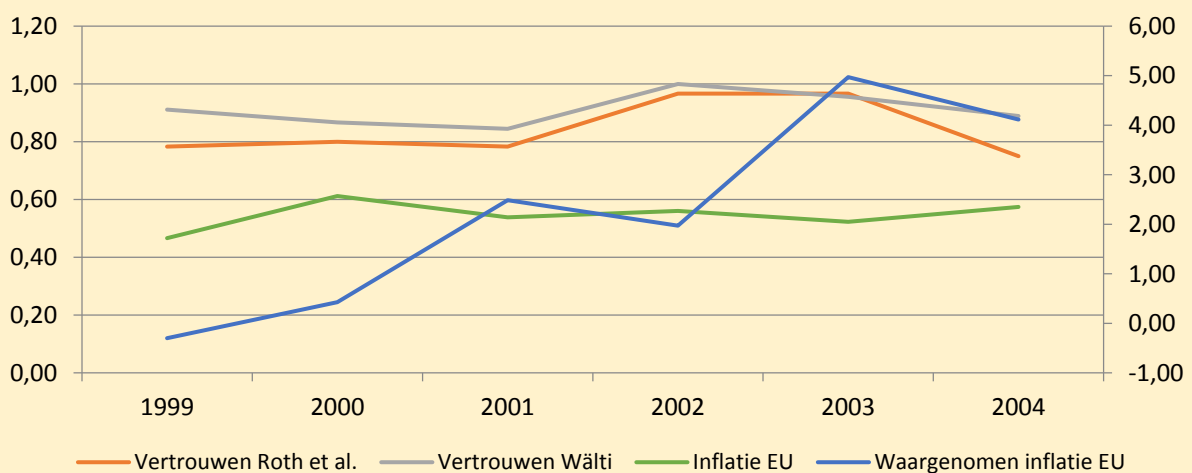
** 1 procent significantieniveau, * 5 procent significantieniveau, + 10 procent significantieniveau

(Voor meer informatie zie pagina 11 tot 12 en p27 in "Has the Financial Crisis eroded Citizens' Trust in the European Central Bank?" van Roth, Gros, & Nowak-Lehmann, 2011)

Bron: Roth et al. (2011) - Fischer & Hahn (2008)

Volgend op laatste opmerking kunnen wij stellen dat wanneer mensen een hoog niveau van inflatie ervaren, hun verwachtingen zich hieraan zullen aanpassen. Dit bespreken wij reeds in punt 4.3. Het lijkt ons dan ook interessant om een grafiek weer te geven waaruit af te leiden valt hoe de mensen de inflatie waarnamen, en hoe hij in werkelijkheid was. Op Europees niveau doen wij dit in kader 21 en voor Nederland in kader 22.

Kader 21: Verband tussen gevoels- en werkelijke inflatie, en vertrouwen



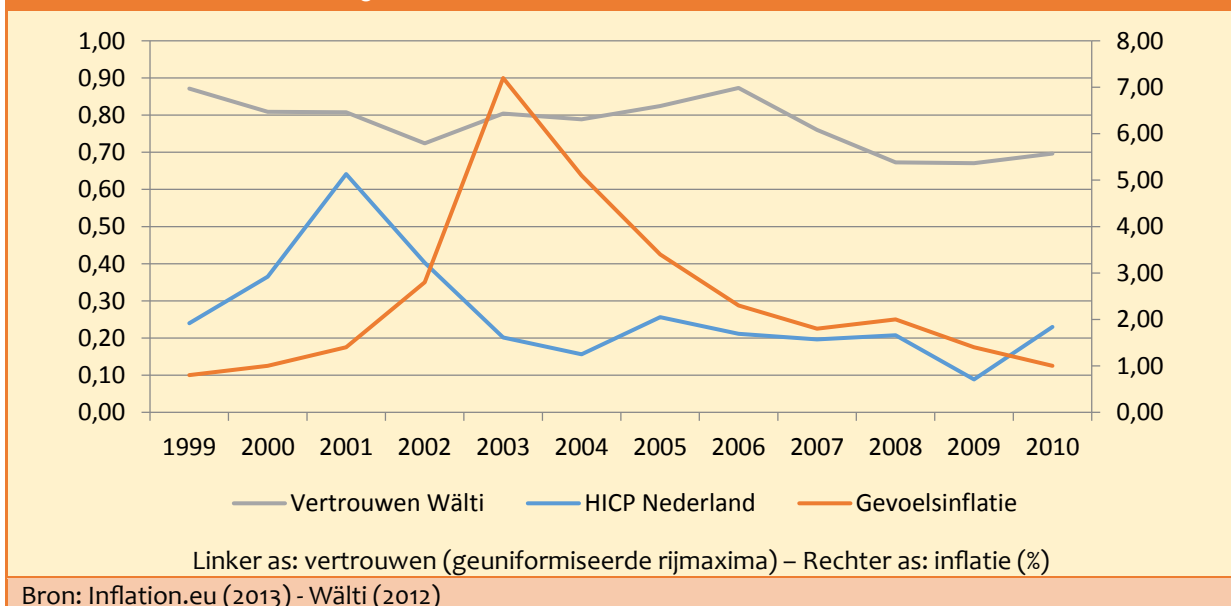
Linker as: vertrouwen (geuniformiseerd naar rijmaxima) – Rechter as: inflatie (%)

Bron: Inflation.eu (2013) - Directoraat-generaal voor economische en financiële aangelegenheden (2004, p. 88) - Roth et al. (2011) - Wälti (2012)

Op Europees niveau zien we dat in de beginjaren na de introductie van de Euro, de kloof tussen de gemeten en ervaren inflatie sterk toenam. Echter, wanneer wij kijken naar het geüniformeerde vertrouwen (cf. uitleg berekening vertrouwen in kader 17) dan zien wij niet onmiddellijk een relatie optreden. Herinnert u zich de bèta waarde uit het onderzoek van Fischer & Hahn (2008) nog? Deze bedroeg slechts -0,035 en was enkel op 10 procent significant. Dit komt in zekere mate tot uiting in de grafiek.

Wanneer wij vervolgens kijken naar de Nederlandse gegevens, dan merken wij dat het vertrouwen een daling kende tussen 1999 en 2005. Wat ook opvalt, is dat net in die periode er een groot verschil bestond tussen de gevoelsinflatie (GI) en de HICP (werkelijke). Echter, vanaf 2007 daalde het vertrouwen sterk, ondanks het feit dat de beide inflaties slechts weinig van elkaar verschillen. Wat wel opvalt, is dat de gevoelsinflatie tot eind 2009 boven de werkelijke bleef liggen.

Kader 22: Visuele voorstelling van de relatie tussen vertrouwen en inflatie



Onze conclusie voor Nederland luidt dan ook als volgt: over het algemeen lijkt het vertrouwen onder normale omstandigheden beïnvloed te worden door de kloof tussen de HICP en de GI. Echter, de crisis heeft, ondanks de dalende kloof tussen de HICP en de GI, gezorgd voor een dalend vertrouwen. In de lijn met de resultaten van Roth et al. dienen wij dit te interpreteren als volgt: de crisis versterkt de negatieve relatie tussen inflatie en vertrouwen, waardoor een kleine kloof tot een sterkere daling zal leiden.

4.4.2. Relatie met het beleid

De inflatie (werkelijke op het moment, alsook gevoelsinflatie) lijkt aldus een invloed te hebben op het vertrouwen dat mensen in de ECB hebben. Dit is niet verwonderlijk aangezien de ECB expliciet

verantwoordelijk wordt gesteld voor het behouden van de prijsstabiliteit. Het is dan ook belangrijk om deze stabiliteit te allen tijde te behouden. Wanneer de ECB in een crisisperiode een massa aan geld zou bijdrukken, om zo de economie te stimuleren, dan zou de tot gevolg hebbende stijging van de prijzen, kunnen leiden tot een daling van het vertrouwen waardoor het beleid niet langer op zijn plaats lijkt te zijn. De ECB dient aldus bij het kiezen van haar beleid rekening te houden met de gevolgen voor de inflatie. Uiteraard dienen wij hier op te merken dat inflatie gepaard gaat met groei. De vraag is dan ook welke relatie het sterkste is. Laten wij in dit verband kijken naar de uitkomsten van de regressie uitgevoerd door Roth et al. over de tijdsperiode 1999-2011. Zij vonden voor groei een bèta waarde van 1,40 significant op 5 procent, en een bèta waarde van -0,65 voor inflatie, significant op 1 procent. Wanneer wij deze vergelijken dan kunnen we concluderen dat het netto effect positief is wanneer de groei sterker is dan de inflatie. In het omgekeerde geval dient men op te passen! In kader 23 vindt u een aantal situaties.

Kader 23: Inflatie versus groei: wanneer beleid uitvoeren?

Groei (%)	Inflatie (%)	Resultaat	Beleid doen?
3	1	3,55	Ja
2	1	2,15	Ja
1	1	0,75	Ja
1	2	0,1	Ja
1	3	-0,55	Nee
2	3	0,85	Ja

In de latere hoofdstukken zullen wij de verschillende beleidsopties bespreken en nagaan welke geschikt zijn en welke niet. Laten wij nu eerst overgaan naar het verband met de werkloosheid.

4.5. De werkloosheid

In eerste instantie kunnen we ons de vraag stellen in welke mate werkloosheid het vertrouwen in de ECB kan beïnvloeden. Op het eerste zicht lijkt er namelijk geen reden te zijn waarom we de ECB hiervoor “verantwoordelijk” zouden houden. Zij hebben namelijk niet de opdracht om de werkloosheid te beperken. Echter, aangezien de ECB verantwoordelijk wordt geacht om bij te dragen aan de economische groei, en deze niet los kan worden gezien van het werkloosheidsniveau, is er reden om aan te nemen dat ook de mate van werkloosheid het vertrouwen van de burgers in de ECB kan beïnvloeden. Wanneer wij deze logica verder zetten dan verwachten wij een negatief verband te zien tussen werkloosheid en vertrouwen. Met name: een hoger niveau van werkloosheid (cf. lagere tot negatieve groei) zou gepaard moeten gaan met een lager niveau van vertrouwen.

4.5.1. Empirische gegevens

Laten wij opnieuw kijken naar de twee studies die wij eerder reeds aangehaald hebben, beginnende met de studie van Roth et al. (2011). Zij komen tot de conclusie dat er in de periode voor de crisis (1999 tot 2008) geen significant verband bestond tussen werkloosheid en het vertrouwen in de ECB. Zij kwamen een waarde uit van 0,13 die niet significant was op een waarde onder de 11 procent. Op zich is dit niet verbazingwekkend, dit aangezien we een positieve waarde uitkomen, die niet in de lijn met onze verwachtingen ligt.

Echter, wanneer wij kijken naar de crisisperiode, waarin er een hoog niveau van werkloosheid was in veel Europese landen, dan zien wij een waarde van -3,98 opduiken die significant is op 1 procent. Hieruit kunnen we concluderen dat de (toegenomen) werkloosheid een sterke invloed heeft gehad op het vertrouwen. Wanneer wij deze waarde vergelijken met de invloed van de inflatie (-2,20 significant op 1 procent) en deze van de groei (-0,58 niet significant), dan merken wij dat het effect bijna dubbel zo groot is als dat van bijvoorbeeld de inflatie, al heeft dit op zich weinig betekenis.

Kijken wij tot slot naar de hele periode (1999 tot 2011), dan verkrijgen wij een waarde van -1,99 die significant is op 1 procent. Over het algemeen blijkt de werkloosheid aldus toch negatief gecorreleerd te zijn met het niveau van vertrouwen in de ECB. Wel merken we op dat dit verband zich vooral in tijden van crisis manifesteert, terwijl het in gewone tijden getemperd wordt.

Op basis van deze gegevens kunnen wij concluderen dat inflatie en werkloosheid volgens de studie van Roth et al. (2011) vooral tijdens de crisisperiodes een invloed hebben gehad op de mate van vertrouwen dat mensen in de ECB hebben.

Net zoals bij de vorige factoren kijken wij ook nu naar de studie van Fischer & Hahn (2008) die enkel gegevens van 1999 tot 2004 omvat, wat, als we de conclusie vanuit de studie van Roth et al. (2011) dienen te volgen, hoogstwaarschijnlijk tot uiting zal komen in een zwakker verband. Dit lijkt inderdaad het geval te zijn. In het slechts twee van hun vier regressies (waarin werkloosheid wordt opgenomen) is een significant verband terug te vinden.

In hun eerste regressie, waarin zij de wijziging in het niveau van werkloosheid opnemen, komen zij een waarde van -23 uit welke niet significant is op een waarde onder de 10 procent. In hun tweede regressie, waar zij de wijziging in werkloosheid met één periode verlaten, komt men een waarde uit van -44, welke eveneens niet significant is. In een derde regressie nemen zij de werkelijke waarde van de werkloosheid op, verlaat met één periode. De waarde bedraagt 0,083 en is significant op 5 procent. Dit vormt geen verrassing aangezien wij in de studie van Roth et al. (2011) reeds een licht positieve waarde tegenkwamen. De studie van Fischer & Hahn bevestigen dit alleen maar. Tot slot voerden ze nog een regressie uit waarin zowel de wijziging in werkloosheid als de werkelijke waarde van werkloosheid verlaat met één periode werden opgenomen. De respectievelijke waarden zijn -11 (niet significant) en 0,082 (significant op 5 procent). Opnieuw wordt de voorgaande conclusie bevestigd.

Kader 24: Regressie uitkomsten betreffende werkloosheid

Roth et al.

Periode	Bèta-waarde		Significantie
1999-2008	0,13	0,15	p > 0,11
2008-2011	-3,98	-5,23	p < 0,01
1999-2011	-1,99	-3,30	p < 0,01

Fischer & Hahn

Regressie	Δ werkloosheid	Δ werkloosheid (lagged)	werkloosheid (lagged)	BBP (lagged)	Bevolking (lagged)	Constante
1	-23 [0,44]			0,868** [4,96]	-2,634** [2,90]	34,773* [2,53]
2		-44 [0,88]		0,824** [4,52]	-2,335* [2,37]	30,343* [2,04]
3			0,083* [2,10]	0,941** [5,52]	-2,729 [3,30]	35,420** [2,84]
4	-11 [0,22]		0,082* [2,05]	0,938** [5,42]	-2,668 [3,03]	34,451* [2,58]

** 1 procent significantieniveau, * 5 procent significantieniveau, + 10 procent significantieniveau

Opmerking: de variabele « Werkloosheid (lagged by 2) » werd uit de tabel weggelaten aangezien er geen waarden zijn ingevuld in de originele tabel.

(Voor meer informatie zie pagina 11 tot 12 en p27 in “Has the Financial Crisis eroded Citizens' Trust in the European Central Bank?” van Roth, Gros, & Nowak-Lehmann, 2011)

Bron: Roth et al. (2011) - Fischer & Hahn (2008)

Op basis van beide studies kunnen we concluderen dat er voor de crisis beginnende in 2008 (Kingsley, 2012) een licht positief verband bestond tussen werkloosheid en het niveau van vertrouwen in de ECB. Echter, dit verband kan niet als significant worden beschouwd, aangezien de gegevens van de studie van Fischer & Hahn slechts een periode van vijf jaar beslaat, en de studie van Roth et al. – die een langere periode behelst – tevens geen duidelijk significant verband aantoonde. In de crisisperiode werd het verband plotseling sterk negatief en bleek het niveau van werkloosheid het niveau van vertrouwen negatief te beïnvloeden. De conclusie is dan ook duidelijk: werkloosheid beïnvloedt enkel in tijden van crisis het niveau van vertrouwen in de ECB.

Tot slot willen we in het kader van deze verrassende bevindingen nog verwijzen naar een uitgebreid onderzoek van Fischer & Hahn (2008) betreffende het effect van het arbeidsmarktbeleid, dat wij kunnen classificeren als een lokaal effect. Fischer & Hahn besloten om een aantal extra regressies te laten lopen waarin zij de factoren “werkloosheidsuitgaven (verlaat met één periode)” en/of “uitgaven in het kader van het arbeidsmarktbeleid” opnamen naast de reeds genoemde factoren. Zij kwamen hierbij tot de conclusie dat deze tweede factor, op 1 procent significant zijnde, een invloed heeft van rond de -0,110 op het vertrouwen van de mensen in het beleid. De werkloosheidsuitgaven hebben een positief verband, maar zijn enkel significant op 5 procent wanneer deze variabele samen met de tweede wordt opgenomen in de regressie. De waarde komt in dat geval uit op 0,083.

Kader 25: Overheidsuitgaven in het kader van werkloosheid

Fischer & Hahn

Regressie	werklo. uitga. (lagged)	arbeidsm. uitga. (lagged)	werklo. (lagged)	infla.	infla. ²	BBP (lagged)	Popu. (lagged)	Con-stante
1			0,083* [2,10]	-0,036 ⁺ [1,84]	5 [1,42]	0,941** [5,52]	-2,729** [3,30]	35,420** [2,84]
2	65 [1,58]		41 [0,87]	-0,039 ⁺ [2,01]	5 [1,48]	0,941** [5,60]	-3,112** [3,66]	41,759** [3,23]
3		-0,105** [2,80]	0,122** [3,07]	-26 [1,38]	3 [0,97]	0,992** [6,16]	-3,078** [3,92]	40,476** [3,42]
4	0,083* [2,18]	-0,117** [3,20]	72 [1,63]	-29 [1,56]	3 [1,01]	0,998** [6,43]	-3,610** [4,54]	49,188** [4,07]

** 1 procent significantieniveau, * 5 procent significantieniveau, + 10 procent significantieniveau

(Voor meer informatie zie pagina 12 tot 14 en p28 in "Has the Financial Crisis eroded Citizens' Trust in the European Central Bank?" van Roth, Gros, & Nowak-Lehmann, 2011)

Bron: Roth et al. (2011) - Fischer & Hahn (2008)

De conclusies luiden dan ook als volgt⁷:

- Actief arbeidsmarktbeleid (Regressie 3): Hoe meer uitgaven er zijn in het kader van een actief arbeidsmarktbeleid, hoe lager het niveau van vertrouwen in de ECB zal zijn voor elk niveau van werkloosheid. Volgens Fischer & Hahn zou een streng actief marktbeleid een signaal vormen voor de burgers dat tijdelijke werkloosheid een serieus probleem is, en dat dit gepaard kan gaan met een algemene grijzere kijk op de economische ontwikkeling.
- Actief arbeidsmarktbeleid met werkloosheidsuitgaven (Regressie 4): Elk niveau van overheidsuitgaven heeft een invloed op het vertrouwen van mensen in de ECB, maar hierdoor wordt de invloed van de werkloosheid op zich niet langer significant geacht.
- Conclusie: Een sterke aanwezigheid van sterke nationale economische stabilisatoren kunnen leiden tot een dalende druk voor de ECB om op te treden in economisch slechtere tijden.

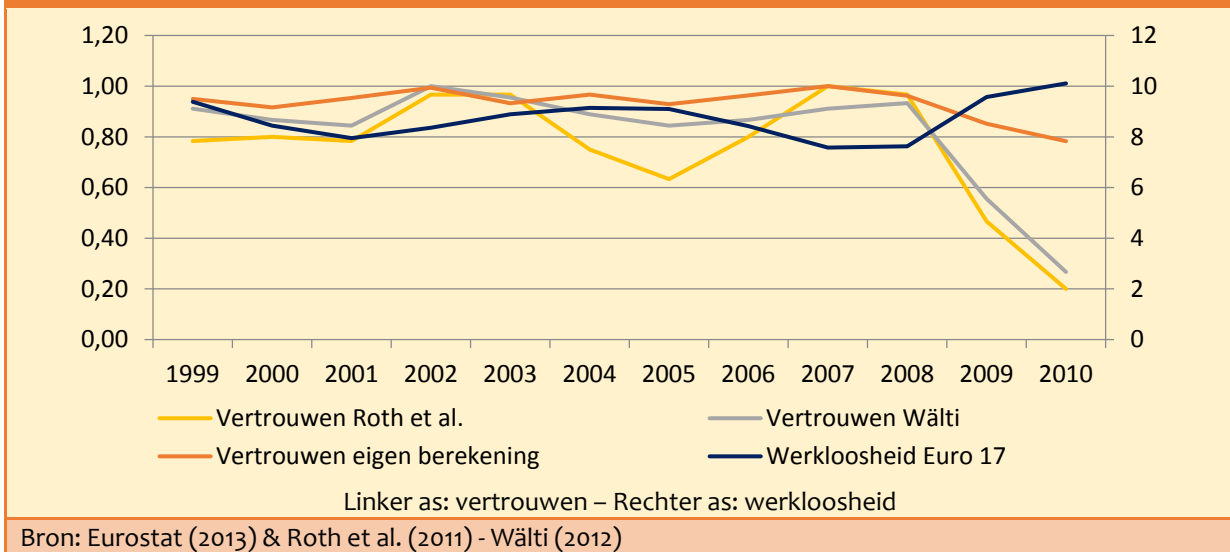
Het lokale beleid, in dit geval het beleid in het kader van de werkloosheid – bestaande uit het actief arbeidsmarktbeleid en het werkloosheidsbeleid – hebben aldus een significante invloed op het vertrouwen van mensen in de ECB en schakelen in zekere zin de invloed van het werkloosheidsniveau uit. Houden wij ons wel in het achterhoofd dat deze conclusie gebaseerd is op cijfers uit een normale periode en niet een crisisperiode⁸.

Tot slot geven wij hieronder nog visueel de Euro 17 werkloosheidsratio weer samen met de drie berekeningen rond vertrouwen.

⁷ Deze conclusie werden onttrokken uit het werk van Fischer & Hahn, 2008, pagina 13 en 14.

⁸ Er kan bij deze conclusie opgemerkt worden dat de gegevens waarop de regressies uitgevoerd werden een te beperkte periode omvatten om echt veralgemeenbare conclusies te trekken die we kunnen extrapoleren naar later tijdstippen zoals de crisisperiode, daarin kunnen bepaalde effecten namelijk wijzigen.

Kader 26: Verband tussen werkloosheid, en vertrouwen

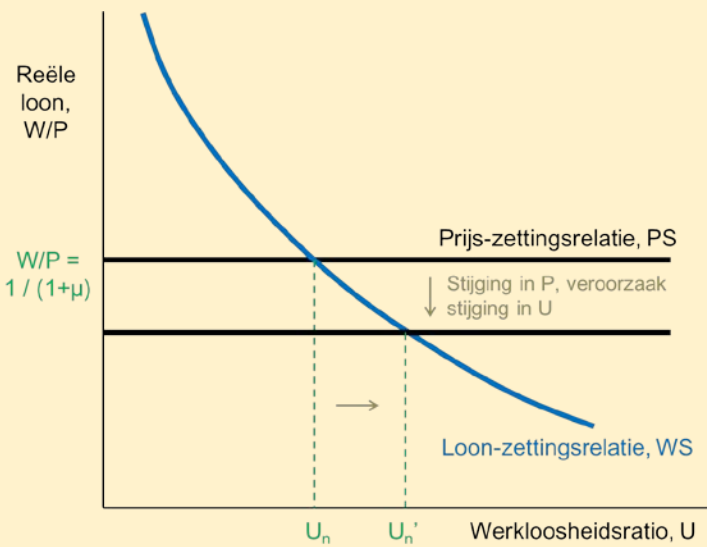


4.5.2. Relatie met het beleid

In voorgaande paragrafen zijn wij tot de conclusie gekomen dat werkloosheid op zich weinig invloed heeft op het vertrouwen dat mensen hebben in de ECB, met uitzondering van crisistijden. Daarenboven kunnen we niet onmiddellijk afleiden in welke mate de ECB direct een invloed kan hebben op de mate van werkloosheid, behoudens deze die ontstaat ten gevolge van een slechte conjunctuur. De ECB zal op zich dan ook geen grote functie hebben bij het wegwerken van de zogenaamde structurele en frictionele werkloosheid. De conjuncturele werkloosheid kan zij beperken door economische groei te faciliteren, waardoor wij bijgevolg kunnen verwijzen naar het topic “Relatie met het beleid” onder het onderwerp “Het nationale inkomen” zoals besproken in punt 4.2.2.

Wij mogen echter niet vergeten dat de bewegingen op de arbeidsmarkt, welke voor een groot deel ook het niveau van werkloosheid zullen bepalen, afhankelijk zijn van het prijspeil dat op een gegeven moment speelt. Het reële loon is met name gelijk aan W/P . Herinnert u zich ook nog uit punt 3.1.3 dat het arbeidsmarktmodel, waaruit de AS-functie is afgeleid, het verband weergaf tussen de werkloosheidsgraad (U) en het reële loon (W/P). Het evenwicht werd daarbij bepaald door de prijs- en loonzettingscurve. Wij vermeldden toen reeds dat wanneer de output steegt, de werkgelegenheid zal toenemen waardoor de werkloosheid daalt. Wat op zijn beurt leidde tot een toename in de nominale lonen waardoor de prijs steeg. Het is aldus voorbarig te stellen dat de ECB op geen enkele wijze invloed uitoefent op het werkloosheidsniveau. Zij doet dit namelijk indirect door de groei te stimuleren en het prijspeil te controleren (cf. rond de twee procent houden).

Kader 27: Effect van stijgend prijspeil op werkloosheid in het loonvormingsmodel



Veronderstel dat bedrijven meer winst willen maken en daardoor de prijzen verhogen. Hierdoor zal je reële loon (wanneer je nominale gelijk blijft) dalen. Dit resulteert in een daling van de PS-curve naar beneden wat leidt tot een hoger niveau van werkloosheid.

Bron: Gebaseerd op figuur 7.12 uit Blanchard et al. (2010)

Uit voorgaand kader valt af te leiden dat het belangrijk is om het prijspeil (cf. inflatie) onder controle te houden. Dit aangezien een stijgende inflatie leidt tot een stijging van de werkloosheid. Dit lijkt in te gaan tegen het Phillips model waar gesteld wordt dat een hogere inflatie kan afgewogen worden ten aanzien van een lagere inflatie. We moeten echter het onderscheid maken tussen de markt en de politiek. Het Phillips-model is een politieke beleidskeuze, terwijl het loonvormingsmodel de markt weerspiegelt. Laten wij voor nu besluiten dat het voor de ECB belangrijk is om het prijspeil onder controle te houden, ceteris paribus, zodat de werkloosheid niet onnodig de hoogte in gaat. Wanneer het economisch slecht gaat, kan zij hiervan afwijken zodat er groei ontstaat en meer mensen aan het werk gaan, maar hierdoor zal op termijn de loonmarkt aanpassingen doorvoeren waardoor de werkloosheid hoogstwaarschijnlijk zal stijgen (cf. de werkgelegenheid zal dalen).

Hoofdstuk 5: Lokaal beleid en eigen analyse van de vertrouwensvariabelen

“Expect the unexpected.” Malin en Nechio. (2012)

In dit hoofdstuk bouwen wij verder op de bevindingen van hoofdstuk 4 waarin wij de vertrouwensvariabelen nationaal inkomen, inflatie en werkloosheid grondig bespraken op basis van de studies van Fischer & Hahn, en Roth et al.

Eerst zullen wij aan de hand van een eigen regressie de bevindingen van de voornoemde auteurs trachten te verifiëren, of indien nodig in twijfel trekken. Hierop aansluitend zullen wij, ter uitbreiding, tijdens het uitvoeren van de regressies een aantal nieuwe variabelen introduceren die het lokale beleid weerspiegelen om zo het effect van deze laatste te bepalen. In een volgende paragraaf zullen wij de verandering in vertrouwen bestuderen, om af te sluiten met een samenvatting.

5.1. Analyse van de vertrouwensvariabelen: een inleiding

Op basis van onze analyse in hoofdstuk 4 kunnen we besluiten dat er een zeker verschil bestaat tussen normale en crisisperioden. We besloten daarnaast ook dat de invloed van het nationaal inkomen over het algemeen vrij sterk is, terwijl werkloosheid een zeer beperkte invloed heeft. Voor inflatie merkten we dat deze variabele vooral tijdens crisisperioden een sterke invloed uitoefent op het vertrouwen. Maar kloppen de resultaten van deze studies wel? Met andere woorden: kunnen wij ze repliceren binnen onze eigen context?

Op deze vraag zullen wij in deze en volgende paragrafen een antwoord geven door het uitvoeren van een aantal regressies. Laten wij u er nu al wel attent maken dat onze data niet noodzakelijk overeenstemmen met deze van de auteurs en dat onze aanpak en definities van de variabelen wellicht verschillen. Dit laatste heeft hoogstwaarschijnlijk een invloed op de resultaten.

5.1.1. Gebruikte data

Voor onze analyse maakten wij gebruik van data die voornamelijk afkomstig zijn van Eurostat. We kozen er voor om ons te beperken tot een bepaald panel van landen dat we hebben samengesteld op basis van een aantal geografische en lidmaatschapsfactoren.

Het panel bestaat uit: Frankrijk (2002), Duitsland (2002), Spanje (2002), Italië (2002), Griekenland (2002), Finland (2002), Slovenië (2007) en Slowakije (2009). We merken hierbij op dat er minder data voorhanden zijn voor de meer Oost-Europese landen, dit aangezien zij slechts vrij recent tot de EU zijn toegetreden. Omwille van deze redenen hebben we dan ook slechts voor deze jaren de data

opgenomen, grotendeels omdat data uit andere bronnen met elkaar conflicteren. Binnen dit kader bevelen we dan ook toekomstig en grondiger onderzoek aan.

Betreffende de variabelen kozen wij voor de volgende:

- *Vertrouwen*: percentage van de respondenten van een lidstaat die vertrouwen hebben in de ECB ten opzichte van alle respondenten die antwoordden op de vraag. (Herberekening op 100 door zij die onbeslist waren er uit te laten.)
- *Nationaal inkomen*: BBP in miljoenen Euro aan huidige marktprijzen
- *Werkloosheidspercentage*: 3 jaar gemiddelde
- *Inflatiepercentage*: geharmoniseerde historische inflatie – HICP
- *Populatie*: demografische balans
- *Geografie*: drie dummy's (West-, Oost- en Noord-Europa) voor de vier streken
- *Overheidsschuld*: als percentage van het BBP – jaarlijkse data
- *Begrotingstekort*: als percentage van het BBP – 3 jaar gemiddelde
- *Crisis*: één dummy (0 in normaal jaar, 1 in crisisjaar (2008 tot 2011))
- *Openheid*: als percentage export in dollar (omgezet naar euro a rato van 1,30 dollar per euro) gedeeld door het BBP in euro

Tot slot dienen wij nog aan te geven dat wij data zullen gebruik van 2002 tot 2011. Voor deze periode zijn alle data beschikbaar die wij nodig hebben voor het uitvoeren van de regressies. Voor eerdere jaren was het niet mogelijk om voor alle cases de data uit een zelfde bron te onttrekken. De data zelf zijn afkomstig van Eurostat, inflation.eu, de EC, de WHO en countryeconomy.com.

5.1.2. Definiëring van de regressies

Hieronder beschrijven wij kort de regressies die wij zullen uitvoeren. Later zullen wij enkel hun nummers gebruiken. Vertrouwen vormt steeds de afhankelijke variabele.

Kader 28: Overzicht van regressies met als afhankelijke variabele vertrouwen

Replicerende regressies:

Regressie 1: BBP + Inflatie + Werkloosheid

Regressie 2: BBP groei + Inflatie + Werkloosheid

Regressie 3: BBP groei + Inflatie + Δ Werkloosheid + Populatie

Regressie 4: BBP + Inflatie + Inflatie^2 + Werkloosheid + Δ Werkloosheid + Populatie

Aanvullende regressies:

Regressie 5: Inflatie + Overheidsschuld + Begrotingstekort + Werkloosheid + Populatie

Regressie 6: BBP + Inflatie + Werkloosheid + Populatie + Geografie

Regressie 7: BBP + Inflatie + Werkloosheid + Populatie + Geografie + Crisis

Regressie 8: BBP + inflatie + Werkloosheid + Populatie + Geografie + Crisis + Openheid

Regressie 9: BBP + BBP groei + Inflatie + Inflatie^2 + Werkloosheid + Δ Werkloosheid + Populatie + overheidsschuld + begrotingstekort + Geografie + Crisisjaar + Openheid

5.1.3. Regressieresultaten

REGRESSIE VARIABLE	1	2	Roth et al.	3	Fischer en Hahn	Fischer en Hahn	4	5	6	7	8	9
Constante	0,734*** [0,054]	0,705*** [0,044]		0,696*** [0,031]	35,420*** [2,84]	34,451** [2,58]	0,757*** [0,058]	0,773*** [0,048]	0,551*** [0,064]	0,620*** [0,054]	0,645*** [0,055]	0,693*** [0,078]
BBP	-3,859E-8** [0,000]				0,941*** [5,52]	0,938*** [5,42]	-1,392E-7** [0,000]		-1,924E-8 [0,000]	3,000E-8 [0,000]	7,577E-9 [0,000]	1,806E-8 [0,000]
BBP groei		0,016*** [0,004]	1,40** [2,09]	0,008** [0,004]								0,002 [0,004]
Inflatie	-0,006 [0,012]	-0,014 [0,011]	-0,65*** [-3,64]	-0,020** [0,010]	-0,036* [1,84]	-0,036* [1,82]	-0,060* [0,031]	-0,005 [0,010]	0,005 [0,012]	-0,006 [0,010]	-0,008 [0,010]	-0,031 [0,027]
Inflatie ²					5 [1,42]	5 [1,40]	0,007 [0,005]					0,005 [0,004]
Werkloosheid	-0,006 [0,005]	-0,008* [0,004]	-1,99*** [-3,30]	-0,020** [0,010]	0,083** [2,10]	0,082** [2,05]	-0,001 [0,004]	-0,001 [0,004]	-0,005 [0,004]	-0,005 [0,004]	-0,006* [0,004]	-0,006 [0,004]
Werkloosheid verandering				-0,482*** [0,114]	-11 [0,22]	-11 [0,22]	-0,648*** [0,111]					-0,467*** [0,113]
Populatie				-8,658E-10** [0,000]	-2,729*** [3,30]	-2,668*** [3,03]	2,872E-9* [0,000]	-6,306E-10 [0,000]	2,432E-9 [0,000]	1,479E-9 [0,000]	8,838E-10 [0,000]	1,710E-9 [0,000]
Overheidsschuld								-0,001** [0,000]				-0,001*** [0,000]
Begrotings- overschot								0,012*** [0,003]				-0,014** [0,005]
sWest									-0,075 [0,048]	-0,110*** [0,040]	-0,105*** [0,040]	-0,150*** [0,039]
sOost									0,145*** [0,040]	0,171*** [0,033]	-0,019 [0,114]	-0,014 [0,005]
sNoord									0,201*** [0,047]	0,194*** [0,039]	0,105+ [0,064]	0,169** [0,071]
Crisisjaar										-0,112*** [0,020]	-0,124*** [0,021]	-0,107*** [0,030]
Openheid											0,295* [0,169]	0,183 [0,181]
Cases / landen	76 / 8	76 / 8	284 / 12	76 / 8	72 / 12	72 / 12	76 / 8	76 / 8	76 / 8	76 / 8	76 / 8	76 / 8
R - waarde	0,305	0,479		0,625			0,642	0,635	0,563	0,733	0,747	0,830
R ² - waarde	0,093	0,229	0,79	0,391	53	53	0,413	0,403	0,317	0,538	0,558	0,688
Aangepaste R ²	0,055	0,197		0,357			0,361	0,361	0,247	0,483	0,498	0,617
F - waarde	2,456	7,127		11,400			8,075	9,456	4,507	9,750	9,266	9,614
p - waarde	0,070	0,000		0,000			0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

*** significant op 1 procent, ** 5 procent, * 10 procent, + nihil (0,001) verschil met 10 procent
Fischer en Hahn maken gebruik van een vertraagd BBP in plaats van het actuele normale BBP.

5.1.4. Aanvullende opmerkingen

Zoals u kon merken in de tabel op de voorgaande pagina zijn onze regressieresultaten vermengt met de resultaten van de regressies van de andere auteurs. Dit deden wij om het voor u overzichtelijk te maken en om op eenvoudige wijze belangrijke overeenkomsten of verschillen te kunnen duiden. Merken wij wel op dat de definitie van de variabelen lichtjes kan verschillen. Zo maken Fischer & Hahn gebruik van verlate gegevens in plaats van deze van het jaar zelf.

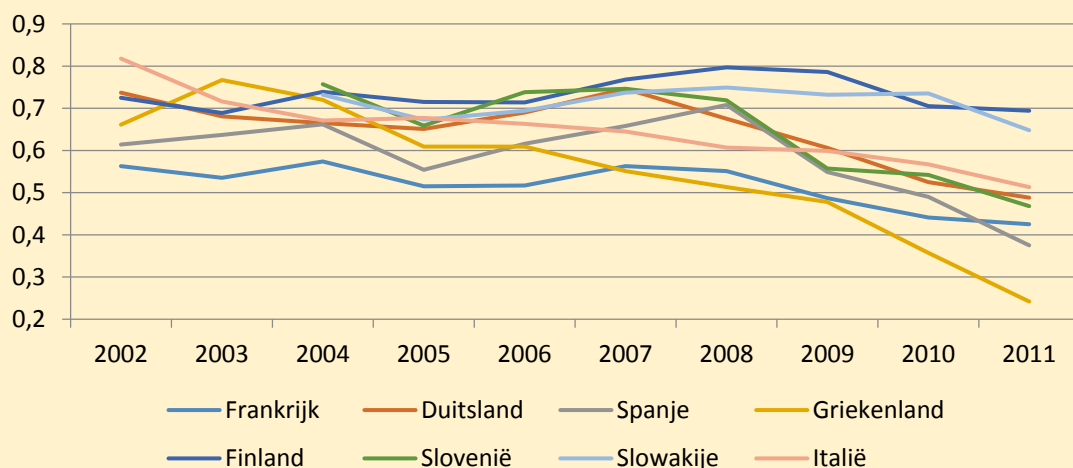
Aldus voor de duidelijkheid: onze regressies staan in het zwart, die van de auteurs in het donker oranje.

Tevens merken we op dat we onze dataset eveneens hebben laten lopen met een aangepaste definitie van vertrouwen, meer bepaald het aantal ja stemmers ten opzichte van het gehele totaal, in plaats van ten opzichte van zij die een uitgesproken (ja of nee) mening hadden. Dit leverde binnen onze studie geen aanzienlijke verschillen op.

5.1.5. Grafische weergave

In kader 29 vindt u vooreerst een overzicht van de evolutie van het vertrouwen van ons panel van landen in de ECB.

Kader 29: Grafische weergave van het vertrouwen van ons panel



De Y-as beschrijft het vertrouwen als herberekend percentage “tend to trust” ten op zichte van “tend to trust plus tend not to trust”, mensen zonder mening werden aldus niet opgenomen.

5.2. Analyse van vertrouwensvariabelen: bespreking

Binnen deze paragraaf verwijzen wij steeds naar de regressieresultaten uit de tabel opgenomen onder punt 5.1.3 behoudens andersluidende bepalingen.

5.2.1. Basismodel

Als basismodel wordt beschouwd: regressiemodel 1 en 2. Deze modellen werden uitgevoerd om na te gaan in welke mate we het onderzoek van voornamelijk Roth et al. (2011) konden repliceren. Uit onze resultaten, voornamelijk regressie 2, bleek dat wij tevens kunnen stellen dat BBP (groei) en werkloosheid significant zijn, en een positieve, respectievelijk negatieve relatie kennen met het vertrouwensniveau. In onze resultanten kwamen wij eveneens een negatief verband uit voor inflatie, maar dit verband bleek niet significant te zijn (p-waarde van 0,237). Merken wij in dit verband wel op dat het aantal landen dat wij opnamen tot 50% lager lag, en de totale cases tot 73%.

Wanneer wij daarentegen kijken naar BBP als niveau in plaats van groei, dan merken wij dat dit ondanks onze verwachtingen uit de analyses in hoofdstuk 4, een negatief verband kent, weliswaar enorm klein. De andere variabelen zijn verrassend genoeg niet langer significant.

Onze conclusies luiden dan ook als volgt: Wanneer wij de regressie van Roth et al. (2011) repliceren met onze dataset dan komen wij sterk gelijklopende relaties uit, weliswaar in beperktere mate. Hiermee bedoelen wij dat het verband aanzienlijk kleiner is. Doch, ons eigen onderzoek bevestigt de hypothese: groei heeft een positief effect, werkloosheid een negatief effect, en inflatie (met voorzichtigheid) een negatief effect.

5.2.2. Veranderingsmodel met populatie

In het derde regressiemodel keken we voornamelijk naar veranderingsfactoren. Zo beschouwden we BBP groei, inflatie (cf. verandering van de prijzen) en werkloosheidsverandering als variabelen. Ook populatie werd opgenomen. Er kan geargumenteed worden dat wij in deze lijn de verandering in populatie dienden te beschouwen maar theoretisch gezien kan niet aangetoond worden dat de snelheid waarmee de populatie groeit van invloed kan zijn op het vertrouwensniveau. De logica kan ons hier eveneens niet echt in bijstaan.

Wanneer wij kijken naar de derde regressie dan merken wij dat alle variabelen significant zijn op ten minste tien procent, waarvan 75% zelfs op 5 procent. Dit is een zeer fijne constatering aangezien we hiermee kunnen aantonen dat zowel BBP groei (cf. regressie 2), alsook inflatie (nieuw) en de verandering in werkloosheid (herdefiniëring), alsmede populatie, weldegelijk van invloed zijn op het vertrouwensniveau. Doch, we dienen te melden dat onze R^2 waarde (0,391) eerder aan de lage kant ligt. Andere variabelen lijken aldus een rol te spelen. De vraag blijft natuurlijk: welke?

We concluderen hieruit: BBP groei heeft het verwachte positieve effect, terwijl inflatie en de verandering in werkloosheid een negatief effect hebben. Daarnaast blijkt ook dat grotere landen een lager vertrouwen hebben dan kleinere landen. De reden hiertoe blijft een vraag, maar aangezien de andere auteurs systematisch populatie als variabele opnamen, volgen wij hun redenering.

Doch, wij kunnen hier niet straal aan voorbij gaan. Volgens onze inzichten zou het dan ook kunnen zijn dat de internationale handelspositie hier voor iets tussen zit, ook wel de openheid te noemen. Kleinere landen, met normaal gezien een kleinere populatie, zijn veelal afhankelijker van import en export dan grote landen. Deze afhankelijkheid zou er voor kunnen zorgen dat zij meer vertrouwen hebben in een overkoepelend systeem terwijl grote landen liever niet onder het gezag liggen van een hogere instantie. Dit kan echter niet met de nodige theorie gestaafd worden. Behalve het feit dat kleinere landen een hogere exportratio hebben, dat vinden wij met name in het werk van Blanchard et al. terug (2010).

5.2.3. Kwadratisch effect

In de vierde regressie nemen wij naast de inflatie en werkloosheid (niveau) tevens het kwadraat van de inflatie en verandering in werkloosheid op, dit in lijn met de regressie die Fischer & Hahn (2008) uitvoerden. Ook populatie werd opnieuw opgenomen.

Uit onze analyse blijkt dat het grootste deel van de resultaten van Fischer & Hahn (2008) kloppen. Of in andere woorden: we waren in staat om ze grotendeels te repliceren. Zo bleken zowel inflatie, inflatie in het kwadraat, als werkloosheidsverandering, dezelfde relatie weer te geven als het origineel. Voor het BBP komen we echter wel een negatieve waarde uit, die daarenboven zelfs significant is. Dit spreekt de logica en de studies evenwel tegen al kan de oorzaak hiervan in het dataverschil liggen. Wat populatie betreft komen we een zeer kleine waarde uit die nagenoeg nul is. Het effect is er wel en aangezien de populatie vaak in miljoenen wordt uitgedrukt zal het effect op het percentage toch aanzienlijk zijn.

We concluderen: Het BBP kunnen we niet confirmeren, inflatie en werkloosheid daarentegen wel. Het effect van populatie lijkt in ons geval positief te zijn. – Let wel op dat we in regressie 3 een negatief verband uitkwamen en dat de waarde quasi nul is. – De regressie van Fischer & Hahn (2008) kan dan ook grotendeels als bevestigd worden beschouwd.

5.2.4. Conclusie van de verificatieregressies

Uit de eerste vier regressies kunnen we concluderen dat werkloosheid en inflatie een negatieve invloed op het vertrouwensniveau hebben. Daarnaast kunnen we aannemen dat BBP groei een positief effect heeft, terwijl BBP als niveau een negatief effect lijkt te hebben. De bèta waarde van deze laatste is echter zo klein dat het effect eerder laag zal zijn – wetende dat de waarden in miljoenen zijn uitgedrukt en bijgevolg niet al te groot zijn.

Populatie bleef tot nu toe in het ongewisse. Omdat we hier echter geen genoeg mee wensen te nemen besloten we een directe speer te werpen (zie regressie A kader 30), oftewel vertrouwen enkel aan populatie te koppelen. Hieruit bleek dat populatie (alleen) een negatief – $\beta = -9,178 \times 10^{-10}$, op vijf procent significant zijnde, – effect heeft op het vertrouwen. De stelling van de auteurs kan worden gevolgd.

Kader 30: Losstaande regressies

Regressie	Variabelen	Bèta	Standaardafwijking	Significantie
A	Constante	0,661	0,020	1 procent
	Populatie	$-9,178 \times 10^{-10}$	0,000	5 procent
B	Constante	0,795	0,049	1 procent
	BBP	$-1,026 \times 10^{-7}$	0,000	10 procent
	Overheidsschuld	-0,001	0,000	10 procent
	Begrotingsoverschot	0,013	0,003	1 procent
	Populatie	$2,138 \times 10^{-9}$	0,000	niet
	Inflatie	-0,010	0,010	niet
	Werkloosheid	-0,003	0,004	niet
C	Constante	0,736	0,024	1 procent
	Overheidsschuld	-0,001	0,000	1 procent
	Begrotingsoverschot	0,012	0,003	1 procent
D	Constante	0,572	0,022	1 procent
	Openheid	0,173	0,058	1 procent

5.2.5. Maastrichtnormen

Eén van de element die land specifiek zijn, zijn hun overheidsschuld en begrotingstekort. Hiervoor mogen we gerust stellen dat er nog steeds een sterke diversiteit bestaat tussen de landen. U kunt dit desgewenst zelf nagaan door bijlage 3 en 4 te consulteren.

Wij besloten dan ook om een regressie te laten lopen (nummer 5) waarin wij het BBP vervingen door de overheidsschuld (OHS) en het begrotingsoverschot (BGO). De reden voor het weglaten van het BBP is de sterke correlatie die bestaat tussen de twee nieuwkomers en het BBP. Echter, om het zekere voor het onzekere te nemen, lieten we tevens een regressie (zie regressie B kader 30) met het BBP inclusief lopen. Het effect op OHS en BGO is echter nihil. Enkel BGO wijzigde van 0,012 naar 0,013. De significantieniveaus bleven hetzelfde.

Uit regressie 5 kunnen we afleiden dat overheidsschuld een negatieve invloed heeft op het vertrouwen. Een begrotingsoverschot heeft daarentegen een positief effect. De natuurlijke aard wordt aldus bevestigd. Daarenboven vormt deze uitkomst tevens een bewijs voor het feit dat het opleggen

van de Maastrichtnormen / Stabiliteits- en groeipact een goede beleidskeuze was. Mensen hechten hier vertrouwen aan, al kan dit natuurlijk te wijten zijn aan het feit dat de normen zijn opgelegd.

We concluderen bijgevolg: hoe groter het begrotingsoverschot van een land is, hoe hoger het vertrouwen zal liggen. Hoe hoger de overheidsschuld van een land is, hoe lager het vertrouwen er zal liggen.

Tot slot melden we nog dat in onze aparte regressie (zie regressie C kader 30) waarin enkel de variabelen OHS en BGO werden opgenomen, de bovenstaande bevindingen worden bevestigd in de mate van het mogelijke.

5.2.6. Geografie

Een andere lokale variabele die we wilden opnemen was de geografie. Hiermee bedoelen we de locatie waar een lidstaat binnen de Eurozone gevestigd is. Onze bevindingen zijn terug te vinden in de regressie 6 (tot en met 9).

We beginnen met te melden dat “zuidelijke” lidstaten het basisscenario vormen (willekeurig gekozen), dit aangezien we één van de vier dummy’s moeten laten vallen binnen de statistiek. Wanneer wij kijken naar de andere dan merken wij dat West-Europese landen een lager vertrouwen kennen (ten op zichten van het basisscenario, dus zuidelijke lidstaten). Oost-Europese landen kennen daarentegen een hogere mate van vertrouwen. Misschien is de reden hiervoor dat dit voornamelijk armere landen zijn die denken vruchten te kunnen plukken uit hun lidmaatschap? Of misschien zit de tijd waarvoor zij lid zijn van de unie er voor iets tussen? Tot slot kunnen we nog stellen dat Noord-Europese landen een hogere mate van vertrouwen hebben, zelfs nog meer dan Oost-Europese landen.

Wat de laatste bevinding betreft dienen we op te merken dat enkel Finland als Noord-Europees land werd opgenomen. Echter, in het geval van Finland blijkt dat zij zeer goed de crisis zijn doorgekomen (Finland and the euro crisis: Northern gripes, 2012). In kader 31: wordt deze stelling hardgemaakt.

Kader 31: Uittreksel uit The Economist over Finland en de crisis

“From one perspective, it is hard to see why Finland is being so obstreperous. The country thrived for the best part of a decade after it joined the single currency in 1999. And although it suffered in the recession of 2008-09 it has since made a robust recovery. Unemployment has come down from a peak of 8.7% in early 2010, to 7.5%. Helsinki’s markets are thronged with shoppers and retail sales across the country have been perky. The recovery has been sustained by strong consumer spending, supported by a sturdy housing market. The financial system is in decent shape.”

Bron: The Economist, alinea 2 (2012)

Wat de significantieniveaus betreft dienen wij op te merken dat de dummy Noord-Europa in zowaar alle gevallen significant is. Opgelet: U heeft gelijk wanneer u opmerkt dat de variabele in regressie 8 niet significant is, doch nemen we aan dat dit wel het geval is aangezien de t waarde slechts 0,001 van de 10 procent norm ligt, en aangezien in de andere regressie de variabele steeds significant is. Wat de variabele West-Europa betreft merken we op dat hij enkel in regressie 6 niet significant is, doch in de andere is hij steeds op 1 procent significant. De dummy Oost-Europa tot slot is twee keer significant op 1 procent, en twee keer niet significant. De andere gegevens in acht houdend kunnen we stellen dat het aannemelijk is dat de relatie bestaat.

In regressie 7 zijn alle variabelen wat geografie betreft significant op 1 procent. Het zou dan ook niet logisch zijn te stellen dat er geen enkele verband zou bestaan.

5.2.7. Crisis

U herinnert zich vast nog wel dat we bij de bespreking van de deelvragen ons impliciet de vraag hadden gesteld of de crisis een impact heeft op het vertrouwen en de adequaatheid van het beleid. Dit leidde er dan ook toe dat we hier de afgelopen hoofdstukken reeds meerdere malen naar verwezen, en ook nu zullen wij dit opnieuw doen aangezien een crisis geen alledaags gebeuren is.

In onze zevende tot negende regressie voegden wij dan ook de dummy crisisjaar toe. Deze variabele kreeg de waarde nul tot en met het jaar 2007 en de waarde 1 vanaf 2008. We merken in alle drie de regressies dat er een significant negatief verband bestaat tussen de crisis en het vertrouwen. Dit verband varieert tussen -0,107 en -0,124. De crisis heeft aldus het vertrouwen duidelijk laten dalen.

We merken tevens op dat door het toevoegen van de crisisvariabele in regressie 7, de dummy West-Europa plots significant op 1 procent is geworden (in vergelijking met regressie 6), al vinden we hier niet onmiddellijk een logische verklaring voor.

5.2.8. Openheid

Tot slot namen we nog de variabele openheid op die uitgedrukt wordt als export in verhouding van het BBP. Hierbij merken we op, zoals eerder, dat de (wereld) export gegevens worden uitgedrukt in Dollar terwijl het BBP uitgedrukt wordt in Euro. Na grondige analyse van de Dollar-Euro verhouding de afgelopen tien jaar, leek een koers van 1,30\$/€ een correcte beslissing⁹.

⁹ Opmerking: het wijzigen van de koers naar 1,35\$/€ laat de bèta coëfficiënt stijgen tot 0,306. Bij een koers van €1,25\$/€ wordt de bèta coëfficiënt 0,284. De t-waarde blijft ongewijzigd.

Wanneer wij onder deze veronderstelling de regressie (nummer 8) lieten lopen dan zagen wij dat de openheid van een land een positief effect heeft op het vertrouwen, significant zijnde op 10 procent. Dit betekent dat landen die veel exporteren meer vertrouwen hebben in een overkoepeld systeem (cf. de unie / ECB) dan landen die weinig exporteren. Dit kan door logisch redeneren bijgestaan worden aangezien een goed functionerende unie een land zijn export naar buurlanden en andere internationale partners kan bevorderen. Of omgekeerd: een crisis laat de export dalen en bijgevolg het vertrouwen in de unie. Een artikel uit Trends (2013) kan deze veronderstelling bevestigen.

Kader 32: Uittreksel uit Trends over de Duitse export en de eurozone crisis

“In vergelijking met november 2011 daalde de export naar de lidstaten van de Europese Unie met 4,0 procent, terwijl de export naar de eurozone zelfs met 5,7 procent afnam. Duitsland kan zich wel optrekken aan de uitvoer van goederen naar landen buiten de Europese Unie. Daar werd een toename met 5,6 procent ten opzichte van november vorig jaar genoteerd. (Bloomberg/BO)”

Bron: Trends, alinea 4 (2013)

5.2.9. Compleet model

Net zoals andere auteurs deden, besloten we op het einde een regressie uit te voeren met alle variabelen. Laten we daarbij onmiddellijk opmerken dat deze regressie (nummer 9) de hoogste R-waarde heeft (0,830) en tevens hoogste R²-waarde (0,688). Ter volledigheid vermelden we ook dat de aangepaste R²-waarde 0,617 bedraagt (opnieuw de hoogste in de hele serie).

Binnen dit model zien we dat de verandering in werkloosheid significant blijft, alsmede overheids-schuld, begrotingstekort, 2 geografische dummy's en de variabele crisis. Hieruit kunnen we besluiten dat er weldegelijk sprake is van lokale invloeden waaronder de ligging binnen de unie en de overheid zijn schulden en tekorten of overschotten.

5.3. Het lokale beleid: statistische en logische invalshoek

5.3.1. Statistische invalshoek

Zoals we daarnet (punt 5.2.5 tot en met 5.2.9) zagen, mogen we met zekerheid aannemen dat lokale factoren zoals de geografische ligging (bijvoorbeeld: West- versus Oost-Europa), de inzet van de lokale overheden om de overheidsschuld te beperken tot een minimum, alsook de inzet om elk jaar het tekort te beperken of een overschot te realiseren, een invloed hebben op het vertrouwen van mensen in het Europees systeem (in ons geval de ECB).

Ook kunnen we stellen dat de openheid een invloed heeft op het vertrouwen (zie tevens de losstaande regressie D kader 30) en ook de populatie duikt tot twee keer toe op als significante

variabele. Met de conclusies van Fischer & Hahn (2008) in het achterhoofd houdend wordt dit laatste vanuit de literatuur bevestigd.

5.3.2. Logische invalshoek

Om dit deel af te ronden verwijzen we nog naar een aantal theoretische concepten die tevens van invloed kunnen zijn op het vertrouwen maar wegens de omvang of onvindbaarheid van de geschikte data niet statistisch werden gecontroleerd.

Een eerste concept is het fenomeen dat *politieke conjunctuurcycli* heet, waarbij gesteld wordt dat de politiek voor een deel de economische situatie bepaald. Het is logisch te veronderstellen dat de politiek op deze wijze onrechtstreeks het vertrouwen kan beïnvloeden. Denken wij hierbij aan het opwekken van inflatie – negatieve impact op inflatie – na de verkiezingen door het uitvoeren van grote investeringsprojecten vlak voor de verkiezingen.

Verder valt ook nog op te merken dat de impact van *sociaaleconomische en financiële crisissen* voor elk land verschillend zijn. Denkt u maar aan de sterke overheidsinbreng in de financiële instellingen in België en het opvangen van bank-faillissementen in Ierland. Elk land zal hier afhankelijk van zijn beginpositie (overheidsschuld en -tekort) op een andere wijze uit komen.

Ook kunnen we opmerken dat het *sociale zekerheidssysteem* in zekere mate het niveau van vertrouwen kan beïnvloeden. Het is niet ondenkbaar dat Belgen met het oog op de toekomst het vertrouwen verliezen omdat Europa ons vertelt dat we dringend ons systeem dienen te veranderen. Mensen zullen zeer gauw de ECB associëren met de andere instellingen en zich hierbij laten leiden door hun algemeen “Europa-beeld”.

Tot slot nog even melden dat bovenstaande verbanden niet expliciet bewezen zijn, maar vanuit een logische, economische en beleidskundige visie (cf. opleiding) niet ondenkbaar zijn. Hieruit volgt dat het aannemelijk is te veronderstellen dat lokale factoren het vertrouwen in de ECB, hetzij rechtstreeks, hetzij onrechtstreeks, beïnvloeden.

5.4. Verandering in vertrouwen

In eerste instantie zijn we geïnteresseerd in de verklaring van de variabele *vertrouwen*. Echter, het kan ook interessant zijn om het effect op de variabele *verandering in vertrouwen* te bestuderen. Dit is dan ook de reden dat we vijf regressies uitvoerden waarin we de variabele aanpasten. (Zie kader 33 op de volgende pagina.)

Op basis van de uitgevoerde regressies (V1 en V2) kunnen we concluderen dat alle variabelen significant zijn wanneer we spreken over vertrouwen als verandering. Wanneer we daarentegen regressie 8 repliceren (in regressie V4) met de verandering van vertrouwen, dan zijn enkel de variabelen werkloosheid, crisisjaar en openheid significant, wat in grote mate overeenstemt met de conclusies uit regressie 8 die we eerder zagen. Wanneer we (regressie V5) BBP groei nemen in plaats van het niveau, dan zorgt dit er voor dat BBP groei significant wordt. Inflatie en werkloosheid nemen op het gebied van hun significantie toe (-1,228 respectievelijk -2,230 (t-waarde)). Alle andere variabelen behalve crisisjaar zijn niet langer significant.

De effecten van de variabelen zijn tevens zoals we verwachtten: BBP groei heeft een positief effect, terwijl inflatie en werkloosheid (niveau als verandering) een negatieve invloed hebben.

Kader 33: Regressies met verandering in vertrouwen als afhankelijke variabele

REGRESSIE	V1	2	V2	V3	8	V4	V5
VARIABELE							
Constante	0,046 [0,037]	0,705 [0,044]	-0,020 [0,022]	0,038 [0,047]	0,645 [0,055]	0,031 [0,065]	0,042 [0,055]
BBP					7,577 ^{E-9} [0,000]	1,460E-8 [0,000]	
BBP groei	0,016*** [0,003]	0,016*** [0,004]	0,012*** [0,003]				0,012*** [0,004]
Inflatie	-0,016* [0,009]	-0,014 [0,011]	-0,017* [0,009]	0,001 [0,010]	-0,008 [0,010]	-0,004 [0,011]	-0,012 [0,010]
Inflatie ²							
Werkloosheid	-0,008** [0,003]	-0,008* [0,004]		-0,002 [0,004]	-0,006* [0,004]	-0,007* [0,004]	-0,008** [0,004]
Werkloosheid verandering			-0,276*** [0,095]				
Populatie				1,432 ^{E-10} [0,000]	8,838 ^{E-10} [0,000]	-3,53 ^{E-9} [0,000]	-2,402 ^{E-10} [0,000]
Overheidsschuld				-0,001 [0,000]			
Begrotings-overschot				0,009*** [0,003]			
sWest					-0,105*** [0,040]	-0,010 [0,044]	-0,009 [0,033]
sOost					-0,019 [0,114]	-0,222 [0,141]	-0,101 [0,131]
sNoord					0,105 ⁺ [0,064]	-0,063 [0,077]	-0,015 [0,071]
Crisisjaar					-0,124*** [0,021]	-0,099*** [0,022]	-0,046* [0,027]
Openheid					0,295* [0,169]	0,411 [0,196]	0,170 [0,195]
Cases / landen	68	76 / 8	68	68	76 / 8	68	68
R - waarde	0,611	0,479	0,629	0,534	0,747	0,572	0,646
R ² - waarde	0,373	0,229	0,395	0,285	0,558	0,327	0,417
Aangepaste R ²	0,344	0,197	0,367	0,228	0,498	0,222	0,327
F - waarde	12,710	7,127	13,942	4,947	9,266	3,128	4,614
p - waarde	0,000	0,000	0,000	0,001	0,000	0,004	0,000

*** 1 procent significantieniveau, ** 5 procent significantieniveau, * 10 procent significantieniveau
Opgelet : regressie 2 en 8 zijn overgenomen en hebben als afhankelijke variabele vertrouwen.

5.5. Samenvatting van de vier factoren

Om af te ronden vatten wij de relaties van de vier behandelde factoren (uit dit en voorgaand hoofdstuk) kort samen.

Het BBP heeft een positief effect op het vertrouwen van mensen in de ECB. Hoe hoger de groei, hoe hoger het vertrouwen van de Europese burgers in de ECB. Dit verband lijkt echter niet significant te zijn in tijden van crisis. Groei daarentegen lijkt geen significant verband te vertonen met het vertrouwen, tenzij wij het samen met het BBP in de regressie opnemen en dit door de waarde met één respectievelijk twee periodes te verlaten. Echter, uit onze regressieresultaten blijkt dat ook BBP groei significant is tot op 1 procent, tenzij vele andere variabelen worden opgenomen. Bij een veranderend vertrouwensniveau als afhankelijke lijkt het in alle gevallen zelfs significant te zijn.

Conclusie: BBP en BBP groei kennen een significante positieve relatie met het vertrouwensniveau.

Inflatie en werkloosheid hebben beide een negatief effect op het vertrouwen van mensen in de ECB. Hoe hoger de inflatie of werkloosheid, hoe lager het vertrouwen van de Europese burgers in de ECB. Dit verband is enkel significant in tijden van crisis of wanneer wij zowel de pre-crisis als crisis periode in rekening nemen. Onze eigen regressies toonden enkel een significant verband aan wanneer alle variabelen als verschillen (cf. inflatie, groei, verandering werkloosheid, zie regressie 3) werden opgenomen. Voor inflatie kunnen we stellen dat dit negatief verband ook tot uiting komt in de periode 1999 tot 2004 zoals onderzocht door Fischer & Hahn (2008). Bij een veranderend vertrouwensniveau als afhankelijke lijkt enkel werkloosheid consistent significant te zijn. Inflatie is dit enkel bij een beperkt aantal variabelen.

Conclusie: inflatie en werkloosheid kennen beiden bij abstractie van lokale invloeden een significante negatieve relatie met het vertrouwensniveau.

Bij het lokale beleid lijkt het niveau van de overheidsschuld en het begrotingstekort beide een negatieve invloed te hebben op het vertrouwen van mensen in de ECB. Een overschot steunt het vertrouwensniveau. Het effect van een begrotingsoverschot blijft bestaan (cf. significant) wanneer we als afhankelijke variabele het veranderlijk vertrouwen nemen. Voor overheidsschuld is het verband niet langer significant. (Gerepliceerde regressie 5 versus regressie V3.)

Wat geografie betreft, deze hebben afhankelijk van de windstreek een positieve (Oost en Noord) of een negatieve impact (West). Zuid was het basisscenario. De dummy crisis heeft zoals verwacht een negatieve impact op het vertrouwen en blijft in elke regressie significant. De openheid van een land heeft tot slot een positieve impact maar is slechts in een beperkt aantal regressies significant.

Conclusie: het vertrouwensniveau wordt weldegelijk beïnvloed door lokale factoren die voor een groot deel buiten het beleid van de ECB vallen.

Wat kunnen we nu reeds zeggen over het beleid?

We kunnen stellen dat het beleid van de ECB vooral invloed heeft op de inflatie (cf. prijspeil) en de groei (cf. BBP). De invloed op de factor werkloosheid lijkt echter enkel indirect tot uiting te komen in het beleid via de twee voorgaande factoren. Daarenboven moeten we bij al deze variabelen in het achterhoofd houden dat de waarden en noden in de verschillende lidstaten kunnen verschillen en bijgevolg het lokale beleid in acht zou moeten worden genomen.

Hoofdstuk 6: Implicaties voor het monetaire beleid

“... Mario Draghi, will have a dwindling selection of conventional monetary policy tools they can use to combat the crisis.” Ehnts. (2012)

De Europese Centrale Bank staat bekend voor het voeren van het monetaire beleid binnen de Eurozone. In de voorgaande hoofdstukken hebben wij reeds aangehaald welke factoren een invloed hebben op het vertrouwen van de Europese burger in de ECB, en dus ook onrechtstreeks in het beleid dat zij voert, en zagen wij dat er een aantal elementen zijn waarvoor de ECB verantwoordelijk wordt geacht. In dit en de volgende hoofdstukken zullen wij de verschillende elementen van het beleid nader bestuderen en kijken of dit beleid in de huidige economische situatie nog wel adequaat is. Daarbij gaat de grootste aandacht naar het dalende vertrouwen dat wij eerder aankaartten en het verband tussen het vertrouwen en de factoren die het vertrouwen beïnvloeden.

6.1. Het conventioneel monetair beleid

Om te beginnen kijken we naar het conventioneel monetair beleid waarmee we verwijzen naar de instrumenten die door de ECB zelf als “de monetaire beleidsinstrumenten” worden aangeduid. We spreken in dit kader over de depositofaciliteit, de marginale beleningsfaciliteit, de open-markt-transacties en de reserveverplichtingen. Uiteraard dienen wij nu reeds op te merken dat niet alle instrumenten binnen ons kader van belang zijn.

6.1.1. Taken van de ECB

Wij haalden eerder reeds artikel 3 en 127 aan van het VWEU waaruit de algemene doelstellingen van de ECB afgeleid kunnen worden. Er zijn echter een aantal specifieke doelen die gelden voor het monetaire beleid die tot doel hebben de verhoudingen op de geldmarkt te beïnvloeden (ECB Feitenpresentatie, 2012, p. 8). Deze doelen zijn:

- de werking van het transmissiemechanisme te behouden
- toekomstgericht te zijn en te anticiperen op ontwikkelingen
- zich op de middellange termijn te richten
- de inflatieverwachtingen stevig te verankeren
- breed gefundeerd te zijn.

Een eerste element dat we duidelijk in het daglicht moeten stellen is dat een van de doelen van het monetaire beleid het verankeren van de inflatieverwachtingen is. Wij haalden eerder reeds aan dat het

belangrijk is om het onderscheid te maken tussen de gerealiseerde en verwachte inflatie, dit omdat dit grotendeels bepalend is voor het al dan niet laten slagen van het beleid.

Een tweede element vinden we terug in het toekomstgericht handelen. Hiermee kan verwezen worden naar het nationale inkomen en de groei er van. Samen met de transmissiemechanismen draagt men op deze wijze bij tot de welvaart van een land.

6.1.2. De rentevoet

De rentevoet is het middel bij uitstek om snel en efficiënt het monetaire klimaat te beïnvloeden. Echter, het verlagen of verhogen van de rentevoet heeft tevens zijn complicaties. In wat volgt zullen wij het effect van een daling van de rentevoet (waar wij de afgelopen jaren mee te maken kregen) bespreken.

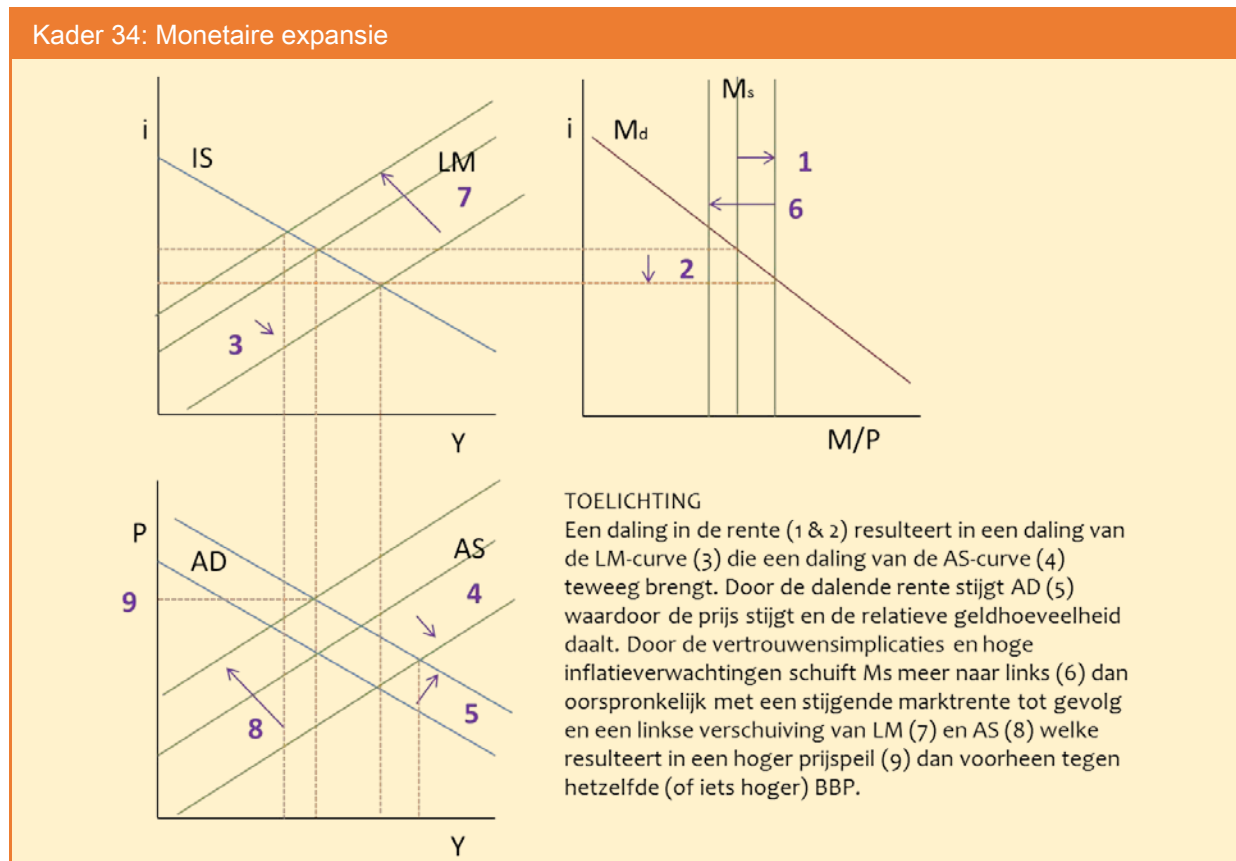
Laten wij eerst vermelden dat het effect van het wijzigen van de geldhoeveelheid en de rentevoet uiteindelijk tot eenzelfde resultaat zal leiden. In principe kan gesteld worden dat wanneer de beleidsmakers de rentevoet wijzigen, er vroeg of laat een wijziging in de geldhoeveelheid zal plaatsvinden (Lipsey & Chrystal, 2007).

Laten wij er vanuit gaan dat de ECB de rentevoet wijzigt en bijgevolg de geldhoeveelheid desgewenst aanpast om dit niveau van rente te bereiken. Wij kunnen dan het volgende veronderstellen:

Wanneer de ECB beslist om de rentevoet te verlagen, dan zal dit tot gevolg hebben dat de LM-curve naar rechts verschuift waardoor de rentevoet zal verlagen en de output zal verhogen. Echter, dit effect hangt voor een groot deel samen met het vertrouwen in het beleid. Wij weten dat groei een positief effect heeft op het vertrouwen, weliswaar beperkter dan het niveau van het BBP. Wanneer de ECB de rentevoet laat dalen en bijgevolg het BBP een duwtje in de rug geeft, zouden wij een positief effect moeten opmerken. Echter, de afgelopen jaren daalde de mate van vertrouwen enkel, er kan bijgevolg gesteld worden dat deze relatie niet lijkt op te gaan? Maar laten wij eerst verder redeneren. Het probleem zit hem in de volgende fase, waar de AS-curve naar rechts zal verschuiven. Dit zal er namelijk voor zorgen dat de prijzen zullen veranderen waardoor er een terugslag ontstaat op het monetaire beleid. Veronderstelt wordt dat de prijzen zullen dalen door de stijgende output. Dit zal de vraag stimuleren waardoor de prijzen zullen stijgen (AD-curve), en de rente zal geleidelijk aan terug omhoog gaan. Echter dit klopt niet helemaal. De rente van de ECB blijft op hetzelfde niveau staan. Daarenboven dient te worden vermeld dat naast het gewone prijspeil ook het verwachte prijspeil een rol speelt. Eenmaal de werkelijke inflatie gelijk is aan de verwachte, zal het proces stoppen. Er ontstaat hier echter een probleem, want inflatie kende een negatieve relatie met de mate van vertrouwen, bijgevolg kunnen we stellen dat het BBP met minder zal stijgen dan we dachten. Daarenboven toonden we reeds aan dat mensen de afgelopen jaren de inflatie hoger waarnamen dan hij werkelijk was. Dit heeft een opwaarts effect op het prijspeil waardoor het BBP zal dalen.

Concreet kunnen we stellen dat een monetaire expansie niet zal leiden tot een stijging van het BBP door het feit dat er inflatie zal ontstaan, doordat mensen een te hoge inflatieverwachting hebben en door een dalend vertrouwen in het beleid. De rente laten zakken geeft een signaal aan de mensen dat zij inflatie mogen verwachten, naast groei. De inflatie zal een averechts effect hebben op het vertrouwen en bijgevolg er voor zorgen dat enkel de rente zal dalen zonder dat het BBP significant zal stijgen. Het beleid dat de ECB de afgelopen jaren voerde, staft deze bewering.

Hieronder geven wij in een kader visueel de verbanden weer.



We kunnen verwachten dat door het dalende vertrouwen in het beleid van de ECB, door de stijgende inflatie en de hogere inflatieverwachtingen, het BBP niet significant hoger zal liggen, terwijl we wel kunnen verwachten dat de prijs hoger zal liggen.

In het volgende deel zullen wij een meer gefundeerde benadering van deze veronderstellingen uiteenzetten.

6.2. De liquidity trap

Volgend op het voorgaande onderwerp zullen wij nu theoretisch de implicaties van een (verder) dalende rentevoet bespreken.

Wij weten dat de rentevoet de afgelopen jaren daalde en dat het BBP niet significant steeg. Het probleem van deze verschillende opeenvolgende renteverlagingen is dat we op dit moment op een rente van 0,50 procent zitten, wat ogenschijnlijk laag is. Er duikt dan ook al gauw de vraag op: Kunnen we de rentevoet nog verder laten dalen? Het antwoord op deze vraag is in feite ja, al begint de marge uiteraard klein te worden. Een negatieve rente kan wel, maar vanuit het standpunt van de ECB als bank zou dit alles behalve de normale gang van zaken zijn. Laten wij er voor nu vanuit gaan dat dit instrument zo goed als uitgeput is. Maar hoe moet het dan verder?

In wat nu volgt bespreken wij de liquidity trap.

6.2.1. Begripsomschrijving

Wij hebben eerder reeds beknopt omschreven wat een *liquidity trap* is. Laten wij evenwel alvorens verder te gaan een citaat aanhalen uit een werkstuk van Eggertsson die zich sterk bezig heeft gehouden met het onderzoeken van de beleidsmogelijkheden onder deze omstandigheden. Het zal u dan ook niet verbazen dat wij hoofdzakelijk naar zijn werk verwijzen.

Kader 35: Liquidity trap

Eggertsson over de Liquidity trap:

“A liquidity trap is defined as a situation in which the short-term nominal interest rate is zero. The old Keynesian literature emphasized that increasing money supply has no effect in a liquidity trap so that monetary policy is ineffective. The modern literature, in contrast, emphasizes that, even if increasing the current money supply has no effect, monetary policy is far from ineffective at zero interest rates. What is important, however, is not the current money supply but managing expectations about the future money supply in states of the world in which interest rates are positive.”

Bron: Eggertsson (2006, p. 1)

De definitie van een liquiditeitsval is eerder simpel: de korte-termijn nominale rente is zo goed als nul waardoor het verder laten dalen ervan bijna onmogelijk wordt. In de inleiding van dit hoofdstuk gaven we reeds de Europese cijfers weer.

Wat ons in eerste instantie opvalt, is dat Eggertsson aangeeft dat de oude Keynesiaanse literatuur er vanuit ging dat een monetair expansief beleid geen invloed meer zou hebben en bijgevolg inefficiënt zou zijn. Wanneer wij deze literatuur volgen dan komen wij tot de conclusie dat het beleid van de ECB, waarin tot nu toe voornamelijk met de rentevoet gespeeld werd, niet langer een optie is, en bijgevolg gesteld kan worden dat het beleid van de ECB niet langer adequaat is.

Echter, wanneer wij de definitie grondiger bekijken dan lezen wij dat de moderne literatuur aangeeft dat een monetair beleid verre van inefficiënt lijkt te zijn, zolang men rekening houdt met de *verwachtingen*. Laten wij in dit kader het onderscheid tussen de verwachte inflatie en de werkelijke inflatie, dat wij reeds meerdere malen hebben aangehaald, nogmaals extra in de verf zetten. Wanneer

wij deze literaire stroming volgen, dan kunnen wij stellen dat het beleid in hoofde nog adequaat is wanneer er aan bepaalde factoren extra aandacht geschonken wordt.



Aandacht

Volgens de Keynesiaanse literatuur zou het monetaire beleid van de ECB niet langer adequaat zijn.

Volgens de moderne literatuur zou het beleid nog steeds adequaat kunnen zijn zolang er rekening wordt gehouden met de verwachtingen van de mensen.

6.2.2. Keynesiaanse visie

De Keynesiaanse visie stelt dat het monetair beleid niet langer effectief is. De reden hierachter is terug te vinden in het feit dat de geldhoeveelheid een invloed heeft op de prijzen en output, en dit wel via de nominale interestvoet. Zoals de logica zelf aangeeft kan deze laatste niet eeuwig blijven dalen en zullen de mogelijkheden van het beleid met andere woorden ophouden eenmaal de nominale interest de waarde nul heeft bereikt (Eggertsson G. , 2006). Dit blijkt al gauw uit de afleiding van de LM-curve uit de vraag en het aanbod naar geld wanneer wij deze samen met de IS-curve afbeelden. Deze afleiding wordt weergegeven in kader 36 (volgende pagina). (Blanchard, Amighini, & Giavazzi, 2010, pp. 94-95).

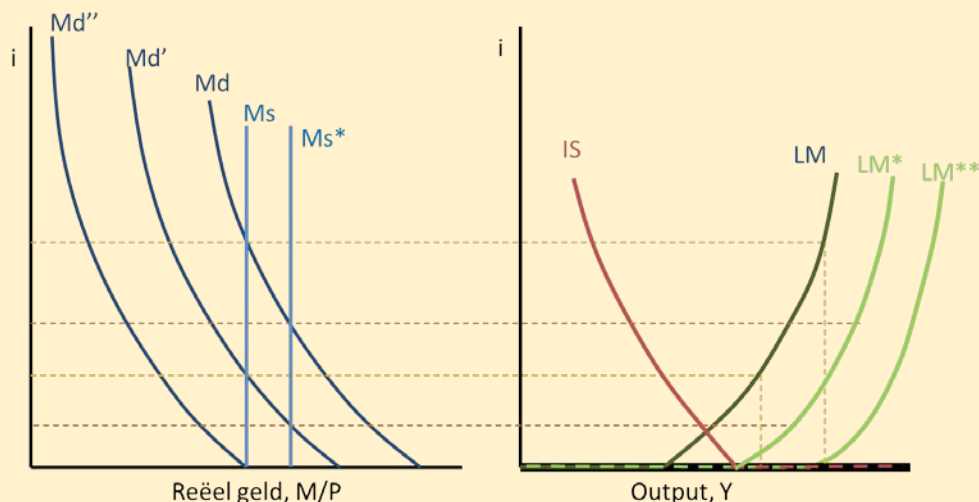
Wanneer wij de Keynesiaanse theorie volgen, zoals beschreven door Eggertsson (Eggertsson G. , p. 1) dan dienen wij te stellen dat een uitbreiding van het geldaanbod de nominale interestvoet zal laten dalen. Dit zal niet rechtstreeks gebeuren maar wel door de wisselwerking tussen geldvraag en -aanbod. Deze lagere interestvoet zal tot gevolg hebben dat de output zal toenemen, zoals wij kunnen zien in kader 36. Echter, gebaseerd op het argument dat niemand geld zal bijgeven om zijn geld uit te lenen, stellen de Keynesianen dat de interestvoet nooit negatief zal zijn, wat de arbitraire ondergrens van nul procent verklaart. Men noemt dit ook wel eens de *zero bound*. Hieruit volgt dan ook dat de Keynesianen argumenteren dat eens het geldaanbod een niveau heeft bereikt waarop men een nominale korte termijn interestvoet van nul procent bereikt, niet langer de prijzen noch output kunnen worden beïnvloed door het verder uitbreiden van het geldaanbod.

Wanneer wij dit spiegelen naar het huidige beleid van de ECB dan kunnen wij stellen dat ECB nog niet aan het einde van haar Latijn is. De nominale rente ligt nog steeds op 0,50 procent en biedt aldus nog ruimte voor verlaging, echter, een rentevoet van 0,50 procent is reeds vrij laag en is niet echt motiverend om nog langer het geld naar de bank te brengen. Wat op zich een goed teken is, maar aan de andere kant vormt het ook een negatief signaal, in het bijzonder dat er iets short binnen de economie. Dit is alles behalve goed.

Mensen zullen misschien minder snel geneigd zijn om hun geld te beleggen in spaarrekeningen, maar er kan niet worden aangenomen dat zij ter compensatie nu massaal gaan kopen. In Belgisch geval is dit laatste meermaals bewezen. Laten wij in dit kader een citaat uit De Morgen nemen (zie kader 37).

We moeten hier nog wel aan toevoegen dat de rentevoet voor deposito-faciliteiten sinds juli 2012 op nul procent ligt. Hier is bijgevolg geen marge meer over.

Kader 36: Afleiding van de liquidity trap binnen het IS-LM model



Bijschrift:

- Als eerste stellen wij de afleiding van de LM-curve voor. Deze gebeurt door het wijzigen van de geldvraag bij verschillende vaste reële prijzen. Met andere woorden: wanneer het inkomen (Y) daalt, dan zal de geldvraag (M_d) naar links verschuiven, of van M_d naar M_d' , en voor een verdere daling naar M_d'' . Wij zien bijgevolg het dalend verloop. (Relevante curves: M_d'' , M_d' , M_d , M_s en LM)
- In tweede instantie stellen wij het effect van een toename van de geldvraag voor, door de M_s curve naar rechts te laten verschuiven (van M_s naar M_s^*). Hierdoor komen wij bij een lagere interest bij een hogere Y uit, dit kan u merken door bijvoorbeeld de combinatie M_d-M_s te vergelijken met $M_d-M_s^*$. Dus, als M_s verschuift tot M_s^* , dan verschuift LM tot LM^* . Wij kunnen hieruit concluderen dat het evenwichtspunt nu niet langer door IS en LM gevormd wordt, maar wel door IS en LM^* , waarvan het snijpunt gelijk ligt aan de X -as, of 0 procent. Wanneer M_s^* verder naar rechts zou verschuiven om zo LM^{**} te vormen blijft de interest nul en de output in het snijpunt van LM^* en IS . (Relevante curves: M_s , M_s^* , IS , LM , LM^* en LM^{**})

Bron: Gebaseerd op figuur 5.10 en 5.11 uit Blanchard et al. (2010)

Kader 37: Sparen in België

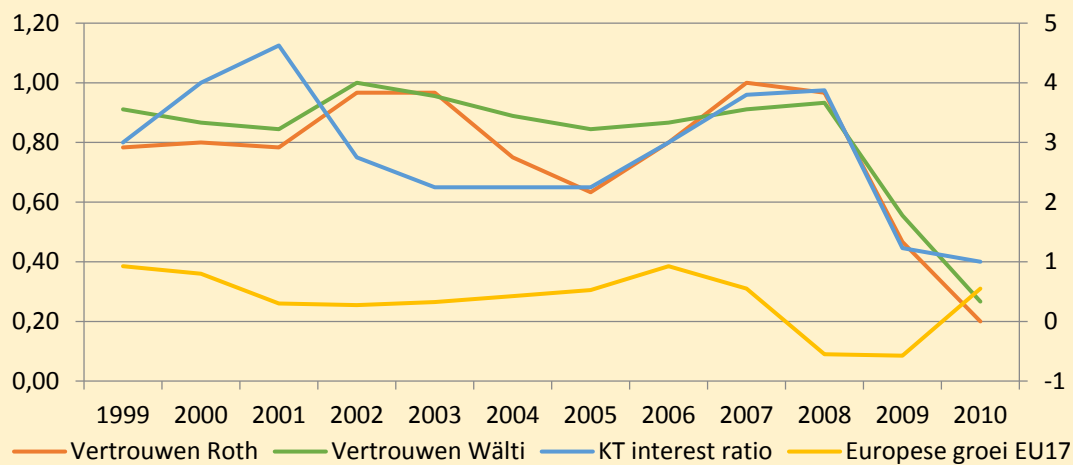
“De Belgische gezinnen sparen als nooit tevoren uit onzekerheid over hun economische toekomst. Zowel de grootbanken als de nichespelers zagen in 2012 hun spaarinzagen fors aanzwellen, ondanks de historisch lage rente. Er staat ruim 17 miljard euro meer op de spaarboekjes dan een jaar geleden, een groei van circa 9 procent.”

Bron: Vanbrussel (2013)

De conclusie waartoe wij dienen te komen is dan ook de volgende: Volgens het Keynesiaans beleid heeft de ECB nog steeds een aantal mogelijkheden. Zij kunnen de rentevoet nog steeds laten dalen aangezien deze de *zero bound* nog niet heeft bereikt. Echter, doordat het vertrouwen is gedaald en case materiaal aangeeft dat mensen niet langer extra geld wensen uit te geven, dienen wij aan te kaarten dat dit beleid niet duurzaam is. Er mag dan ook gesteld worden dat dit beleid niet langer

adequaat lijkt te zijn aangezien de *zero bound* dichterbij komt en de mensen het vertrouwen erin hebben verloren.

Kader 38: Grafische weergave van interest, vertrouwen en procentuele groei



Linker as: vertrouwen (geuniformiseerde rijmaxima) – Rechter as: groei en rentevoet (%)

Bijschrift:

- Wij merken op dat de Europese groei tussen 2008 en 2009 negatief was, maar de daling van de rentevoet lijkt hier het tij gekeerd te hebben in 2010, toen begon het BBP terug positief te groeien.
- In de periode 2001 tot 2006 nam het BBP toe, ook toen daalde de interest ratio.
- In de periode 2006 tot 2008 heeft een stijging van de interestvoet de groei van het BBP afremt.

Bron: Eurostat (2013) - Roth et al. (2011) - Wälti (2012) - ECB (2013)



Aandacht

Volgens de Keynesiaanse literatuur is het niet langer gewenst om de nominale interestvoet te laten dalen aangezien het beleid niet langer werkt eenmaal de nul-grens bereikt is. Daarenboven lijkt het dalende vertrouwen er voor te zorgen dat het beleid zelfs voordat het de nul-grens bereikt heeft, niet meer als effectief kan worden bestempeld.

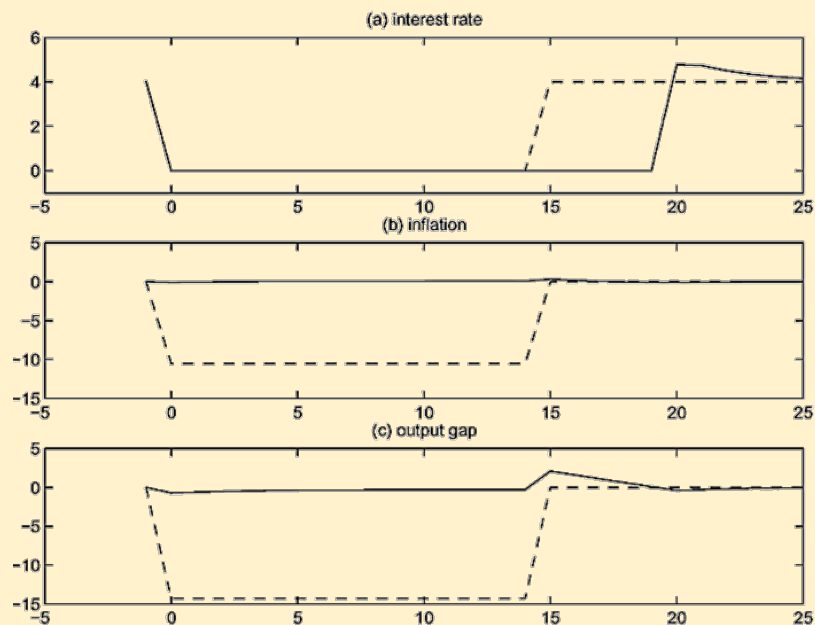
Vanuit deze visie dienen we te stellen dat dit instrument niet langer adequaat is.

6.2.3. Moderne visie

De moderne visie kent een groot verschil met de Keynesiaanse, en deze is vooral terug te vinden in het feit dat men in de moderne visie er vanuit gaat dat de aggregatieve vraag (AD) zowel rekening houdt met het huidige als het verwachte toekomstige niveau van de werkelijke interest ratio. Dit terwijl in het Keynesiaanse model enkel rekening werd gehouden met de huidige interestratio (Eggertsson G. , 2006).

Er kan dan ook gesteld worden dat de liquiditeitsval enkel zal optreden wanneer een te lage korte termijn nominale interestratio de ECB verhindert om op gepaste wijze op de economische omstandigheden (deflatoire schokken, cf. slechte economische tijden) te accommoderen (Eggertsson G. , 2006).

Kader 39: Antwoord van nominale interestratio, inflatie en output gap op schokken die 15 kwartalen duren



Horizontale as: tijd in kwartalen – Verticale as: jaarlijkse percentage

De streepjes lijn geef de oplossing weer onder een discreet beleid, de volle lijn onder een optimaal beleid.

Conclusie: We merken dat een discreet beleid er pas na 15 maanden in slaagt om de economie terug aan te zwengelen, terwijl een optimaal beleid (dat niet aan regels gebonden is) dit sneller kan. Volgens Eggertsson bestaat het optimale beleid uit het rekening houden met het toekomstige beleid, waardoor de deflatie en outputkrimp kan vermeden worden. Dit houdt in dat de centrale bank de nominale interestratio voor een langere periode op nul houdt, dan die periode die voorgesteld wordt door het discretionaire beleid. De verwachtingen betreffende de toekomstige inflatie zullen leiden tot een langere reële interestratio zelfs wanneer de nominale interestratio niet langer gereduceerd kan worden, wat bijgevolg de uitgaven ten goed komt.

Bron: Overgenomen uit Eggertsson (2006, p. 6)

Wanneer wij dit alles concretiseren dan kunnen wij stellen dat de vraag niet enkel afhangt van de huidige korte termijn interestratio maar ook van het volledige verwachte toekomstige pad van de interestratio's (cf. lange termijn interestratio's) én de verwachte inflatie (Eggertsson G. , 2006).

Volgens de theorie kan een expansief monetaire beleid nog steeds effectief zijn wanneer het de publieke verwachtingen over de toekomstige interestratio's kan veranderen op het moment dat de zero bound niet langer bindend is. Als voorbeeld wordt hierbij aangegeven dat de ECB zijn lage toekomstige nominale interestratio voor eender welk prijspeil zou moeten handhaven eenmaal de deflatoire druk verdwenen is (Eggertsson G. , 2006).

Hier zou het schoentje echter wel eens kunnen wringen voor de ECB aangezien haar belangrijkste doelstelling het behouden van prijsstabiliteit is. Hier houdt Eggertsson in zijn betoog uiteraard geen rekening mee aangezien hij schrijft binnen Amerikaanse context.

We moeten dan ook grijpen naar de tweede techniek die door Eggertsson wordt aangehaald en dat is *Monetary Easing*. Hierbij zet men zich in om lagere toekomstige nominale interestratio's te bereiken

voor een gegeven prijsniveau, maar dit houdt eveneens in dat er in de toekomst een groter geldaanbod voorzien moet worden eenmaal de interestratio's terug positief zijn geworden (Eggertsson G. , 2006). Hiermee wordt bedoeld dat de nominale interestratio laag moet worden gehouden voor een aantal extra kwartalen totdat de natuurlijke interestratio zich terug op zijn normale niveau bevindt (Eggertsson & Woodford, 2004).

Volgend op dit laatste punt dienen we op te merken dat Belke (2010) suggereert dat de ECB via zijn programma voor de effectenmarkt (SMP) in zekere zin doet aan *Quantitative Easing*¹⁰ wat in zekere zin hetzelfde betekent als Monetary Easing. Zo argumenteert Belke dat het SMP duidelijke overeenkomsten vertoont met het beleid van de VS en het VK waarin doelgerichte interventies in de obligatiemarkten om zo de marktinterest naar omlaag te brengen. Doch, het is niet helemaal hetzelfde waardoor Belke het *quasi-Quantitative Easing* noemt.

6.3. Het onconventioneel monetair beleid

We hebben gezien dat de ECB haar beleid in zekere zin zal moeten aanpassen, meer bepaald zal zij rekening moeten houden met de toekomstige verwachtingen van mensen. Maar misschien dat het meer onconventionele beleid wel een uitweg biedt? In dit deel even een korte ingang op het onconventioneel monetair beleid zoals dit door de ECB zelf omschreven wordt.

Om te beginnen verwijzen we naar het programma voor de effectenmarkten (vanaf nu SMP) dat wij in kader 18 op pagina 37 reeds uiteenzette. Het belangrijkste punt van dit programma is dat het als tijdelijk bedoeld is. Echter, wanneer wij kijken naar de laatste jaren, dan merken wij dat de ECB heel wat actiever optreedt binnen het aankopen van onder andere staatspapieren (zie bijlage 5 voor grafische evolutie).

Andere onconventionele monetaire beleidsinstrumenten zijn het verschaffen van liquiditeiten door middel van vaste-rentetenders met volledige toewijzing¹¹, het uitbreiden van de lijst activa die voor gebruik als onderpand in aanmerking komen, langer lopende liquiditeitsverschaffing, het verschaffen van liquiditeiten in vreemde munten en het rechtstreeks aankopen van specifieke schuldbewijzen. De ECB geeft zelf aan dat zij hiermee een flexibel kader heeft zodat ze met onvoorziene omstandigheden als een crisis kan omgaan (ECB Feiten-presentatie, 2012).

Binnen het bestek van deze masterproef zou het ons te ver rijken om al deze instrumenten in detail te bespreken, zodoende beperken wij ons tot het SMP en het opkopen van specifieke schuldbewijzen.

¹⁰ Quantitative Easing betekent dat de centrale bank obligaties opkoopt om op deze wijze de geldhoeveelheid te beïnvloeden. Voor meer details verwijzen we naar punt 9.1.4 op pagina 98, en bijlage 10.

¹¹ Concreet betekent dit dat de rentevoet vooraf wordt vastgesteld zonder dat hierbij een bepaald bedrag wordt vastgesteld. Zolang er voldoende kwalitatief onderpand tegenover staat zal de ECB liquiditeiten verschaffen.

Een mooie bespreking van het handelen van de ECB binnen het aankopen van soevereine obligaties (vanaf nu SBP) en het SMP vinden we terug in het artikel van Belke (2010). Daarin wordt onder meer aangehaald dat de ECB volgens het verdrag enkel op de secundaire markt mag interveniëren. Doch heeft zij het verdrag niet letterlijk overtreden toen zij tijdens de crisis ook op de primaire markten aankopen deed. Wat niet weg neemt dat het verdrag moreel gezien geschonden werd. Een bail-out door een centrale bank van overheidsschulden is in zijn kern namelijk verboden. De beleidsmakers kaartten echter zelf aan dat er bijzondere marktspanningen waren waardoor andere opties uitgesloten waren (Belke, 2010, p. 357).

Dit idee is duidelijk een teken dat de ECB tijdens de crisis niet langer zijn “normale” beleid kon blijven voeren omdat de omstandigheden nu eenmaal uitzonderlijk waren. Dit draagt dan ook bij tot onze centrale onderzoeksvraag: Is het beleid nog gepast, als het vertrouwen daalt? Hierbij weten we reeds dat het vertrouwen daalde, en dat het conventionele beleid niet langer lijkt te werken. De verbanden tussen vertrouwen en, werkloosheid en inflatie werden des te groter tijdens de crisismaanden.

Tevens concludeert Belke dat de ECB automatisch lijkt te transformeren naar een quasi-fiscale agent voor de overheden binnen de eurozone en dit meer bepaald door het voeren van een enorm laks monetair beleid met lage transparantie. Het uitgebreid SMP heeft er toe geleid dat de ECB zowel op politiek als fiscaal vlak afhankelijker is geworden van de lidstaten, met alle gevolgen van dien. Zo zouden de onorthodoxe monetaire beleiden kunnen leiden tot een daling van de interne waarde van de euro, met op de lange termijn een hogere inflatie tot gevolg. (Belke, 2010, p. 363).

Wanneer wij verder de studie van Belke bestuderen dan kunnen wij concluderen dat het beleid dat de ECB de afgelopen jaren tijdens de crisisperiodes voerde, sterk afweek van wat wij van de ECB mogen verwachten.

Ten eerste kunnen wij niet langer spreken van een onafhankelijke centrale bank, wat nochtans als cruciale voorwaarde wordt gesteld voor een geloofwaardig beleid (Van Poeck, 2007). Ten tweede heeft de ECB door het uitgebreide SMP haar balans sterk vergiftigd waardoor de lange termijn stabiliteit van de euro in gevaar kan komen (Belke, 2010). Ten derde ontbreekt het beleid aan transparantie en neigt het politiek controversieel te zijn. Zo werd de standaard unanieme beslissing niet langer unaniem genomen, maar bij gewone meerderheid. Er waren duidelijk interne meningsverschillen (Belke, 2010). En tot slot wordt het idee van de ECB als *lender of last resort* met de dag meer realiteit. Echter, hoe meer schuldpapieren ze in bezit heeft hoe moeilijker het voor de ECB in de toekomst zal worden om er nog bij te nemen. Het oplossen van dit probleem via geldcreatie vormt namelijk geen uitweg. Het zijn namelijk de overheden en instituties zelf die de problemen moeten aanpakken door de nodige schuldherstructurerings (Belke, 2010).

In onderstaand kader vindt u tot slot nog een citaat van Belke dat een bevestiging lijkt te zijn van ons vermoeden: het beleid lijkt een nieuwe richting op te (moeten) gaan.

Kader 40: Citaat uit het abstract van het artikel "Driven by the Markets? ECB Sovereign Bond Purchases and the Securities Markets Programme" van Belke (2010)

"The most worrisome aspect is that the euro area appears to have stumbled into unconventional monetary policies that, once started, will be difficult to exit."

Bron: Belke (2010)

Hoofdstuk 7: Implicaties voor het budgettaire en financiële beleid

“We're not just here to make a single market, but a political union.” Jacques Delors. (1993)

Alvorens aan dit hoofdstuk te beginnen, dienen wij enige toelichting te geven bij de begrippen *budgettaire* en *financiële beleid* (cf. *fiscale beleid*) binnen het kader van de ECB. Een aandachtige lezer zal namelijk opmerken dat de ECB in feite niet handelt binnen het budgettaire beleid, doch, zij wordt hier onrechtstreeks bij betrokken doordat zij enerzijds de rentevoet bepaalt die een invloed heeft op het budget van de lokale overheden en anderzijds een zeer belangrijke rol speelt binnen de onmogelijke driehoeken. Verder kunnen wij ook opmerken dat op het fiscale gebied er nog steeds een sterke heterogeniteit heerst tussen de verschillende lidstaten.

7.1. Regels versus vrijheid

De ECB kan kiezen uit twee visies op haar beleid. De eerste visie bestaat uit het volgen van een vaste regel (bijvoorbeeld: het nastreven van een bepaald inflatiepercentage), terwijl de tweede gericht is op een anticyclisch beleid waarbij wordt ingegrepen indien dit nodig geacht wordt (bijvoorbeeld: restrictief beleid wanneer de economie dreigt te oververhitten). Deze eerste visie speelt vooral in op de verwachtingen rond het resultaat dat men op de lange termijn wenst te bereiken, terwijl de tweede visie vooral gericht is op het onder controle houden van het hier en nu (Van Poeck, 2007).

7.1.1. ECB beleid

De ECB staat bekend voor haar blindstaren op prijsstabiliteit. Wij zagen eerder al dat de ECB soms niet wenst in te grijpen wanneer de prijsstabiliteit daardoor in het gedrang komt (Bibow, 2002). We kunnen hier dan ook uit afleiden dat de ECB voornamelijk een op regels gebaseerd beleid voert. Dit kan echter een aantal nefaste gevolgen hebben.

Wanneer een centrale bank bepaalde vaste regels invoert dan is het belangrijk dat zij zich aan haar eigen regels houdt en deze te allen tijde probeert na te streven. De reden die hier achter ligt is terug te vinden in de termen geloofwaardigheid en vertrouwen. Wanneer de centrale bank er niet in slaagt om haar doestellingen te bereiken dan zal dit leiden tot een breuk in het vertrouwen (Van Poeck, 2007).



Aandacht

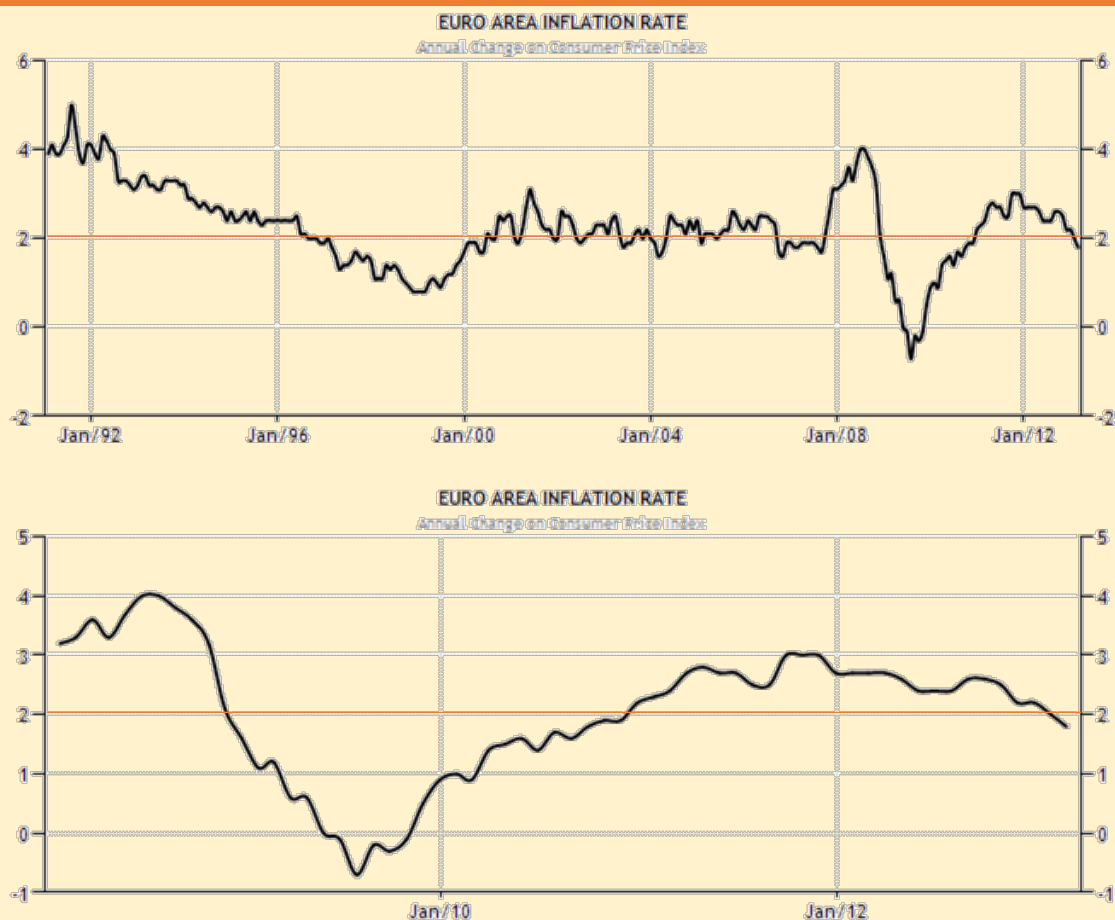
“Vaak wordt ook aangenomen dat een onafhankelijke opstelling van de centrale bank (tegenover de regering) een *conditio sine que non* is voor de geloofwaardigheid van de monetaire politiek.”

(Van Poeck, 2007, p. 193)

Over het algemeen kunnen we stellen dat de ECB een sterke mate van onafhankelijkheid kent. Echter, de studie van (Belke, 2010) suggereert dat de ECB haar onafhankelijk karakter verliest. Het is dan ook niet ondenkbaar dat de mate van vertrouwen hierdoor een beuk heeft gekregen.

Verder kunnen we stellen dat de inflatie de afgelopen jaren een sterke afwijking kende van de denkbeeldige twee procent norm die de ECB hanteert. De ECB slaagde er de laatste jaren – mede wegens de crisis uiteraard – niet in om de gemiddelde inflatie rond de norm te brengen (cf. afwijking van de regel). Dit kan mede een verklaring zijn geweest voor het dalende vertrouwen dat in de regressies tot uiting kwam (zie hoofdstukken 4 en 5).

Kader 41: Inflatie binnen de Eurozone (Jaarlijkse verandering in consumptieprijs index)



Bron: Euro Area Inflation Rate (2013)

Conclusie: De ECB is gebonden aan regels. Deze zorgen er echter voor dat mensen verwachtingen hebben. Wanneer de ECB hier niet gepast op kan reageren dan zal er een discrepantie ontstaan tussen de werkelijkheid en de verwachtingen. Dit heeft een negatief effect op het vertrouwen.

Daarnaast kaarten we eerder reeds aan dat de ECB de enige lijkt te zijn die de economische groei terug aan kan wakkeren, dit aangezien de lidstaten fiscaal gebonden zijn aan de stabiliteits- en groeipactnormen. Voor de ECB gaat een gelijkaardig verhaal op. Hierdoor kan men dan ook moeilijk reageren op externe schokken binnen de economie (cf. instorting huizenmarkt of bankencrash).

7.1.2. Verdrag van Maastricht

Het Verdrag van Maastricht opende de weg naar een politieke integratie binnen de Europese Unie die gebaseerd is op drie pijlers. Wij zullen ons hierbij focussen op de Europese Monetaire Unie welke in zekere mate deel uitmaakt van de pijler Europese Gemeenschappen.

Wat deze Economische en Monetaire Unie betreft kunnen we stellen dat deze als voornaamste doel het voltooiën van de interne markt had. Hierbij speelden drie aspecten een rol: het coördineren van het economische beleid tussen lidstaten, een multilateraal toezicht op deze coördinatie en het onderwerpen aan een financiële en budgettaire discipline. Het doel van dit monetaire beleid was de invoering van één enkele munt met de nodige garantie voor de stabiliteit ervan, dit door te zorgen voor prijsstabiliteit en respect voor de markteconomie (Verdrag van Maastricht over de Europese Unie, 2013).

Toegepast: De lidstaten hun begrotingstekort mag op jaarbasis niet hoger liggen dan 3 procent van het BBP, en hun staatschuld niet hoger dan 60 procent. – Deze regel geldt sinds het stabiliteits- en groeipact niet enkel meer als toelatingsvoorwaarde tot de Eurozone, maar dient ook de periode erna nageleefd te worden. – Echter, voor de laatste voorwaarde werd gesteld dat een beweging naar de 60 procent voldoende was (om bij de Eurozone te mogen aansluiten). Belke (2010) stelt echter dat er tijdens de crisisjaren wel lossier werd omgegaan met deze normen. Dit neemt echter niet weg dat landen nog steeds sterke besparingen dienden door te voeren om hun begroting in evenwicht te houden, om zo aan de normen te blijven voldoen. Verder dient het geen toelichting dat het uitvoeren van hersteloperaties om de economische groei terug aan te laten wakkeren (cf. Keynesiaans expansief beleid) direct bemoeilijkt wordt door deze regelgeving.

Verder zorgde de invoering van het verdrag er natuurlijk ook voor dat de individuele lidstaten hun monetair beleid plots kwijt speelden, waardoor hun fiscale beleid het enige directe middel is dat over blijft om de economie desgewenst af te remmen of aan te wakkeren.

Een opmerkelijke lezer kan opmerken dat hierbij tamelijk recht door de bocht wordt gegaan. Een overheid bestaat inderdaad uit meer dan alleen het fiscale beleid dat zij voert. Zo vormen ook de cultuur en het beeld dat de burgers van de overheid heeft een belangrijk gegeven. Doch, wanneer wij het cru stellen, dan komt dit alles steeds weer in de financiën van het land terecht.

7.1.3. Verdrag van Lissabon

Het Verdrag van Lissabon werd midden december 2007 ondertekend en trad begin december 2009 in werking. In het jaar 2010 werd het Verdrag van Lissabon vervolgens geconcretiseerd in het zogenaamde 2020 programma. We kunnen stellen dat dit alles een zekere *regels versus handelsvrijheid* betreft binnen het fiscale kader.

In dit verdrag werden de twee voornaamste taken van de ECB verduidelijkt: Ten eerste staat het Europees Stelsel van Centrale Banken in voor de handhaving van de prijsstabiliteit en draagt het bij tot het algemene economische beleid. Ten tweede maakt ze deel uit van het nu expliciet vastgestelde Eurosysteem – voorheen was het slechts een informele term – waarbinnen het monetair beleid vastgesteld en uitgevoerd wordt. Supplementair wordt ook de onafhankelijkheid van de ECB erin herbevestigd (Andere instellingen en organen van de Unie, 2013).

Verder geeft het verdrag de EC een grotere toezichthoudende rol ten opzichte van de lidstaten en wordt het monetair beleid kracht bijgezet. De Commissie en de Raad zullen zo onder meer nagaan of de lidstaten de drempels voor overheidstekorten, zoals vastgelegd in het stabiliteits- en groeipact niet overschrijden. (Economisch en monetair beleid, 2013).

Een andere belangrijke wijziging is de beslissingsautonomie voor de lidstaten aangaande bepaalde maatregelen. Zo hebben uitsluitend de lidstaten van de Eurozone stemrecht voor maatregelen in het kader van de coördinatie van en het toezicht op de budgettaire discipline, en voor de uiteenzetting van de koersen voor het economische beleid binnen de Eurozone (Economisch en monetair beleid, 2013).

Toegepast: We kunnen stellen dat het Verdrag van Lissabon een poging was om de Europese Muntunie sterker te maken, net als de rol van de ECB. Echter, we zagen reeds dat de laatste jaren de normen losjes gehanteerd werden en alles behalve bevorderlijk leken te zijn voor een economisch herstel. Daarenboven bleek het vertrouwen in de ECB te dalen en wordt er geknaagd aan het onafhankelijk gegeven van de ECB. Overigens bleek ook de prijsstabiliteit de laatste jaren alles behalve een stabiele trend te vertonen.

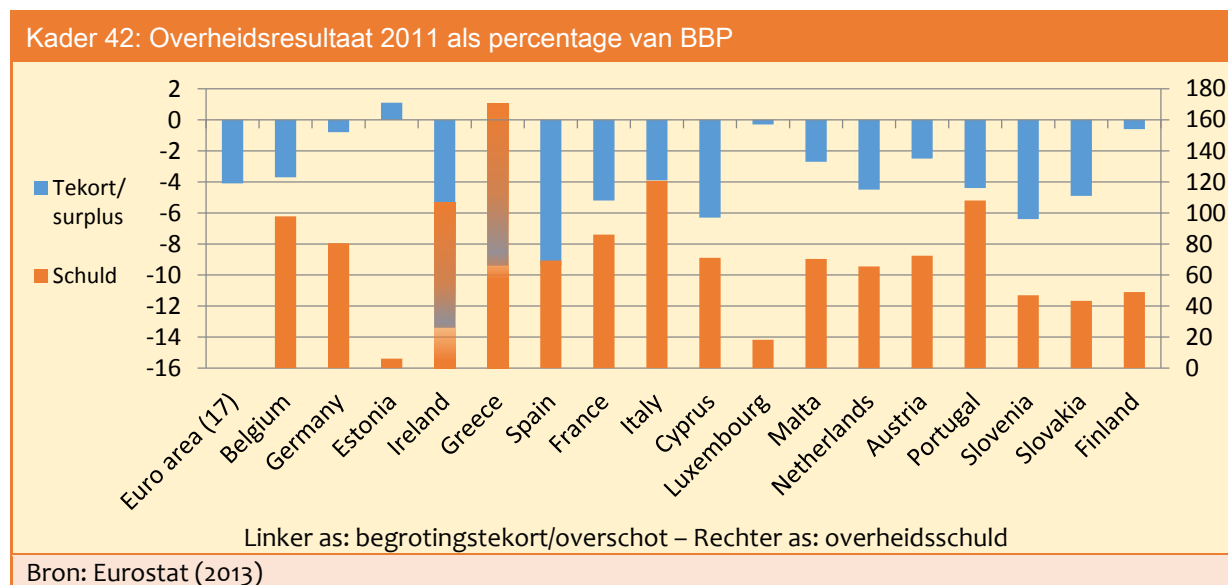
Mogen we hier stellen dat het Verdrag van Lissabon louter een formeel document is? Dat toevallig net voor aanvang van de crisis verscheen?

7.2. Fiscale diversiteit versus ECB beleid

Laten wij beginnen met een blik op de verschillende overheidstekorten en -schulden binnen Europa (zie kader 42 op de volgende pagina).

Wanneer wij kijken naar onderstaande gegevens dan merken wij onmiddellijk op dat de overheidsschuld van de Euro-lidstaten schommelt tussen de 170,6 en 6,1. Het overheidssurplus schommelt op zijn beurt tussen de -13,4 en de 1,1. Hieruit kunnen we concluderen dat voor de 17 opgenomen lidstaten er een zeer sterke schommeling bestaat voor wat het naleven van de budgettaire criteria betreft. Ook merken we dat heel wat landen (12 van de 17) in 2011 een begrotingstekort hadden dat groter was dan 3 procent. Het is niet onwaarschijnlijk aan te nemen dat dit een reden was voor het “*Verdrag voor stabiliteit, coördinatie en governance in de EMU*” dat op 1 januari 2012 ondertekent

werd door de ministers van financiën, waarin strenge regels vastgelegd werden waaraan de nationale begrotingen moeten voldoen (Verdrag voor stabiliteit, coördinatie en governance in de EMU, 2013).



We komen na deze korte bespreking dan ook opnieuw tot dezelfde conclusie: er heerst heterogeniteit binnen de EMU. Dit ondanks het feit dat de beleidsmakers er vanuit gingen dat de landen naar elkaar toe zouden groeien na het invoeren van de Euro. Volgens EuropaNu zou er hierdoor minder aandacht geschonken zijn aan een nauwere coördinatie van het economische beleid. Er ontbreekt een politiek dak boven de Europese Muntunie (2013).

Er werden de afgelopen jaren dan ook een aantal maatregel getroffen om dit “gat” aan Europese leemte grotendeels te vullen. Ten eerste schonk men meer aandacht aan begrotingsdiscipline en Europese controle om op die wijze de staatsfinanciën op orde te brengen en het vertrouwen in de EMU te herstellen. Ten tweede werden er noodfondsen in het leven geroepen. Denken wij hierbij aan het Europees Stabiliteitsmechanisme (ESM – voorheen het tijdelijke EFSF). Als derde element werd er aandacht geschonken aan het toezicht op de financiële markten waarbinnen de ECB een centrale rol speelt.

Een vierde element dat wij zelf reeds aanhaalden tijdens het bespreken van de onmogelijke driehoeken, en dat wij later in deze masterproef verder in detail zullen bespreken, is de oprichting van een bankenunie. Dit idee speelt namelijk op Europees niveau (Eurocrisis door begrotingstekort en staatsschuld eurolanden, 2013). We zullen ons hierbij ook de vraag moeten stellen of de ECB wel de geschikte persoon is om aan het hoofd te staan van deze unie.

7.3. De financiële markten

Het zou ons te ver reiken om een gedetailleerde uiteenzetting te geven van de verschillende veranderingen die zich de afgelopen jaren op de financiële markten binnen (voornamelijk) de

Europese Unie hebben voorgedaan. Maar, wij zijn ervan overtuigd dat een korte inleiding tot dit begrip bijdraagt tot diepere inzichten wanneer wij later de onmogelijke driehoek en bijhorende oplossing voor de beleidsimplicaties presenteren.

Sinds begin jaren 2000 nam de Europese integratie gestaag toe. Doch, de financiële markten bleven een allegaartje aan loshangende korven waarover geen enkele vorm van Europese coördinatie plaatsvond. Het hoeft dan ook niet te verbazen dat het Europees Parlement in 2000 een resolutie aannam waarin melding werd gemaakt van de twijfel van de financiële organisaties bij de traditionele structuur van supervisie. Het duurde echter tot de crisisjaren alvorens concrete stappen ondernomen werden vanuit Europa om gehoor te geven aan deze vraagtekens.

Volgens de rapporteurs van het Europees Parlement was het echter noodzakelijk dat er meer financiële supervisie en samenwerking kwam op Europees niveau wanneer men de interne open markt wenst te behouden. Dit kwam eens te meer tot uiting toen de PIGS-landen samen met Ierland in grote financiële problemen terecht kwamen (Toezicht op de financiële markten, 2013).

Dit alles leidde dan ook tot een hele resem aan maatregelen op Europees niveau. In onderstaand kader vindt u een beknopt overzicht van wat er reeds gebeurde:

Kader 43: Hervormingen voor de financiële markten

2010

- Oprichting van verschillende Europese Toezichthoudende Autoriteiten (toezicht binnen specifieke bedrijfstakken).
- Oprichting van een Europees Comité voor Systeemrisico's (toezicht over het geheel).
- Verplichting tot registratie, rapportage en kapitaalregels voor alternatieve beleggingsfondsen.
- *Nieuwe rol voor de ECB: financieel toezichthouder op de Europese bankensector. Enkel voor banken met een balanstotaal van meer dan 30 miljard Euro. Kleinere banken blijven onder het toezicht van de nationale toezichthouders staan.*
- Basel III-akkoord: voornamelijk verhoging van allerhande reserves binnen de banken
- Stresstesten voor banken: kenbaar maken van hun financiële gezondheid

2011

- Permanent Europees noodfonds: Europees Stabiliteitsmechanisme

2012

- Handel in derivaten dient goedgekeurd te worden (bepaalde typen derivaten)

2013

- Europees paspoort voor hefboomfondsen (vrij opereren in alle lidstaten los van regionale wetgeving)
- Verstrenging van regels voor kredietbeoordelaars
Aangezien kredietbeoordelaars landen die in de problemen zaten (overheidstekorten) pijnigden door hen een rommelstatus te geven waardoor deze landen moeilijk aan leningen konden geraken, werden de regels verstrenkt (bijvoorbeeld: werkmethoden verduidelijken).

Bron: Toezicht op de financiële markten (2013)

Het zal u vast niet verbazen dat de lijst in bovenstaand kader niet limitatief geïnterpreteerd dient te worden. Daarnaast is hij de afgelopen maanden sterk aangescherpt – bijvoorbeeld herstelplannen voor banken, een bail-in (schuldeisers en aandeelhouders zijn in de eerste plaats aansprakelijk voor mogelijke verliezen, en daarna pas de staat) – en uitgebreid – zo wordt er meer en meer gesproken over een bankenunie evenals strafrechtelijke sancties in het geval van marktmanipulatie.

Hoofdstuk 8: Driehoekige hervormingen

“Sometimes simple and bold ideas help us see more clearly a complex reality that requires nuanced approaches.” Dani Rodrik. (2007)

In dit achtste hoofdstuk zullen wij nader ingaan op de onmogelijke driehoek zoals beschreven in punt 3.3 en zullen wij deze in verband brengen met het idee om een viervoudige unie op te richten, waarbij men de monetaire unie niet opneemt. Daarbinnen zullen wij steeds wijzen op een aantal aandachtspunten voor de EU en de ECB.

8.1. Viervoudige unie versus onmogelijke driehoek

Véron begint in zijn betoog met een conclusie die nogmaals aanhaalt dat we binnen de Europese Unie met een heterogeniteitsprobleem zitten. Hij haalt namelijk aan dat de EU over onvoldoende capaciteit beschikt om een gezaghebbend beleid te voeren en politieke beslissingen te nemen voor de unie in zijn geheel. Het is dan ook belangrijk om de wederzijds versterkende tekorten van het uitvoerend besluitvormingsvermogen, de democratische vertegenwoordiging en het zelfbeschikkingsvermogen te versterken. Er zouden meer proactieve beslissingen op Europees niveau moeten komen (2012).

8.1.1. Van drie hoeken naar vijf unies

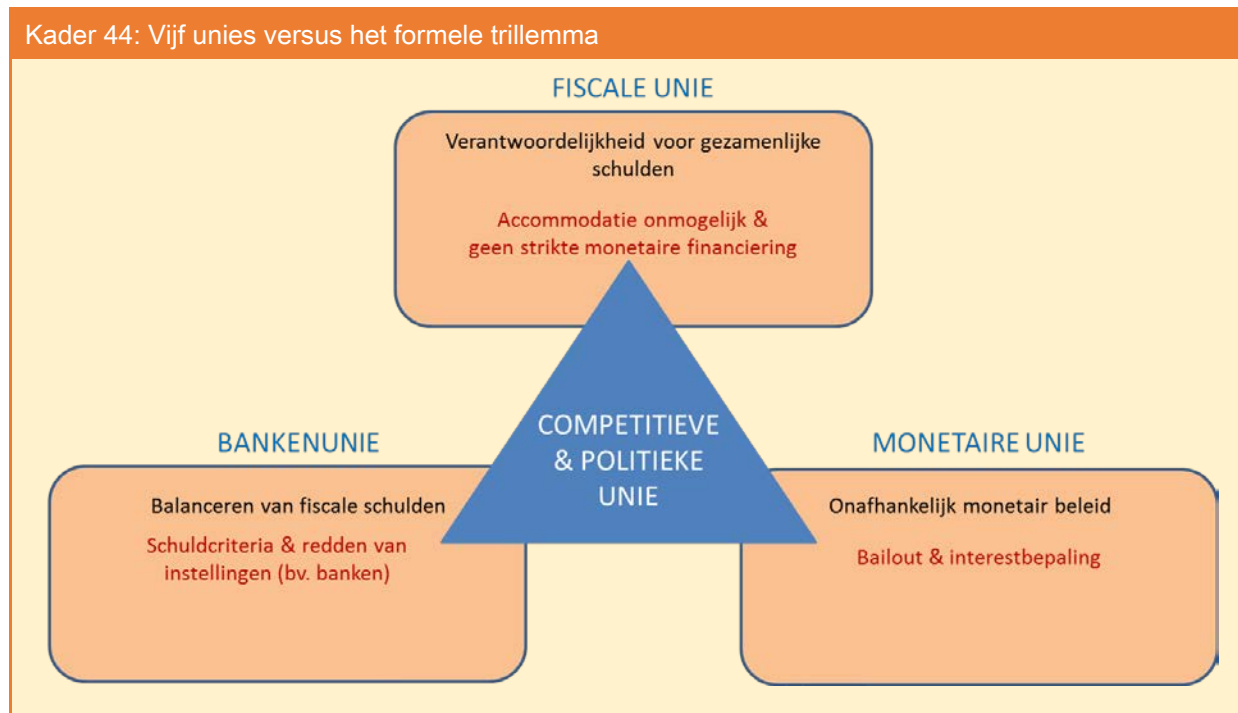
In totaal kunnen we spreken over vijf unies: een competitieve, financiële, politieke, monetaire en bankenunie. Deze vijf unies zullen de crisis niet oplossen, maar het zou heel wat obstakels die de laatste jaren een optimaal beleid in de weg hebben gestaan, kunnen aankaarten (Véron, 2012). Wanneer we deze vijf unies vervolgens transponeren naar de onmogelijke driehoek, dan merken wij dat er een opmerkelijke overlapping bestaat (zie kader 44).

In eerste instantie merken wij op dat de fiscale unie te vergelijken valt met de verantwoordelijkheid voor gezamenlijke schulden. Dit aangezien landen zelf niet in staat zijn om te accommoderen op bepaalde schokken aangezien zij geen of slechts beperkte budgettaire ruimte hebben. Verder denken wij hierbij ook aan het Eurobondsysteem waarmee de vraag naar risicovrije schulden ingewilligd kan worden.

Ten tweede merken wij op dat de bankenunie in verband kan worden gebracht met het redden van banken. Hiertussen bestaat een directe relatie. Wanneer er een overkoepelende bankenunie zou zijn, zou deze laatste instaan voor een gemeenschappelijk referentiekader voor banktoezicht, crisis resoluties en depositoverzekering.

Ten derde is er de monetaire unie (welke Véron niet opneemt in zijn bespreking), welke geen nadere toelichting nodig heeft.

Als vierde en vijfde is er de competitieve en politieke unie. Deze twee staan in het centrum aangezien zij zorgen voor het monitoren, evalueren en coördineren van structurele hervormingsacties die potentiële ontwikkeling en hoge groei kunnen bevorderen. De politieke unie zorgt dan weer voor een Europees Parlement dat zich kan inspannen voor democratische controle over de relevante uitvoerende bevoegdheden waarover zij beschikt (Véron, 2012).



8.1.2. Argumenten voor

We keken eerder (punt 3.2) reeds naar de kenmerken waaraan een muntunie moet voldoen om optimaal genoemd te kunnen worden. De vraag die wij ons nu moeten stellen is of bovenstaande nieuwe unies voldoende kunnen zijn om de unie nog optimaler te maken.

Het antwoord is redelijk snel te formuleren. Er waren namelijk twee eigenschappen waaraan we niet voldeden die nu letterlijk in unietermen werden gegoten. We hebben het dan over politieke en fiscale integratie. Door het oprichten van een fiscale unie en het versterken van de politieke unie, zou de unie een score van 5,5 op 8 krijgen, waar zij nu 4,5 op 8 kreeg. De competitieve unie kan er op zijn beurt voor zorgen dat de diversificatie in productie en consumptie verbetert overheen de hele unie (+0,5) en de inflatie naar elkaar toe begint te groeien (+1). Concreet komen wij dan uit op een score van 7 op 8. Er rest ons dan enkel nog een verhoging van de flexibiliteit van de prijzen en lonen om de perfectie te benaderen. Het is niet ondenkbaar dat de fiscale unie hieraan kan bijdragen. Loonverschillen zijn er

vaak door verschillende belastingtarieven en andere sociale lasten. Een fiscale unie kan deze bedragen nivelleren waardoor de lonen overheen de unie naar elkaar toe groeien.

Doch, dit alles dient met een serieuze korrel zout te worden genomen. Het is niet realistisch te stellen dat het oprichten van een paar extra intra-unies ertoe kan leiden dat men plots de perfectie wordt. Het proces zal lang en zwaar zijn, waarbij heel wat politieke moed en toegevingen dienen te gebeuren. Daarenboven hebben we eerder vastgesteld dat er nog steeds sterke inflatieverschillen zijn tussen de diverse landen, ondanks het feit dat er al meer dan 10 jaar een eenvormig beleid van prijsstabiliteit geldt.

8.1.3. Argumenten tegen

Ondanks het feit dat deze vijfvoudige unie een aantal voordelen lijkt te hebben, kunnen we stellen dat er ook heel wat argumenten tegen deze unialisering te bedenken zijn. Zo kan er in eerste instantie verwezen worden naar de heterogeniteit die binnen de unie heerst evenals het geldende decentralisatieprincipe dat stelt dat bevoegdheden op een zo laag mogelijk niveau aangepakt dienen te worden.

Elk land kent een eigen cultuur en deze komt tot uiting in het beleid dat zij voert. Véron voert zelf aan dat er nagedacht moet worden over politieke obstakels, onderlinge afhankelijkheid en het maken van rangschikkingen. Zo zal elk land naargelang het component waarover we spreken, bepaalde nationale weerstanden uiten. In onderstaand kader bestuderen we enkele nationale weerstanden (2012, p. 5).

Kader 45: Nationale weerstanden tegen de unies volgens Véron

Unie	Weerstand / opmerking
Banken en fiscale	Ondersteund door probleemlanden om hun schulden met sterke landen te delen. Fiscaal sterke landen willen meer centrale controle over banken, fiscale en competitiviteitsbeslissingen als voorwaarde voor schulddeling.
Politieke	Populairder bij landen met een sterk federalisme dan bij meer centraal georganiseerde landen
Monetaire (Euro)	De EU bestaat uit 27 lidstaten, terwijl de Eurozone er maar 17 telt. Dit zorgt voor een zekere belemmering wat het politieke betreft.
Competitieve	Het Euro Plus Pact kan gezien worden als een basis voor een competitieve unie, maar er zitten slechts 6 niet-Eurolanden in.

Bron: Véron (2012, p. 5)

Het vormen van een viervoudige unie zal aldus stoten op nationale politieke weerstanden. Deze landen willen namelijk niet al hun bevoegdheden kwijtspelen, wat bij het oprichten van deze vier extra unies wel het geval zal zijn. We moeten ons dan ook de vraag stellen of de heterogeniteit die tussen de landen heerst het niet quasi onmogelijk maakt om een efficiënte en effectieve vijfvoudige unie op te stellen waarbij een gemeenschappelijk beleid wordt gevoerd door alle landen.

8.2. Elementen van de EU

Volgens Véron (2012) bestaat de uitdaging voor Europa uit een viervoudige unie. Wij zullen nu kort schetsen hoe deze vier unies – vijf met de monetaire – er idealiter uitzien en waar men voldoende aandacht aan moet schenken. We kaarten daarbij ook de consequenties van het bestaan van de onmogelijke driehoeken aan. Om te beginnen starten we telkens met de visie van Véron.

8.2.1. Competitieve unie



Aandacht

“Een competitieve unie zou het structureel hervormingsbeleid op nationaal en Europees niveau controleren, beoordelen en coördineren; inclusief gebieden zoals insolventiewetgeving, financiële regelgeving, dienstensectorregelgeving en arbeidsrecht, die een belangrijke impact hebben op de potentiële ontwikkeling van hoge-groeifirma's in Europa.” (Véron, 2012, p. 5)

Uit bovenstaande omschrijving kunnen we afleiden dat de competitieve unie vooral tot doel heeft om een betere regelgeving uit te werken wat goederen, diensten, personen en kapitaal betreft. Of om het anders te zeggen: de vrijheden dienen meer op Europees niveau gereguleerd te worden, aldus Véron.

Doch, wanneer we onze eerdere bevindingen hier langs leggen, dan merken we onmiddellijk een groot probleem op: Hoe kan men in een heterogeen Europa streven naar meer homogeniteit zonder dat bepaalde landen hierbij erop achteruit gaan? Het lijkt niet redelijk te stellen dat België een loonhandicap van 5,1% (Trends, 2013) op slechts een aantal jaren kan wegwerken zonder dat de Belgen er hierdoor op achteruit gaan. Daarenboven zullen Belgische vakbonden niet staan te springen om aan sociale zekerheid in te binden, evenmin de overheid wat belastingen betreft. Een grote tegenstand valt te verwachten.

Evenwel kan gesteld worden dat een verbetering van de verschillende regelgevingen en een betere Europese coördinatie, sterk kan bijdragen aan een sterkere Europese Unie. Op dit moment lijkt Europa nog steeds aan twee snelheden te groeien en het ziet er niet naar uit dat dit de volgende jaren gaat veranderen (Express, 2012). Een verdere integratie zou dit kunnen kenteren.

8.2.2. Bankenunie



Aandacht

“Een bankenunie zou een gemeenschappelijk referentiekader voor banktoezicht, crisisresolutie en deposito bescherming met zich meebrengen.” (Véron, 2012, p. 5)

De definitie van Véron brengt op zich weinig wijsheden met zich mee. Daarom lijkt het ons interessant om terug te vallen op het originele werk van Pisani-Ferry, Sapir, Véron & Wolff (2012) waaruit Véron zijn definitie afleidde.

Volgens Pisani-Ferry et al. dienen de Europese beleidsmakers zich in totaal zeven vragen te stellen. Een eerste vraag betreft de reikwijdte van de bankenunie. Hiervoor besluit men dat het een absolute noodzaak is om ten minste de 17 Eurolanden op te nemen in deze unie, maar dat het wenselijk kan zijn om hem uit te breiden tot de hele EU. Doch, dit laatste kan te ambitieus zijn en op te veel belemmeringen stuiten. Zo gaf het Verenigd Koninkrijk reeds aan niet gebonden te willen zijn door een bankenunie die volgens hen eerder het gevolg is van een gemeenschappelijke munt, dan van een gemeenschappelijke markt.

Als tweede stelt zich de vraag welke banken opgenomen dienen te worden. Hierop luidt het eenvoudigste antwoord: alle banken van alle landen die in de bankenunie zitten. Doch, ook dit is een hele operatie en misschien kan men zich dan ook beter enkel focussen op de “systematisch financieel belangrijke instituties”, ook wel de SIFIs genoemd.

De derde vraag, en in ons kader de belangrijkste, luidt: Welke instituties moeten instaan voor het toezicht? Hiervoor kunnen volgens Pisani-Ferry et al. twee wegen ingeslagen worden: enkel een nieuwe institutie, of een nieuwe institutie samen met de ECB. Hieronder vallen dan uiteraard nog de nationale toezichthouders. In kader 46 beschrijven we de rol van de ECB (Pisani-Ferry, Sapir, Véron, & Wolff, 2012).

Kader 46: Wie dient toezicht te houden op de bankenunie?

Om te beginnen dienen we drie belangrijke dimensies aan te kaarten:

- De centrale banken zijn last-resort aanbieder van liquiditeiten voor banken. Hierdoor hebben zij een voordeel bij het toezicht.
- Er kan een belangenconflict ontstaan tussen het monetaire beleid en de toezichthoudende acties. Zo kunnen de monetaire doelstellingen gematigd worden om bepaalde banken waarover zij toezicht hebben te beschermen.
- Er heerst een delicate balans tussen toezicht door centrale banken en een afwikkelingsautoriteit.

Omwille van bovenstaande redenen zouden zowel de centrale banken, als een apart toezichtsorgaan het toezicht moeten uitoefenen. Verder zou de ECB te machtig worden en zou er een aantasting kunnen plaatsvinden van haar onafhankelijkheid en monetaire beleid.

Het idee om enkel een apart orgaan aan te duiden kan worden tegensproken doordat artikel 127.5 van het Verdrag (VWEU) de ECB aanwijst als orgaan bij uitstek. Daarenboven is de ECB reeds een sterk orgaan met voldoende middelen en bijgevolg een geschikte kandidaat.

Volgens Pisani-Ferry et al. zijn er dan ook slechts twee opties: een enkele toezichthouder die tevens over een afwikkelingsautoriteit beschikt, of een dubbel systeem met ECB supervisie tezamen met de in de eerste optie beschreven toezichthouder.

Concreet zijn er dus vier pijlers te verdelen: supervisie, regulering, depositoverzekering en bankafwikkeling (cf. bank resolution).

Bron: Pisani-Ferry, Sapir, Véron & Wolff (2012)

Een vierde vraag die gesteld wordt is welke soort afwikkelingsautoriteit (cf. resolution authority) opgericht dient te worden. Volgens Pisani-Ferry et al. dient deze Europese afwikkelingsautoriteit in een nieuwe institutie gehuisvest te worden, dit ondanks het feit dat er sterke banden bestaan met het huidige ESM. Verder zou deze institutie over een bepaalde mate van direct toezicht over de in de bankenunie opgenomen banken moeten kunnen beschikken. Een overlapping met de institutie die instaat voor het toekomstige Europese Deposito Beschermingssysteem (EDIS) vormt echter geen probleem.

Wat het EDIS betreft, daarvoor stellen Pisani-Ferry et al. dat het wenselijk is om op termijn een volledig gecentraliseerd EDIS op te zetten. Evenwel zou op de korte termijn genoeg kunnen worden genomen met een systeem van partiële bescherming¹².

Een zesde punt betreft het fiscale vangnet. Volgens Pisani-Ferry et al. dient een bankenunie ondersteunt te worden door enige mate van fiscale unie, wat niet noodzakelijk een gemeenschappelijke begroting met zich mee hoeft te brengen. Tot slot is er nog de overheid en verantwoording welke in algemene zin versterkt dienen te worden ¹³. (Pisani-Ferry, Sapir, Véron, & Wolff, 2012)

8.2.3. Fiscale unie



Aandacht

“Een fiscale unie zou de creatie van een gemeenschappelijk uitgegeven schuld-instrument omvatten om de investeerders hun vraag naar krediet-risico-vrije activa te ontmoeten (cf. Eurobonds), begeleid door adequate centrale controles op nationale begrotingskeuzes.” (Véron, 2012, p. 5)

Volgens Belke (2010) zou het uitgeven van ECB-schuldbewijzen, leiden tot een grote transfer van soevereine risico's naar de balans van de ECB. Doch, Véron (2012) beschrijft dat het oprichten van een fiscale unie het uitgeven van de door het publiek gewenste gemeenschappelijke schuldbewijzen mogelijk maakt. Deze twee stellingen lijken elkaar tegen te spreken.

Wanneer wij verder kijken, dan kunnen wij stellen dat het niet de bedoeling kan zijn om de ECB te laten handelen als een fiscaal agent. Dit gebeurt volgens Belke (2010) onder meer door Eurolanden die niet in de problemen zitten een hogere obligatierente aan te rekenen om zo overheden die in een financiële stresssituatie zitten te kunnen ondersteunen. Uit dit en datgene wat we in voorgaande paragraaf vonden, kunnen we afleiden dat de ECB strikt gescheiden dient te worden van het fiscale gegeven van landen. Belke geeft tevens aan dat een herkapitalisatie van het Europees systeem onmogelijk is, mede doordat er een fiscaal vacuüm bestaat op Europees niveau.

¹² Voor meer informatie over het EDIS en het soort van overheid en verantwoording, verwijzen we naar de originele tekst van Pisani-Ferry et al. met als titel: “What kind of European Banking Union?” zoals te vinden op www.bruegel.org.

¹³ Op het fiscale en politieke zullen wij in de volgende twee punten dieper ingaan.

We komen dan ook tot de conclusie dat een Europese fiscale unie een goed idee vormt, zo lang deze als een aparte Europese entiteit – los van de ECB – kan worden beschouwd, zodat deze aparte entiteit de schuldbewijzen kan uitgeven net zoals een overheid dat zou doen.

Volgens Pisani-Ferry (2012) kan deze fiscale unie het best bestaan uit de Eurolidstaten, waarbij gestreefd wordt naar (1) een strakker gemeenschappelijk fiscaal raamwerk en (2) een wederzijdse garantie van een deel van de overheidsschuld. De schuld zou hierbij worden uitgegeven in de vorm van Eurobonds waarbij van deze wederzijdse garantie genoten wordt. Door dit laatste zou men aan betere voorwaarden kunnen lenen, zouden banken meer zekerheden kennen en worden staten beschermd tegen zichzelf vervullende insolventiecrisisen. Verder zouden de lidstaten ook laten merken dat zij de volledige consequenties accepteren van deelname aan een monetaire unie ¹⁴.

8.2.4. Politieke unie



Aandacht

“Een politieke unie zou het Europees Parlement echt representatief en bekwaam maken om gepaste democratische controle over relevante uitvoerende functies uit te oefenen.” (Véron, *The Challenges of Europe's Fourfold Union*, 2012, p. 5)

“Nationale parlementen kunnen ook een rol spelen in het versterken van democratische verantwoording, maar kunnen niet het Europese Parlement vervangen als enige plaats waar alle EU burgers samen vertegenwoordigd worden.” Deze verklaring geeft Véron (2012, p. 5) bij zijn bovenstaande formulering van een politieke unie. Hij geeft verder aan dat een getransformeerd Europees institutioneel raamwerk samen dient te gaan met democratische verantwoording en een politieke ruggengraat van Europese integratie. Die institutionele transformatie noemt hij een politieke unie aangezien het de erkenning van een politieke ruimte op Europees niveau met zich meebrengt.

Uit het werk van Melchior (1999) leren we dat het belangrijk is dat een politieke gemeenschap ondersteund wordt door democratische instituties en dat er sprake is van politieke gelijkheid tussen de leden. Tot vandaag lijkt de EU enkel een gemeenschap van staten en markten te zijn, waarbij een echte politieke gemeenschap nog ontbreekt¹⁵. Doch, dit laatste zou een aantal niet in evenwicht zijnde aspecten (bijvoorbeeld: gemeenschap van burgers, wetten en kennis) kunnen verhelpen. Verder leren we dat het de combinatie van culturele, politieke en sociale factoren zijn die solidariteit en vertrouwen produceren, welke tevens de politieke gemeenschap van een natiestaat karakteriseren.

¹⁴ Pisani-Ferry beschrijft hier zijn fiscale unie binnen zijn onderzoek naar de onmogelijke driehoek. Hij ziet echter ook heel wat obstakels waaronder een revisie van het verdrag, een oneerlijke verdeling van de baten, een nood aan politieke integratie en een nieuw institutioneel raamwerk.

Een meer uitgewerkte visie rond welke fiscale unie we nodig hebben kan u vinden op www.bruegel.org door te zoeken naar het artikel “What kind of fiscal union” van Marzinotto, Sapir & Guntram B.

¹⁵ Opgelet: de uitspraak dateert van 1999, waardoor recente politieke veranderingen niet zijn opgenomen.

Tot slot geven we nog kort de vier voorwaarden die Melchior identificeert om een echte EC/EU-gemeenschap te bouwen. Deze zijn: (1) een verenigde code met gemeenschappelijke rechten en plichten, (2) een verenigde economie met een vrij verkeer van goeden, personen en arbeid, (3) een vrij compact territorium met natuurlijke en verdedigbare grenzen, en (4) een politieke cultuur, openbaar onderwijs en media systemen¹⁶. Verder geeft hij ook aan dat de politieke dimensie samen gaat met het heruitvinden van de democratie waarbij de dikke culturele grenzen geen belemmering meer vormen. Maar ook het burgerschap moet geïntegreerd worden, net als het verbeteren van de capaciteiten om problemen op te lossen evenals het politieke reactievermogen¹⁷.

We moeten opmerken dat er de afgelopen jaren sterke vooruitgang is geboekt op politiek niveau en dat er steeds meer en meer op Europees niveau wordt samengewerkt. Dit laatste vormt dan ook een goede bouwsteen naar de toekomst toe om de andere unies op te richten en problemen op Europees niveau aan te pakken. Al zal dit alles zeker niet eenvoudig zijn, want zoals af te leiden valt uit het werk van Melchior, lijkt de heterogeniteit tussen de landen – die we eerder aantoonde – een verdere politieke integratie te bemoeilijken. Om een succesvolle politieke unie te vormen zal men dan ook het Europese burgerschapsgevoel moeten versterken.

8.2.5. Monetaire unie

Aangezien de hele masterproef over de ECB en dus ook de EMU gaat, zullen wij hier slechts een beperkt aantal monetaire zaken aanhalen. Zo troffen we een artikel van Bénassy-Quéré, Pisani-Ferry & Yongding (2011) waarin een aantal concrete stappen voor de hervorming van het internationale monetaire systeem naar voren worden geschoven. In een ander artikel van Marzinotto, Pisani-Ferry & Wolff (2011) wordt dan weer de correlatie tussen de bankencrisis en soevereine crisis aangekaart. Verder wijst men ook op het gevaar van de besmetting van andere landen. Er wordt dan ook gevraagd om werk te maken van gecentraliseerd toezicht en de onderlinge verdeling van deposito's¹⁸. (Zo zou de EFSF voor het hele Eurogebied de nationale depositoverzekering kunnen regelen.)

Uit deze twee korte voorbeelden blijkt nogmaals dat alle vijf de unies sterk met elkaar verweven zijn en dat ook wat het monetaire betreft aanpassingen wenselijk zijn om zo de onafhankelijkheid (van de ECB) te waarborgen en op gepaste wijze in te kunnen grijpen.

¹⁶ Vrije vertaling met hedendaagse situatie in acht genomen. Originele tekst in Melchior (1999) pagina 41.

¹⁷ Voor een meer uitgebreid betoog over gemeenschapsbouwen binnen de EU verwijzen we naar de originele tekst van Melchior uit 1999 met als titel: “Market building, polity building and community in the EU”

¹⁸ Voor meer info over beide artikels, bezoek www.bruegel.org/publications/

8.2.6. Overige aspecten

Er zijn nog heel wat andere aspecten die het daglicht zien. Zo kaarten Marzinotto et al. (2011) voor Griekenland onder andere de volgende aspecten aan: een programma om de kwaliteit van hoger onderwijs te verbeteren, een interne devaluatie, ondersteuning van bedrijven om productie en export te verbeteren, en innovatie. Het lijkt niet onwaarschijnlijk dat alle Europese landen baat zouden hebben bij het implementeren van deze aspecten.

Een tweede aspect dat we niet in het ongewisse mogen laten betreft de invloed van ratingbureaus. Véron & Wolff beschrijven hun invloed zeer mooi: “De kredietbeoordelaars zijn herhaaldelijk beschuldigd voor het veroorzaken of verergeren van negatieve marktontwikkelingen in de context van de Europese soevereine schuldencrisis.” (2011, p. 2) We moeten ons echter de vraag stellen of zij terecht beschuldigd zijn. Hierover schrijven Véron & Wolff dat kredietbeoordelaars niet consistent de verwachtingen van investeerders en beleidsmakers hebben getart. Al dient te worden gezegd dat het verbeteren van de kwaliteit van de ratings door middel van regulering zeer moeilijk is (2011, p. 5).

Dit wetende zal het u waarschijnlijk niet verbazen dat er stemmen binnen Europa opgaan om een eigen Europees ratingbureau op te richten. Verder werd op 16 januari 2013 door het EP een set van strengere regels voor kredietbeoordelaars goedgekeurd waardoor het financieel beleid van Euro-landen door minstens twee beoordelaars dient te worden beoordeeld. Ook moeten ze meer informatie over hun ratings vrijgeven en moeten beleggers het recht krijgen om een schadevergoeding te eisen indien de ratingsbureaus een foute beoordeling gaven (Toezicht op de financiële markten, 2013)

Tot slot melden we nog even dat Véron er uitdrukkelijk de nadruk op legt dat de componenten van de viervoudige unie (exclusief monetaire) *wederzijds onderling afhankelijk* zijn. In kader 47 vindt u het stuk uit de oorspronkelijke tekst.

Kader 47: Wederzijdse onderlinge afhankelijkheid van de vier unies

“The components of the fourfold union agenda are mutually interdependent. Because executive capability must be seen as legitimate, banking, fiscal or competitiveness union will not be sustainable without political union. Fiscal union is also necessary for a stable banking union, because a common deposit insurance system, even one funded by levies on the financial sector, must ultimately rely on a common and credible fiscal backstop. There is also a direct relationship between banking union and competitiveness union, as financial-system policy is one of the key areas in which Europe must introduce structural reforms to enhance its growth potential. These observations mean that none of the components of the fourfold union can be seen as a substitute for the others.”

Bron: Véron (2012, p. 6)

8.3. Inpassing in het hedendaags ECB beleid

Belke beschrijft het hedendaags ECB beleid als een gemeenschappelijk monetair beleid dat gedomineerd wordt door de nationale fiscale overheden hun beleid. Hierbij geldt een nog onrustwek-

kender aspect, en dat is dat de Eurozone in een onconventioneel monetair beleid verwickeld lijkt te zijn geraakt, waar moeilijk uit te stappen valt eenmaal men er mee start (2010).

Wanneer we zelf kijken naar de acties die de ECB de afgelopen jaren heeft getroffen als reactie op de crisis, dan zien we een evolutie van meer conventionele naar meer onconventionele maatregelen. Zo verschaftte de ECB in augustus 2007 op ad-hocbasis extra liquiditeiten. Om een tekort aan liquiditeit in Dollars tegen te gaan, sloot zij tevens een swapovereenkomst¹⁹ af met het Federal Reserve System, aanvangend in december 2007 (ECB Feiten-presentatie, 2012).

In oktober 2008 besloot de ECB tot bijzondere liquiditeitsmaatregelen waarbij er wekelijkse herfinancieringstransactie worden uitgevoerd door middel van vaste-rentetenders met volledige toewijzing²⁰ (ECB Feiten-presentatie, 2012).

In juni 2009 wordt vervolgens het programma voor de aankoop van gedekte obligaties gestart. De reden die hier achter lag was het opnieuw leven in blazen van de markt die instaat voor de herfinanciering van banken. In mei 2010 wordt vervolgens het programma voor de effectenmarkt (SMP) geïntroduceerd omdat deze markt slecht functioneerde (ECB Feiten-presentatie, 2012). Het is vooral op deze twee reacties dat Belke kritiek uit. Zoals we eerder zagen zou de ECB hier *moree*/het verdrag mee hebben geschonden, al was er feitelijk geen echt alternatief. Dit laatste vormt dan ook de reden dat vele onderzoekers stellen dat de lidstaten het monetaire beleid domineren. Om het anders uit te drukken: de ECB verliest haar onafhankelijkheid, waardoor de verwachtingen van de burgers beïnvloed worden en het vertrouwen kan dalen. Laat ons dit verduidelijken aan de hand van de theorie rond de rationele inflatieverwachtingen. Hierbij wordt uitgegaan dat de economische agenten geen systematische voorspelfouten maken, dit aangezien hun verwachte inflatie gelijk is aan de verwachtingen ten aanzien van de groeivoet van de geldhoeveelheid. Concreet kunnen we stellen dat deze economische agenten de reactiefunctie van de monetaire beleidsvoerders trachten te achterhalen (Van Poeck, 2007).

Nu kunnen we veronderstellen dat wanneer de ECB zeer onconventionele trucks uit haar goocheldoos haalt dit niet in overeenstemming zal zijn met datgene wat de (rationele) economische agenten zullen voorstellen, dit aangezien zij enkel het systematisch gedeelte zullen (en kunnen) anticiperen, maar het beleid nu te sterk afwijkt van datgene wat systematisch is.

Verder wijzen we nogmaals op de belangrijkheid van het kunnen genieten van een hoge graad van geloofwaardigheid (cf. vertrouwen). Dit aangezien de verwachtingen van het publiek een cruciale rol spelen binnen het monetaire beleid. Deze geloofwaardigheid kan onder meer opgebouwd worden door een sterke graad van onafhankelijkheid en door voldoende te communiceren met de buiten-

¹⁹ Een (valuta) swapovereenkomst is een transactie waarbij twee partijen met elkaar overeenkomen om voor een bepaalde tijd valuta met elkaar te ruilen. Deze transactie is kenmerkend voor bedrijven die op een zeker moment van een bepaalde valuta een overschot hebben, terwijl zij voor een andere valuta met een tekort kampen (Swap (financieel), 2013).

²⁰ Concreet betekent dit dat de rentevoet vooraf wordt vastgesteld zonder dat hierbij een bepaald bedrag wordt vastgesteld. Zolang er voldoende kwalitatief onderpand tegenover staat zal de ECB liquiditeiten verschaffen.

wereld. (Van Poeck, 2007). Evenwel dienen we te melden dat de ECB de afgelopen jaren, wat deze twee laatste elementen betreft, ondermaats lijkt te presteren. Belke stelde namelijk dat de ECB politieke meer afhankelijk is geworden en dat er minder transparantie is. – Er werd namelijk geen officiële informatie vrijgegeven over de samenstelling van de SMP aankopen, noch over van wie de schulden zijn of wanneer ze vervallen (2010).

Op basis van deze bevindingen mogen we met redelijk veel zekerheid stellen dat het afbrokkelen van de onafhankelijkheid van de ECB, het niet voldoende op transparantie wijze communiceren met de Europese burgers, en het toepassen van het SMP, leidde tot een heuse duik in het vertrouwen van de burgers in de ECB. Verder bleken deze programma's ook maar weinig effect te hebben, want zoals we eerder zagen is het Europees BBP de afgelopen jaren weinig gegroeid.

Verder dienen we ook te concluderen dat de ECB zich momenteel in een probleemsituatie bevindt aangezien zij zich in een positie verkeerd die aangeduid wordt met de term *liquidity trap* waardoor haar conventioneel monetair beleid zo goed als uitgeput lijkt te zijn. Doch, we zagen eerder dat dit geen probleem hoeft te zijn. Evenwel dienen we op te merken dat om een succesvol monetair beleid te voeren in een liquidity trap, er sterk gebouwd moet worden aan de verwachtingen, en dus ook het vertrouwen en uiteindelijk eveneens de onafhankelijkheid.

Kader 48: De huidige problemen van de ECB

De ECB kampt met een aantal problemen die kunnen leiden tot meer problemen.

De oorzaken:

- De ECB lijkt haar onafhankelijkheid te verliezen. (1)
- De ECB communiceert niet lager op een voldoende transparante wijze. (1)
- Het vertrouwen van de burgers in de ECB is sterk gedaald. (2)
- Het beleid van de afgelopen jaren heeft de economie niet kunnen laten heropleven. (3)
- De bankensector lijkt nog steeds in woelig water te verkeren.
- De rentevoet is zo laag dat de liquidity trap realiteit geworden is. (4)

De gevolgen:

- Het monetair beleid kan enkel werken (in een liquidity trap) wanneer er ingespeeld wordt op de verwachtingen. (4)
- Verwachtingen, geloofwaardigheid en onafhankelijkheid delen quasi dezelfde kern.
- Mensen verliezen hun vertrouwen in de ECB waardoor het beleid naast het doel schiet. (2)
- De ECB ondernam risicovolle operaties waardoor haar balans besmet is geraakt met vergiftigde overheidspapieren. Hierdoor kan de lange termijn stabiliteit van de Eurozone in gevaar komen. (1)

Algemene werkpunten:

- Onafhankelijkheid waarborgen
- Vertrouwen van burgers herstellen
- Beter communiceren

Bronnen: 1 Belke (2010) - 2 Eurobarometer (2013) - 3 Eurostat (2013) - 4 Eggertsson (2006)

Tot slot verwijzen we nog naar bijlage 9 waar we kort op grafische wijze de BBP groei van de Eurozone naast de herfinancieringsrente van de ECB leggen.

8.4. Toekomstige rol van de ECB

In dit slotdeel van dit hoofdstuk trachten we op basis van onze huidige bevindingen een beeld te schetsen over de toekomstige rol van de ECB binnen de Europese Unie (of misschien beter de Eurozone).

8.4.1. Kerntaken uit het VWEU

In eerste instantie kunnen we opmerken dat er geen enkele reden is om de kerntaken van de ECB, zoals zij beschreven zijn in het VWEU, te wijzingen. De enige opmerking die wij kunnen maken is dat zij zich niet blind zou mogen staren op de inflatieverwachtingen aangezien dit de mogelijkheid om een crisissituatie in een betere om te keren bemoeilijkt.

8.4.2. Monetair beleid

We dienen ook geen vraagtekens te plaatsen bij de rol van de ECB wat het bepalen van de hoogte van de rentevoet betreft, nog bij het feit of zij in zou moeten staan voor het verschaffen van liquiditeiten, ook al kan dit laatste als minder conventioneel worden beschouwd.

Wat het rechtstreeks aankopen van schuldbewijzen betreft, en dan in het bijzonder deze van overheden, dienen we op te merken dat deze taak de ECB ernstige schade kan toebrengen. Zoals Belke (2010) aantoonde kan de ECB hierdoor haar onafhankelijkheid verliezen wat invloed heeft op zowat alle andere taken. Verder kan ook de balans hierdoor negatief kleuren²¹. Het lijkt ons in eerste instantie dan ook aangewezen om dit probleem op een ander niveau aan te pakken, of om een andere instantie met deze taak op te zadelen zodat de ECB niet als *bad bank* door het leven dient te gaan.

8.4.3. Vertrouwen

Laten we ook melding maken van het vertrouwensprobleem. De ECB dient de volgende jaren meer in te spelen op een transparanter beleid. Zij dient meer met de buitenwereld te communiceren zodat de burgers en politici weten hoe de ECB er voor staat, waar zij mee bezig is, en hoe zij de wereld ziet. Zonder voldoende open communicatie kan men geen vertrouwensrelatie opbouwen. De relatie met de ECB kent op zich weinig verschillen met een goed huwelijk. Op een huwelijkssite (zie kader 49) vonden we een gepaste tekst die aangeeft hoe belangrijk openheid in een relatie wel niet is.

²¹ Binnen de ECB zelf klinken stemmen dat er geen “angst” hoeft te zijn voor een negatief kleurende balans. Zo zou de balans zichzelf namelijk na een periode terug herstellen naar haar oorspronkelijke staat. (Conferentie, De Smet, 2013) (Niet opgenomen in bronnenlijst wegens ontbreken formele bron.)

Om dit vertrouwen op te bouwen zal de ECB terug minder afhankelijk moeten worden van de nationale lidstaten – dit leek namelijk het geval te zijn – en van de politiek. Vanuit deze optiek is het dan ook verstandig om het SMP te herbekijken en de tijdelijkheid ervan te herbevestigen. Indien het, zoals nu blijkt, op meer systematische wijze wordt gebruikt, moet outsourcing naar een andere instelling overwogen worden.

Kader 49: Vertrouwen in een huwelijk

“Most of us want an honest relationship with our spouse. But some people have a need for honesty and openness – it gives them a sense of security and helps them become emotionally bonded to the one who meets that need.

Those with a need for honesty and openness want accurate information about their spouses' thoughts, feelings, habits, likes, dislikes, personal history, daily activities and plans for the future. **If their spouse does not provide honest and open communication, trust is undermined and the feelings of security can eventually be destroyed.** They cannot trust the signals that are being sent and feel they have no foundation on which to build a solid relationship. Instead of adjusting, they feel off balance; instead of growing together, they feel as if they are growing apart.”

Bron: Honesty and Openness (2013)

Ook binnen het kader van het vermijden van een grote catastrofe ten gevolge van een mogelijke liquidity trap, dient het vertrouwen hersteld te worden zodat de ECB in kan spelen op de verwachtingen. Op dit proces zullen wij in volgend hoofdstuk dieper ingaan wanneer wij het hebben over *monetary of quantitative easing*.

8.4.4. Toezichthouder

Binnen het kader van de vijfvoudige unie zagen we dat er misschien een rol weggelegd is voor de ECB binnen de bankenunie. Nu, in feite heeft de ECB deze rol reeds op zich genomen want zoals u kon lezen in kader 43 kreeg de ECB in 2010 de rol van financieel toezichthouder op de Europese bankensector, tezamen met de nationale centrale banken.

Verder zagen we in kader 46 dat het een voordeel kan zijn om de ECB toezicht te laten houden op de bankenunie aangezien zij in zekere mate over voldoende kennis beschikt om kwaliteitsvolle oordelen te vellen. Doch, we zagen toen ook dat een één ledig toezicht door de ECB ook zijn nadelen heeft. Daarom oordelen we in het kader van een effectief en efficiënt toezicht, dat het zeer verstandig is om de ECB samen met een andere instelling verantwoordelijk te stellen voor het toezicht op de bankensector, dit al dan niet in de vorm van een echte (en aan te bevelen) bankenunie.

Hoofdstuk 9: Oplossingen voor beleidsimplicaties

“... without the immediate installation of a sovereign default mechanism ..., the ECB risks turning into the “bad bank” of the euro area...” Belke. (2010)

In dit voorlaatste hoofdstuk zullen wij nagaan of het beleid van de ECB nog adequaat is in zijn huidige vorm, en waar zij eventueel aan dient te werken om het terug adequaat te maken. Met dit laatste bedoelen we het herstellen van het vertrouwen van de burgers in de ECB en bijgevolg ook haar beleid.

We zullen in dit hoofdstuk achtereenvolgens het monetaire, budgettaire en financiële beleid bespreken.

9.1. Een toekomstgericht monetair beleid

9.1.1. Introductie

We zagen eerder dat een *liquidity trap* niet noodzakelijk problematisch is. Volgens de moderne visie kon het monetaire beleid de vraag nog steeds laten toenemen bij een rentevoet van nul wanneer het de verwachtingen over de toekomstige geldhoeveelheid (cf. de toekomstige rentevoeten) kan veranderen. Er kan met andere woorden gesteld worden dat de Keynesiaanse liquiditeitsval enkel een val is wanneer de centrale bank de verwachtingen niet langer kan laten bewegen (Eggertsson G. , *Liquidity Trap*, 2006).

Maar ..., we zagen eerder dat mensen het vertrouwen in de ECB verliezen. Verder zagen we ook dat de rentevoeten de afgelopen jaren sterk daalden, maar het BBP niet reageerde met een opmerkelijke groei. Er lijkt aldus een omgekeerd effect te hebben plaatsgevonden. Of specifieker: de ECB heeft enkel erger kunnen vermijden, maar het tij niet kunnen keren.

9.1.2. Het scheppen van verwachtingen

Verwachtingen is het kernwoord van deze paragraaf. De ECB, in feite ook een overheid, dient namelijk de nodige verwachtingen te scheppen, en dit op een correcte wijze, om de contractie van de output te minimaliseren, evenals de deflatie ten gevolgen van deflatoire schokken. Concreet: zonder de correcte verwachtingen zal het beleid zijn doel langs zij varen (Eggertsson G. , 2006).

Een eerste aspect binnen dit kader is het maken van duidelijke aankondigingen over het toekomstige beleid via de correcte beleidsregels. Herinner u in deze context de discussie over regels versus

vrijheid uit paragraaf 7.1. Uit het werk van Eggertsson en Woodford (2003), en Wolman (2005)²² leren wij dat de centrale bank zich ertoe verbindt om de rentevoet op nul – of zeer laag – te houden totdat een bepaald prijspeil is bereikt. Te verwachten valt dat dit laatste gebeurt wanneer de deflatoire schokken zijn afgevlakt (Eggertsson G. , 2006).

Een tweede aspect betreft het verhogen van de overheidsuitgaven, maar dat houden wij voor de volgende paragraaf.

Kader 50: Een lage geloofwaardigheid in een deflatoire periode – Redenen?

Er zijn drie redenen waarom een centrale bank (cf. overheid) een lage mate van geloofwaardigheid kent in een deflatoire periode. De gevolgen hiervan zijn dat een gewoon nieuw beleid niet voldoende is.

- Een deflatie bias kan ertoe leiden dat de overheid veel beloofd om toekomstige expansie en inflatie te garanderen, maar later haar belofte verloochent.
- Deflatoire schokken van een erge soort zijn schaars, waardoor een centrale bank het sowieso harder heeft om aan haar geloofwaardigheid te bouwen.
- Door de lage rentevoet kan de centrale bank bijna niet reageren, die bemoeilijken de zaken alleen maar.

Bron: Eggertsson (2006)

9.1.3. Een lange termijn beleid

In de kern kan de ECB het probleem van de liquiditeitsval oplossen door de rentevoet laag te houden totdat de natuurlijke rentevoet terug op een positief peil staat, en dit voor een langere periode dan die nodig is om dit positieve peil te bereiken. Door de rentevoet langer dan nodig laag te houden, kunnen de deflatoire en contractionele²³ schokken – welke een gevolg zijn van de tijdelijke verstoringen die ertoe leidden dat de natuurlijke rentevoet negatief werd – grotendeels geëlimineerd worden (Eggertsson & Woodford, 2006). In het werk van Jung et al. wordt dit bevestigd (2005).

Bovenstaande bevinding vormt een algemene beschrijving van het optimale beleid, maar er dient opgemerkt te worden dat het feit of het beleid wel of niet optimaal is, afhangt van de geschiedenis van een land (of unie). Verder dient ook opgemerkt te worden dat men er vanuit gaat dat er geen fiscaal beleid voorhanden is, waardoor zowel de instrumenten als de gevolgen erop buiten beschouwing worden gelaten. (Eggertsson & Woodford, 2006).

Nu wij de theoretische aspecten kennen van een mogelijke oplossing om verdere maatregelen te nemen om aan de liquiditeitsval te ontsnappen, dienen we ons de vraag te stellen hoe de ECB er in kan slagen om het vertrouwen terug te winnen en de natuurlijke rentevoet weer kan laten stijgen. Het zijn de antwoorden op deze vraag die een antwoord geven op onze centrale onderzoeksvraag. Tot nu toe kunnen we reeds stellen dat het beleid enkel adequaat kan zijn wanneer de ECB over voldoende

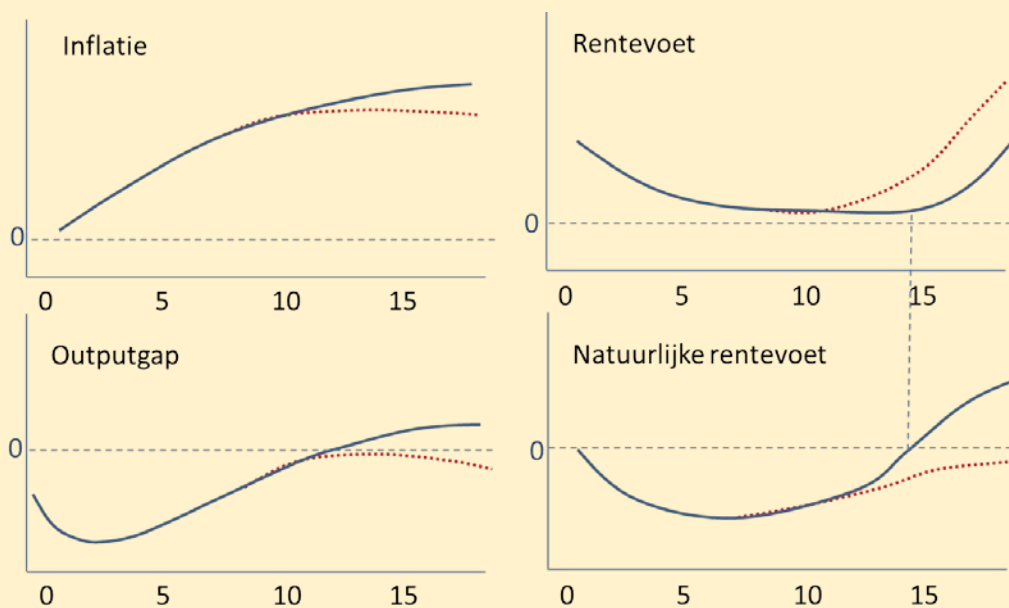
²² Deze referenties komen uit (Eggertsson G. , Liquidity Trap, 2006) en zijn dienaangaande niet zelfstandig opgenomen.

²³ Met contractionele schokken wordt verwezen naar schokken die het samentrekken of inkrimpen van de output tot gevolg hebben.

geloofwaardigheid beschikt. Dit impliceert dat de burgers haar moeten vertrouwen, ze voldoende communiceert en zich houdt aan haar afspraken. Hieruit kunnen we afleiden dat de ECB vast zal moeten blijven houden aan haar strikte regel van prijsstabiliteit, want op deze wijze kan zij terug aan geloofwaardigheid winnen. Verder dient de ECB zich ook te distantieren van de politiek – voornamelijk het fiscale van de lidstaten – om op die wijze een onafhankelijk beleid te voeren. Wanneer zij hierin slaagt, en de rentevoet voldoende lang laag houdt, dan stelt de theorie dat ze de economie opnieuw kan laten opklaaien.

Conclusie: om in de toekomst een adequaat beleid te kunnen blijven voeren is het belangrijk dat de ECB een *vertrouwens-herwinnings-oefening* uitvoert om haar geloofwaardigheid terug op te bouwen tot op een hoog niveau. Het is ook belangrijk dat de ECB haar onafhankelijkheid herbevestigt en niet via een zijden draadje laat afhangen van de politieke overtuigingen van de lidstaten. Op deze wijze zal de ECB de verwachtingen aangaande de rentevoet terug kunnen bewegen, waardoor met het behouden van een lage rentevoet, de economie uiteindelijk terug aan zal slaaien. Belangrijk hierbij is het blijven vasthouden aan het element van prijsstabiliteit, maar verder dient zij zich ook aan de gemaakte afspraken te houden. Uit de moderne visie op de liquiditeitsval blijkt eens te meer dat de ECB zich moet focussen op de regels en zich aldus niet te veel vrijheid kan permitteren.

Kader 51: Monetair beleid in een liquiditeitsval



De X-as representeert de periodes. Wij gaan uit van een deflatoire schok die aanhoudt gedurende een vijftal periodes. De ECB reageert hierop door middel van het verlagen van de rentevoet. Evenwel, ondanks het feit dat vanaf periode 13 de output op ongeveer hetzelfde peil zit als voorheen, dient de ECB de rentevoet minstens tot in periode 15 – wanneer de natuurlijke rentevoet terug positief wordt – laag te houden, om daarna deze pas terug te verhogen. Wanneer de ECB eerder de rentevoet verhoogt, dan zal de deflatoire spiraal niet doorbroken worden en volgt men de rode stippellijn in plaats van de volle lijn, beginnende rond periode 10.

Gebaseerd op het werk van Eggertsson

9.1.4. Het systeem van quantitative easing

In dit onderdeel zullen wij eerst kort een definitie geven van *quantitative easing* om daarna verder te gaan met een korte bespreking over het feit of de ECB deze weg kan/mag blijven volgen, of zich er beter niet mee bezig kan houden.

Kader 52: Quantitative of Monetary Easing

Quantitative easing (QE) kan omschreven worden als een beleidsmaatregel waarbij een centrale bank overgaat tot het opkopen van staatsobligaties, hypotheekobligaties of anderen, om op deze wijze de (voornamelijk) financiële instellingen liquiditeiten te verschaffen. Op deze wijze kan een deflatoire spiraal doorbroken worden zonder op fysieke wijze geldbiljetten bij te drukken.

Quantitative easing wordt vaak als een alternatief aanschouwd voor situaties waarin de rentevoet tot een laag niveau gedaald is (cf. liquiditeitsval). Door obligaties op te kopen kan men namelijk de geldhoeveelheid verhogen, wat tot (quasi) eenzelfde resultaat zal leiden als het rechtstreeks verlagen van de rentevoet. Een nadeel is wel dat er inflatie zal ontstaan.²⁴

Bron: Kwantitatieve versoepeling (2013) - (Quantitative easing (2013) - What is quantitative easing? (2013)

In bovenstaand kader kon u een definitie vinden van quantitative of monetary easing. We haalden eerder reeds aan dat Belke stelde dat de ECB de afgelopen jaren een gedeeltelijke toepassing maakte van deze beleidstechniek (2010). Nu kunnen we ons de vraag stellen of het een goed idee was van de ECB om deze techniek toe te passen, of juist niet.

Op basis van onze bevindingen kunnen we concluderen dat het een goed idee was (op papier), maar dat het in de realiteit eerder foutief is uitgedraaid. De reden die hier achter ligt is terug te vinden in de taken van de ECB, zoals weergegeven door de ECB feiten-presentatie (2012). Daarin staat dat het SMP een tijdelijk programma is. Het lijkt er echter op dat de ECB deze techniek consistent is blijven gebruiken om de doelstelling van een lage marktrente te realiseren. Daarenboven paste ze deze techniek toe zonder al te veel transparantie (Belke, 2010).

We concluderen dan ook dat quantitative easing een goede methode is voor de ECB om de marktrente naar omlaag te halen, maar dat deze methode niet te vaak en te lang mag worden gebruikt. Daarenboven lijkt het ook verstandiger om een andere instelling deze taken op zich te laten nemen, aangezien de ECB na enige tijd met een enorm groot risico²⁵ opgezadeld wordt. Verder dient ook de beslissing om een SMP programma te starten met de nodige zorg te worden genomen, en kan men hiervoor niet zomaar afwijken van de normale gang van zaken²⁶.

²⁴ In bijlage 10 vindt u een BBC artikel dat visueel het proces van quantitative easing weergeeft.

²⁵ Het risico bestaat uit de grote onzekerheid die gepaard gaat met de mogelijke terugbetaling van de obligaties. Wanneer een staat zoals Portugal, Spanje of Griekenland failliet zou gaan, dan dient de ECB deze obligaties af te schrijven wat een enorm verlies met zich mee zou brengen. Het risico wordt met andere woorden van de landen naar de ECB overgedragen.

²⁶ De beslissing om het SMP op te starten werd niet unaniem genomen, terwijl voor dit soort programma's unanimititeit te verwachten valt. Belke beschrijft dit als een signaal van interne verdeeldheid en hernationalisering van het monetaire beleid (2010).

Een laatste opmerking die we in de marge wensen te maken, is dat men er zich binnen de ECB van bewust is dat de balans er nu niet al te mooi uit ziet. Evenmin zien zij er niet onmiddellijk een gevaar in want er wordt verwacht dat de balans zichzelf na een tijdje terug zal zuiveren. Verder dienen we ook op te merken dat het SMP programma zoals wij het in deze tekst beschrijven ondertussen in zekere mate vervangen werd door het OMT (Outright Monetary Transactions), wat we zouden willen omschrijven als een agressievere vorm van het SMP programma aangezien er zoveel obligaties als nodig worden opgekocht om de doelstellingen te bereiken (wle, 2012).

9.1.5. De monetaire unie naast de bankenunie

Eerder²⁷ zagen we dat het geen slecht idee is om een bankenunie op te richten. We zagen ook dat hier een rol weggelegd is voor de ECB. Doch, om de monetaire unie niet in gevaar te brengen mag de ECB hier niet een al te grote rol krijgen, omdat op deze wijze de onafhankelijkheid in het gedrang kan komen. We besluiten dan ook met de stelling dat de ECB in hoofdzaak aan het hoofd staat van de monetaire unie, en dat er slechts onderschikt een rol weggelegd kan zijn om zich in de bankenunie te mengen. Hieruit volgt dan ook de noodzaak om een nieuwe instantie op te richten die aan het hoofd staat van de bankenunie. De ECB krijgt op zijn beurt een ondergeschikte rol, welke voornamelijk zal bestaan uit het leveren van de nodige kennis en ondersteuning.

9.2. Een toekomstgericht budgettair beleid

9.2.1. Introductie

De lidstaten dienden de afgelopen jaren sterk te besparen om aan de Europese budgettaire normen te voldoen, waar vaak met de term Maastrichtnormen naar verwezen wordt. Het is evenwel correcter te verwijzen naar de normen zoals bepaald in het stabiliteits- en groeipact, want hierin staan de eigenlijke normen waarover men spreekt.

Sommige auteurs, waaronder Dolls, Peichl & Zimmermann (2012) stellen zelfs expliciet dat de crisis binnen de Eurozone onder andere zijn wortels vindt in een faling van het verdrag van Maastricht. We dienen ons dan ook vragen te stellen bij dit en er op volgende verdragen.

9.2.2. Optimaal fiscaal beleid

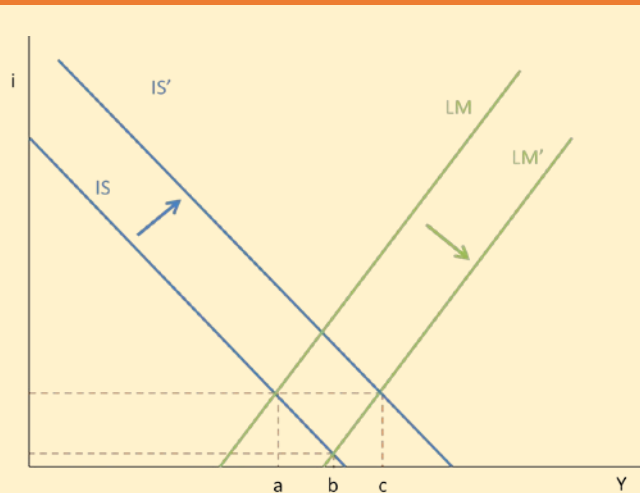
In Amerika gaan er stemmen op dat een discretionaire fiscale politiek erg effectief kan zijn als stabilisatietool wanneer rentevoeten het nulpunt hebben bereikt (DeLong & Summers, 2012). Deze

²⁷ Zie Kader 43, Kader 46 en punt 8.4.4

stelling kan binnen het IS-LM model bevestigd worden (zie kader 53). Evenmin dienen wij op te merken dat het hier gaat over een Amerikaanse context waar de regels van het stabiliteits- en groeipact uiteraard niet gelden. Verder dienen we op te merken dat het gaat over één land, met een aantal staten, en niet over een unie met een aantal landen met deelstaten. De context is met andere woorden geheel verschillend en dus kan niet zomaar gesteld worden dat dit fiscaal expansief beleid ook binnen Europa zal werken. Verder dient ook opgemerkt te worden dat er binnen de Europese unie automatische stabilisatoren²⁸ zijn welke in de VS vaak afwezig zijn.

Concreet dienen we te stellen dat de context geheel anders is. Zo is een fiscale expansie, in feite, onmogelijk aangezien de lidstaten gebonden zijn aan begrotings- en schuldnormen. Wanneer een land reeds moet besparen om haar begrotingstekort binnen de perken te houden, bestaat er geen enkele mogelijkheid om aan een expansief fiscaal beleid te gaan doen.

Kader 53: Fiscale expansie in een liquiditeitsval



Als initiële situatie wordt verondersteld de situatie na het plaatsvinden van de deflationaire schokken als gevolg van de crisissen (IS en LM). Op deze situatie reageerde de centrale bank met een monetaire expansie waardoor de LM curve naar rechts verschoof (IS en LM'). De rentevoet daalde en de output steeg (a naar b). Aangezien de LM' curve niet meer naar rechts kan verschuiven (de rentevoet kan niet onder nul), vormt de enige optie de IS-curve. Wanneer deze naar rechts verschuift (IS naar IS') dan stijgt de output (van b naar c).

Gebaseerd op DeLong & Summers (2012)

Op basis van deze bevindingen kunnen we stellen dat een fiscaal beleid effectief kan zijn in het geval van een rentevoet die gelijk is aan nul. Wanneer we even abstractie maken van eventuele beperkingen aan de overheidsuitgaven – en er dus vanuit gaan dat men een tekort mag opbouwen – dan dienen we ons de vraag te stellen wat een overheid precies moet doen. Omdat een uitgebreid antwoord het bestek van deze masterproef te buiten gaat, verwijzen we enkel naar een paar bevindingen van Eggertsson die terug te vinden zijn in kader 54.

Het budgettaire beleid lijkt aldus een mogelijk uitweg uit onze huidige situatie. De enige implicatie ligt te vinden in de verdragsregels welke er voor zorgen dat het niet mogelijk is.

²⁸ Denkt u hierbij aan progressieve belastingschalen, werkloosheidsuitkering, subsidies en belastingen, loonindex, ...

Kader 54: Welk fiscaal beleid is optimaal bij een rentevoet van nul?

Eggertsson beschrijft in zijn werkstuk vier methoden van fiscaal beleid:

- Snoeien van de belasting op arbeid: Onder normale omstandigheden heeft dit een expansief effect op de output, maar in geval van een nul-rente zal het eerder een contractie betekenen.
- Vergroten van de overheidsuitgaven: Wanneer deze uitgaven tijdelijk en met een bepaald doel in acht nemend worden vergroot, dan heeft dit in elke omstandigheid een positief effect op de output. Wanneer de verhoogde uitgaven in een geval van nul-rente als permanent worden beschouwd, dan levert dit echter een contractie op.
- Snoeien van de omzetbelasting (cf. sales taxes): Net als een verhoging van de overheidsuitgaven, zal deze methode leiden tot een expansieve groei van de output.
- Snoeien van de kapitaalbelasting (cf. belasting op dividenden en belasting op de financiële welvaart van huishoudens): Deze belasting zal leiden tot een contractie van de output aangezien de centrale bank niet kan accommoderen in het geval van een nul-rente.

Conclusie: Tijdelijk en doelgericht de overheidsuitgaven verhogen, een daling van de omzetbelasting en het verlenen van investeringskredieten vormen een optimaal fiscaal beleid.

Zie bijlage 11 voor visuele ondersteuning en aanvullende informatie.

Bron: Eggertsson (2011)

9.2.3. Verdragen

Het budgettaire beleid dat de lidstaten kunnen voeren is gebonden aan allerlei verdragsbepaling. Zoals we zagen zorgen deze er voor dat de lidstaten onmogelijk aan fiscale expansie kunnen doen in een deflatoire omgeving aangezien de inkomsten van nature dalen terwijl de uitgaven stijgen. Verder kennen vele lidstaten ook zonder deze extra uitgaven reeds tekorten (Global Finance, 2013).

Het lijkt ons dan ook terecht om de vraag te stellen waarom deze piste niet bewandeld mag worden. Want het is geen zaak van niet kunnen, maar wel van niet mogen. De lidstaten zijn gebonden aan de normen uit het stabiliteits- en groeipact, en kunnen bestraft worden indien zij deze niet naleven. Een andere vraag die we ons kunnen stellen is waar de percentages vandaan komen.

Nu, een verklaring bestaat. De 60 procent schuldnorm was het gemiddelde percentage aan schulden dat de lidstaten hadden (in 1992). De 3 procent norm voor het begrotingstekort werd afgeleid uit een gemiddelde groei van 5 procent (die men destijds veronderstelde), waarvan vervolgens 60 procent werd genomen. Zo zou de staatsschuld niet toenemen, maar op 60 procent blijven (Ronner, 2012).

Maar zoals Ronner (2012) terecht opmerkt: de situatie is veranderd. De gemiddelde schuld was eind 2011 namelijk 87,2 procent. Een jaarlijkse nominale economische groei van 5 procent lijkt daarnaast ook tot het verleden te behoren. Desalniettemin, wanneer we de berekening van in 1992 over zouden doen dan zou het begrotingstekort slechts 2,4 procent (cf. 2,75 groei maal 87,2 procent) mogen zijn. Wil je daarentegen de 60 procent schuld nastreven dan mag het begrotingstekort slechts 1,65 procent bedragen.

Conclusie: Eigenlijk mogen we niet klagen over de 3 procent norm, want onder de huidige omstandigheden zou de norm veel lager moeten zijn. Maar het vasthouden aan deze normen leidt tot

een begrenzing van de lidstaten hun budgettaire mogelijkheden om de economische motor weer op een geoliede manier te laten draaien.

9.2.4. Fiscale, politieke en competitieve unie

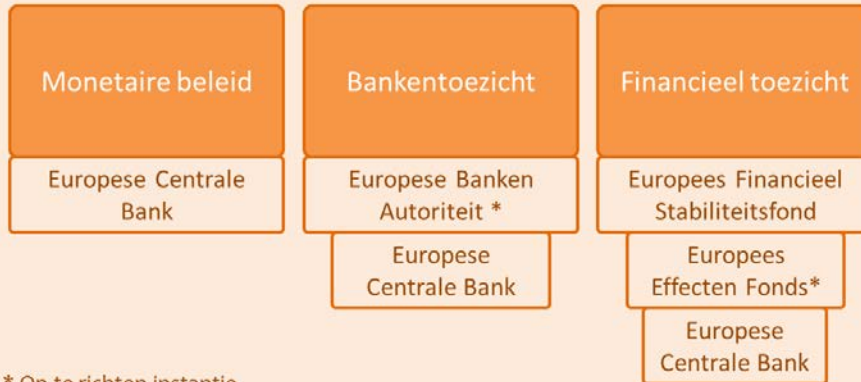
We zagen reeds dat het oprichten van een fiscale unie tot de mogelijkheden behoort, al zal dit een moeilijke en politiek veeleisende oefening worden. Daarenboven dienen we ons ook de vraag te stellen of het een meerwaarde biedt. Men zou kunnen argumenteren dat één grote fiscale unie de schuldratio's uitmiddelen waardoor er misschien meer ruimte is voor fiscale expansie. Maar aan de andere kant kan men ook argumenteren dat men het op Europees niveau nog strenger wil aanpakken. Daarnaast is het niet ondenkbaar te stellen dat er op fiscaal gebied sterke verschillen zijn tussen de landen. Wat ook geldt voor culturele voorkeuren. Een enkele fiscale unie, evenals politieke en competitieve unie, zal aldus een zeer zware politieke uitdaging worden. Al kan een grootschalig samenwerkingsverband misschien wel leiden tot een efficiëntere aanpak van een crisissituatie. Hoewel, vanuit de theorie leren we dat een grote groep mensen hoge transactiekosten met zich mee brengen en dat het komen tot een consensus heel wat moeilijker zal zijn.

9.3. Een toekomstgericht financieel beleid

Op het gebied van het financiële beleid is er zeker een rol weggelegd voor de ECB, maar de ECB moet er zeker op letten dat ze niet tegelijkertijd in verschillende wateren aan het varen is. Om een onafhankelijk monetair beleid te kunnen voeren, mag de ECB zich niet al te veel mengen in andere takken. Het lijkt dan ook ten stelligste aan te bevelen om de ECB buiten het monetaire gebied enkel ondersteunende taken te geven die bestaan uit het aanbieden van kennis, expertise en aanbevelingen. Dit alles zonder dat er specifieke beslissingen worden genomen of dat men kan denken dat de ECB aan het roer staat van dit alles. Uiteindelijk kan dit laatste in haar nadeel spelen.

Volgend op wat we eerder stelden, lijkt het aanbevolen om de ECB enkel een adviesrol te geven in de bankensector, en de ECB volledig van haar taken binnen het SMP te onttrekken. Uiteraard kan zij binnen dit laatste een adviserende rol spelen, of boven de nieuwe instantie staan. Zo lang de ECB zelf maar niet verantwoordelijk kan worden geacht. Het kan dan ook een idee zijn om het SMP over te dragen aan een subdivisie van het EFSF welke instaat voor de financiële stabiliteit binnen de EU. In kader 55 vatten we het allemaal op overzichtelijke manier samen.

De ECB in een drieledige structuur



* Op te richten instantie

Hoofdstuk 10: Conclusie

“So much is at stake in writing a conclusion.” Pat Bellanca. (1998)

In dit allerlaatste hoofdstuk zullen wij de conclusies die wij doorheen de masterproef trokken op een georganiseerde wijze tekstueel en visueel weergeven. In dit hoofdstuk zal u dan ook geen bijzondere nieuwigheden aantreffen.

10.1. De rollen van de ECB

Volgens ons onderzoek kent de ECB drie grote rollen:

In eerste instantie staat de ECB aan het *hoofd van de monetaire unie*. Zij beheert de geldhoeveelheid en past de rentevoet aan wanneer het economisch klimaat dit vraagt. Zij staat in voor het beheer van de liquiditeiten in het Eurolandschap maar tracht zich daarbij niet in te mengen met meer nationale fiscale beleiden. De ECB dient haar onafhankelijkheid op dit gebied te vrijwaren en het vertrouwen van de burgers zo hoog mogelijk te houden om de verwachtingen te sturen om zo de gewenste economische effecten teweeg te brengen.

In tweede instantie *ondersteunt de ECB de hoofdinstantie van de bankenunie* met de nodige kennis en expertise zodat deze (nieuwe) instantie met de nodige kennis van zaken kan handelen. Het is belangrijk dat de ECB zich niet profileert als het hoofd van de bankenunie omdat dit de onafhankelijkheid in gevaar kan brengen. Een bank behelst meer dan munten en bankbiljetten waardoor de ECB slechts een bescheiden rol kan spelen. Verder zagen we ook dat het nefaste gevolgen kan hebben om enkel de ECB aan te stellen als hoofd van een bankenunie. Vandaar dat we het tweeluiken systeem naar voren schuiven.

In derde instantie *maakt de ECB deel uit van het financieel toezicht* waarmee vooral gewezen wordt naar het ondersteunen van de lidstaten die in de problemen zitten (via het EFSF) en het opkopen van staats- en andere obligaties om zo de liquiditeiten te bevorderen. Opnieuw lijkt het ons aangewezen om deze taken niet geheel aan de ECB toe te vertrouwen. Om deze redenen bevelen we dan ook aan een nieuwe entiteit binnen het EFSF, met ondersteuning van de ECB, op te richten om zo de onafhankelijkheid van de ECB te vrijwaren. Het staat buiten kijf dat de ECB hier geen enkel rol in zou hebben. Haar kennis en expertise zijn een absolute noodzaak.

10.2. De nieuwe Europese instanties

We kaartten in deze masterproef twee keer aan dat er een zekere noodzaak bestaat om nieuwe instanties op te richten. We denken dan meer bepaald aan een Europese Banken Autoriteit, welke in zou staan voor het algemene banktoezicht binnen de Eurozone (en liefst ook daar buiten); en aan een Europees Effecten Fonds dat op haar beurt in staat voor het beheer van het SMP (en tevens het OMT). Door dit laatste programma buiten de ECB in een nieuwe instantie onder te brengen kan de ECB haar onafhankelijkheid op dit gebied gevrijwaard worden.

10.3. De concrete stappen naar een vijfvoudige unie

Concrete stappen om te evolueren naar een vijfvoudige unie dienen een resultaat te zijn van politieke inspanningen op Europees niveau. De heterogeniteit tussen de landen zorgt er voor dat er niet zomaar van de ene op de andere dag overgestapt kan worden naar een geheel nieuw systeem. Vandaar dat we een geleidelijke introductie aanbevelen.

Een eerste punt waar sterk aan gesleuteld dient te worden betreft de bankenunie. Uiteraard zal deze geïntroduceerd worden in fasen waarbij in eerste instantie enkel de grote banken deel zullen uitmaken van het systeem, om zo later de kleinere spelers in de sector ook op te nemen in de grote korf.

De politieke unie zal een resultaat zijn van het vormen van de andere unies. We kunnen stellen dat er op dit moment reeds een grote politieke samenwerking bestaat en dat deze door het vormen van de andere unies enkel uitgebreid zal worden. Concreet zal het ene leiden tot het andere.

De fiscale unie zal de moeilijkste zijn van allemaal en op basis van onze bevindingen dienen we met spijt te concluderen dat de Europese Gemeenschap nog niet klaar is om een echte fiscale unie te introduceren. We dienen ons zelfs de vraag te stellen of dit de eerstvolgende jaren wel het geval kan zijn. Want zoals we zagen heerst er na tien jaar van monetaire unie nog steeds een sterke heterogeniteit. Uiteraard is deze verminderd, maar door de continue toetreding van nieuwe landen zal de heterogeniteit nog zeker een aantal decennia blijven bestaan. Een fiscale unie zal dan ook zeer stapvoets geïntroduceerd moeten worden waarbij een universum aan politieke moed op tafel gelegd zal moeten worden.

Concreet lijkt een evolutie naar een vijfvoudige unie nog niet voor morgen, maar na verloop van tijd zal de Europese Gemeenschap er zeker de vruchten van plukken.

10.4. Vertrouwen en bias, onafhankelijkheid en twijfel

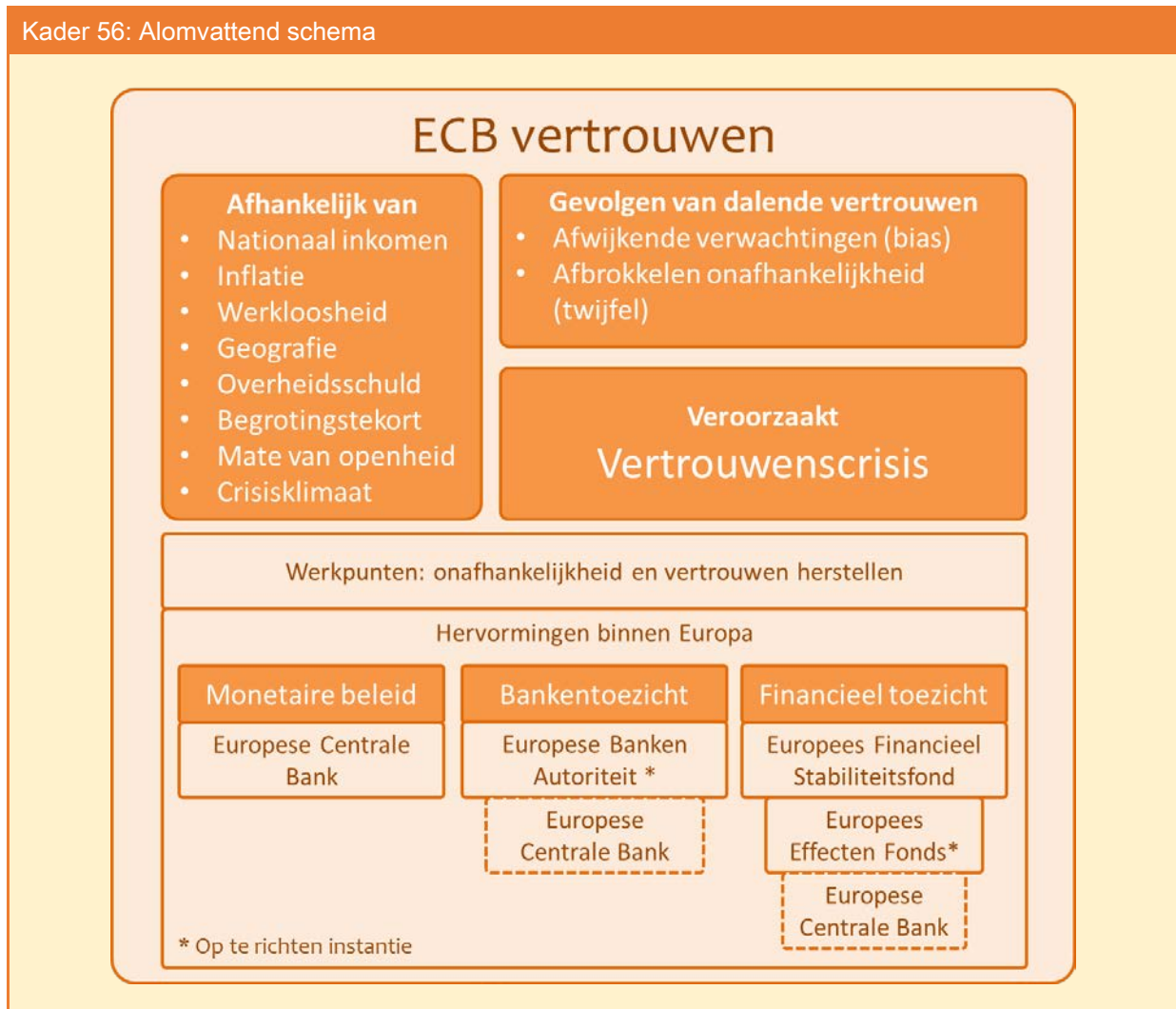
Tot slot nog kort een klein woordje over de kern van de zaak.

De ECB kampt met een vertrouwensprobleem. Verder kunnen we ook concluderen dat er sterke twijfels bestaan over de onafhankelijkheid van de ECB. Het is dan ook cruciaal voor de toekomst, dat de ECB werk aan deze twee problemen. Ze moet haar onafhankelijkheid herbevestigen en zorgen dat de Europese burgers terug vertrouwen krijgen in de moeder van het Europees Monetair Stelsel.

10.5. Samenvattend schema

Hieronder vindt u een alomvattend schema waarbij de bovenste helft de problemen schetst, en de onderste helft de oplossingen.

Kader 56: Alomvattend schema



Supra: Een antwoord op de deelvragen

In dit korte en supplementaire stuk, zullen wij u een concreet antwoord geven op de deelvragen. Het doel betreft enkel overzichtelijk de zaken te presenteren en eventuele leemtes in te vullen.



Aandacht

Het is niet de bedoeling om hieronder een samenvatting neer te pennen. Het enige doel is het vereenvoudigen van het vinden van antwoorden op de deelvragen. Deze antwoorden vormen dan ook niet meer dan een beknopte rode leidraad binnen het geheel.

Diversiteit versus uitwerking beleid (1)

Er heerst een zekere mate van diversiteit binnen de Europese (Monetaire) Unie. Het is inderdaad zo dat dit het moeilijk maakt voor de ECB om een beleid te vinden dat voor iedereen geschikt is. Er kan gesteld worden dat de lidstaten baat zouden hebben bij een aangepast beleid (aan zichzelf), maar aan de andere kant wegen de kosten die dit met zich mee brengt niet op tegen de baten. Een evolutie naar een vijfvoudige unie kan een antwoord bieden op deze problematiek aangezien hiermee meer homogeniteit geschapen kan worden.

Verbannen onmogelijke driehoeken (2)

Had men tijdens het oprichten van de EMU kunnen denken dat men nu opnieuw met een trillemma geconfronteerd zou worden? Waarschijnlijk wel, maar enkel de toekomst zou een zeker antwoord kunnen geven op deze vraag. Het is dan ook voorbarig om nu reeds uitspraken te doen over het feit of we in de toekomst al dan niet te maken zullen krijgen met nieuwe trillemma's. Wat we wel kunnen zeggen is dat het evolueren naar een vijfvoudige unie de kans op het vormen van nieuwe onmogelijke driehoeken tamelijk verkleint.

Vertrouwensvariabelen (3 en 4)

De variabelen die we bespraken (BBP, inflatie, werkloosheid en lokale factoren) hebben allen een effect op het vertrouwen dat mensen hebben in het beleid. Door de sterke connectie met de doelstellingen van het ECB beleid en de werkelijke wereld, heeft het verband tussen het vertrouwen en de variabelen een zekere invloed op de effectiviteit van het beleid. Verder toonden we aan dat het vertrouwen weldegelijk een belangrijke factor is bij het bepalen van het resultaat dat kan worden bereikt met het beleid.

Effecten of het beleid (5 en 6)

Door het dalende vertrouwen dient men meer de nadruk te leggen op de verwachtingen en onafhankelijkheid. Deze twee elementen, samen met het zorgvuldig toepassen van tijdelijke maatregelen, kunnen zorgen voor een effectief monetair beleid, zelfs in tijden van een liquiditeitsval. Voor het budgettaire beleid gelden heel wat juridische beperkingen waardoor deze moeilijk aan te wenden zijn. Onrechtstreeks kan dan ook gesteld worden dat het fiscale beleid een degelijke oplossing zou kunnen bieden voor het dalende vertrouwen aangezien de economie zal aanzwengelen en zo het vertrouwen in de ECB hersteld kan worden. Via de rentevoet kan de ECB het fiscale beleid aantrekkelijker maken aangezien rentelasten dalen en er zo budgettaire ruimte vrijgemaakt kan worden. Evenwel merken we op dat er meer bij deze budgettaire opgave komt kijken aangezien vele landen dienen te besparen.

Toekomst (7)

Er is zeker een toekomst weggelegd voor zowel de ECB als de EMU. We merken wel op dat de ECB hierbij moet opletten, zo mag zij niet te veel hooi op de vork willen nemen. De ECB dient te allen tijde onafhankelijk te zijn en aldus stellen we voor om ze buiten het monetaire enkele met advies en informatierollen te belasten. Verder lijkt het verstandig om het hele Europese bouwwerk verder uit te breiden naar een vijfvoudige unie. Deze laatste kan namelijk een antwoord bieden op het nieuwe trillemma en eventuele toekomstige problemen afzwakken.

Ratingbureaus (8)

We hebben het misschien niet expliciet aangehaald maar door de verschillende verlagingen van hun kredietwaardigheid hebben heel wat landen sterke problemen gekend. Het is niet ondenkbaar dat het vertrouwen in de ECB hierdoor ingedeukt werd. Het heeft namelijk een katalyserend effect.

Crisis (9)

Om het kort te houden: de crisis heeft het vertrouwen in de ECB doen dalen en er grotendeels voor gezorgd dat we nu te maken hebben met het liquiditeitsval fenomeen. De crisis heeft aldus een sterke impact gehad op het hele verhaal.

Bijlage 1: Selectie artikels uit het VWEU

Geconsolideerde versie van het Verdrag betreffende de Europese Unie en het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie

Artikel 3

(oud artikel 2 VEU)

1. De Unie heeft als doel de vrede, haar waarden en het welzijn van haar volkeren te bevorderen.
2. De Unie biedt haar burgers een ruimte van vrijheid, veiligheid en recht zonder binnengrenzen, waarin het vrije verkeer van personen gewaarborgd is in combinatie met passende maatregelen met betrekking tot controles aan de buitengrenzen, asiel, immigratie, en voorkoming en bestrijding van criminaliteit.
3. De Unie brengt een interne markt tot stand. Zij zet zich in voor de duurzame ontwikkeling van Europa, op basis van een evenwichtige economische groei en van prijsstabiliteit, een sociale markteconomie met een groot concurrentievermogen die gericht is op volledige werkgelegenheid en sociale vooruitgang, en van een hoog niveau van bescherming en verbetering van de kwaliteit van het milieu. De Unie bevordert de wetenschappelijke en technische vooruitgang. De Unie bestrijdt sociale uitsluiting en discriminatie, en bevordert sociale rechtvaardigheid en bescherming, de gelijkheid van vrouwen en mannen, de solidariteit tussen generaties en de bescherming van de rechten van het kind. De Unie bevordert de economische, sociale en territoriale samenhang, en de solidariteit tussen de lidstaten. De Unie eerbiedigt haar rijke verscheidenheid van cultuur en taal en ziet toe op de instandhouding en de ontwikkeling van het Europese culturele erfgoed.
4. De Unie stelt een economische en monetaire unie in die de euro als munt heeft.
5. In de betrekkingen met de rest van de wereld handhaaft de Unie haar waarden en belangen en zet zich ervoor in, en draagt zij bij tot de bescherming van haar burgers. Zij draagt bij tot de vrede, de veiligheid, de duurzame ontwikkeling van de aarde, de solidariteit en het wederzijds respect tussen de volkeren, de vrije en eerlijke handel, de uitbanning van armoede en de bescherming van de mensenrechten, in het bijzonder de rechten van het kind, alsook tot de strikte eerbiediging en ontwikkeling van het internationaal recht, met inbegrip van de inachtneming van de beginselen van het Handvest van de Verenigde Naties.
6. De Unie streeft deze doelstellingen met passende middelen na, naar gelang van de bevoegdheden die haar daartoe in de Verdragen zijn toegedeeld.

Artikel 127

(oud artikel 105 VEG)

1. Het hoofddoel van het Europees Stelsel van Centrale Banken (hierna „ESCB” te noemen), is het handhaven van prijsstabiliteit. Onverminderd het doel van prijsstabiliteit ondersteunt het ESCB het algemene economische beleid in de Unie teneinde bij te dragen tot de verwezenlijking van de in artikel 3 van het Verdrag betreffende de Europese Unie omschreven doelstellingen van de Unie. Het ESCB handelt in overeenstemming met het beginsel van een open-markteconomie met vrije

mededinging, waarbij een doelmatige allocatie van middelen wordt bevorderd, en met inachtneming van de beginselen die zijn neergelegd in artikel 119.

2. De via het ESCB uit te voeren fundamentele taken zijn:
 - het bepalen en ten uitvoer leggen van het monetair beleid van de Unie;
 - het verrichten van valutamarktoperaties in overeenstemming met de bepalingen van artikel 219;
 - het aanhouden en beheren van de officiële externe reserves van de lidstaten;
 - het bevorderen van een goede werking van het betalingsverkeer.
3. Het bepaalde in lid 2, derde streepje, laat het aanhouden en beheren van werksaldi in buitenlandse valuta's door de regeringen van de lidstaten onverlet.
4. De Europese Centrale Bank wordt geraadpleegd:
 - over elk voorstel voor een besluit van de Unie op de gebieden die onder haar bevoegdheid vallen;
 - door de nationale autoriteiten over elk ontwerp van wettelijke bepaling op de gebieden die onder haar bevoegdheid vallen, doch binnen de grenzen en onder de voorwaarden die de Raad volgens de procedure van artikel 129, lid 4, vaststelt. De Europese Centrale Bank kan advies uitbrengen aan de geëigende instellingen, organen of instanties van de Unie of aan nationale autoriteiten omtrent aangelegenheden op de gebieden die onder haar bevoegdheid vallen.
5. Het ESCB draagt bij tot een goede beleidsvoering van de bevoegde autoriteiten ten aanzien van het bedrijfseconomisch toezicht op kredietinstellingen en de stabiliteit van het financiële stelsel.
6. De Raad kan volgens een bijzondere wetgevingsprocedure bij verordeningen, na raadpleging van het Europees Parlement en de Europese Centrale Bank, met eenparigheid van stemmen besluiten aan de Europese Centrale Bank specifieke taken op te dragen betreffende het beleid op het gebied van het bedrijfseconomisch toezicht op kredietinstellingen en andere financiële instellingen, met uitzondering van verzekeringsondernemingen.

Bron: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2010:083:FULL:NL:PDF> (EUR-Lex, 2010)

Bijlage 2: Berekening vertrouwen in ECB

Hieronder vindt u een overzicht van de gegevens zoals onttrokken van de Europese Commissie haar website.

Date	Tend to trust	Tend not to trust	DK - Don't know	Aantal vertrouwen met filtering*	Aantal vertrouwen met filtering en gemiddeld per jaar**
apr/99	42%	24%	34%	63,64%	63,70%
nov/99	44%	25%	31%	63,77%	
jun/00	43%	27%	29%	61,43%	61,43%
jan/01	43%	29%	27%	59,72%	
mei/01	42%	24%	34%	63,64%	63,95%
nov/01	50%	23%	27%	68,49%	
mei/02	46%	23%	31%	66,67%	66,67%
nov/03	43,80%	26,20%	30%	62,57%	62,57%
apr/04	46%	27%	27%	63,01%	64,84%
okt/04	50%	25%	26%	66,67%	
jun/05	47%	27%	26%	63,51%	62,31%
okt/05	44%	28%	28%	61,11%	
apr/06	49%	25%	26%	66,22%	64,61%
sep/06	46%	27%	26%	63,01%	
mei/07	53%	25%	22%	67,95%	67,07%
okt/07	47%	24%	29%	66,20%	
apr/08	50%	24%	26%	67,57%	64,55%
okt/08	48%	30%	22%	61,54%	
jun/09	44%	33%	23%	57,14%	57,14%
nov/09	44%	33%	23%	57,14%	
jun/10	41%	39%	20%	51,25%	52,50%
nov/10	43%	37%	20%	53,75%	
mei/11	40%	38%	22%	51,28%	47,59%
nov/11	36%	46%	18%	43,90%	
mei/12	35%	49%	16%	41,67%	41,67%

© European Union, 1995-2010

Reproduction is authorised, provided the source is acknowledged and mentioned

http://ec.europa.eu/public_opinion/cf/showtable.cfm?keyID=62&nationID=11,1,27,28,17,2,16,18,13,32,6,3,4,22,33,7,8,20,21,9,23,34,24,12,19,35,29,26,25,5,14,10,30,15,&startdate=1999.04&enddate=2012.05

* Deze kolom werd berekend door "Tend to trust" te delen door "Tend to trust" plus "Tend not to trust".

** Deze kolom werd berekend door het gemiddelde te nemen binnen een bepaald jaar van de kolom "Aantal vertrouwen met filtering". Deze laatste kolom werd gebruikt bij het opstellen van de grafiek.

Bijlage 3: Overheidsschulden in procent van BBP

General government gross debt (Maastricht debt) in % of GDP - annual data

geoltime	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Belgium	107,8	106,5	103,4	98,4	94	92	88	84	89,2	95,7	95,5	97,8
Bulgaria	72,5	66	52,4	44,4	37	27,5	21,6	17,2	13,7	14,6	16,2	16,3
Czech Republic	17,8	23,9	27,1	28,6	28,9	28,4	28,3	27,9	28,7	34,2	37,8	40,8
Denmark	52,4	49,6	49,5	47,2	45,1	37,8	32,1	27,1	33,4	40,7	42,7	46,4
Germany	60,2	59,1	60,7	64,4	66,2	68,5	68	65,2	66,8	74,5	82,5	80,5
Estonia	5,1	4,8	5,7	5,6	5	4,6	4,4	3,7	4,5	7,2	6,7	6,1
Ireland	35,1	35,2	32	30,7	29,5	27,3	24,6	25,1	44,5	64,9	92,2	106,4
Greece	103,4	103,7	101,7	97,4	98,9	101,2	107,5	107,2	112,9	129,7	148,3	170,6
Spain	59,4	55,6	52,6	48,8	46,3	43,2	39,7	36,3	40,2	53,9	61,5	69,3
France	57,4	56,9	59	63,2	65	66,7	64	64,2	68,2	79,2	82,3	86
Italy	108,5	108,2	105,1	103,9	103,4	105,7	106,3	103,3	106,1	116,4	119,2	120,7
Cyprus	59,6	61,2	65,1	69,7	70,9	69,4	64,7	58,8	48,9	58,5	61,3	71,1
Latvia	12,4	14,1	13,6	14,7	15	12,5	10,7	9	19,8	36,7	44,5	42,2
Lithuania	23,6	23	22,2	21	19,3	18,3	17,9	16,8	15,5	29,3	37,9	38,5
Luxembourg	6,2	6,3	6,3	6,1	6,3	6,1	6,7	6,7	14,4	15,3	19,2	18,3
Hungary	56,1	52,7	55,9	58,6	59,5	61,7	65,9	67	73	79,8	81,8	81,4
Malta	53,9	58,9	57,9	66	69,8	68	62,5	60,7	60,9	66,3	67,4	70,4
Netherlands	53,8	50,7	50,5	52	52,4	51,8	47,4	45,3	58,5	60,8	63,1	65,5
Austria	66,2	66,8	66,2	65,3	64,7	64,2	62,3	60,2	63,8	69,2	72	72,4
Poland	36,8	37,6	42,2	47,1	45,7	47,1	47,7	45	47,1	50,9	54,8	56,4
Portugal	50,7	53,8	56,8	59,4	61,9	67,7	69,4	68,4	71,7	83,2	93,5	108
Romania	22,5	25,7	24,9	21,5	18,7	15,8	12,4	12,8	13,4	23,6	30,5	34,7
Slovenia	26,3	26,5	27,8	27,2	27,3	26,7	26,4	23,1	22	35	38,6	46,9
Slovakia	50,3	48,9	43,4	42,4	41,5	34,2	30,5	29,6	27,9	35,6	41	43,3
Finland	43,8	42,5	41,5	44,5	44,4	41,7	39,6	35,2	33,9	43,5	48,6	49
Sweden	53,9	54,7	52,5	51,7	50,3	50,4	45,3	40,2	38,8	42,6	39,5	38,4
United Kingdom	41,1	37,8	37,7	39,1	41	42,2	43,3	44,2	52,3	67,8	79,4	85,2

Bijlage 4: Begrotingstekort/overschot in procent van BBP

General government deficit/surplus in % of GDP and million EUR

geotime	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
EU (27 countries)	0,6	-1,5	-2,6	-3,2	-2,9	-2,5	-1,5	-0,9	-2,4	-6,9	-6,5	-4,4
Euro area (17 countries)	-0,1	-1,9	-2,6	-3,1	-2,9	-2,5	-1,3	-0,7	-2,1	-6,3	-6,2	-4,1
Euro area (16 countries)	-0,1	-1,9	-2,6	-3,1	-2,9	-2,5	-1,4	-0,7	-2,1	-6,4	-6,2	-4,2
Belgium	0	0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-2,5	0,4	-0,1	-1	-5,5	-3,8	-3,7
Bulgaria	-0,5	1,1	-1,2	-0,4	1,9	1	1,9	1,2	1,7	-4,3	-3,1	-2
Czech Republic	-3,6	-5,6	-6,5	-6,7	-2,8	-3,2	-2,4	-0,7	-2,2	-5,8	-4,8	-3,3
Denmark	2,3	1,5	0,4	0,1	2,1	5,2	5,2	4,8	3,2	-2,7	-2,5	-1,8
Germany	1,1	-3,1	-3,8	-4,2	-3,8	-3,3	-1,6	0,2	-0,1	-3,1	-4,1	-0,8
Estonia	-0,2	-0,1	0,3	1,7	1,6	1,6	2,5	2,4	-2,9	-2	0,2	1,1
Ireland	4,7	0,9	-0,4	0,4	1,4	1,7	2,9	0,1	-7,4	-13,9	-30,9	-13,4
Greece	-3,7	-4,5	-4,8	-5,6	-7,5	-5,2	-5,7	-6,5	-9,8	-15,6	-10,7	-9,4
Spain	-0,9	-0,5	-0,2	-0,3	-0,1	1,3	2,4	1,9	-4,5	-11,2	-9,7	-9,4
France	-1,5	-1,5	-3,1	-4,1	-3,6	-2,9	-2,3	-2,7	-3,3	-7,5	-7,1	-5,2
Italy	-0,8	-3,1	-3,1	-3,6	-3,5	-4,4	-3,4	-1,6	-2,7	-5,4	-4,5	-3,9
Cyprus	-2,3	-2,2	-4,4	-6,6	-4,1	-2,4	-1,2	3,5	0,9	-6,1	-5,3	-6,3
Latvia	-2,8	-2	-2,3	-1,6	-1	-0,4	-0,5	-0,4	-4,2	-9,8	-8,1	-3,4
Lithuania	-3,2	-3,5	-1,9	-1,3	-1,5	-0,5	-0,4	-1	-3,3	-9,4	-7,2	-5,5
Luxembourg	6	6,1	2,1	0,5	-1,1	0	1,4	3,7	3,2	-0,8	-0,8	-0,3
Hungary	-3	-4,1	-9	-7,3	-6,5	-7,9	-9,4	-5,1	-3,7	-4,6	-4,4	4,3
Malta	-5,8	-6,4	-5,8	-9,2	-4,7	-2,9	-2,8	-2,3	-4,6	-3,9	-3,6	-2,7
Netherlands	2	-0,2	-2,1	-3,1	-1,7	-0,3	0,5	0,2	0,5	-5,6	-5,1	-4,5
Austria	-1,7	0	-0,7	-1,5	-4,4	-1,7	-1,5	-0,9	-0,9	-4,1	-4,5	-2,5
Poland	-3	-5,3	-5	-6,2	-5,4	-4,1	-3,6	-1,9	-3,7	-7,4	-7,9	-5
Portugal	-3,3	-4,8	-3,4	-3,7	-4	-6,5	-4,6	-3,1	-3,6	-10,2	-9,8	-4,4
Romania	-4,7	-3,5	-2	-1,5	-1,2	-1,2	-2,2	-2,9	-5,7	-9	-6,8	-5,5
Slovenia	-3,7	-4	-2,4	-2,7	-2,3	-1,5	-1,4	0	-1,9	-6	-5,7	-6,4
Slovakia	-12,3	-6,5	-8,2	-2,8	-2,4	-2,8	-3,2	-1,8	-2,1	-8	-7,7	-4,9
Finland	7	5,1	4,2	2,6	2,5	2,9	4,2	5,3	4,4	-2,5	-2,5	-0,6
Sweden	3,6	1,5	-1,3	-1	0,6	2,2	2,3	3,6	2,2	-0,7	0,3	0,4
United Kingdom	3,6	0,5	-2,1	-3,4	-3,5	-3,4	-2,7	-2,8	-5,1	-11,5	-10,2	-7,8
Iceland	:	:	:	:	:	4,9	6,3	5,4	-13,5	-10	-10,1	-4,4
Norway	:	13,5	9,3	7,3	11,1	15,1	18,5	17,5	18,8	10,6	11,2	13,6
Switzerland	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:
Montenegro	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:
Croatia	:	:	-4,1	-4,5	-4,3	-4	-3	-2,5	-1,4	-4,1	:	:
Turkey	-6,8	-23,9	-10,2	-9	-4,4	-1,2	0,8	-1,5	-2,8	-7	-2,6	:

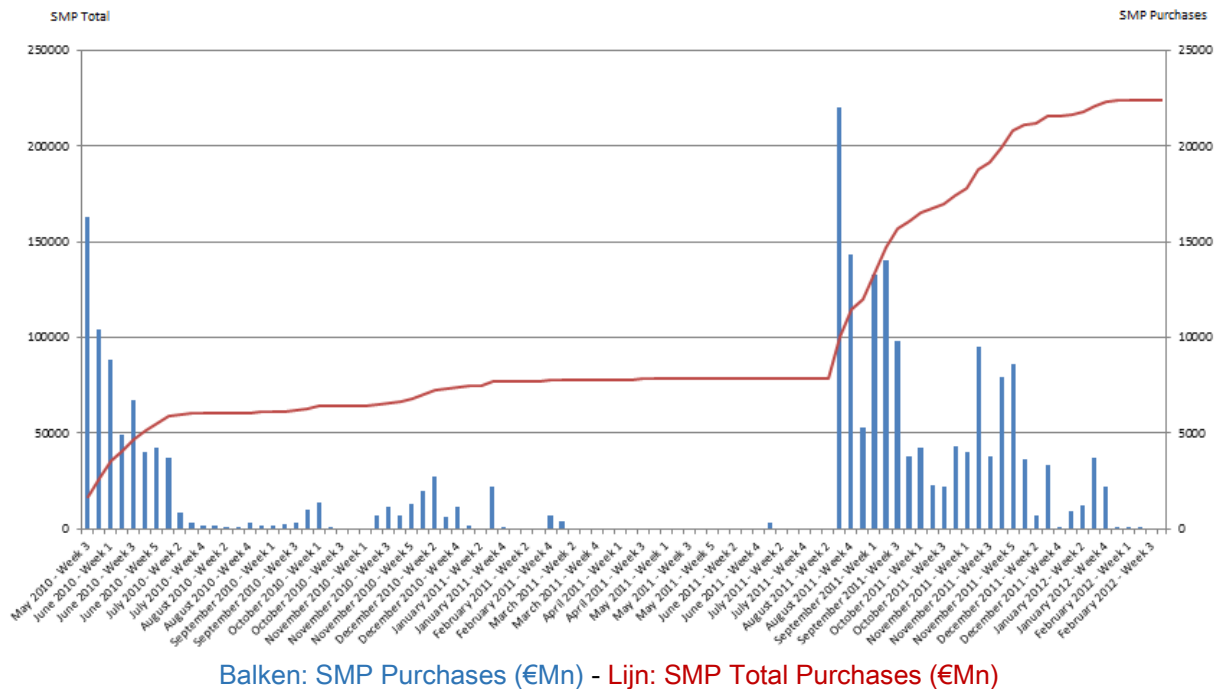
:=not available

Bijlage 5: Programma voor de effectenmarkten

Dit programma wordt ook wel het *Securities Markets Programme* genoemd.

Hieronder vindt u een aantal grafieken die vooral afkomstig zijn van blogs aangezien de ECB zelf geen overzicht aanreikt van haar uitgaven binnen dit programma, met uitzondering van de jaarlijkse cijfers in haar persberichten.

SMP Purchases and Total (Van Mei 2010 week 3 tot Februari 2012 weel 3)



Bron: <http://placeduluxembourg.files.wordpress.com/2012/02/smp-purchases-and-total.png>

ECB Total Assets (miljaren euros)



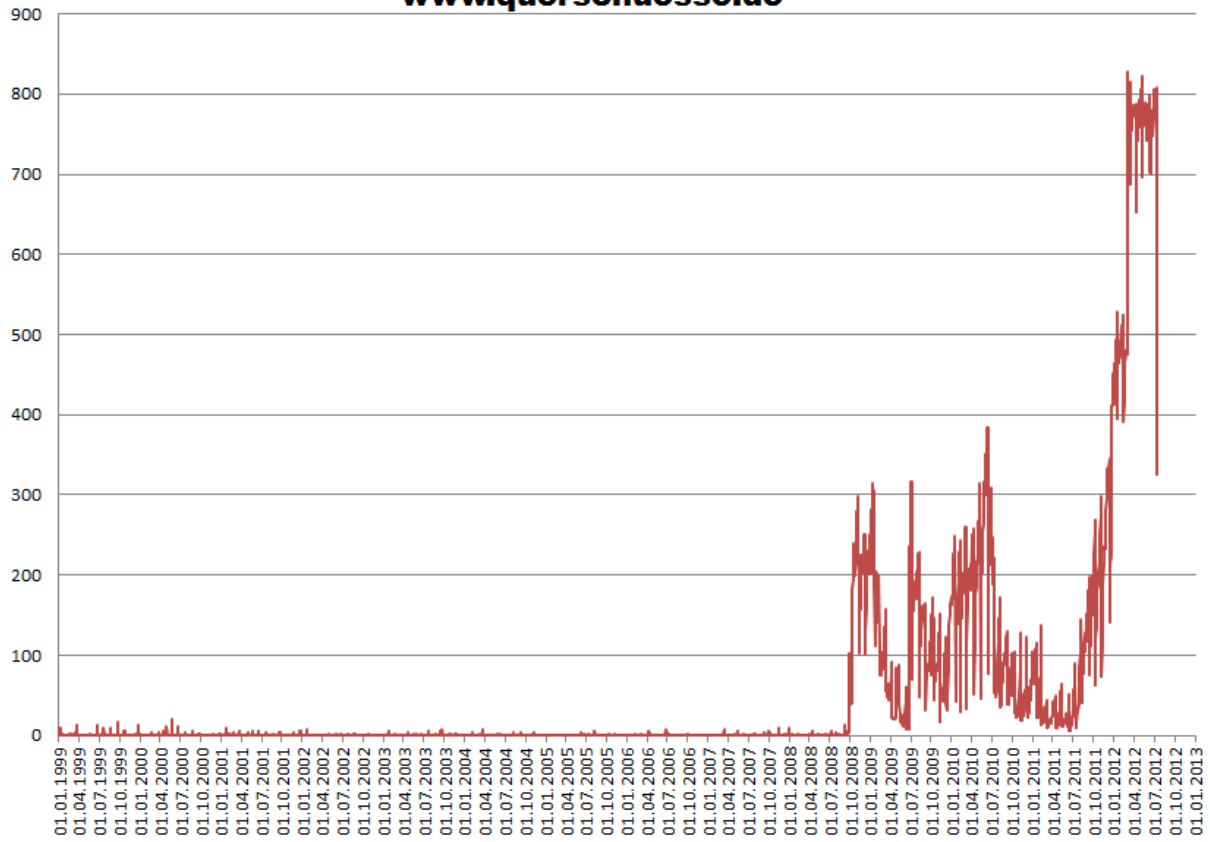
Bron: Bloomberg (Januari, 2012) via

<http://www.manulifeam.com/ResearchAndInsightsArticle.aspx?id=2147484710&LangType=1033>

ECB deposit over the last 10+ yrs

EZB: Einlagefazilität in Mrd. Euro

www.verschuesse.de



ECB: Depositofaciliteiten in miljarden euro's

Bron: <http://www.verschuesse.de/ezb-einlagefazilitat-sturzt-ab/> via <http://investmentwatchblog.com/ecb-deposit-over-the-last-10yrs/>

Bijlage 6: Verdrag voor stabiliteit, coördinatie en governance in de EMU

Dit verdrag is in januari 2012 gesloten tussen het merendeel van de lidstaten van de Europese Unie. Lidstaten die de euro als munt hebben zullen dit verdrag ondertekenen, lidstaten zonder de euro kunnen zich bij het verdrag aansluiten.

In het verdrag zijn regels vastgelegd waar nationale begrotingen aan moeten voldoen. Het Verdrag voor stabiliteit, coördinatie en governance in de EMU staat ook wel bekend als het begrotingspact of *fiscal compact*. Het verdrag trad op 1 januari 2013 in werking. De landen die instemden met de ratificatie hebben tot 1 januari 2014 de tijd om de maatregelen in het verdrag om te zetten in nationale wetgeving.

1. Achtergrond

Het Verdrag voor stabiliteit, coördinatie en governance in de EMU is geen Europees verdrag in de formele zin; het maakt geen deel uit van het geheel aan wet- en regelgeving van de Europese Unie.

In de praktijk zijn de regels in dit verdrag een uitwerking en uitbreiding op regels die in het Verdrag van Lissabon zijn vastgesteld. Die regels zijn weer gebaseerd op het groei- en stabiliteitspact, de in 1997 afgesproken regels over begrotingsdiscipline in de Europese Unie.

2. Inhoud

In grote lijnen staan de volgende afspraken in het verdrag:

- het verdrag en de uitwerking daarvan mag niet treden in de verdragen van de Europese Unie en de bevoegdheden van de Europese Unie
- overheidsbegrotingen moeten in balans of positief zijn. Een land voldoet aan die eis wanneer een lidstaat kan aantonen dat het structurele overheidstekort over meerdere jaren niet boven de 0,5% van het BBP komt. Lidstaten met een staatsschuld ruim onder de grens van 60% van het BBP mogen ten hoogste een structureel tekort van 1% van het BBP hebben. Landen die niet aan deze eisen voldoen moeten aantonen dat zij in korte of middellange termijn aan die voorwaarden zullen voldoen. Daartoe moeten landen, op basis van door de Europese Commissie voorgestelde uitgangspunten, automatische mechanismen instellen die op korte termijn leiden tot het terugdringen van te grote overheidstekorten
- wanneer uitzonderlijke gebeurtenissen leiden tot hogere tekorten is dit tijdelijk toegestaan, maar het land moet kunnen aantonen dat het op de middellange termijn aan de eisen zal voldoen
- de staatsschuld van een land mag maximaal 60 procent van het BBP bedragen. Landen die daar niet aan voldoen moeten jaarlijks 1/20ste deel van die schuld aflossen. Landen

met een schuld boven de 60% van het BBP vallen bovendien onder de procedure voor buitensporige tekorten zoals in de Europese verdragen zijn vastgesteld

- binnen een jaar dat het verdrag van kracht is moeten de landen in hun nationale wetgeving de regels en grondslagen van dit verdrag vastleggen, het liefst in de grondwet. De Europese Commissie controleert of de landen zich hier aan houden. Is dit niet het geval dan mag de Commissie het betreffende land voor het Europees Hof van Justitie dagen, dat een geldboete mag opleggen oplopend tot 0,1% van het BBP van het land in kwestie
- de landen committeren zich aan verdere samenwerking op hun economische beleid. Dit moet het concurrentievermogen, de werkgelegenheid én gezonde overheidsfinanciën verbeteren. De instellingen van de Europese Unie worden op punten bij de uitwerking hiervan betrokken
- de eurolanden zullen met regelmaat bijeenkomen, en de regeringsleiders van die landen zullen minstens twee maal per jaar een speciale eurotop houden. Landen die dit verdrag hebben ondertekend maar de euro niet als munt hebben tenminste één van die toppen bijwonen
- binnen vijf jaar nadat het verdrag in werking is getreden zal worden gekeken hoe het verdrag onderdeel kan worden gemaakt van de Europese verdragen

De definitie van overheidstekorten is ontleend uit het Verdrag van Lissabon (protocol 12, art. 2).

3. Verdrag in werking

Het verdrag is op 2 maart 2012 ondertekend tijdens een bijeenkomst van de Europese Raad. Het verdrag trad op 1 januari 2013 in werking. Voorwaarde was dat een minimum van twaalf eurolanden het verdrag geratificeerd hadden voor aanvang van deze datum. Op 21 december 2012 ratificeerde Finland als twaalfde land het begrotingsverdrag. De andere eurolanden die reeds geratificeerd hadden zijn Cyprus, Duitsland, Estland, Frankrijk, Griekenland, Ierland, Italië, Oostenrijk, Portugal, Slovenië en Spanje. Andere niet-eurolanden zoals Denemarken, Letland, Litouwen en Roemenië stemden al eerder in met het verdrag.

4. Meer informatie

- eurocrisis door begrotingstekort en staatsschuld eurolanden

Begrotingsdiscipline en Europese controle

- Europese verdragen

Bron: http://www.europa-nu.nl/id/viwmmsjsoaxj/verdrag_voor_stabiliteit_coördinatie_en

Bijlage 7: Economische en Monetaire Unie

In juni 1988 bevestigde de Europese Raad de doelstelling van het geleidelijk verwezenlijken van de Economische en Monetaire Unie (EMU). De Raad gaf een door Jacques Delors - de toenmalige voorzitter van de Europese Commissie - geleid Comité de opdracht een concreet stappenplan op te stellen die tot deze eenwording zou moeten leiden.

Het Comité bestond uit de presidenten van de nationale centrale banken van de EG, Alexandre Lamfalussy, de toenmalige directeur-generaal van de Bank voor Internationale Betalingen, Niels Thygesen, professor in de economie in Kopenhagen, en Miguel Boyer, de toenmalige president van de Banco Exterior de España.

In het resulterende "Delors-rapport" werd geadviseerd de economische en monetaire unie in drie afzonderlijke maar evolutionaire stappen te realiseren.

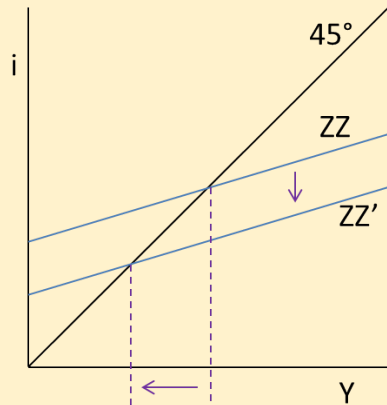
EERSTE FASE aanvang 1 juli 1990	Volledig vrij kapitaalverkeer;
	Meer samenwerking tussen centrale banken;
	Vrij gebruik van de ECU (European Currency Unit, voorloper van de €);
	Verbetering van economische convergentie;
TWEEDE FASE aanvang 1 januari 1994	Oprichting van het Europees Monetair Instituut (EMI);
	Verbod op monetaire financiering door centrale banken;
	Meer coördinatie van monetair beleid;
	Versterking van economische convergentie;
	Proces dat moet leiden tot de onafhankelijkheid van de nationale centrale banken en dat moet worden voltooid vóór de oprichtingsdatum van het Europees Stelsel van Centrale Banken;
Vorbereidend werk voor de derde fase;	
DERDE FASE aanvang 1 januari 1999	Onherroepelijke vaststelling van de wisselkoersen;
	Invoering van de euro;
	Voeren van het gemeenschappelijk monetair beleid door het Europees Stelsel van Centrale Banken;
	Inwerkingtreding van het nieuwe wisselkoersmechanisme binnen de EU (ERM II);
	Inwerkingtreding van het Pact voor Stabiliteit en Groei;

Bron: <http://www.ecb.int/ecb/history/emu/html/index.nl.html>

Bijlage 8: Afleiding IS-LM uit goederen- en geldmarkt

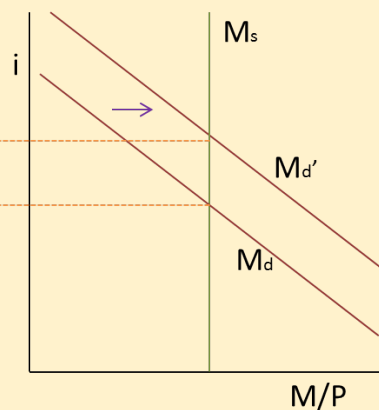
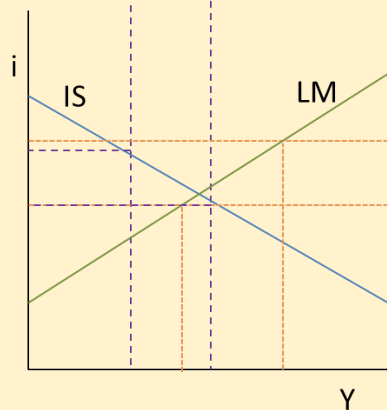
In onderstaand kader, waarvan besloten werd dat het beter was om het uit de voltekst te laten, vindt u een grafisch afleiding van de IS- en LM-curve vanuit de goederen- en geldmarkt.

Afleiding IS-LM curve vanuit goederen- en geldmarkt



Wanneer de interest daalt, zal de vraag stijgen. Dalend verloop IS.
Wanneer de vraag stijgt, zal de interest stijgen. Stijgende LM.
Daar waar IS-LM snijden, is zowel de Goederen- als geldmarkt in evenwicht.

ZZ = vraag
 Y = inkomen
 i = interest
 M/P = reële geldhoeveelheid

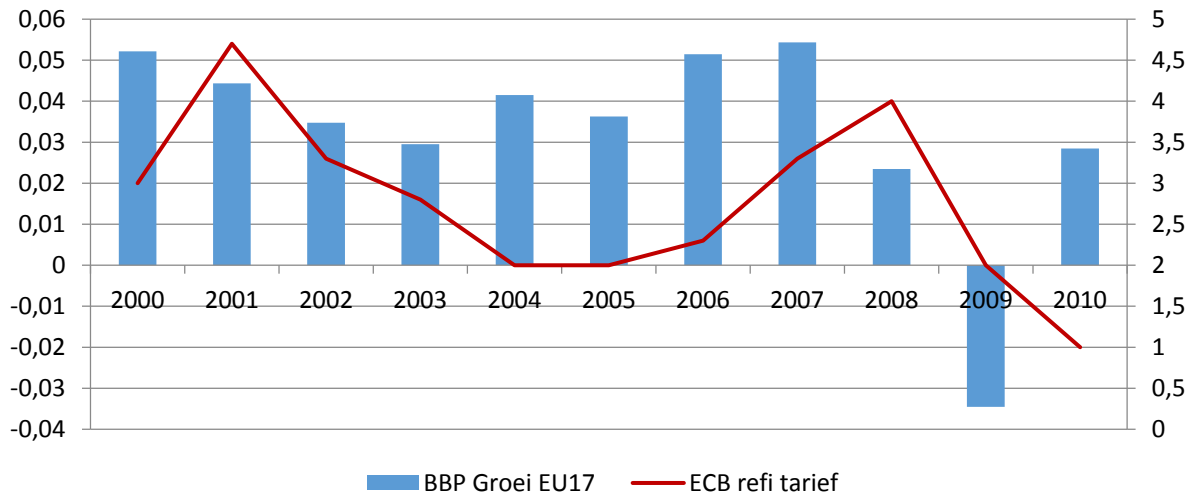


Bovenaan: goederenmarkt. – Rechtsonder: geldmarkt. – Linksonder: samenvoeging IS en LM

Gebaseerd op hoofdstuk 5 uit Blanchard et al. (2010, pp. 81-87)

Bijlage 9: Visuele vergelijking ECB refi rente en BBP groei

Op onderstaande grafiek kan u een visuele vergelijking vinden tussen de BBP groei voor de 17 Euro lidstaten en het refi (cf. herfinancieringsrente) tarief waaraan de meeste banken binnen de Eurozone kunnen lenen.



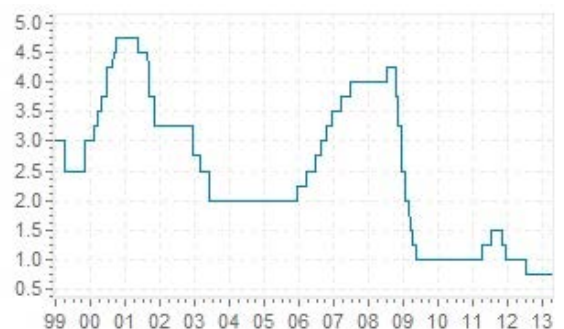
Linker as: BBP groei in percent – Rechter as: refi tarief in procent

We merken dat de verlaging van de rentevoet in de periode 2001-2003 resulteerde in een minder sterke groei van het BBP. Vanaf 2004, wanneer de rentevoet weer steeg, leek ook het Europese BBP weer sneller te groeien. Vanaf 2007-2008 begon de BBP groei sterk te dalen met een negatieve groei in 2009. Opvallend is dat in quasi dezelfde periode de rentevoet daalde, mits wat vertraging, en dat het BBP pas in 2010 terug begon te groeien, weliswaar aan een laag tempo.

Uit deze vergelijking dienen we vast te stellen dat de ECB eigenlijk het omgekeerde zou moeten doen, want telkens wanneer zij haar rentevoet liet dalen, daalde ook de groei. Dit terwijl een stijging in de rentevoet meestal ook de groei aanwakkerde. Dit gaat dwars tegen de logica en theorie in. Maar zoals de literatuur stelt, komt de ECB meestal achterna met haar beleid. Er zit een zekere vertraging op het uitvoeren van de juiste acties. Dat komt in 2007-2008 en 2009-2010 in zekere zin tot uiting.

Merken we nog wel even op dat deze bespreking louter ondersteunend is en zeker niet als regel geïnterpreteerd dient te worden.

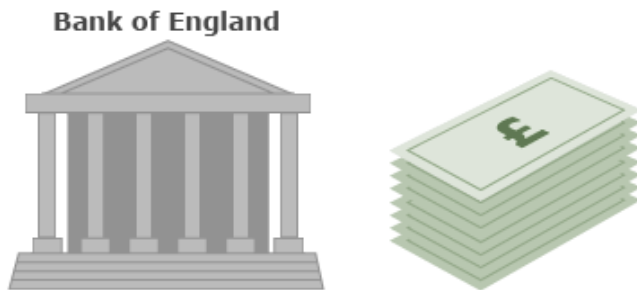
Rechts het originele verloop van het refi tarief.



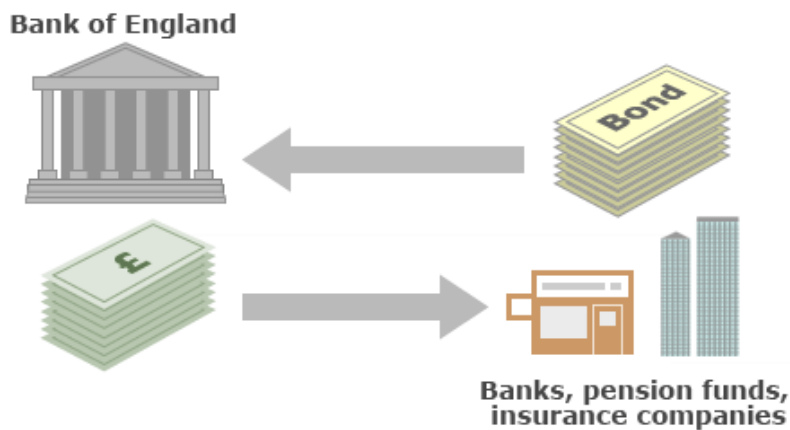
Bronnen: Eurostat (2013) - ECB refi rate - European Central Bank's interest rate (2013)

Bijlage 10: Wat is quantitative easing?

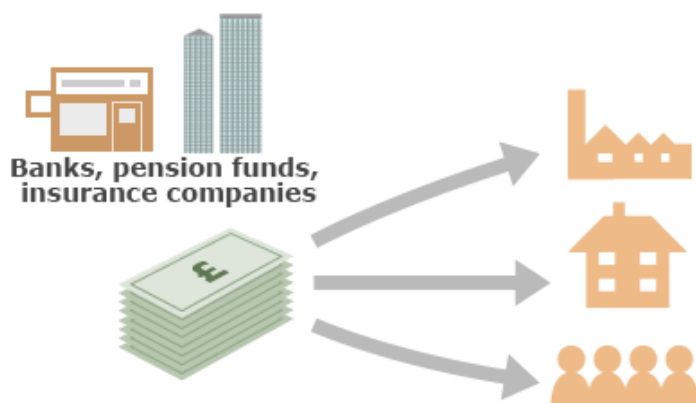
In kader 52 op pagina 98 kon u reeds in tekstvorm een beschrijving vinden van wat Quantitative Easing juist is. We vonden echter op de website van de BBC een mooie grafische weergave die duidelijk het proces weergeeft.



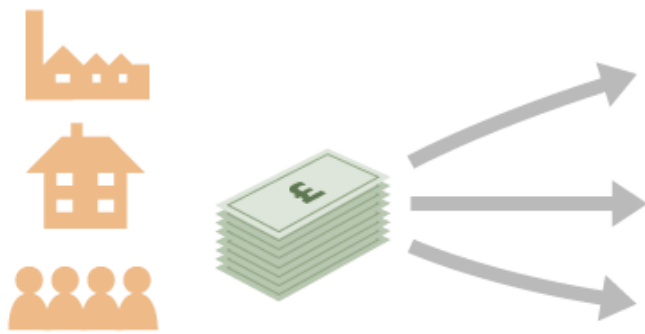
First, with the permission of the Treasury, the Bank of England creates lots of money. It does this by just crediting its own bank account.



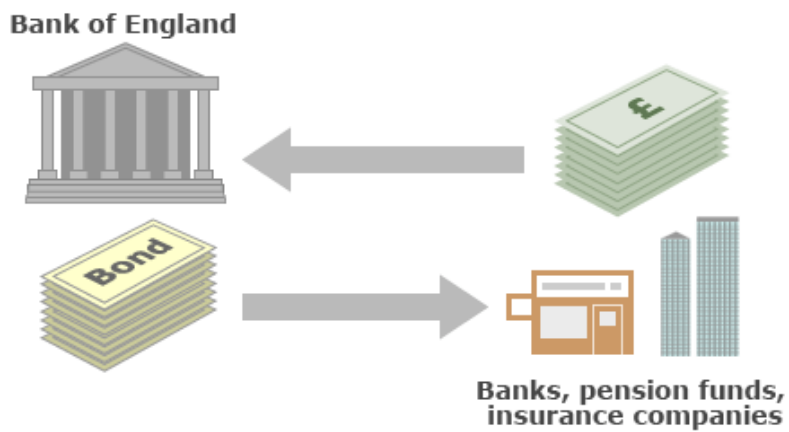
The Bank of England wants to use that cash to increase spending and boost the economy so it spends it, mainly on buying government bonds from financial firms such as banks, insurance companies and pension funds.



The Bank buying bonds makes them more expensive, so they are a less attractive investment. That means companies that have sold bonds may use the proceeds to invest in other companies or lend to individuals.



If banks, pension funds and insurance companies are more enthusiastic about lending to companies and individuals, the interest rates they charge should fall, so more money is spent and the economy is boosted.



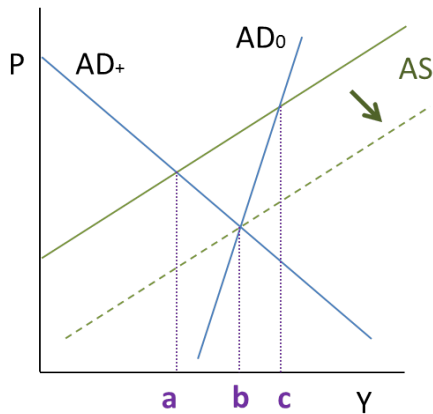
Theoretically, when the economy has recovered, the Bank of England sells the bonds it has bought and destroys the cash it receives. That means in the long term there has been no extra cash created.

Bron: <http://www.bbc.co.uk/news/business-15198789>

Bijlage 11: Het optimale fiscale beleid bij een nul-rente?

In kader 54 op pagina 101 gaven we een overzicht van welke vormen van het fiscale beleid optimaal zijn bij een nul-rente. In deze bijlage zullen wij met een grafische weergave de bevindingen bevestigen zodanig dat de achterliggende mechanismen duidelijk zijn.

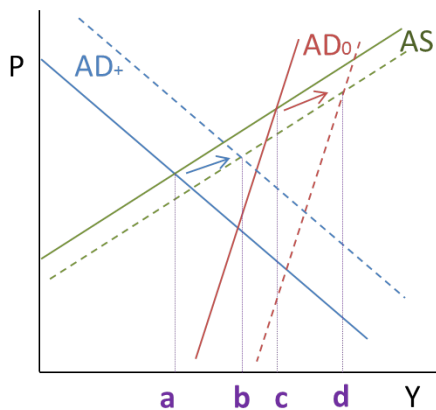
Snoeien belasting op arbeid



Onder normale omstandigheden geldt de AD_+ curve. Deze kent een normaal dalend verloop. Wanneer de belasting op arbeid wordt gesnoeid zal dit leiden tot een verschuiving van AS naar rechts waardoor de output stijgt van a naar c . Wanneer we ons echter in een situatie van een nul-rente bevinden dan geldt de AD_0 curve. Wanneer de AS curve naar rechts schuift zal dit een daling van de output (van c naar b) tot gevolg hebben in plaats van een stijging.

Het is aldus niet aanbevolen deze politiek toe te passen bij een nul-rente.

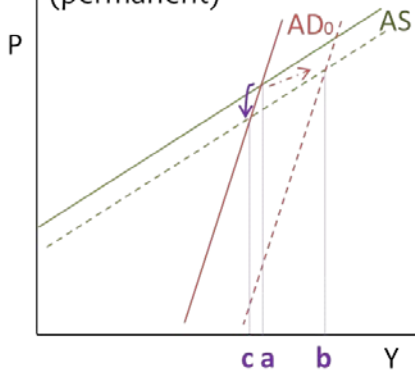
Extra overheidsuitgaven



In alle omstandigheden leidt een stijging van de overheidsuitgaven tot een verschuiving van de AD curve naar rechts. Door deze verandering zal de AS curve eveneens wat naar rechts verschuiven (als reactie op de wijziging in AD). In beide gevallen zien wij dat de output toeneemt. In het normale geval van a naar b . Bij een nul-rente van c naar d .

We kunnen concluderen dat deze politiek in alle beschouwde gevallen aanbevolen kan worden, onder de voorwaarde dat de stijging in de overheidsuitgaven tijdelijk en doelgericht zijn.

Extra overheidsuitgaven (permanent)



Wanneer de overheid beslist haar uitgaven op permanente wijze te verhogen, dan heeft dit tot gevolg dat de AD curve terugkeert naar zijn oorspronkelijke positie. Eggertsson toon aan dat de term die voor de verschuiving zorgt wegvalt, waardoor de gestippelde AD_0 curve in feite niet bestaat. We schuiven bijgevolg van punt a naar punt c en niet naar punt b . Een expansie heeft dan ook in het geval van een nul-rente onder deze voorwaarden een negatieve invloed.

Bijgevolg: als de stijging in overheidsuitgaven permanent is, dan is het geen goed beleid in geval van een nul-rente. In het andere geval wel.

Het snoeien van de omzetbelasting kan beschouwd worden als een stijging van de overheidsuitgaven. Concreet toont Eggertsson aan dat we eenvoudigweg de term G (overheidsuitgaven) kunnen vervangen door $-\sigma\chi\tau$ (daling van de overheidsinkomsten uit belastingen). Hierdoor is het effect grafisch hetzelfde. De conclusie dient dan ook hetzelfde geïnterpreteerd te worden. Een daling in de belasting op omzet leidt tot een verhoging van de output.

Het snoeien van de kapitaalbelasting komt enkel voor in de AD curve. Concreet zal een verlaging van deze belasting leiden tot een daling in de vraag. De reden ligt in het feit dat vandaag sparen aantrekkelijker is dan eerder, waardoor huishoudens dit prefereren boven consumptie. Bij een nul-rente verschuift de AD curve achterwaarts waardoor zowel de output als inflatie gereduceerd wordt. Dit effect zou kunnen gecounterd worden door de centrale bank wanneer er een positieve rente is, maar aangezien dit niet het geval is bij een nul-rente, en de centrale bank bijgevolg niet kan accommoderen, zal deze daling in output en inflatie het eindresultaat zijn. Deze methode is aldus niet geschikt bij een nul-rente.

Bron: Eggertsson (What Fiscal Policy is Effective at Zero Interest Rate?, 2011)

Bibliografie

ECB is bereid om geld bij te drukken. (2009, 8 mei). *NRC handelsblad*, p. 4.

Geconsolideerde versie van het verdrag betreffende de werking van de Europese Unie. (2010, 30 maart). Opgehaald van Officiële website van de Europese Unie: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2010:083:0047:0200:nl:PDF>

ECB Feiten-presentatie. (2012, 8 september). Opgeroepen op 15 oktober, 2012, van Officiële website van de Europese Centrale Bank: <http://www.ecb.int/ecb/educational/facts/html/index.nl.html>

Eurobarometer 77 Spring 2012. (2012, juli). Opgeroepen op 25 september, 2012, van Officiële website van de Europese Unie: http://ec.europa.eu/public_opinion/index_en.htm

Eurobarometer interactive search system. (2012, 22 november). Opgehaald van Europese Commissie: http://ec.europa.eu/public_opinion/cf/index.cfm?lang=en

Finland and the euro crisis: Northern gripes. (2012, 8 augustus). Opgeroepen op 27 februari 2013, van The Economist: <http://www.economist.com/node/21560865>

Kaart van het eurogebied 1999 – 2011. (2012, 22 november). Opgehaald van Europese Centrale Bank: <http://www.ecb.europa.eu/euro/intro/html/map.nl.html>

Key ECB interest rates. (2012, 15 oktober). Opgeroepen op 15 oktober, 2012, van Officiële website van de Europese Centrale Bank: <http://www.ecb.int/stats/monetary/rates/html/index.en.html>

Andere instellingen en organen van de Unie. (2013, 13 maart). Opgehaald van Samenvatting van de EU-wetgeving: http://europa.eu/legislation_summaries/institutional_affairs/treaties/lisbon_treaty/ai0011_nl.htm

ECB refi rate - European Central Bank's interest rate. (2013, maart). Opgeroepen op 16 maart 2013, van Global-rates: <http://www.global-rates.com/interest-rates/central-banks/european-central-bank/ecb-interest-rate.aspx>

Economisch en monetair beleid. (2013, 13 maart). Opgehaald van Samenvatting van de EU-wetgeving: http://europa.eu/legislation_summaries/institutional_affairs/treaties/lisbon_treaty/ai0031_nl.htm

Euro Area Inflation Rate. (2013, 11 maart). Opgehaald van Trading Economics: <http://www.tradingeconomics.com/euro-area/inflation-cpi>

Eurocrisis door begrotingstekort en staatsschuld eurolanden. (2013, 13 maart). Opgehaald van EuropaNU: http://www.europa-nu.nl/id/vifhdvtmvdvg/eurocrisis_door_begrotingstekort_en

- Historic harmonised inflation Europe – HICP inflation.* (2013, 7 februari). Opgehaald van Inflation.eu: <http://www.inflation.eu/inflation-rates/europe/historic-inflation/hicp-inflation-europe.aspx>
- Honesty and Openness.* (2013). Opgeroepen op 16 maart 2013, van Marriagebuilders: http://www.marriagebuilders.com/graphic/mbi3325_hon.html
- Kwantitatieve versoepeling.* (2013, 6 april). Opgeroepen op 17 april 2013, van Wikipedia: http://nl.wikipedia.org/wiki/Kwantitatieve_versoepeling
- Quantitative easing.* (2013). Opgeroepen op 17 april 2013, van Investopedia: <http://www.investopedia.com/terms/q/quantitative-easing.asp>
- Swap (financieel).* (2013, 7 maart). Opgeroepen op 16 april 2013, van Wikipedia: [http://nl.wikipedia.org/wiki/Swap_\(financieel\)](http://nl.wikipedia.org/wiki/Swap_(financieel))
- Toezicht op de financiële markten.* (2013, 13 maart). Opgehaald van EuropaNU: http://www.europa-nu.nl/id/viioiz5viv5z/toezicht_op_de_financiele_markten
- Verdrag van Maastricht over de Europese Unie.* (2013, 12 maart). Opgehaald van Samenvattingen van de EU-wetgeving: http://europa.eu/legislation_summaries/institutional_affairs/treaties/treaties_maastricht_nl.htm
- Verdrag voor stabiliteit, coördinatie en governance in de EMU.* (2013, 13 maart). Opgehaald van EuropaNU: http://www.europa-nu.nl/id/viwmmjsfoaxj/verdrag_voor_stabiliteit_coordinatie_en
- What is quantitative easing?* (2013, 7 maart). Opgehaald van BBC: <http://www.bbc.co.uk/news/business-15198789>
- Allsop, C., & Vines, D. (1998). The Assessment: Macroeconomic Policy after EMU. *Oxford Review of Economic Policy*, 14(3), 1-23.
- Antonin, R. (2009). The Cohesion of Eurozone (Some Thoughts about the Dynamic Forces in the EMU). In L. Lubor, R. Petr, & R. Antonin, *10 Years of Euro: Success?* (pp. 25-51). Plzen: Kardinála Berana.
- Barroso, J. (2012, 12 september). *Plenary Session of the European Parliament.* Opgeroepen op 28 september, 2012, van Officiële website van de Europese Unie: http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-12-596_nl.htm
- Beck, H., & Prinz, A. (2012). The Trilemma of a Monetary Union: Another Impossible Trinity. *Intereconomics*, 47(1), 39-43.
- Belke, A. (2010, november). Driven by the Markets? ECB Sovereign Bond Purchases and the Securities Markets Programme. *Intereconomics*, 45(6), 357-363.

- Bellanca, P. (1998). *Ending the Essay: Conclusions*. Opgehaald van Harvard University: <http://www.fas.harvard.edu/~wricntr/documents/Conclusions.html>
- Bénassy-Quéré, A., Pisani-Ferry, J., & Yongding, Y. (2011). *Reform of the International Monetary System: Some Concrete Steps*. Brussel: Bruegel.
- Bibow, J. (2002). The Euro: Market Failure of Central Bank Failure? *Challenge*, 45(3), 83-99.
- Blanchard, O., Amighini, A., & Giavazzi, F. (2010). *Macroeconomics a European Perspective*. Harlow: Pearson Education Limited.
- Boesler, M. (2012, 6 december). *ECB December Meeting*. Opgeroepen op 4 februari 2013, van Business Insider: <http://www.businessinsider.com/ecb-december-meeting-2012-12>
- DeLong, J., & Summers, L. (2012). *Fiscal Policy in a Drepessed Economy*. Washington: U.C. Berkely, Fauffman Foundation, and NBER.
- Directoraat-generaal voor economische en financiële aangelegenheden. (2004). *EMU after five years*. Brussel: European Commission.
- Directorate-General for Economic and Financial Affairs of European Commission. (2004, januari). *European Economy. Special Report*. Opgeroepen op 25 september 2012, van Europese Commissie: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication_summary7794_en.htm
- Dolls, M., Peichl, A., & Zimmermann, K. (2012). A Challenge for the G20: Global Debt Brakes and Transnational Fiscal Supervisory Councils. *Intereconomics*, 47(1), 31-38.
- ECB, S. D. (2012, 10 15). *Key ECB interest rates*. Opgehaald van ECB: <http://www.ecb.int/stats/monetary/rates/html/index.en.html>
- Eggertsson, G. (2006, 5 juli). *Liquidity Trap*. Opgeroepen op 28 september, 2012, van Federal Reserve Bank of New York: <http://www.ny.frb.org/research/economists/eggertsson/pub.html>
- Eggertsson, G. B. (2011). What Fiscal Policy is Effective at Zero Interest Rate? In D. Acemoglu, & M. Woodford (Eds.), *NBER Macroeconomics Annual 2010: Volume 25* (pp. 59-112). Chicago: University of Chicago Press.
- Eggertsson, G. B., & Woodford, M. (2003). The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy [Elektronische versie]. *Brooking Papers on Economic Activity*, 2003(1), 139-211.
- Eggertsson, G., & Woodford, M. (2004). Policy Options in a Liquidity Trap [Elektronische versie]. *American Economic Review*, 94(2), 76-79.

- Eggertsson, G., & Woodford, M. (2006). Optimal Monetary and Fiscal Policy in a Liquidity Trap. In R. H. Clarida, J. Frankel, F. Giavazzi, & K. D. West (Eds.), *NBER International Seminar on Macroeconomics 2004* (pp. 74-144). Cambridge: MIT Press.
- Ehnts, D. (2012, 5 juli). *Monetary policy in a liquidity trap: v.0.75*. Opgeroepen op 13 februari 2013, van Econoblog101: <http://econoblog101.wordpress.com/2012/07/05/monetary-policy-in-a-liquidity-trap-v-0-75/>
- Ehrmann, M., Soudan, M., & Stracca, L. (2012). *Explaining EU Citizens' Trust in the ECB in Normal and Crisis Times*. Wenen: Institut für Höhere Studien.
- Eichengreen, B. (2008, januari). *Sui Generi EMU*. Opgehaald van National Bureau of Economic Research: <http://www.nber.org/papers/w13740.pdf>
- EUR-Lex. (2010, 30 maar). *EUR-LEX - Official Journal 2010 - C083*. Opgeroepen op 4 februari 2013, van EUR-Lex: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2010:083:FULL:NL:PDF>
- Express. (2012, 17 augustus). *Europa van Twee Snelheden blijft nog jaren bestaan*. Opgehaald van Express: <http://www.express.be/business/nl/economy/europa-van-twee-snelheden-blijft-nog-jaren-bestaan/174531.htm>
- Fischer, J., & Hahn, V. (2008). *Determinants of Trust in the European Central Bank*. Zwitserland: Thurgau Institute of Economics.
- Fischer, J., & Hahn, V. (2008). *Determinants of Trust in the European Central Bank*. Opgeroepen op 3 juli, 2012, van EconPapers: <http://econpapers.repec.org/paper/twirespas/0026.htm>
- Global Finance. (2013). *Public Deficit / Surplus as a Percentage of GDP in Selected Countries Around the World, 2007-2014*. Opgeroepen op 19 april 2013, van Global Finance: <http://www.gfmag.com/component/content/article/119-economic-data/12373-public-deficit-percentage-gdph.html#axzz2QuQ1VvGh>
- Janse, W., & Vanherk, M. (2012). *Schulderosie door inflatie*. Paper, UHasselt.
- Jung, T., Teranishi, Y., & Watanabe, T. (2005, oktober). Optimal Monetary Policy at the Zero-Interest-Rate Bound [Elektronische versie]. *Journal of Money, Credit and Banking*, 37(5), 813-835.
- Khodyakov, D. (2007). *University of Guelph*. Opgehaald van University of Guelph: http://portal.psychology.uoguelph.ca/faculty/gill/7140/WEEK_4_Jan.30/Khodyakov_Soc2007.pdf
- Kingsley, P. (2012, 7 augustus). *Financial crisis: timeline*. Opgeroepen op 17 december 2012, van The Guardian: <http://www.guardian.co.uk/business/2012/aug/07/credit-crunch-boom-bust-timeline>

- Lipsey, R., & Chrystal, A. (2007). *Economics* (11 ed.). Oxford: Oxford University Press.
- Malkin, I., & Nechio, F. (2012, 27 februari). *FRBSF Economic Letter: U.S. and Euro-Area Monetary Policy by Regions*. Opgeroepen op 12 september 2012, van Federal Reserve Bank of San Francisco: <http://www.frbsf.org/publications/economics/letter/2012/el2012-06.html>
- Marzinotto, B., Pisani-Ferry, J., & Wolff, G. (2011). *An Action Plan For Europe's Leaders*. Brussel: Bruegel.
- Melchior, J. (1999). *Market building, polity building and community in the EU*. Wien: Institut für Höhere Studien.
- Mongelli, F. P. (2008, Februari). *Economisch financiële publicaties*. Opgeroepen op 14 augustus, 2012, van Officiële website van de Europese Unie: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication12081_en.pdf
- Petri, P., & Plummer, M. (2009). The triad in crisis: What we learned and how it will change global cooperation [Elektronische versie]. *Journal of Asian Economics*, 20, 700-713.
- Pisani-Ferry, J. (2012, 15 januari). *The euro crisis and the new impossible trinity*. Opgeroepen op 3 juli, 2012, van Bruegel: <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/674-the-euro-crisis-and-the-new-impossible-trinity/>
- Pisani-Ferry, J., Sapir, A., Véron, N., & Wolff, G. (2012). *What Kind of European Banking Union?* Brussel: Bruegel.
- Riley, G. (2006, september). *Macroeconomics The Phillips Curve*. Opgeroepen op 7 februari 2013, van Tutor2u: <http://www.tutor2u.net/economics/revision-notes/a2-macro-phillips-curve.html>
- Rodrik, D. (2007, 27 juni). *The inescapable trilemma of the world economy*. Opgeroepen op 12 april 2013, van Dani Rodrik's weblog: http://rodrik.typepad.com/dani_rodriks_weblog/2007/06/the-inescapable.html
- Ronner, E. (2012, 26 april). *Waarom 3 procent tekort toch belangrijk is*. Opgehaald van Z24: http://www.z24.nl/economie/artikel_346269.z24/Eline_Ronner__Waarom_3_procent_tekort_toc_h_belangrijk_is.html
- Roth, F., Gros, D., & Nowak-Lehmann, F. (2011, maart). *Has the Financial Crisis eroded Citizens' Trust in the European Central Bank?* Opgeroepen op 3 juli, 2012, van EconPapers: <http://econpapers.repec.org/paper/gotcegedp/124.htm>
- Schoenmaker, D. (2011). The financial trilemma. *Economics Letters*, 57-59.

- TNS Opinion & Social. (2012, juli). *Standard Eurobarometer 77 Spring 2012*. Opgehaald van Europese Commissie: http://ec.europa.eu/public_opinion/archives/eb/eb77/eb77_en.htm
- Trends. (2013, 14 februari). *Belgische loonhandicap stijgt tot 5,1 procent*. Opgehaald van Trends: <http://trends.knack.be/economie/nieuws/beleid/belgische-loonhandicap-stijgt-tot-5-1-procent/article-4000248000196.htm>
- Trends. (2013, 8 januari). *Duitse export lijdt onder crisis eurozone*. Opgehaald van Trends: <http://trends.knack.be/economie/nieuws/finance/duitse-export-lijdt-onder-crisis-eurozone/article-4000230601186.htm>
- Van Poeck, A. (2007). *Economische Politiek: Principes en Ervaringen*. Antwerpen-Apeldoorn: Garant.
- Vanbrussel, E. (2013, 3 januari). *Belg spaart zich te pletter*. Opgehaald van DMorgen: <http://www.demorgen.be/dm/nl/996/Economie/article/detail/1556628/2013/01/03/Belg-spaart-zich-te-pletter.dhtml>
- Vandeplas, A. (2011, 9 december). Macro-economisch beleid - Les 10 [Presentatie]. Slides 42-47. UHasselt, Diepenbeek.
- Véron, N. (2012). *The Challenges of Europe's Fourfold Union*. Brussel: Bruegel.
- Véron, N., & Wolff, G. (2011). *Rating Agencies and Sovereign Credit Risk Assessment*. Brussel: Bruegel.
- Wälti, S. (2012, April). Trust no more? The impact of the crisis on citizens' trust in central banks [Elektronische versie]. *Journal of International Money & Finance*(31), 593-605.
- Weerapana, A. (2009). *Lecture 18: Capital Mobility and the Impossible Trinity*. Opgehaald van Wellesley College: <http://www.wellesley.edu/Economics/weerapana/econ213/econ213pdf/lecture%20213-18.pdf>
- Wikipedia. (2012, 16 november). *Vertrouwen*. Opgeroepen op 16 november 2012, van Wikipedia: <http://nl.wikipedia.org/wiki/Vertrouwen>
- wle. (2012, 6 september). *De Standaard*. Opgehaald van Europese Centrale Bank gaat obligaties opkopen: http://www.standaard.be/cnt/DMF20120906_094

Lijst van kaders

Kader 1: Hypothetische gevolgen van een dalend vertrouwen in het beleid van de ECB	4
Kader 2: Eurobarometer 77 - Lente 2012 – Resultaten	5
Kader 3: Overzicht van de deelvragen met tussen haakjes hoofdstukverwijzing	8
Kader 4: Vertrouwen volgens Wikipedia	11
Kader 5: Het vertrouwen in de ECB	15
Kader 6: Het vertrouwen in de ECB op lange termijn	16
Kader 7: Evolutie van de Europese Monetaire Unie	18
Kader 8: Koopkrachtpariteit en 'real short-term bank lending rate to NFS'	20
Kader 9: De onmogelijke driehoek van Mundell gekoppeld aan de EMU	23
Kader 10: De liquiditeitsval in IS-LM	24
Kader 11: Fiscaal beleid en monetair beleid in een kleine open economie onder de voorwaarden van imperfecte kapitaal mobiliteit en een vaste wisselkoers.....	25
Kader 12: Analyse van de elementen (/vereisten) van de OCA-theorie	28
Kader 13: Onmogelijke driehoeken	30
Kader 14: Formele veralgemening van de nieuwe onmogelijke driehoek	31
Kader 15: Financiële trillemma van Schoenmaker.....	31
Kader 16: Regressie uitkomsten betreffende BBP.....	35
Kader 17: Vergelijking BBP met vertrouwen	36
Kader 18: Programma voor de effectenmarkt (cf. SMP)	37
Kader 19: The Expectations-augmented Phillips curve	38
Kader 20: Regressie uitkomsten betreffende inflatie	40
Kader 21: Verband tussen gevoels- en werkelijke inflatie, en vertrouwen.....	40
Kader 22: Visuele voorstelling van de relatie tussen vertrouwen en inflatie	41
Kader 23: Inflatie versus groei: wanneer beleid uitvoeren?	42
Kader 24: Regressie uitkomsten betreffende werkloosheid.....	44
Kader 25: Overheidsuitgaven in het kader van werkloosheid	45
Kader 26: Verband tussen werkloosheid, en vertrouwen.....	46
Kader 27: Effect van stijgend prijspeil op werkloosheid in het loonvormingsmodel.....	47
Kader 28: Overzicht van regressies met als afhankelijke variabele vertrouwen.....	50
Kader 29: Grafische weergave van het vertrouwen van ons panel.....	52
Kader 30: Losstaande regressies.....	55
Kader 31: Uittreksel uit The Economist over Finland en de crisis.....	56
Kader 32: Uittreksel uit Trends over de Duitse export en de eurozone crisis	58
Kader 33: Regressies met verandering in vertrouwen als afhankelijke variabele.....	60
Kader 34: Monetaire expansie	65

Kader 35: Liquidity trap.....	66
Kader 36: Afleiding van de liquidity trap binnen het IS-LM model.....	68
Kader 37: Sparen in België.....	68
Kader 38: Grafische weergave van interest, vertrouwen en procentuele groei	69
Kader 39: Antwoord van nominale interestratio, inflatie en output gap op schokken die 15 kwartalen duren.....	70
Kader 40: Citaat uit het abstract van het artikel “Driven by the Markets? ECB Sovereign Bond Purchases and the Securities Markets Programme” van Belke (2010)	73
Kader 41: Inflatie binnen de Eurozone (Jaarlijkse verandering in consumptieprijs index).....	76
Kader 42: Overheidsresultaat 2011 als percentage van BBP.....	79
Kader 43: Hervormingen voor de financiële markten.....	80
Kader 44: Vijf unies versus het formele trillemma	82
Kader 45: Nationale weerstanden tegen de unies volgens Véron	83
Kader 46: Wie dient toezicht te houden op de bankenunie?.....	85
Kader 47: Wederzijdse onderlinge afhankelijkheid van de vier unies.....	89
Kader 48: De huidige problemen van de ECB	91
Kader 49: Vertrouwen in een huwelijk.....	93
Kader 50: Een lage geloofwaardigheid in een defloitare periode – Redenen?	96
Kader 51: Monetair beleid in een liquiditeitsval.....	97
Kader 52: Quantitative of Monetary Easing.....	98
Kader 53: Fiscale expansie in een liquiditeitsval.....	100
Kader 54: Welk fiscaal beleid is optimaal bij een rentevoet van nul?	101
Kader 55: Een aanbevolen Europese structuur wat financiële en monetaire aangelegenheden betreft.	103
Kader 56: Alomvattend schema	107