



ITINERA INSTITUTE MEMO

2010/01

16 | 02 | 2010

Geloofwaardigheid eurozone op de proef gesteld



Ivan Van de Cloot
Hoofdeconoom
Itinera Institute

Griekenland wordt tegenwoordig niet meer geassocieerd met een zonnig vakantieland maar met het schoolvoorbeeld van het gevaar dat ontspoorde overheidsfinanciën de economie in gevaar brengen. Met een begrotingstekort van bijna 13% van het nationaal inkomen zwelt de overheidsschuld in een recordtempo aan. Bovendien heeft Griekenland een geloofwaardigheidsprobleem omdat het al meerdere keren vervalste cijfers over haar financieel huishouden heeft overgemaakt aan de Europese waakhond. Het gevolg is dan ook dat het land twee keer zoveel rente moet betalen om zijn overheidsschuld nog gesleten te krijgen. Hierdoor zakt de waarde van ouder Grieks overheidspapier wat heel wat buitenlandse investeerders een kater oplevert. De speculanten hebben dan ook duidelijk bloed geroken.

Geloofwaardigheid eurozone op de proef gesteld

“Hopelijk zien de Europese leiders vandaag in dat er risico’s verbonden zijn aan de drieste expansie van de muntzone die te veel louter door politieke motieven ingegeven wordt.”

Een aantal jaren geleden polsten hefboomfondsen Belgische analisten met de vraag of ze geld konden verdienen aan de Belgische politieke crisis. Vandaag houden ze zich vooral bezig met de Griekse crisis. Toch is zelfgenoegzaamheid voor ons niet gepast: speculanten richten zich steeds eerst op de zwakste prooi en België komt nu ook niet zover na het rijtje van de Club-Medlanden in het vizier. Het kan immers snel keren.

Op zich is het een goede zaak dat op dit moment de financiële markten extra risicopremies eisen van landen met een geloofwaardigheidsprobleem. Indien dit ook het geval was geweest vóór de crisis dan hadden analisten die toen waarschuwden dat veel te weinig inspanningen werden gedaan om in goede economische jaren begrotingsoverschotten te boeken in de financiële markt een sterke medestander gekend. Helaas wordt de kortzichtige markt pas wakker als het onheil al geschied is. Het stond uiteraard in de sterren geschreven dat nadat de banken gered moesten worden door de staten, deze zelf vervolgens in de financiële problemen zouden komen. Alleen al in Europa moeten de overheden dit jaar voor 2200 miljard nieuwe leningen aangaan met België als belangrijkste ontlener (86,8 miljard euro) relatief gezien tegenover de schaal van zijn economie en meer dan bijvoorbeeld Griekenland en Portugal samen. Bovendien is België na Griekenland het meest afhankelijk van buitenlandse investeerders in zijn schuld papier.

Tabel 1: Budgettaire situatie in 2010

	Publieke schuld (% BBP)	Overheidstekort (% BBP)	Rating	Ratingvooruitzichten
VK	80	-12,9	AAA	negatief
Ierland	81	-12,2	AA+	negatief
VS	92	-10,7	AAA	stabiel
Griekenland	128	-9,8	BBB+	negatief
Spanje	68	-8,5	AA+	stabiel
Frankrijk	83	-8,2	AAA	stabiel
Japan	197	-8,2	AA	negatief
België	102	-5,6	AA+	stabiel
Italië	117	-5,3	A+	stabiel
Duitsland	76	-5	AAA	stabiel
Portugal	77	-9,3	A+	negatief

Bron: OESO, IMF, EC, SP

Dan wordt het wel heel erg opletten voor de evolutie van de rente. Als blijkt dat de middelen die de overheden in de hele wereld extra behoeven omwille van de crisisuitgaven de geldmarkt onder druk zetten dan is het wel zeker dat de tijd van het bijna gratis geld voorbij is. In de Verenigde Staten circuleren prognoses van het Witte Huis dat de rentebetalingen op overheidsschuld meer dan kunnen verdrievoudigen. Amerika kan echter zijn staatschuld in belangrijke mate monetiseren doordat de centrale bank extra geld drukt (1). De Europese Centrale Bank lijkt echter in het geval van Griekenland deze optie niet te willen bieden. Hiertoe zou de ECB immers ook lagere kwaliteit van Griekse overheidsschuld moeten blijven accepteren als onderpand voor nieuwe geldcreatie en daar lijkt ze niet toe bereid.

Geloofwaardigheid eurozone op de proef gesteld

Hoe het Grieks drama zal aflopen, is nog niet zeker. Als een land terugbetalingsproblemen ondervindt, wendt het zich normaal tot het Internationaal Muntfonds voor bijstand. Dit is helemaal niet zo uitzonderlijk zoals Hongarije, Roemenië, Letland en IJsland recent nog hebben getoond. Het verschil is echter dat Griekenland deel uitmaakt van de eurozone en er in dit geval door de Europese instellingen enorm gezichtverlies wordt geleden omdat het haar eigen interne problemen niet kan oplossen. De schande zou vergelijkbaar zijn met de militaire interventie in Joegoslavië toen de Verenigde Staten een Europees veiligheidsprobleem dienden op te lossen.

Implicaties voor de eurozone

Wie de huidige vertrouwenscrisis in de kredietwaardigheid van lidstaten louter reduceert tot een Grieks probleem heeft er niet veel van begrepen. Meer dan een jaar na de catastrofe met Lehman Brothers zou het van enorme zelfgenoegzaamheid getuigen, mochten de Europese leiders de ernst van de situatie niet ingezien hebben. Of de genomen crisismaatregelen de situatie zullen stabiliseren; moet nog blijken. Het is duidelijk dat het perfecte antwoord op deze crisis niet bestond. Bij steunbetuiging krijgt men het verwijt een precedent te scheppen voor andere Club Medlanden, indien men Griekenland aan zijn lot overliet, zouden dezelfde critici stellen dat men de poort opent voor verdere marktspeculatie. Als we de zaak nuchter bekijken, dan was het van meet af aan onvermijdelijk dat men Griekenland niet kon laten vallen. Er is duidelijk gekozen voor wat vandaag de weg lijkt van het minste risico.

Recent hebben we een heel rits moraalridders de revue zien passeren die vooral benadrukten dat Griekenland het zelf gezocht aangezien het land al meerdere keren vervalste cijfers over het financiële huishouden aan de Europese waakhond had overgemaakt. Vooral sommige opmerkingen van de voorzitter van de Europese Centrale Bank vallen achteraf bekeken contraproductief uit. Een zondaar publiek de leviëten lezen kan vooral voor het eigen zelfbeeld erg goed zijn, maar als er zoveel op het spel staat kan het soms beter zijn vooral achter de schermen duidelijke taal te spreken. De bezorgdheid over de overheidsschuld is zich immers als een lopend vuurtje door Europa aan het verspreiden. Bovendien was het al jaren een publiek geheim dat de Griekse cijfers niet klopten. Als de Europese Commissie vroeger, in rustige tijden, was opgetreden dan had de schade lang niet zo groot geweest.

Terwijl het virus zich alsnog tot de Club Medlanden beperkt, wordt er ook al meer en meer richting het Verenigd Koninkrijk gewezen. Speculanten worden gekenmerkt door een roofdiermentaliteit waarbij eerst de zwakste prooi wordt geviseerd. Griekenland en Portugal zijn slechts kleine garnalen op economisch vlak maar iedereen houdt zijn hart vast wanneer een groot land zoals Italië of Spanje in het oog van de storm zou komen. Door de eenheidsmunt is het niet mogelijk om via de wisselmarkten tegen een individuele lidstaat te speculeren want in dat geval zou Griekenland al lang een vogel voor de kat geweest zijn. Vandaag moeten speculanten dus tegen de euro in zijn geheel posities innemen en ze doet dat ook massaal. De acht miljard zogenaamde shortposities zouden voor de Griekse Drachme fataal geweest zijn, maar nu verwateren ze grotendeels gezien de grote omvang van de eurowisselmarkt. Dat de eenheidsmunt nu reeds gezakt is met 10% betekent eerder een welkome zuurstofinjectie voor onze exporterende ondernemingen die al jaren zuchtten onder een overgewaardeerde munt.

Gegeven de snelheid waarmee dergelijke besmetting in de financiële markten zich kan

Geloofwaardigheid eurozone op de proef gesteld

verspreiden is het dus essentieel dat Europa een actieplan op tafel legt. Dit moet een geloofwaardige budgettaire sanering bevatten met een exact tijdspad. Het is belangrijk te tonen dat Griekenland kan rekenen op Europese financiële hulp, maar wel aan strenge voorwaarden. Dit gebeurt best via een reservefaciliteit waar Griekenland indien nodig uit kan putten. Met andere woorden doet men er goed aan zich bij een dergelijk actieplan duidelijk te inspireren op de conditionaliteit die het International Muntfonds inbouwt bij haar interventies.

De eurozone een optimale muntzone?

Naast het crisismangement nodig om de situatie te stabiliseren, wordt het tijd dat men de gebreken van de monetaire unie eens onder de loep neemt. Van bij aanvang van de muntunie wezen economen op het feit dat de landen die hun individuele munt opgaven, moeilijk beschouwd konden worden als leden van een optimale muntzone. Door toe te treden, gaven lidstaten immers hun wisselkoersinstrument op waardoor ze erg kwetsbaar worden voor schokken die niet alle landen in dezelfde mate treffen. Het probleem voor de Spaanse economie is bijvoorbeeld dat het land de laatste jaren volledig meegezogen werd in een zeepbel in de bouwsector die uitgroeide tot éénvierde van de werkgelegenheid. Indien de peseta nog van toepassing was geweest, was deze door de hoogconjunctuur in het land in waarde gestegen wat automatisch tot een zekere afkoeling had geleid. Na het springen van de zeepbel had de peseta dan opnieuw kunnen depreciëren wat als een buffer voor de economische crisis had gewerkt.

In volwassen muntzones zoals de Amerikaanse dollarzone vinden ook asymmetrische schokken plaats, maar zijn er mechanismen die de gevolgen ervan afvlakken. Als bijvoorbeeld de autosector een crisis ondergaat zal dit zware gevolgen hebben voor de regio van Detroit. Door de hoge arbeidsmobiliteit in de Verenigde Staten zullen ontslagen werknemers echter gemakkelijker wegtrekken en elders op zoek gaan naar een job. In ieder geval is de arbeidsmarkt er flexibeler zodat de lonen in tijden van crisis zakken wat werkgevers in staat stelt om minder te moeten afdanken. Bovendien is er een systeem van automatische budgettaire solidariteit tussen Amerikaanse staten zodat de streek van Detroit gesteund wordt. Dergelijke mechanismen zorgen er dus voor dat ondanks grote verschillen Amerikaanse staten toch een optimale muntzone vormen. Overigens hebben de Amerikaanse staten ook tijd nodig gehad om te convergeren: ongeveer honderdvijftig jaar om tot een volwassen muntunie te komen meer precies (2). Van meet af aan was het duidelijk dat dit niet opging voor een land als Griekenland. Door de invoering van de euro kon het land lenen tegen veel lagere rente dan voorheen omdat ze meesurften op de reputatie van Duitsland. Dit zorgde echter voor een escalatie van lonen en prijzen wat de Griekse concurrentiekracht onder druk zette en de overheidsuitgaven deed ontsporen. Vandaag zou het erg gewaagd zijn om Griekenland uit de eurozone te zetten, maar hopelijk zien de Europese leiders vandaag in dat er risico's verbonden zijn aan de drieste expansie van de muntzone die te veel louter door politieke motieven ingegeven wordt.

Nu Europa het signaal geeft niet zomaar toe te kijken, is het belangrijk dat men precies de grenzen aangeeft van hoever en onder welke voorwaarden steun verleend zal worden. Daarnaast is het duidelijk dat er de komende tijd nog vele lessen getrokken dienen te worden omtrent de toekomst van de eurozone. Dit betekent ten eerste dat een geloofwaardig mechanisme om budgettaire orthodoxie af te dwingen op Europees niveau tot stand moet komen. Even belangrijk is echter dat er versneld werk gemaakt wordt van coördinatie op economisch vlak.

Geloofwaardigheid eurozone op de proef gesteld

Ivan Van de Cloot
Hoofdeconoom Itinera Institute,
een onafhankelijke denktank
voor duurzame economische groei en
sociale bescherming

-
- (1) Zie ook de suggesties van de hoofdeconoom van het IMF voor het tolereren van een hogere inflatievoet. Olivier Blanchard, Giovanni Dell’Ariccia, and Paolo Mauro, *Rethinking Macroeconomic Policy*, IMF, February 12, 2010
- (2) Hugh Rockoff, 2000. “How Long Did It Take the United States to Become an Optimal Currency Area?,” NBER Historical Working Papers 0124, National Bureau of Economic Research, Inc.
-