



In 2012 liep de rente tussen staatsleningen van Noord- en Zuid-Europese overheden steeds verder uit

Miljardenvorderingen binnen eurozone vormen groeiend risico voor Nederland

Thomas Bollen

[FTM](#) | Vandaag 09:00 - 9 MIN.

Ons artikel 'De 101 miljard die Nederland nooit meer terugziet' leidde tot veel vragen, zorgen en discussie. Die 101 miljard is intussen gegroeid tot 107 miljard euro, en een oplossing is niet in zicht. Redacteur Thomas Bollen dook opnieuw in deze kwestie. Hoe groot is het risico? En wie draait ervoor op als een van de euro-landen failliet gaat?

Vorige week publiceerde FTM over 'de 101 miljard die Nederland nooit meer terugziet'. Het artikel ging over de miljardenvordering van De Nederlandsche Bank (DNB) op de Europese Centrale Bank (ECB). Deze Nederlandse vordering binnen het eurosysteem groeide in augustus door naar 107 miljard. Dat bedrag lijkt echter nog maar een schijntje vergeleken met de claim die Duitsland op de ECB heeft: maar liefst 852 miljard euro. Tegenover deze vorderingen staan verplicht-

tingen van vooral Zuid Europese centrale banken: Italië en Spanje staan voor respectievelijk 414 miljard en 384 miljard euro in het rood bij de ECB.

Volgens Hans-Werner Sinn, vooraanstaand econoom en wetenschappelijk adviseur van de Duitse regering, zijn deze miljardenvorderingen op de ECB nu al waardeloos. Hij vindt dat DNB en de Bundesbank hun verliezen nu al zouden moeten nemen door gedeeltelijk af te schrijven op deze vorderingen. Dat idee maakte flink wat emoties los bij onze lezers. Ook op Twitter en Facebook ontstond een vurige discussie, waarbij het sentiment alle kanten op ging.

Een greep uit de reacties: 'Het zijn boekhoudkundige trucs om de euro te redden'; '[Het is] een modern slavensysteem'; 'Het is net als [bij] Monopoly: als ze niet kunnen betalen [krijgen we] een stuk van Griekenland, Italië en Portugal.' Er was ook kritiek: 'Ik heb niks met het nationalistische sentiment dat hier geëtaleerd wordt,' zo liet één lezer ons weten.

Deze miljarden zijn een post op de balans van DNB, niet van de overheid

De diversiteit aan reacties verraadt dat mensen een uiteenlopend beeld van Europa en onze muntunie hebben. Lang niet iedereen kon zich vinden in de waarschuwingen van Hans-Werner Sinn; sommige criticasters vonden de titel van het artikel ronduit misleidend. 'Zolang er geen land uit de euro stapt, zijn er geen risico's verbonden aan Target-2,' [reageerde](#) technisch natuurkundige Remco Schrijvers op Twitter. Hij werd door nationaal televisie-econoom Mathijs Bouman bij de discussie [getrokken](#) en schrijft op zijn eigen [website](#) over het monetaire systeem. Schrijvers: 'Mijn probleem is dat je suggereert dat er grote problemen zijn, zelfs als er GEEN uittredende landen zijn. Dat is gewoonweg niet waar.'

Misverstanden

Target-2 is het betalingssysteem achter de euro; het is in dit systeem dat de Nederlandse en Duitse miljardenvorderingen geadministreerd staan. Internationale betalingen binnen het eurosysteem worden niet

direct afgerekend, maar op de interne boekhouding bijgeschreven. Op die manier kunnen Eurolanden onbeperkt bij elkaar in het rood staan. In het vorige artikel staat uitgebreid beschreven hoe dit systeem in elkaar steekt. Eén ding is zeker: economen zijn het niet met elkaar eens over de risico's op de vorderingen binnen Target-2.

Voordat we verder op deze risico's ingaan, is het nodig om een misverstand op te helderen. De volgende reactie van een van onze lezers klinkt heel logisch, maar het klopt niet: 'Stelt u zich eens voor dat dit geld wel terug komt. Dan is defensie weer helemaal up-to-date met dingen als uniformen, nachtkijkers; munitie, enz. Ook blijft er dan nog geld over voor de ouderenzorg, de jeugdzorg, politie, onderwijs.'

De miljardenclaim in de boeken van DNB wordt hier geïnterpreteerd alsof het om een post op de rijksbegroting gaat. Dat is niet het geval. Ook wanneer de miljardenclaim vandaag 'gesettled' (betaald) zou worden – bijvoorbeeld door de transfer van goud of obligaties naar DNB – levert dit de Nederlandse staat geen extra geld op om uit te geven. Deze miljarden zijn een post op de balans van DNB, niet van de overheid. Ze vervullen een andere belangrijke functie in ons geldsysteem: het vertegenwoordigt de onderliggende waarde voor geld dat reeds in omloop is.

Als dekking van ons geld staan op de balans van DNB goudreserves, vreemde valuta, leningen met waardepapieren (vooral staatsobligaties) als onderpand en de Target-2 vorderingen op andere landen (zie kader). Dat Target-2 saldo is inmiddels uitgegroeid tot 35 procent van alle bezittingen die – als waardedekking van ons geld – op de balans van DNB staan. Bij onze oosterburen vormt de Target-2 claim intussen al meer dan 50 procent van de Bundesbankbalans.

De waardedekking van ons geld

Om beter te begrijpen hoe dit werkt, ontkomen we er niet aan om in te zoomen op de boekhouding van centrale banken; binnen ons geldsysteem vervullen die een speciale rol om de waarde van ons geld te bewaken.

Aanspraak op de toekomst

Net als iedere andere boekhouding heeft de balans van een centrale bank twee kanten; die moeten in evenwicht zijn. Aan de ene kant, de passivazijde, staat het geld dat de centrale bank in omloop heeft gebracht. Dit is het geld dat DNB heeft uitgeleend aan commerciële banken en wordt ook wel 'centrale bankreserves' genoemd. Aan de andere kant, de activazijde, staat de dekking van dit geld. Dat kan goud zijn, of leningen met staatsobligaties als onderpand, of een Target-2 saldo.

De bezittingen op de balans van centrale banken dekken de waarde van de uitstaande eurotegoeden in onze economie. Vertrouwen in deze dekking is dus van groot belang voor de waarde van het geld op onze bankrekeningen. Wanneer voor die dekking bijvoorbeeld goud wordt gebruikt, berust het vertrouwen op de schaarsheid van het edelmetaal en de overtuiging dat mensen het ook in de toekomst zullen begeren.

Met leningen als dekking, is de waarde van het geld afhankelijk van het vertrouwen dat die leningen ooit worden terugbetaald. Dat vertrouwen is zowel bij leningen aan particulieren, als aan staten van belang.

Hoe geloofwaardig zo'n terugbetaal-belofte is, hangt natuurlijk af van de capaciteit van de schuldenaar om in de toekomst geld te verdienen. Ons geld is daarmee een claim op de toekomstige economische activiteit van een ander; een Italiaanse staatsobligatie (staatslening) is niets anders dan een (verhandelbare) aanspraak op de economische productie van toekomstige generaties werkende Italianen. Die toekomstige generaties zullen voldoende belasting moeten opbrengen om de overheidsuitgaven van dat moment te bekostigen, maar ook de rente over openstaande leningen te betalen.

Lees verder

Maar als die miljarden alleen in de boekhouding van DNB enige waarde vertegenwoordigen, wat maakt het dan uit of het Target-2 saldi zijn, in plaats van bijvoorbeeld obligaties of goud? En wat bedoelt Sinn dan met zijn uitspraak dat 'de Nederlandse en Duitse

belastingbetaler uiteindelijk de rekening voor de financiering van Zuid-Europese overheden betalen’?

Ik spreek opnieuw met de Duitse econoom om een aantal punten verder uit te diepen. Veel van zijn criticasters (waaronder [Waltraud Schelkle](#)) vinden dat het Target-2 betalingssysteem functioneert zoals het hoort, leg ik hem voor. In ons vorige gesprek zei Sinn echter dat het systeem zorgt voor waardeloze publieke vorderingen als vervanging van private financieringsstromen.

‘Er zou een settlement-mechanisme moeten komen, zodat de netto-saldi binnen Target-2 vereffend worden, net als in de Verenigde Staten’

‘Stop daar,’ onderbreekt Sinn me scherp: ‘Er bestaat geen tegenstelling in wat je hier stelt. Laten we feiten en meningen van elkaar scheiden.’ Hij gaat verder: ‘Target-2 meet hoe private financieringsstromen worden vervangen door publieke financiering. Dat is een statistisch feit. Of het eurosysteem naar behoren functioneert, daar kun je vervolgens over twisten. Dat is het politieke domein van meningen.’ Hij geeft ook meteen zijn visie: ‘Er zou een settlement-mechanisme moeten komen, zodat de netto-saldi binnen Target-2 vereffend worden, net als in de Verenigde Staten.’

‘Mensen die zeggen dat het Target-2 systeem functioneert zoals bedoeld, snappen duidelijk niet wat mijn kritiek behelst,’ zegt Sinn enigszins getergd. Voor we over deze oplossing verder praten, moeten we dus eerst het probleem goed begrijpen. Voor dat begrip is het onderscheid tussen staatobligaties en Target-2-saldi van wezenlijk belang: ze worden beide gebruikt om begrotingstekorten te financieren, maar waar staatobligaties verhandelbare schuldpapieren zijn met een marktwaarde, bestaan Target-2 saldi alleen in de boeken van centrale banken.

Het verschil tussen obligaties en Target-2 saldi

Een schuldpapier is een belofte om op een bepaalde tijd in de toekomst terug te betalen. Wanneer overheden lenen – omdat ze vandaag hun begroting niet op orde hebben – krijgt de kredietverstrekker een claim op de toekomstige economische productie van de bevolking van

het betreffende land. Er is echter altijd een risico verbonden aan het uitlenen van geld: het is mogelijk dat de schuldenaar niet kan terugbetalen. Over de meeste (staats)leningen wordt als compensatie voor dat risico daarom tussentijds rente betaald.

De kredietverstrekker kan zijn claim – in dit geval een staatsobligatie – ook weer doorverkopen aan een derde partij. Daarmee kan de eigenaar de obligatie dus ook weer gemakkelijk omzetten in euro's. Zodoende vormt een staatsobligatie een verhandelbaar waardepapier voor het uitgeleende geld.

Nu is er met de Target-2 saldi iets geks aan de hand: er wordt op dit moment 0 procent rente over betaald; ook is er geen afspraak over wanneer de schulden terugbetaald worden. Bovendien zijn de Target-2 saldi geen verhandelbare waardepapieren: het zijn slechts boekwaarden, en die kunnen niet verkocht worden. Er is dus geen mogelijkheid om het Target-2 saldo gemakkelijk om te zetten in euro's.

De marktwaarde van een staatsobligatie is niet perse gelijk aan het bedrag dat is uitgeleend, maar ook afhankelijk van de rente die over het uitgeleende bedrag wordt betaald. Bovendien fluctueert de waarde afhankelijk van de economische situatie van het betreffende land. Als een land zijn huidige begroting beter op orde heeft, zal de waarde van eerder uitgegeven staatsobligaties omhoog gaan.

Maar wat is de waarde van een Target-2 claim? Omdat er geen markt is voor Target-2 schulden, is de marktwaarde ook niet bekend. De claims staan daarom tegen nominale waarde op de balans van centrale banken. Er zijn geen duidelijke afspraken gemaakt over wat er gebeurt met deze claims wanneer ze verder oplopen of wanneer landen failliet gaan. Lees verder

Onderpand

Er ontstond veel discussie over het onderpand achter de Target-2 vorderingen. Zo stelde één van onze lezers: 'Die vordering wordt volledig gedekt door onderpand, waarvan wordt gesteld dat die niks meer waard is.' Sinn zegt hierover: 'Officieel zijn Target-2 saldi slechts

boekhoudkundige vorderingen op de ECB, maar indirect staat er onderpand tegenover binnen het eurosysteem. Het is onderpand dat juridisch gezien toebehoort aan de nationale centrale banken. En als de waardepapieren die als onderpand fungeren hun waarde verliezen, staat er geen onderpand tegenover Target-2 saldi.' Volgens Sinn is dit laatste veelal het geval.

Na de crisis van 2008 heeft de ECB zich opgeworpen als kredietverstrekker met een aantal herfinancieringsprogramma's. Alleen al binnen het LTRO (long-term refinancing operations)-programma, door ECB-president Mario Draghi ook wel 'the Big Bazooka' genoemd, werd tussen 2011 en 2013 meer dan een biljoen (1000 miljard) euro aan goedkope leningen verstrekt aan commerciële banken. Het onderpand voor deze leningen laat te wensen over: vanwege een tekort aan deugdelijk onderpand zijn de standaarden simpelweg naar beneden bijgesteld.

Als Spaanse banken niet meer terug kunnen betalen, draaien de belastingbetalers uit andere eurolanden op voor de transferkosten van Ronaldo

In zijn boek [The Euro Trap](#) geeft Sinn een voorbeeld van toelaatbaar onderpand: 'In Spaanse waardepapieren is een claim gevonden op Real Madrid voor een lening om Cristiano Ronaldo aan te kopen. Als Spaanse banken hun herfinancieringsleningen niet meer terug kunnen betalen, draaien de belastingbetalers uit andere eurolanden uiteindelijk op voor de transferkosten van Real Madrid-spelers.' Zo zijn er nog veel meer voorbeelden te noemen: de ECB verlaagde de standaarden, stond gebundelde leningen toe, en schafte voor sommige schuldpapieren zelfs de minimum kredietwaardigheidsrating af. Al het dubieuze waardepapier dat Zuid-Europese centrale banken vervolgens als onderpand accepteerden, vormt nu op indirecte wijze het onderpand achter de Target-2 saldi.

Hans-Werner Sinn

"Deze landen zouden al failliet zijn, als ze zich niet via Target-2 konden herfinancieren"

Afschrijven bij faillissement

Sinn vergelijkt de Zuid-Europese landen met een regulier bedrijf: 'Stel dat een bedrijf veel te diep in de schulden zit en niet meer in staat is om een positieve cashflow te genereren. Op het moment dat een uitstaande lening terugbetaald moet worden, kan dat alleen door een nieuwe lening aan te gaan: het oversluiten van de lening. De kredietverstrekker weet dat het onwaarschijnlijk is dat hij zijn geld ooit terugziet, en moet gaan afschrijven. Het bedrijf waaraan hij zijn geld heeft uitgeleend is in feite al failliet.'

Sinn legt uit dat normale accounting regels niet gelden voor centrale banken: 'Centrale banken hoeven volgens de officiële regels niet af te schrijven op Target-2 saldi. Maar het zou wel verstandig zijn om uit voorzorg af te schrijven: er is een reëel risico dat de overheden van deze landen [de landen met negatieve Target-2 saldi, red.] failliet gaan.' Hij vult aan: 'Sterker nog, deze landen zouden al failliet zijn als ze zich niet via de geldpers, en daarmee indirect via oplopende Target-2 saldi, konden herfinancieren. Als de marktrente nu weer omhoog gaat, zijn sommige landen alsnog failliet.'

De Nederlandse en Duitse belastingbetaler lopen dus een faillissementsrisico op hun Target-2 claims. Dat risico hebben de Noord-Europese burgers gezamenlijk overgenomen van private partijen, als onderdeel van het '[whatever it takes](#)'-beleid van de ECB. Dankzij de steunprogramma's van de ECB hebben private investeerders (waaronder overigens ook Nederlandse pensioenfondsen) hun staatsobligaties aan de centrale bank kunnen verkopen. Die obligaties staan nu grotendeels op de ECB-balans: op dit moment voor meer dan [2.000 miljard euro](#). De private partijen hebben daarvoor nieuwe euro's ontvangen, die (gedeeltelijk) bij Noord-Europese banken zijn gestald. De positieve Target-2 saldi van landen als Nederland en Duitsland moeten de waarde van dit geld dekken.

De Nederlandse en Duitse belastingbetaler ontvangen echter nul procent rente voor het risico dat ze lopen op de Target-2 saldi. En dat terwijl de private investeerders en kredietverstrekkers die deze risico's hebben verkocht er wél rijkelijk aan hebben verdiend.

Wie hebben wél rendement gemaakt?

Voor de crisis hebben investeerders gouden tijden gekend door te investeren in Zuid-Europese landen. Sinn: 'Banken uit West-Europa, London, Wall Street en bovenal Frankrijk verschaften goedkoop krediet aan de Griekse en Spaanse bankensector. Die hebben op hun beurt leningen verstrekt aan lokale partijen; daar hebben zowel de kredietverschaffers als de schuldenaars mooi rendement op gemaakt.'

In zijn boek 'The Euro Trap' omschrijft Sinn het als volgt: 'Banken hebben onder de tafel een soort dope gekregen via ruime accounting-regels en impliciete bescherming van de ECB. Dat moedigde crediteurs aan om hun ogen te sluiten voor risico's.'

Het buitenlandse geld kwam daardoor veelal terecht op de verkeerde plekken. Er werd geïnvesteerd in dubieuze financiële producten, meer overheidsleningen en risicovolle vastgoedprojecten. Ook zorgde het goedkope krediet voor een verslechtering van de concurrentiepositie van de Zuid-Europese landen (en Ierland). Inkomens en prijzen stegen meer dan in Noord-Europa, waardoor hun producten ook voor het buitenland duurder werden. Devaluatie van de eigen munt was door de euro niet meer mogelijk.

Toen de risico's zich manifesteerden en de jubelstemming omsloeg, trokken buitenlandse investeerders massaal hun geld terug uit landen als Griekenland, Italië en Spanje. De ECB heeft toen 'de spreekwoordelijke geldpers aangezet'. Daardoor zijn de rijkdommen van deze investeerders gered: 'Franse banken hadden nog grotere posities in Griekenland dan Duitse banken,' vertelt Sinn, 'maar ook banken op Wall Street vonden het fantastisch dat de ECB hun risicovolle waardepapieren overnam.' Tussen 2008 en 2012 werd meer dan 1000 miljard aan buitenlands kapitaal teruggetrokken uit Zuid-Europa. Of met andere woorden: het eurosysteem heeft voor meer dan 1000 miljard aan publiek krediet verschaft aan de probleemlanden in Zuid-Europa (en Ierland).

Ook Nederlandse pensioenfondsen hebben hun verliezen op Europese staatsobligaties kunnen beperken dankzij het ECB-beleid. Daarbovenop hebben ze over de afgelopen jaren fantastische

rendementen gemaakt. De koers van de obligaties in hun portefeuilles is dankzij de vraag van de ECB verder omhoog gegaan. Lees verder

Marktdiscipline

Als een land te veel leent, en dus eigenlijk te veel van zijn toekomstige productiviteit verkoopt, wordt de terugbetaal-belofte minder geloofwaardig: het risico dat een land failliet gaat neemt toe. Op dat moment gaan kredietverstrekkers een hogere rentevergoeding vragen voor een volgende lening. Op die manier worden dergelijke risico's op de vrije markt in staatsobligaties normaal gesproken gereguleerd. De markt treedt in feite op als arbiter: een land kan niet ongestraft begrotingstekort op begrotingstekort stapelen; op een gegeven moment weigeren private partijen simpelweg om nieuwe tekorten te financieren.

Marktdiscipline houdt financieringsmarkten en overheidsbegrotingen in het gareel. Omdat investeerders niet het risico willen lopen hun geld te verliezen, wordt er niet uitgeleend aan onverantwoorde schuldenaars. Dat regulerende mechanisme is nu weggefallen, zegt Sinn: 'De geldpers van de ECB verzekert landen die al diep in de schulden zitten van ongelimiteerde mogelijkheden om te blijven lenen.' Op deze manier zijn de risicopremies kunstmatig naar beneden gebracht; dat zorgt ervoor dat financiële middelen worden aangewend op verkeerde plekken in de economie, hetgeen uiteindelijk kan leiden tot faillissement.

Misallocatie

'Als het de gewone mensen daar maar iets geholpen heeft! Die paar euro kunnen we wel missen,' zo luidde de reactie van één van onze lezers. Maar of dat het geval is geweest, valt te betwijfelen. Een onhoudbare schuld op de schouders van jonge generaties Spanjaarden en Italianen is nu niet bepaald een rooskleurig toekomstbeeld. En dat terwijl jeugdwerkloosheid er hoog is, reële koopkracht nauwelijks is gestegen, en de economieën van deze landen al jarenlang [op slot](#) zitten. Ondanks het goedkope krediet wankelen Italiaanse en Spaanse

banken nog steeds en brengen vermogenden hun geld naar het buitenland.

Sinn: 'De euro heeft geleid tot de misallocatie van middelen en bubbels. Het kapitaal is verbrand.' Hij haalt het voorbeeld van de Spaanse vastgoedbubbel aan: 'Sommige bouwbedrijven, ambtenaren en bankiers hebben er goed aan verdiend, maar die gebouwen staan nu leeg in de Spaanse zon te verpieteren. De waarde is verdwenen, maar de vorderingen zijn blijven bestaan' – vorderingen op de gewone Italiaan of Spanjaard dus, waarvan ook zij nauwelijks de vruchten hebben geplukt. 'Door het aanzetten van de geldpers konden de veroorzakers van de bubbels ontsnappen met hun geld. Dat heeft de Target-2 saldi omhoog gestuwd.'

Er heeft volgens Sinn een asset swap plaatsgevonden: de directe claims op de Zuid-Europese bevolking – in de vorm van staatsobligaties – zijn ingeruild voor indirecte, onverhandelbare claims binnen Target-2. 'Zo draaien de belastingplichtigen in andere eurolanden voor de rekening op.'

Als DNB moet afschrijven op haar balans, gaat dit ten koste van het eigen vermogen – het eigen vermogen van de uiteindelijke aandeelhouder: het Nederlandse volk. De Nederlandse staat is namelijk de enige aandeelhouder van DNB. Sinn: 'De aandeelhouder zal dat eigen vermogen niet perse direct hoeven aanvullen, maar zal op de een of andere manier het verlies dragen voor de verloren dividendinkomsten.' De hoogte van de rekening blijft volgens Sinn gelijk. 'Het maakt niet uit of dat nu is in de vorm van extra belastingen, dat vergelijkbaar is met het uitgeven van nieuwe aandelen, of een verlies aan toekomstige rente-inkomsten op de Target-2 saldi.'

Settlement

Sinn benadrukt dat hij geen tegenstander is van een internationaal betalingssysteem binnen de muntunie. 'We hebben binnen de eurozone een betalingssysteem voor internationale betalingen nodig. Dat vraagt om balansen en om een buffermechanisme. Er moet dan alleen wel een uiteindelijk settlement-mechanisme zijn.'

‘Je kunt beter ieder jaar afrekenen, dan tien jaar lang een disbalans laten oplopen’

Volgens Sinn is de meest directe oplossing voor de Target-2 problematiek daarom het invoeren van een periodieke vereffening: ‘Je kunt beter ieder jaar afrekenen, dan tien jaar lang een onderlinge disbalans laten oplopen.’ Sinn ziet de afrekening het liefst met goud plaatsvinden: ‘Een centrale bank kan goud altijd in de markt kopen, wanneer deze zelf geen goud meer op haar balans heeft staan. Bepaalde waardepapieren zal de centrale bank dan tegen reële prijzen in de markt moeten verkopen. Als er niet genoeg waardepapieren zijn om te verkopen, zal het lokaal printen van nieuw geld moeten stoppen. Daardoor zal de rente stijgen en stroomt er privaat kapitaal toe vanuit het buitenland – hetgeen de Target-2 saldi naar beneden brengt.’

Zo’n vereffening met goud zorgt er dus voor dat er niet ongelimiteerd via de geldpers kan worden gefinancierd: als een centrale bank slechte leningen uitzet bij *bad banks*, dan loopt deze zelf een risico. Wanneer het kapitaal naar andere landen vlucht, zal goud moeten worden overgemaakt. Sinn: ‘De lokale centrale banken zullen dan beter na moeten denken over de kwaliteit van de leningen die ze uitzetten.’ Volgens Sinn zal dit leiden tot minder (onverantwoorde) kredietverstrekking aan landen die al tot hun nek in de schulden zitten. ‘Met hogere rentestanden zal kapitaal vanuit de private markt vanzelf weer naar die plekken stromen.’ Het marktmechanisme in de geldmarkt kan zich zo herstellen.

Exit

De ECB voert nu beleid om de prijzen in Noord-Europa omhoog te krijgen via inflatie en zo de Europese handelsbalans te herstellen. Dat blijkt echter veel moeilijker dan gedacht: de inflatiedoelstellingen zijn nog altijd niet gehaald. Een exit van de probleemlanden uit de euro zou een veel directere oplossing zijn. Sinn: ‘Deze landen kunnen dan hun munt devalueren en daarmee hun economie weer competitiever maken.’ Italiaanse en Spaanse producten worden in zo’n geval goed-

koper voor het buitenland, waardoor de export van deze landen een stimulans krijgt.

Het huidige beleid verlegt de afschrijvingsrisico's van private investeerders naar de burgers van andere staten

Sinn gelooft daarom niet in het systeem van 'permanente bailouts' dat de ECB nu in stand houdt: 'Staten kunnen failliet gaan – en dat moet ook kunnen. We hebben alleen duidelijke regels nodig hoe we daarmee om moeten gaan: hoe we in zo'n geval afschrijven op schulden.' Met het huidige beleid los je volgens Sinn het probleem niet op; je verlegt alleen de afschrijvingsrisico's van private investeerders naar de burgers van andere staten. In de boeken zien de Target-2 saldi er nog steeds mooi uit – 'maar,' zegt Sinn, 'zoals je weet moet je in de economie nooit kijken naar boekwaarden. Dat is een afspiegeling van het verleden. Je hoort te kijken naar de huidige waarde van toekomstige inkomsten.'