



ILLUSTRATIE: SHUTTERSTOCK / ZASTOI, SIVY VICTOR, LEONIDOVICH

De eurozone in crisis

De eurozone verkeert in crisis, maar het beleid ter bestrijding van deze crisis schiet ernstig tekort. Politici hebben de eurozone destijds met een prominente weeffout in het ontwerp van de muntunie opgezadeld. De euro is een munt zonder land.

Een cijfermatige terugblik (1981–2000) laat zien waarom het in financieel-economisch opzicht in de eurozone uiteindelijk misliep. Uit de cijfers blijkt dat de “zondaars” van vandaag dezelfde zijn als die van toen. De terugblik beperkt zich tot een selectie uit de drie PIIGS-landen Italië, Griekenland en Spanje; met daartegenover, wat genoemd zou kunnen worden de Hanze-landen (Duitsland en Nederland) en ten slotte, in het schemergebied daartussen, Frankrijk en België. Vanaf het uiteenvallen van het Bretton Woods-akkoord in 1971 tot januari 2002 – de invoering van de euro – was er voor de landen van de latere eurozone sprake van zwevende wisselkoersen. Kenmerk van zwevende wisselkoersen is het in beginsel evenwichtsherstellende karakter, ofwel: de gevolgen van zowel “slecht” gedrag – zoals ontsporing van overheidsfinanciën en verwaarlozing van concurrentiepositie – als “goed” gedrag worden

beperkt. Financiële markten belonen landen met een in hun ogen verstandig financieel-economisch beleid met een harde munt, terwijl landen die het daarmee niet zo nauw nemen hun munt in waarde zullen zien dalen. Het verloop van de wisselkoers vormt derhalve, zoals vandaag de dag rentespreads binnen de eurozone, een afspiegeling van het vertrouwen dat markten in het financieel-economisch beleid hebben.

In de twintig jaren die voorafgingen aan de totstandkoming van de eurozone was er sprake van forse wisselkoersaanpassingen (tabel 1). Zo daalde de Griekse drachme tegenover de Duitse mark met maar liefst 85 procent, terwijl de Spaanse peseta en de Italiaanse lire om en nabij in waarde halveerden. De landen uit het schemergebied, Frankrijk en België, wisten de schade te beperken tot respectievelijk 27 en 19 procent. Het wisselkoersrisico werd, conform de economische theorie, vrijwel perfect rechtgetrokken door een hoger rendement. Het (verwachte) verlies op de hoofdsom werd zo gecompenseerd door hogere rente-inkomsten. Voorts blijkt uit tabel 1 dat het in nationale valuta gemeten forse verschil in stijging van de loonkosten per eenheid product tussen Duitsland en Nederland enerzijds en de overige landen anderzijds voor een groot deel

PETER DE RIDDER
Voormalig directeur van
het Centraal Planbureau

werd verevend door voortdurende depreciatie ten opzichte van de Duitse mark. Frankrijk en België wisten hun effectieve concurrentiepositie in termen van loonkosten zelfs te verbeteren, terwijl Spanje en Italië de schade wisten te beperken. Griekenland bleef, ook na wisselkoerscorrecties, het slechtste jongetje van de klas. Daarmee bleven de verschillen in economische groei gering, met als relatieve uitschieters Spanje en Nederland aan de ene kant van het spectrum en Griekenland aan de andere kant.

Tabel 1 suggereert een belangrijk cultuurverschil tussen de zuidelijke en de noordelijke landen, namelijk in de wijze waarop aan het financieel-economisch beleid inhoud werd gegeven. Ondanks grote verschillen was de uitkomst als het gaat om economische groei ongeveer dezelfde. De noordelijke landen koersten op het calvinistische kompas van beheersing van kosten en overheidsfinanciën, terwijl de zuidelijke landen met roomse blijmoedigheid het *laissez faire* omarmden in de wetenschap dat het veiligheidsventiel van de wisselkoers voor de noodzakelijke aanpassing zou zorgen. Met dit *“beggar your neighbour”*-beleid kon gedurende vele jaren een belangrijk deel van de problemen op het buitenland worden afgewenteld. De voortdurende depreciatie van zwakke valuta betekende ook, in tegenstelling tot nu, dat er sprake was van stille en continue herstructurering van (staats)schulden. De prijs die daarvoor door de zwakke landen werd betaald in de vorm van hoge rentestand, hoge inflatie en, ceteris paribus, nationale verarming werd voor lief genomen. In de aanloop naar de totstandkoming van de eurozone toonden de zuidelijke landen gedurende enkele jaren wat meer discipline teneinde zich daarvoor te kwalificeren. Griekenland, zo bleek jaren later, schroomde zelfs niet om vals te spelen. Kennelijk waren de geleverde inspanningen voldoende om de politiek ervan te overtuigen dat in de zuidelijke landen een cultuuromslag had plaats gevonden waarin de roomse blijmoedigheid was vervuild voor de streng calvinistische leer van zuinigheid en vlijt. Het is anders gelopen dan destijds gedacht, want sinds het begin van de eurozone zijn Noord en Zuid in economisch opzicht steeds verder uit elkaar gedreven. Hoewel het corrigerend mechanisme van de zwevende wisselkoers buiten werking was gesteld, gingen de zuidelijke landen niettemin vrolijk verder met hetzelfde financieel-economische gedrag als voordien. Contrasterend daarmee was de economische ontwikkeling van de noordelijke landen. Deze leken er zelfs sinds de introductie van de euro een schepje bovenop te hebben gedaan. De loonkosten per eenheid product van de Duitse verwerkende industrie bleven vrijwel op het niveau van 2000 en stegen in Nederland in slechts zeer beperkte mate,

Het is anders gelopen dan destijds gedacht, want sinds het begin van de eurozone zijn Noord en Zuid in economisch opzicht steeds verder uit elkaar gedreven

maar in de zuidelijke landen namen deze behoorlijk toe (tabel 2). Griekenland spande de kroon met een relatieve stijging in tien jaar tijd van 73 procent, met Italië op enige afstand als goede tweede.

Terwijl de noordelijke landen hun overschotten op de lopende rekening van de betalingsbalans fors zagen toenemen, werden de zuidelijke landen geconfronteerd met oplopende tekorten (figuur 1). De zeer bescheiden Duitse economische groei van 0,9 procent per jaar kwam zo, net als de Nederlandse, vooral tot stand door verbeterende exportprestaties bij weinig tot geen dynamiek in de binnenlandse vraag. Daartegenover wisten de zuidelijke landen de immer verder verzwakkende exportprestaties meer dan te compenseren met stijgende binnenlandse bestedingen. De voornaamste oorzaak voor deze uiteenlopende ontwikkeling was het verschil in loonkostenont-

wikkeling en de afwezigheid van het corrigerende wisselkoersmechanisme. Met daarenboven voor in het bijzonder Griekenland en Spanje het eveneens expansieve overheidsbeleid.

Consequentie van deze tegengestelde trends was een voortdurend oplopen van de netto buitenlandse schuld van de zuidelijke landen, terwijl Duitsland en Nederland hun netto-vorderingen op het buitenland juist in rap tempo zagen toenemen. Zonder het veiligheidsventiel van de zwevende wisselkoers moest het oplopen van deze spanningen het expansievat van de eurozone op enig moment wel doen barsten. Op zijn zachtst gezegd is het opmerkelijk dat, hoewel deze tegenstelling in ontwikkeling tussen Noord en Zuid zich vrijwel vanaf de start van de eurozone

Tabel 1

Procentuele rentespreads en gemiddelde jaarlijkse procentuele mutaties wisselkoers, loonkosten, overheidssaldo en bnp voor de jaren 1981–2000 in afwijking van Duitsland.

	Griekenland	Spanje	Italië	Frankrijk	België	Nederland
Wisselkoers	-9,0	-3,5	-3,3	-1,5	-1,0	0,0
Gemiddelde rentespread	9,9	4,5	4,2	2,2	1,6	0,2
Loonkosten per eenheid product in nationale valuta	12,1	4,1	3,9	1,1	0,8	-0,5
Loonkosten per eenheid product in Duitse Mark	3,1	0,6	0,6	-0,4	-0,2	-0,5
Reëel bnp	-0,5	0,8	-0,2	0,0	0,0	0,6

Bron: OESO; IMF; Bank of Greece; Banca d'Italia

Tabel 2

Ontwikkeling loonkosten, overheidssaldo en bnp voor de jaren 2000–2010, in afwijking van Duitsland.

	Griekenland	Spanje	Italië	Frankrijk	België	Nederland
Loonkosten per eenheid product (verwerkende industrie, procentuele stijging ten opzichte van 2000)	73	21	31	7	8	3
Mutatie overheidssaldo (exclusief kapitaaloverdrachten, in procentpunten bnp ten opzichte van 2000)	-6,2	-5,0	-0,4	-2,9	-2,1	-2,7
Reële groei bnp (gemiddelde jaarlijkse procentuele mutatie)	1,5	1,2	-0,6	0,3	0,5	0,5

Bron: OESO

SINDS 1916

in klare cijfers manifesteerde, beleidsmakers, maar ook financiële markten daaraan vooralsnog voorbijgingen.

Naast de toenemende divergentie binnen de eurozone op financieel-economisch terrein voltrok zich nog een ontwikkeling die ten grondslag ligt aan de in 2008 begonnen crisis. In de periode 1980–2000 groeide de geldhoeveelheid (M3) in het gebied van de latere eurozone in vrijwel hetzelfde tempo als het nominale bnp. Vanaf 2001 trad echter een belangrijke versnelling op. In tien jaar tijd verdubbelde onder het toezien oog van de ECB de geldhoeveelheid nagenoeg, terwijl het nominale bnp van de eurozone met slechts 35 procent toenam. Bankbalanstotalen in de eurozone verdubbelden in diezelfde periode eveneens. Dat bij de strenge monetaristen van de ECB de alarmklok niet ging luiden, wekt op zijn minst verwondering. Maar waarschijnlijk lag de reden daarvoor besloten in het uiterst beperkte mandaat dat aan de ECB bij oprichting was meegegeven: *“The ECB’s main task is to maintain the euro’s purchasing power and thus price stability in the euro area.”* In de traditie van de klassieke monetaire economie hanteert de ECB een bijzonder eng prijsbegrip, namelijk de prijsindex van de gezinsconsumptie. Prijzen van (financiële) activa blijven dus buiten de waarneming. Met de op deze beperkte wijze geïnterpreteerde prijsstabiliteit ging het uitstekend, want de prijsindex van de gezinsconsumptie in de eurozone nam over de voorbije tien jaar met gemiddeld twee procent per jaar toe. Uit hoofde van het monetaire beleid was er dus weinig reden voor bezorgdheid, want de ECB had zich keurig aan de gegeven opdracht gehouden.

Sinds enkele jaren geldt dat het merendeel van de overheden met betrekking tot hun schulden in feite een Ponzi-schema hanteren

De aanzwellende massa aan relatief goedkope liquiditeit landde dan ook voornamelijk in de financiële sfeer en nodigde uit tot risicovoller gedrag dan in omstandigheden van minder overtollig en goedkoop geld. En het was daar, op financiële markten, dat de prijsstabiliteit verloren ging. Prijzen van onroerend goed bereikten ongekende hoogtes, hetzelfde gold voor aandelenkoersen, prijzen van grondstoffen, herverpakte hypotheek en overheidsobligaties.

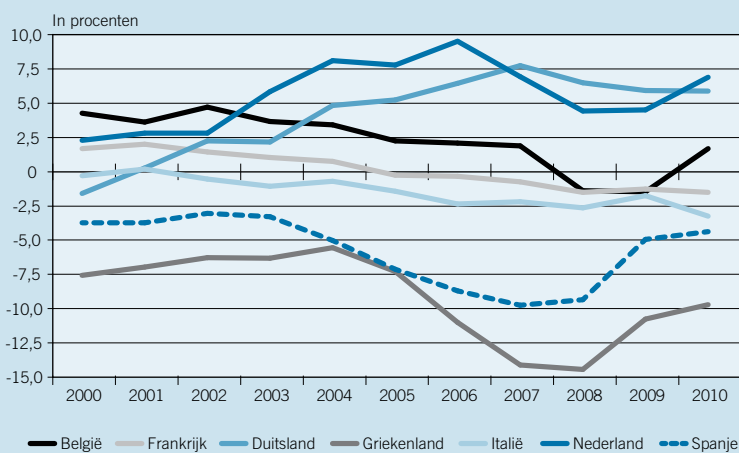
De laatste twee beleggingscategorieën waren in relatie tot het geïncorporeerde risico op wanbetaling veel te hoog geprijsd en maakte het zo mogelijk dat de zuidelijke landen vooralsnog ongestraft konden doorgaan met verdere schuldoopbouw. Liquiditeiten en kredietverlening groeiden dus uitbundig en alleen daarom al is het twijfelachtig of het in de hand houden van inflatie in de reële sfeer op het conto van de ECB kan worden geschreven. Wel is het hoogstwaarschijnlijk dat het monetaire beleid van bovenmatige liquiditeitscreatie de ideale omstandigheden creëerde waarin financiële markten konden ontsporen. Gevoegd bij het gedurende het voorbije decennium tekortschietende toezicht van de ECB en haar filialen op financiële instellingen, lijkt de monetaire autoriteit eerder een zorgvuldig in stand gehouden mythe dan een op feiten gebaseerde werkelijkheid.

En daarmee vormden het monetaire beleid, tezamen met het uitblijven van beleid om het financieel-economisch uit elkaar drijven van Noord- en Zuid-Europa te keren, de ingrediënten voor het *boom and bust*-scenario waarin de eurozone terecht is gekomen. Overheidsschulden, ook die van Duitsland, zijn in tien jaar tijd bijzonder fors toegenomen en bevinden zich op een enkele uitzondering na ver boven de Maastricht-norm van zestig procent van het bnp (tabel 3). Sinds enkele jaren geldt dat het merendeel van de overheden met betrekking tot hun schulden in feite een Ponzi-schema hanteren. De middelen om zowel aflossingen als rente te betalen worden via nieuwe uitgiftes van staatspapier verkregen. Maatregelen om overheidsbudgetten opnieuw in het gareel te krijgen komen met grote vertraging tot stand of verzanden in het trage proces van politieke besluitvorming. Internationaal is het bij tijd en wijle een kakafonie aan meningen van elkaar en zichzelf tegensprekende politici. Kortom, de paniek is groot, de besluitvaardigheid klein.

Intmiddels zijn de rentespreads fors opgelopen (tabel 3) en heeft de financiële crisis langzamerhand ook het hart van de eurozone bereikt. In die omstandigheden zijn de overheidsschulden van enkele zuidelijke landen onhoudbaar geworden en hetzelfde dreigt te gebeuren met landen die zich dichterbij het hart van de eurozone bevinden. Want ook daar zijn de schuldquotes hoog opgelopen, ook in Frankrijk en Duitsland.

Figuur 1

Saldo lopende rekening in procenten van het bnp.



Bron: OESO

Tabel 3

Overheidsschuld en rentespreads ten opzichte van Duitsland.

	Griekenland	Spanje	Italië	Frankrijk	België	Nederland	Duitsland
Bruto overheidsschuld in procenten van het bnp 2011	157	74	129	97	101	74	87
Mutatie overheidsschuld ten opzichte van 2000	42	7	7	32	-13	10	27
Tienjarig rentespread t.o.v. 2,3 procent in Duitsland, per 30 november 2011	26	4,1	4,9	1,2	2,7	0,2	0

Bron: OESO; Reuters

Tegelijkertijd bevindt de eurozone zich in een nieuwe recessie die, wanneer de huidige onzekerheid en gebrek aan besluitvaardigheid blijven voortduren, verder zal uitdiepen. De omstandigheden van vandaag lijken zo verdraaid veel op die van de jaren dertig van de vorige eeuw. Ook toen werd een boom op financiële markten, waaraan overtollige geldcreatie ten grondslag lag, gevolgd door een bust. Niet in de laatste plaats omdat ook toen het beleid aanvankelijk naliet te doen wat het moest doen en zelfs het tegenovergestelde deed. Het financiële systeem implodeerde en wat begonnen was als een financiële krach, eindigde, aangevuurd door procyclisch beleid in een diepe depressie. De kans dat dit weer staat te gebeuren, wanneer de euro in zijn huidige vorm aan zijn einde komt, is groot. Het heeft er immers alle schijn van dat de huidige generatie beleidsmakers de ernst van de situatie vooralsnog weigert onder ogen te zien. De weg terug, ontbinding of opdeling van de eurozone is zeker mogelijk. De prijs daarvoor lijkt echter uitzonderlijk hoog. Grote vermogensverliezen in zowel de noordelijke als de zuidelijke landen zullen de reële economie domineren. Van overheden die het water wat betreft schuldfinanciering tot aan de lippen staat valt dan nog weinig steun te verwachten. De ontrafeling van de eurozone zal chaotisch verlopen en de gevolgen zullen van buitengewone proporties zijn. Er is maar één weg te gaan en die is voorwaarts, en snel ook. Het akkoord van Maastricht bleek een loze belofte, de daarin verwoorde criteria werden niet nageleefd noch afgedwongen. De eurozone zal dienen te worden omgevormd tot een economisch-politieke unie. Op de weg daarnaartoe zouden overheden zo snel mogelijk gedwongen moeten worden met geloofwaardige initiatieven te komen. Begrotingen dienen in evenwicht te worden gebracht en hervormingen doorgevoerd opdat de economieën van de zwakke landen beter gaan functioneren. Voorts zouden staatsschulden moeten worden afgebouwd tot houdbare niveaus. Verkoop van staatsdeelnemingen in combinatie met begrotingsoverschotten is daarvoor een vereiste en in sommige gevallen zal schuldherschikking noodzakelijk en onvermijdelijk zijn. Implementatie van dergelijk beleid kost tijd, het oogsten van de eerste resultaten kost nog meer tijd. Na het langdurig gesteggel op Europees niveau over het te voeren beleid heeft de politiek aan geloofwaardigheid ingeboet. Financiële markten zullen met resultaten in plaats van met alleen uitgesproken intenties tot rust kunnen worden gebracht. Daarom zal het op orde brengen van de overheidsfinanciën geflankeerd dienen te worden door daadkrachtig optreden van de ECB. Uit het in stelling brengen van

Uit het in stelling brengen van de “bazooka” zal het commitment van de ECB blijken om tezamen met overheden tot een duurzame oplossing van de crisis te komen

de “bazooka” – het op grote schaal aankopen van staatsobligaties van probleemlanden – zal het commitment van de ECB blijken om tezamen met overheden tot een duurzame oplossing van de crisis te komen. De brand die nu woedt, dient tenslotte eerst geblust te worden.

Een veel gehoord argument dat pleit tegen een dergelijk ingrijpen van de ECB is dat het zal leiden tot oplopende inflatie. Voorzover overigens in de huidige omstandigheden inflatie als een kwade kans mag worden beschouwd, lijkt deze klein. Want nog afgezien van het feit dat de ECB de monetaire verruiming in beginsel kan steriliseren, zullen de extra liquiditeiten in het financiële systeem landen en daar voor het merendeel ook blijven. Bovendien draait de Europese economie, na het vanaf midden 2009 opgetreden bescheiden herstel, nog steeds niet op volle toeren en is sinds kort weer sprake van enige terugval. En ten slotte zal de eurozone, zelfs wanneer de dreigende crisis wordt bedwongen, een vrij lange periode van op zijn best

zeer trage economische groei tegemoet gaan. Het uitzweten van de gevolgen van een decennium van overkreditering vraagt nu eenmaal offers, tijd en geduld. Wel is er een ander risico dat zeker serieus moet worden genomen, namelijk het moreel risico. De kans bestaat dat, wanneer eenmaal door het ingrijpen van de ECB de rentespreads weer zijn genormaliseerd, overheden hun aanvankelijk daadkrachtig aangekondigde beleidsplannen zullen temporiseren, mogelijk zelfs afzwakken, en terug zullen vallen in oud gedrag. Het vermijden van een depressie met de omvang van die uit de jaren dertig van de vorige eeuw zal daarom zowel politieke behendigheid als ook grote politieke standvastigheid vergen.