



Rabobank

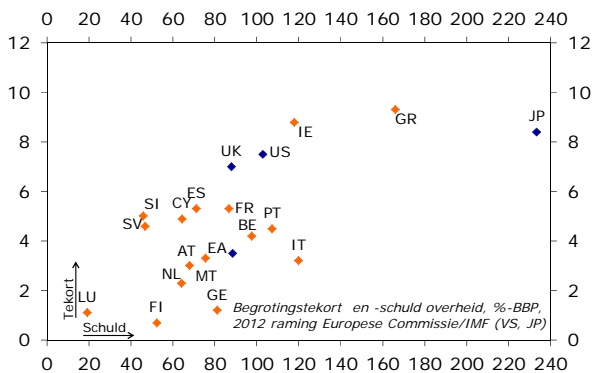
Hoe een nieuwe eurocrisis te voorkomen

De Europese regeringsleiders hebben met een stevig pakket aan maatregelen ingegrepen om een heuse eurocrisis te voorkomen. Daarbij schoot men de bron van alle problemen, Griekenland, met een omvangrijk steunpakket te hulp. Met enig succes, want de financiële markten lijken enigszins gerustgesteld. Toch heerst nog steeds de nodige onzekerheid. Dat is ook te zien in de markten, waar na de eerste euforie toch alweer een zekere aarzeling naar binnen sloop. In dit Themabericht wordt getracht enkele lessen uit de Griekse tragedie te trekken voor de toekomst. Wat kan men doen om een nieuwe eurocrisis te voorkomen?

Europese schulden crisis?

In de media worden de problemen binnen de eurozone stevast aangeduid als de Europese schulden crisis. Nu is duidelijk dat de crisis is ontstaan vanuit de overheidsfinanciën van enkele zwakkere lidstaten. Toch wekt de term Europese schulden crisis de indruk dat de overheidsfinanciën binnen de EMU er in het algemeen slecht voorstaan.

Figuur 1: Begrotingstekort en -schuld



Bron: Europese Commissie, IMF

Dat is niet terecht, want gemiddeld genomen zijn de overheidsfinanciën binnen de EMU duidelijk beter dan die van het VK, de VS en zeker die van Japan. Er is dus iets anders aan de hand.

Griekenland als bron van alle ellende?

De crisis begon in Griekenland. Hierover is al heel veel geschreven.¹ Hier volstaat de observatie dat begin 2010 de indruk postvatte dat Griekenland niet aan zijn schuldverplichtingen zou kunnen voldoen. In reactie op deze notie schoten de rentetarieven op Griekse staatsleningen omhoog. Maar op het moment dat financiële markten een dergelijke perceptie doorvertalen in hogere rentes ontstaat direct een 'selffulfilling prophecy': een staatsschuld die met een gemiddelde rente van 5% nog wel valt te dragen, wordt bij een rente van meer dan 15% al snel onhoudbaar.

Nu is Griekenland een klein land. Het aandeel van de Griekse economie in de eurozone ligt rond de 2½ % en de Griekse staatsschuld bedraagt ruim 4% van het totaal. Als de rest van de EMU direct een 100% garantie op de Griekse staatsschuld hadden afgegeven in ruil voor een stevig bezuinigingspakket waren de problemen niet zo geëscaleerd. In het ergste geval was in de rest van Europa de staatsschuldquote met een paar procent opgelopen. Helaas was de eerste reactie een andere. Boosheid overheerste en de bereidheid om Griekenland te hulp te schieten was niet of nauwelijks aanwezig. Dit is overigens wel begrijpelijk, omdat Griekenland de rest van Europa stelselmatig heeft voorgelogen over de stand van zijn overheidsfinanciën. Zowel het overheidstekort als de staatsschuld was veel hoger dan eerder gemeld. Dit wanbeleid vormt een grove schending van alle Europese afspraken kon dan ook op geen enkel begrip rekenen in de rest van Europa. Als snel klonk zelfs de roep dat Griekenland dan maar uit de euro moest stappen. Ofschoon de Duitse minister van financiën, Schäuble, zich hier in eerste instantie ook een voorstander van toonde, kwam hij snel tot inzicht. Want de optie van

¹ Zie eerdere Rabobank Themaberichten 2010/03, 2011/04, 2011/05 en 2011/06

uittreding lost voor het uittrekkende land weinig op, maar kan wel grote schade aanrichten voor de achterblijvers.² De schade was toen echter al aangericht, waarmee het Griekse probleem een europrobleem was geworden. Want opeens laaide de discussie op over de vermeende voordelen van het verwijderen van de zwakke lidstaten uit de euro, het splitsen van de euro in een noord- en zuideuro of, nog ingrijpender, het opheffen van de euro.

Als een klein land zo'n disproportioneel effect kan hebben op de stabiliteit van de eurozone kan dat alleen als er een stevige weeffout in de eurozone zit.³ Die weeffout is de versnippering van de financiële markten en het gebrek aan politieke samenhang.

De rol van de financiële markten

De kapitaalmarkten hebben sinds de tot standkoming van de euro een curieuze rol gespeeld. Sinds de crisis in het najaar van 2008 spelen zij de rol van strenge scheidsrechter. Het zelfde geldt voor de rating agencies. Ieder land met twijfelachtige overheidsfinanciën kan rekenen op een streng kredietoordeel en de markten staan direct klaar om dit in oplopende spreads te vertalen.

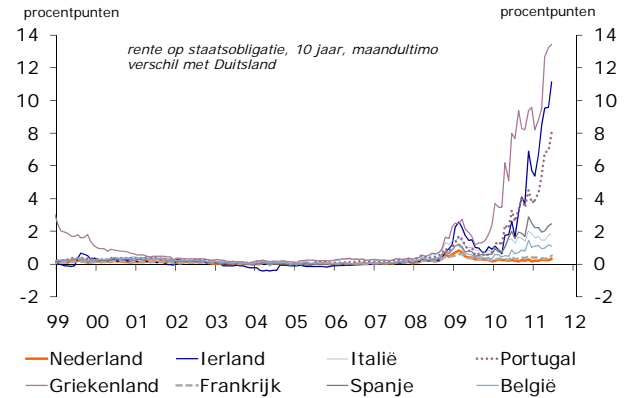
Men zou bijna vergeten dat die zelfde financiële markten vanaf het begin van de EMU in 1999 tot medio 2008 volledig gefaald hebben in het inprijzen van risico's in de eurozone. Hoewel altijd duidelijk is geweest dat de overheidsfinanciën van Duitsland, Nederland en Finland van aanmerkelijk betere kwaliteit zijn dan die van Griekenland, Italië of Portugal, maakten de markten nauwelijks verschil. Er ging dus volstrekt geen disciplinerende werking van de financiële markten uit. Mede daardoor konden de onevenwichtigheden binnen de eurozone steeds verder uit de hand lopen. Tot dat het sentiment in de tweede helft van 2008 acuut omsloeg.

² Breaking up the eurozone?, Special report, Rabobank Nederland, November 2010

³ W.W. Boonstra, Kleine weeffouten met grote gevolgen, *Het Financiële Dagblad*, 12 augustus 2010

Sinddien zijn de markten een stuk strenger. Sterker nog, men krijgt bijna de indruk dat marktpartijen met hun huidige ijver een beetje proberen te verbloemen hoezeer zij in de eerste jaren van de EMU hebben gefaald.

Figuur 2: Rente op staatsobligatie



Bron: Reuters EcoWin

Overigens is dit een patroon dat niet alleen in de EMU, maar in het algemeen rondom financiële crises kan worden waargenomen. Fundamentele ontwikkelingen die duiden op onhoudbare situaties (zoals oplopende schuldposities en lopende rekeningtekorten) worden door financiële markten vaak langere tijd genegeerd waarna, als het sentiment eenmaal omslaat, zij alsnog zeer heftig reageren. Hoewel dit niemand mag verbazen blijken beleidsmakers keer op keer weer te worden verrast.

Hysterische analisten

Naarmate de problemen voortwoerden, greep de angst om zich heen. Daarbij raakten steeds meer landen besmet. De problemen van Ierland en Portugal zijn weliswaar minder ernstig dan die van Griekenland, maar deze landen konden ook wel steun gebruiken. Meer recent dreigde ook besmetting naar Spanje, Italië en zelfs België. Daarbij verschenen rapporten van analisten waarbij dan de overheidsschuld van deze landen bij elkaar werd opgeteld (wat optelt tot een immens bedrag van € 2822 mrd), waarna werd geconcludeerd dat de steun van de sterkere landen nooit genoeg kon zijn om dit allemaal te betalen.

Alsof er ooit sprake is geweest van een acute non-betaling door deze landen, die al decennia lang prima hun staatsschuld weten te bedienen. Deze hysterisch aandoende paniek is een beetje de spiegel van de euforie voorafgaand aan de crisis.

Wat moet er nu gebeuren?

Met de op 22 juli aangekondigde maatregelen hebben de Europese regeringsleiders vooral tijd gekocht voor Griekenland. Dat land krijgt een stukje schuldreductie en de rentelast op de staatsschuld gaat omlaag. De looptijd van een deel van de Griekse schuld wordt verlengd, waardoor het land zich de komende jaren verlost weet van de druk van de markt. Dit is zonder meer goed nieuws voor de Grieken, die nu de kans krijgen om te laten zien dat zij in staat zijn om in een jaar of vijf wezenlijk orde op zaken te stellen. En passent zijn ook nog de rentelasten van Ierland en Portugal wat verlaagd, wat ook deze landen een zetje in de rug geeft. Hoewel op het eerste gezicht een indrukwekkend pakket, is op dit moment nog heel veel onzeker (zie hiervoor Themabericht 2011/16). Alleen al het feit dat de gekozen oplossing erg ingewikkeld is, dat veel details nog onbekend zijn en dat politici alweer met elkaar twisten over de interpretatie heeft de eerste euforie in de markt alweer deels ongedaan gemaakt. Opnieuw een gemiste kans. Er vanuit gaand dat de paniek op de markten nu op zijn minst voor een tijdje is bezworen, is het zaak om nu door te pakken. Want er is serieus werk aan de winkel.

Een sterker stabiliteitspact

Het begint met degelijk begrotingsbeleid. Hoewel Europese regeringsleiders met recht kunnen claimen dat de overheidsfinanciën binnen de EMU er gemiddeld beter voorstaan dan de meeste andere Westerse economieën, mag dit niet leiden tot gemakzucht. Gezonde begrotingen en een niet al te hoge staatsschuld hebben hun eigenstandige merites. Dus alle landen, inclusief overigens ook Nederland, moeten voortmaken met het op orde brengen

van hun overheidsfinanciën.

Automatische en effectieve sancties

Als landen zich niet aan de afspraken houden moeten er automatisch, dus zonder politieke koehandel, effectieve sancties worden opgelegd. Daarbij is het niet primair logisch om met boetes te werken. Die vergroten de financiële problemen slechts en worden daarbij toch afgewenteld op de kiezer. Beter is het om de beleidsmakers van landen te raken, bijvoorbeeld door hen geleidelijk hun stemrecht in de Europese Raad te ontnemen zolang zij zich niet aan de afspraken houden.

Een geolied crisismechanisme

Hoe belangrijk goed budgetafspraken en een goed sanctiemechanisme ook zijn, het is nogal naïef om te verwachten dat daarmee kan worden voorkomen dat eens in de zoveel tijd eens een land in de problemen komt. De geschiedenis leert dat er vrijwel altijd wel ergens landen in de wereld zijn die in de financiële problemen zijn.⁴ Dat kan gebeuren door wanbeleid, zoals Griekenland, door een recessie door bijvoorbeeld het knappen van een onroerend goed zeepbel (Spanje), een verkeerde reactie op een bankencrisis (Ierland) of stomme pech als een natuurramp, zoals in Japan. Landen als Spanje en Ierland waren twee van de weinige landen die zich tot aan 2008 goed aan de begrotingsafspraken van het Stabiliteits- en Groeipact hebben gehouden. Iets wat Duitsland en Frankrijk niet kunnen zeggen, waarvan nota. Toch kwamen Ierland en in mindere mate Spanje in 2009 al snel in de gevarezone terecht.

Europese begrotingsafspraken en effectieve sancties zijn belangrijk, maar het zal toch af en toe wel eens fout lopen. Daarom kan Europa beter maar goed op problemen zijn voorbereid, in plaats van bij ieder probleemgeval een jaar lang achter de feiten aan te sukkelen.

Nu echt doorpakken met hervormingsagenda

⁴ Reinhardt & Rogoff (2010), This time is different

Er is de afgelopen jaren in Europa veel gepraat over de noodzaak van hervormingen. Deze zogeheten Lissabon-agenda is een papieren afspraak gebleven en vrijwel nergens (en zeker niet in Portugal) in daden omgezet. Het is van groot belang dat de lidstaten ieder voor zich nu eindelijk eens doorpakken met het hervormen van arbeidsmarkten en het versterken van hun innovatiepositie. Teveel Europese landen zijn absoluut niet productief genoeg.

Centrale financiering van overheidstekorten

Door de versnippering van de markten voor staatsleningen langs nationale lijnen is de rol van financiële markten in Europa veel te groot. Als zij falen in hun disciplinerende werking kunnen onevenwichtigheden veel te lang voortwoekeren (met alle bijkomende schade van dien). Als het sentiment vervolgens omslaat gaat dit vaak dermate hevig en acuut dat beleidsmakers geen tijd meer krijgen om orde op zaken te stellen. Het binaire karakter van markten leidt tot veel onnodige schade.

Dit kan worden voorkomen door, parallel aan de monetaire integratie, door te pakken met een volledige politieke unie. Dit gaat echter nogal tegen het politieke sentiment in, dat op dit moment meer anti-Europa dan pro-Europa is. Een effectieve en technisch haalbare tussenoptie is de centrale financiering van alle overheidstekorten in Europa via een centraal agentschap. De individuele landen stoppen dus met het uitgeven van staatsleningen, zij trekken hun financiering alleen nog maar aan via dit centrale agentschap. Dit agentschap is dus de enige emittent van staatsleningen namens de overheden in de EMU. Voor financiële markten valt er niets meer te differentiëren.

De voordelen van deze aanpak zijn boven alles rust. Individuele landen worden afgeschermd van acute omslagen in het marktsentiment. Verder ontstaat door deze aanpak een EMU-brede obligatiemarkt, qua omvang vergelijkbaar met die voor Amerikaanse Treasuries, wat leidt tot een diepere markt dan de huidige markt

voor Europese staatsleningen. De hogere liquiditeit leidt tot lagere fundingkosten.

Nadelen zijn er ook, maar die vallen eenvoudig te ondervangen. Om te voorkomen dat financieel zwakke landen gratis meeliften op de sterkere landen moet worden afgesproken dat zij een opslag aan het centrale agentschap betalen die oploopt naarmate zij verder uit de pas lopen met hun overheidsfinanciën. Dit vervangt dan de disciplinerende werking van markten, die in het verleden nogal wispelturig is gebleven.⁵ Deze opslag wordt gebruikt voor het opbouwen van buffers bij het centrale agentschap, als een soort verzekeringspremie voor het geval het misgaat. Dit heeft als bijkomend voordeel dat in een crisissituatie men zich niet direct tot de belastingbetaler in de sterkere lidstaten hoeft te wenden voor hulp. Uiteraard moet deze benadering worden aangevuld met een veel sterker stabiliteitspact en de eerder genoemde automatische en effectieve sancties. Dit om de kans op excessen tot een minimum te reduceren.

Conclusie

Nu de paniek rondom de euro wat lijkt weg te ebben is het zaak dat de beleidsmakers de gekochte tijd gebruiken om door te pakken en de euro echt te versterken. Dit Themabericht vat de belangrijkste actiepunten samen. Het echte werk gaat nu pas echt beginnen.

juli 2011

Wim Boonstra (030 – 2166617)
W.W.Boonstra@rn.rabobank.nl

www.rabobank.com/kennisbank

⁵ W.W. Boonstra, Gemeenschappelijke financiering van overheidstekorten in de eurozone, *Kwartalschrift Economie*, juni 2009 en W.W. Boonstra, Een slim ontwerp is het halve werk, *Het Financiële Dagblad*, 30 juni 2011