



Rabobank

Eurocrisis: institutioneel getouwtrek

Ondanks de stappen die Europese beleidsmakers hebben gezet om het institutionele raamwerk van de eurozone te verbeteren, beschikt de muntunie nog altijd niet over een geloofwaardig crisismechanisme. Wij betogen dat het huidige voorstel van de ECB op zijn best slechts tijdelijk de rust in de markten kan doen wederkeren. Om die reden lijkt 'doormodderen' voorlopig het meest realistische scenario.

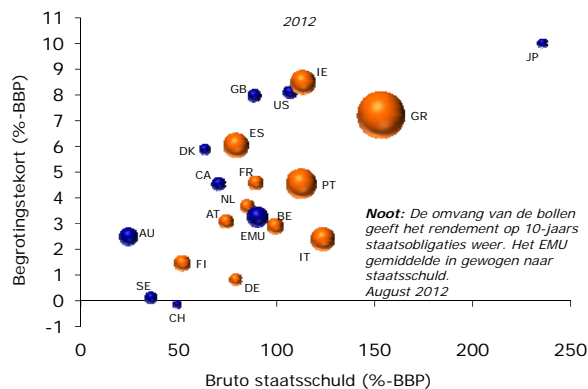
Waarom een EMU-schuldencrisis?

Beleidsmakers in de eurozone vragen zich regelmatig af waarom de gemiddelde rente in de Europese Economische en Monetaire Unie (EMU) hoger is dan voor de meeste andere ontwikkelde landen, terwijl de regio relatief gezien over gezondere overheidsfinanciën beschikt dan sommige van haar evenknieën (zoals Japan, het VK en de VS). Figuur 1 laat zien dat het gemiddelde begrotingstekort en de staatsschuld van de EMU er vanuit internationaal perspectief gunstig uitzien. Daarnaast is de lopende rekening van het eurogebied min of meer in evenwicht, wat betekent dat de regio geen significant spaartekort heeft. Dat kan niet worden gezegd van het VK en de VS. Zij hebben een aanzienlijk tekort op de lopende rekening¹ en moeten voor hun financieringsbehoeften aankloppen bij buitenlandse investeerders.

Het probleem puur vanuit rekenkundig opzicht bekijken verklaart dus niet waarom marktpartijen de EMU een hoger wanbetalingsrisico toedichten dan bijvoorbeeld de VS terwijl deze laatsten een zwakkere begrotingspositie lijken te hebben. Economen geven verschillende verklaringen waarom beleggers de EMU anders behandelen, waaronder de grotere interne verschillen binnen de regio; het ontbreken van automatische overdrachten van financiële middelen of kruislingse garanties; minder flexibele

product- en arbeidsmarkten en een lagere arbeidsmobiliteit. In onze optiek is echter het ontbreken van een geloofwaardig crisismechanisme de allerbelangrijkste factor achter het hogere wanbetalingsrisico in de eurozone.

Figuur 1: Kwetsbare begrotingen in kaart



Bron: IMF, Reuters EcoWin, Rabobank

Eurozonelanden geven namelijk schuldpapier uit in een munt waarover ze geen controle hebben. Daarmee hebben financiële markten de macht om een land in gebreke te stellen als beleggers zich massaal terugtrekken. Oftewel een liquiditeitscrisis verwordt tot een solvabiliteitscrisis. Dit gaat niet op voor een land dat zelf de controle heeft over een soevereine munt (dat wil zeggen een overheid die in haar eigen, zwevende valuta leent) en nauwelijks schulden in vreemde valuta uit heeft staan (in de meeste geïndustrialiseerde landen het geval). Dan geldt namelijk dat als beleggers hun schuldpapier mijden, hun centrale banken doorgaans kwantitatieve verruimingsmaatregelen nemen om zich te verzekeren van financiële stabiliteit en dus ook voorkomen dat een liquiditeitsprobleem uitmondt in een solvabiliteitsprobleem.

EMU-landen kunnen dus ten prooi vallen aan marktdruk zolang Europa nog niet beschikt over een geloofwaardig en zich automatisch activerend crisismechanisme en de ECB onwilling blijft om ongelimiteerde kwantitatieve ver-

¹ Voor het VK en de VS bedroeg het gemiddelde tekort op de lopende rekening in de periode 1995-2011 respectievelijk 1,8% en 3,1%.

ruimingsmaatregelen door te voeren om de rentes te laten zakken – wat tot nu toe het geval is geweest.

Europa sleutelt aan fundament

Sinds het ontstaan van de crisis heeft de Europese politiek diverse stappen gezet om het institutionele raamwerk van de eurozone te verbeteren. Wij onderscheiden beleid op drie terreinen: overheidsfinanciën, economisch beleid en de oprichting van een bankenunie. Om de *overheidsfinanciën* aan strakkere banden te leggen, is het Stabiliteits- en Groei Pact (SGP) aangescherpt. De ministers van Financiën kunnen hierdoor ‘semi-automatische’ boetes voor het schenden van begrotingsregels alleen via een gekwalificeerde meerderheid van tafel krijgen. Daarnaast werd door 25 EU-lidstaten het ‘Fiscal Compact’ ondertekend, waarin is afgesproken om het streven naar begrotingsevenwicht in nationale wetgeving te verankeren². Naast budgettair beleid zijn er ook diverse initiatieven ontwikkeld om invloed te kunnen uitoefenen op het *economisch beleid* van individuele lidstaten. Dit is cruciaal aangezien bijvoorbeeld ook macro-economische onevenwichtigheden hebben bijgedragen aan –achteraf gezien– onhoudbare overheidsfinanciën. Tot slot zijn er recentelijk stappen gezet om te komen tot een Europese *bankenunie*. Deze stap is noodzakelijk om de vicieuze cirkel van overheden en banken te kunnen doorbreken. De gemene deler van de genomen maatregelen is dat bestaande afspraken beter worden nageleefd en dat de lidstaten, al dan niet via de Europese Commissie, meer invloed op elkaars beleid kunnen uitoefenen.

De bovengenoemde stappen verbeteren het institutionele raamwerk van de eurozone op de lange termijn, al kent elke stap nog wel een of meer open vragen en/of beperkingen in de uitvoering. Maar een geloofwaardig mechanisme dat in tijden van crisis automatisch in werking treedt, is nog niet gerealiseerd. Het be-

² Zie voor meer informatie Rabobank TB 12/13 ‘Fiscal compact zal toekomstige crisis niet voorkomen’.

oogde crisismechanisme in de vorm van het European Stability Mechanism (ESM) wordt, getuige de aanhoudende onrust in de obligatiemarkten, gezien als te beperkt in zowel omvang als slagvaardigheid. Een analyse van het complexe krachtenveld in Europa maakt duidelijk waarom deze lacune slechts stapsgewijs zal worden weggenomen.

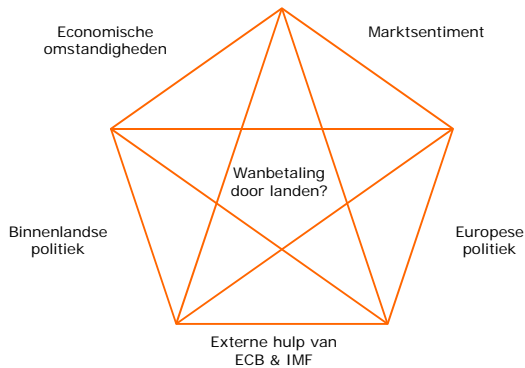
Er is geen eenvoudige oplossing

Perifere lidstaten worstelen met hun bezuinigings- en hervormingsopgave. Als overheden te snel bezuinigen, bestaat het risico dat door de economische terugval die daarvan het gevolg is de gewenste verbetering van de overheidsfinanciën niet voldoende tot stand komt. Positieve effecten op de economische groei van structurele hervormingen zullen pas jaren na de beleidsveranderingen merkbaar worden. Om de overheidsfinanciën op orde te brengen en de economie aantoonbaar sterker te maken, is dus veel tijd nodig. Financiële markten zijn echter niet bereid om hen die tijd te gunnen. Omdat private buitenlandse financiers zich uit deze landen terugtrekken, zijn de rentevoeten voor de overheden en bedrijven van de zwakkere eurolanden fors opgelopen.

Om de noodzakelijke bezuinigingen en hervormingen in een haalbaar tempo door te voeren en wanbetaling te voorkomen, kunnen de noordelijke lidstaten de tijd kopen voor de perifere lidstaten die de financiële sector niet kan of wil bieden. Net als de markten zijn de noordelijke eurolanden echter terughoudend in het garanderen van de leningen aan zuidelijke lidstaten (via de European Financial Stability Facility, EFSF), of in het extra bijdragen aan de kapitalisatie van een permanent noodfonds (ESM). Ten eerste omdat een al te toeschietelijke houding de bezuinigings- en hervormingsdruk bij de zuidelijke lidstaten zou kunnen wegnemen. Het Europese onderhandelingspel behelst daarom Europese steunverlening aan de zwakke lidstaten in samenhang met overdracht (aan Brussel) of beperking (via (grond-) wetswijzigingen) van de nationale zeggenschap

over het economische en budgettaire beleid. In de tweede plaats is het aan Noord-Europese kiezers moeilijk uit te leggen waarom men nationaal moet bezuinigen, terwijl tegelijkertijd grote sommen leningen en garanties worden verstrekt aan andere Europese landen. Een bepaalde mate van crisis blijft dus nodig om de noodzakelijkheid van de maatregelen te verantwoorden. Bepalend vanuit een eurocrisis-perspectief is dat Noord-Europa er dus geen baat bij heeft om de crisissfeer op korte termijn echt helemaal weg te nemen.

Figuur 2: Het web van spelers en interacties



Bron: Rabobank

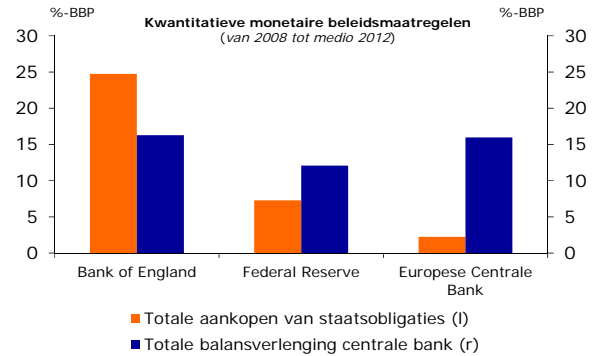
ECB verkoopt haar huid duur

Aangezien de Europese politiek er maar langzaam in slaagt een geloofwaardig crisismechanisme vorm te geven, zijn de ogen in de tussentijd gericht op de ECB. Als potentiële *lender of last resort* voegt zij een extra dimensie toe aan het krachtenveld (figuur 2).

Als de ECB haar rol als *lender of last resort* echter te nadrukkelijk oppakt, valt voor Europa de prikkel weg om de problematiek daar op te lossen waar het hoort, namelijk in een volledig geratificeerd crisismechanisme dat de spelregels en werking van steun in crises geloofwaardig neerlegt. Daarnaast reikt het mandaat van de ECB tot prijs- en financiële stabiliteit, wat haar tot op heden heeft gemotiveerd om weg te blijven bij grootschalige monetaire financiering. In de eurozone leidt dit immers, vanwege het bestaan van zeventien obligatiemarkten, tot financiële ondersteuning van individuele lidstaten. In tegenstelling tot de Ameri-

kaanse en Britse centrale bank kocht de ECB tot op heden dan ook in beperkte mate staatsobligaties op (figuur 3).

Figuur 3: Pakt de ECB de draad weer op?



Noot: Inclusief geplande aankopen. Obligatie aankopen refereren specifiek aan kwantitatieve verruimingsmaatregelen. Voor de ECB werd enkel het Securities Market Programme meegenomen.

Bron: Reuters EcoWin

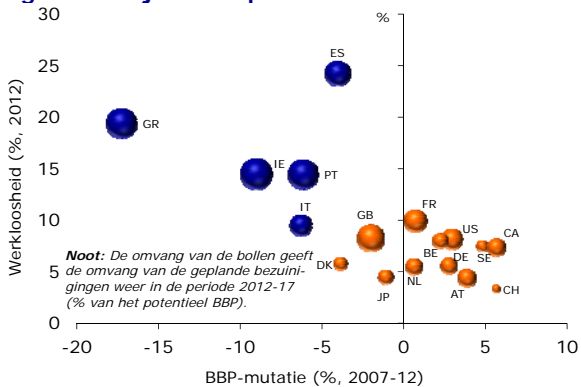
Ondanks dat de ECB van mening is dat de politiek de eurozone institutioneel volwassen moet maken, zitten er grenzen aan de mate waarin zij haar poot stijf kan houden. Allereerst blijkt er momenteel te weinig politiek draagvlak voor een geloofwaardig reddingsmechanisme, waardoor de financiële stabiliteit toch in gevaar kan komen. Daarnaast kost het veel tijd om institutionele hervormingen door te voeren. De recente 'conditionele belofte' van ECB-president Draghi –waarin hij aangeeft dat de ECB bereid is tot verdere aankoop van perifere staatspapier als een land financiële steun krijgt vanuit het EFSF of ESM– kan naar onze verwachting op zijn best worden gezien als een kortetermijnoplossing, die tijdelijk de rust in de markten kan herstellen. Het conditionele karakter impliceert namelijk dat perifere lidstaten moeten doorgaan op de weg van bezuinigingen en hervormen indien zij gebruik willen maken van de geste van de ECB. Ook ziet de ECB haar steun slechts als aanvulling op een 'politiek' reddingsmechanisme, dat op zijn beurt een verdere optimalisering van het institutionele raamwerk vereist.

Big bang of doormodderen?

Dit politieke koordansen betekent dat het onwaarschijnlijk is dat de crisis eindigt in een big bang waarin ofwel de 'kernlanden' miljarden

euro's extra storten in de noodfondsen die onvoorwaardelijk kunnen worden ingezet, ofwel de ECB een algehele garantie biedt voor alle staatsobligaties. Het meest waarschijnlijke scenario is de voortzetting van het tweeledige getouwtrek tussen de ECB en de leiders in de eurozone enerzijds, en tussen de leiders van de kern- en die in de perifere landen anderzijds. Dit moet ertoe leiden dat de hervormingen en bezuinigingsmaatregelen volledig worden doorgevoerd. Het voordeel van deze aanpak is dat de perifere landen –als deze genoeg tijd wordt gegund– uiteindelijk sterker uit deze crisis kunnen komen. Natuurlijk bestaat hierbij het risico dat de gelijktijdige afbouw van publieke en private schulden de perifere landen nog verder in de rode cijfers duwt. Gezien de hoge en stijgende werkloosheidscijfers zou dit hun sociale zekerheid enorm onder druk zetten (figuur 4). Daarnaast blijft het negatieve sentiment als een donkere wolk boven de economie van de eurozone hangen. Dit belemmert de groei, die momenteel als gevolg van de schuldafbouw al zwak is.

Figuur 4: Pijn in de periferie



Bron: IMF, Reuters EcoWin, Rabobank

De minst kostbare weg omhoog

Met niets doen riskeert men wanordelijke soevereine wanbetalingen of zelfs het volledig uiteenvallen van de eurozone. Naar onze mening bestaat een verdere oplossing voor de crisis uit ten minste drie hoofdingrediënten:

1. Verlaag het soevereine risico: EU-leiders zouden, naast het aanscherpen van hun begrotingsregels, het delen van hun begrotingsrisi-

co's moeten overwegen. Schulden mutualiseren via euro-obligaties zou hierin een wezenlijke stap zijn. Voorwaarde hiervoor is uiteraard een sterkere coördinatie van het begrotings- en economisch beleid. Tevens dient de ECB klaar te staan om onconventionelere middelen in te zetten. Dit overigens enkel als kortetermijnoplossing, aangezien monetaire financiering van staatsschuld onwenselijk is.

2. Trek banken en overheden uiteen: Gezien de wurggreep waar overheden en bankensectoren elkaar in houden, moeten de EU-leiders serieuze stappen zetten om de overeengekomen bankenunie te implementeren. Aangezien volledige implementatie veel tijd kost, is dit echter een langetermijndoel dat de kans op een nieuwe Spaanse of Ierse crisis moet verkleinen. Op korte termijn dienen de noodfondsen te worden gebruikt om banken direct te kunnen herkapitaliseren. Ook moeten er geloofwaardige stresstesten worden uitgevoerd om de transparantie te vergroten. Met deze maatregelen zullen de financieringskosten voor alle Europese banken lager worden, wat niet alleen tot een lager soeverein risico maar ook tot soepelere kredietvoorwaarden zal leiden.

3. Ondersteun de groei: Groei zal vooral worden ondersteund door een oplossing voor de crisis met een opleving van het momenteel gedeukte vertrouwen. Daarnaast moeten de perifere landen meer tijd krijgen om weer concurrerend te worden en hun begrotingsevenwicht te herstellen. De kernlanden zouden een verdere bijdrage moeten leveren door hun binnenlandse vraag te ondersteunen. De ECB zou ondertussen een monetair beleid moeten voeren dat hier afdoende ruimte toe biedt.

september 2012

Allard Bruinshoofd (030 – 216 3272)

W.A.Bruinshoofd@rn.rabobank.nl

Shahin Kamalodin (030 – 213 1106)

S.A.Kamalodin@rn.rabobank.nl

Michiel Verduijn (030 – 213 0522)

M.P.Verduijn@rn.rabobank.nl

www.rabobank.com/economie