

Een foutje van 750 miljard euro



Column
Wim Boonstra

Afgelopen weekeinde was het weer eens raak. Crisisberaad over Ierland, de euro moest weer eens worden gered. Het zal voorlopig de laatste keer niet zijn.

Ik heb het vaker gezegd: de EMU bevat een fundamentele weeffout. Die komt erop neer dat financiële markten landen in acute liquiditeitsproblemen kunnen brengen, zo lang de markten voor staatsleningen langs nationale lijnen versnipperd zijn.

Daardoor wordt ieder nationaal financieel probleem direct een wezenlijk probleem voor de euro, omdat er dan altijd wel weer lieden beginnen te roepen dat een land dan maar weer uit de euro moet stappen. Dat kan helaas niet, anders dan sommigen beweren, zonder enorme economische schade.

Er zijn her en der wel verhalen te lezen dat het best wel mogelijk is. Die commentatoren gaan ervan uit dat het uitstappen uit de EMU vergelijkbaar is met een gewone devaluatie. Je maakt je munt goedkoper, je concurrentiepositie verbetert en we gaan over tot de orde van de dag. Die mensen gaan voorbij aan enkele decennia financiële integratie.

Sedert het midden van de jaren tachtig van de vorige eeuw is het grensoverschrijdende kapitaalverkeer explosief gegroeid. Daardoor zijn landen in financiële zin met elkaar verweven geraakt op een manier die de wereld nog nooit eerder heeft gezien. Binnen de EMU is die financiële verwe-

venheid nog veel groter dan gemiddeld. Als een land uit de euro zou stappen dan zal dat tot bijzonder grote vermogensverliezen in de achtergebleven lidstaten leiden. Mocht de eurozone helemaal uit elkaar vallen, dan geldt dat in nog veel sterkere mate. We hebben het over schokken waarmee vergeleken de val van Lehman Brothers kinderspel was.

De Europese politiek lijkt dit terdege te beseffen. Dat is goed nieuws, maar de reflex is te eenvoudig: nog grotere steunfondsen en garanties neerzetten. Dat gaat op termijn natuurlijk niet goed, maar ondertussen wordt ook nog eens de ECB opgezadeld met een steeds grotere portefeuille staatschuld van zwakkere lidstaten.

Dezelfde markten die nu landen in nood brengen, faalden het afgelopen decennium om ze te disciplineren

Dat komt de geloofwaardigheid van de ECB als politiek onafhankelijke centrale bank uiteindelijk ook niet ten goede.

De problemen in Europa zijn niet primair te wijten aan uit de hand gelopen overheidstekorten. Weliswaar staan financiële problemen in enkele kleine lidstaten aan het begin van de turbulentie, maar gemiddeld genomen zijn de overheidsfinanciën in Europa in een betere conditie dan die in de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk of Japan. Om een historische parallel te trekken, het is een beetje alsof financieel wanbeheer in de gemeente Lelystad het voortbestaan van de gulden in gevaar had kunnen brengen.

Het echte probleem ligt in het feit dat de financiële markten dankzij de versnippering van de obligatiemarkten landen acuut in liquiditeitsnood kunnen brengen. Dezelfde markten hebben ongeveer een decennium lang gefaald in het disciplineren van de verschillende lidstaten. Want tot kort voor het begin van deze

crisis waardeerden zij een Duitse Bund of een Nederlandse staatslening vrijwel gelijk aan hun Italiaanse of Griekse equivalent.

Diezelfde marktpartijen proberen nu de zaak kapot te spelen. Net zo lang totdat het een keertje fout loopt. De enige manier om dit proces te stoppen is het wegnemen van de weeffout in de eurozone. Dat kan door overheden hun tekorten gezamenlijk, via een centraal agentschap, te laten financieren. Uiteraard aangevuld met een goed, afdwingbaar Stabiliteitspact.

Dit alles valt technisch eenvoudig te realiseren, er is geen extra verdragswijziging voor nodig en er kan bij wijze van spreken morgen mee worden begonnen. Het enige wat deze oplossing in de weg staat is politieke onwil. De potentiële kosten van die onwil bedragen inmiddels circa € 750 mrd. Misschien is het tijd om wakker te worden.

.....
Wim Boonstra is chief economist van Rabobank.

