

Geen Europa zonder crisis

PAUL J.G. TANG, econoom te Amsterdam

Maandenlang talmde de Duitse bondskanselier Merkel. Griekenland verkeerde in financiële problemen maar tot een Europese handreiking kwam het steeds niet. Het idee dat de Duitse belastingbetaler zou opdraaien voor Griekse nalatigheid stond in de weg, zeker met deelstaatverkiezingen in het vooruitzicht. Maar begin mei werd de situatie onhoudbaar en kwam er overeenstemming over en met Griekenland. Al snel bleken de financiële markten nog niet gerustgesteld. De handel in de staatsobligaties stokte en de rente voor landen als Portugal, Spanje en België explodeerde. In één weekende werd vanuit het niets een noodfonds voor andere landen opgetuigd. De bedragen aan leningen en garanties waren niet gering: 110 miljard voor Griekenland en 750 miljard voor andere landen als die in financiële problemen zouden komen.

No bail-out

De Nederlandse minister-president Balkenende betoogde dat de leningen en garanties de Nederlandse belastingbetaler niets zou kosten. Evenals Merkel had ook hij te maken met verkiezingen, en met kiezers die Europa wantrouwen. Maar het was en is niet vol te houden. De afgegeven impliciete garanties zijn niet gratis en betekenen een fundamentele verandering in de Europese verhoudingen. Het uitgangspunt van het Stabiliteitspact is dat landen zelf verantwoordelijk voor hun overheidschulden zijn. Dat is expliciet in het Europese Verdrag opgenomen: de *no bail-out*. Deze clause is uiteindelijk van weinig waarde gebleken.

Ondanks dat het fundament van de *no bail-out* is weggeslagen, is de reactie in Duitsland en Nederland om het Stabiliteitspact uit te bouwen, bijvoorbeeld door het instellen van een Europese waakhond of van automatische straffen. Dit zou lidstaten ertoe moeten dwingen de bepalingen voortaan na te leven. Deze reactie is op zich niet zo geloofwaardig. Het Pact is al vele malen dood verklaard, en een nieuw leven zou niets minder dan een wonder zijn. Los daarvan, striktere naleving van de bepalingen is verre van voldoende om Europa inderdaad stabiliteit en groei te bieden. De crisis is nog verre van bezworen.

Het eigenlijke probleem in landen als Portugal, Griekenland, Italië en Spanje is dat de lonen zich ontwikkelen alsof die landen nog kunnen devalueren om de concurrentiekracht van hun industrieën te herstellen. Dit is een tijd gemaskeerd door een overspannen binnenlandse vraag. Maar het probleem is door financiële en economische inzinking zichtbaar geworden, bijvoorbeeld in grote overheidstekorten.

Bij de introductie van de euro is de verwachting geweest dat in mediterrane landen de loonvorming zou veranderen. In de eurozone moeten de lonen in de pas met productiviteit blijven lopen. Maar dat is in de zuidelijke lidstaten niet gebeurd. Ze kennen een

sterke ontslagbescherming: zie de bevoorrechte positie van ambtenaren in Griekenland en de hoge formele werkloosheid in Spanje. Hierdoor zijn de looneisen niet getemperd. Het eigenlijk probleem is derhalve structureel.

Vereist is een aanpassing in lonen en prijzen die even traag als pijnlijk zal zijn. De financiële markten zijn dan ook niet overtuigd dat die aanpassing tot stand komt en dat de mediterrane landen uit de financiële problemen geraken. De renteopslagen zijn nog aanzienlijk. De markten houden nog steeds rekening met een herstructurering van Griekse schulden als de drie jaar van het noodpakket ten einde loopt. Het is dan de vraag wie voor de verliezen opdraait. Kortom, Europa kan de grote verliezer worden. Striktere eisen aan begrotingsbeleid komen neer op stevige ingrepen in arbeidsmarkten waarvoor draagvlak in mediterrane landen nog kan ontbreken. Tegelijkertijd, die eisen zijn nog niet voldoende om te voorkomen dat het Europese noodfonds in werking moet treden. Dan blijven de schuldeisers buiten schot en moeten de belastingbetalers in Duitsland en Nederland bijdragen. Zo'n combinatie van gebeurtenissen zal Europa beschadigen, zeker als nationale politici de schuld naar Brussel proberen af te schuiven.

Blauwe obligaties

Bovendien zal onduidelijkheid over verantwoordelijkheden de onrust op de financiële markten voeden. Dat laat de aanloop naar de eurocrisis zien. De markten hebben gegokt op een *bail-out*, ondanks het Europese verdrag. De verschillen in rente zijn jarenlang gering geweest. Landen met oplopende schulden en oplopende loonkosten hebben dat niet teruggezien in de rente op staatsobligaties. Het is een goede gok geweest, maar de markten hebben daarmee niet bijgedragen aan de disciplinerende van overheden.

Het is daarom nodig om te komen tot een duidelijke en geloofwaardige afbakening van verantwoordelijkheden: Europees versus nationaal en markt versus overheid. Een voorstel van Bruegel, een Europese denktank, biedt een aanknopingspunt (Delpla en Von Weizsäcker, 2010). Het voorstel behelst een onderscheid tussen Europese en nationale obligaties om staatsschuld te financieren. De rente op de Europese, blauwe obligaties is laag want er is een gemeenschappelijke garantie en een grote liquide markt. Landen zouden tot zestig procent van hun nationaal inkomen via deze obligaties mogen financieren. Voorwaarde moet wel zijn dat landen ervoor kiezen om strenge maar gezonde begrotingsregels in nationale wetten te verankeren. Niet Brussel bepaalt, maar landen kiezen ervoor om zich te verplichten nu het tekort te reduceren en later de begroting in balans te hebben. Zonder hervormingen op de arbeidsmarkt in mediterrane landen lijkt dit niet mogelijk. De rente op nationale, rode obligaties is daarentegen hoog. Het biedt

de schuldenlanden een extra financieel argument om de bevolking te overtuigen dat reductie van het tekort en de schuld wenselijk is. Voor de nationale, rode obligatie geldt wederom de clause van *no bail-out*. Voorwaarde is dat in geval van nood landen deze schuld ordelijk kunnen verwerpen. De financiers moeten verliezen kunnen leiden, en niet de belastingbetalers. Dit is nodig, al is het maar om verschillende rentes voor verschillende landen te bewerkstelligen. Het probleem is niet beperkt tot landen maar strekt zich uit tot banken. Het is juist de combinatie van dreigend insolvable landen en wankelende banken die van de eurozone een gevarezone heeft gemaakt. De vrees was en is dat een probleem bij de Griekse overheid zou overslaan naar andere overheden en naar banken. Zeker de Griekse banken lopen gevaar maar ook andere Europese banken, die al door kredietcrisis verzwakt zijn, lopen gevaar. Want in aanloop van de crisis zijn de investeringen in de randen van Europa gefinancierd door banken in de kern, zoals Duitsland en Frankrijk. Dit is nog versterkt doordat de Europese Centrale Bank zonder onderscheid laag en hoog gewaardeerde overheidsobligaties als onderpand heeft geaccepteerd (BIS, 2010). Het lijkt erop dat juist de concentratie van risico's Europese leiders heeft overtuigd om een noodfonds op te richten. De uitkomst van de stresstest is dan ook hoogst verwonderlijk. De test laat zien dat slechts een paar, vaak Spaanse, banken aanvullend kapitaal nodig hebben. Dan is ofwel de vrees voor besmetting overtrokken geweest ofwel de test deugt niet. Dat laatste is het meest aannemelijk. De test veronderstelt zeer beperkte landenrisico's.

Het is daarom nodig de concentratie van landenrisico's te verminderen. Pas dan is het mogelijk om landen inderdaad verantwoordelijk voor hun tekort en schuld te houden. En pas dan krijgt een gehele of partiële *no bail-out* geloofwaardigheid. Het is opvallend dat de voorschriften van Basel III met de concentratie geen rekening houden. Het nieuwe European Systemic Risk Board zal dit daarom in ogenschouw moeten nemen. Ondertussen kan herfinanciering door Europese, blauwe obligaties soelaas bieden.

Herstel

De overheidsbegrotingen en bankbalansen zijn gebaat bij een stevig economisch herstel. Helaas bevindt de Europese economie zich in een precaire situatie. Het is duidelijk dat veel landen de tekorten op de overheidsbegroting moeten terugdringen. Zo zullen ze de tijdelijke impulsen tot stimulering van de economie wegnemen. Tegelijkertijd zal dit een weerslag op de Europese economie hebben. Dit kan leiden tot een jarenlang gedempte groei in de eurozone. Een lagere euro en mogelijk een hogere yuan biedt enig tegenwicht, doordat dit de Europese export bemoedigt. Maar dit is voldoende noch blijvend. Dat de landen met een tekort op de lopende rekening minder investeren en besteden lijkt gewenst. In

die landen is de binnenlandse vraag jarenlang kunstmatig hoog geweest, mede door toedoen van goedkope kredieten. Het is evenzeer gewenst dat landen met een overschot aan besparingen meer vraag uitoefenen. Juist nu kunnen macro-economische onevenwichtigheden banken en overheden verder uit het lood slaan. Dit is terecht door de Europese Commissie geagendeerd. Bondskanselier Merkel weet de indruk te wekken dat een binnenlandse stimulans vraagt om lagere productiviteit of hogere lonen, maar dat is niet het geval. Het betekent wel dat het tempo van bezuinigingen niet te hoog moet liggen. Zeker als alle landen in de eurozone tegelijkertijd hard op de rem trappen, zal de Europese economie scherp vertragen. Het betekent vooral dat de vraag door burgers en bedrijven aangemoedigd moeten worden. Maar het omgekeerde gebeurt. In Duitsland blijven de investeringen achter, zo betoogt Hans-Werner Sinn (2010). In Nederland blijven de besparingen hoog. Dat is niet verwonderlijk: Nederland kent vele subsidies op sparen, van spaarloonregeling tot belastingvrijstelling van bovengemiddelde pensioenen. Juist in de huidige precaire situatie zijn dergelijke subsidies ongewenst. Kortom, landen moeten juist nu structurele wijzigingen doorvoeren om het spaaroverschot te verminderen. Met gemeenschappelijke en nationale obligaties komt goed tot uitdrukking welk gemeenschappelijk belang en welke nationale verantwoordelijkheid de leden van de eurozone hebben. Met een verankering van begrotingsregels in nationale wetten en de mogelijkheid van een ordelijk faillissement komt er weer een fundament onder de nog wankelende eurozone. Dat is nog niet voldoende voor stabiliteit en groei. Die vereisen dat er landenrisico's banken niet aan het wankelen kunnen brengen en dat spaartekorten en overschotten verminderen.

Tot slot

Is het waarschijnlijk dat deze of andere vergaande ideeën daadwerkelijk opgepakt worden, bijvoorbeeld door de werkgroep van Van Rompuy. Nee, dat is niet waarschijnlijk. De Europese leiders zullen niet makkelijk Europese instituties uitbreiden en nationale bevoegdheden opgeven. Zo heeft minister van Financiën Jan-Kees de Jager zich al gekeerd tegen de blauwe obligatie. Hiermee wordt de kans op een nieuwe of vernieuwde crisis niet kleiner. Die kan en zal nodig zijn om opnieuw een grote stap vooruit te zetten, misschien opnieuw in de tijdspanne van een weekende. Want Europa kan niet zonder crises.

LITERATUUR

- Bank of Internal Settlements (2010) International banking and financial market developments. *BIS Quarterly Review*, september.
- Delpla, J. en J. von Weizsäcker (2010) The blue bond proposal. *Bruegel beleidsnotitie* 2010(03).
- Sinn, H.W. (2010) Rescuing Europe. *CES-Ifo Forum*, speciale editie, augustus.