

Eindelijk een eurozonecrisis

Oktober 2009 maakte de nieuw aangetreden Griekse regering bekend dat de omvang van zowel het financieringstekort als de schuld van de overheid door de voorgaande regeringen stelselmatig veel te laag was opgegeven. Dit was de aanzet tot de eerste financiële crisis in de eurozone, die de eurolanden in de verdrukking en de speculanten in verrukking bracht. Het tijdstip van deze crisis is een verrassing, niet omdat ze onverwachts kwam, maar omdat ze zich pas ruim tien jaar na de invoering van de euro manifesteerde.

Waarom is dit late tijdstip verrassend? Toen op 1 januari 1999 de euro als gemeenschappelijke munt van elf lidstaten van de Europese Unie werd ingevoerd, werd daarmee onbekend gebied betreden. In de moderne tijd was het niet eerder voorgekomen dat een grote groep van politiek onafhankelijke en economisch ontwikkelde landen deze stap zetten, daarmee zowel de wisselkoers als het monetaire beleid als krachtige nationale instrumenten van macro-economisch beleid inleverend. Wel behielden de landen de autonomie over hun financiële overheidsbeleid. Maar zowel het verlies van de twee beleidsinstrumenten als de handhaving van het derde riep ten tijde van de invoering van de euro essentiële problemen op, die tot nog toe niet of niet afdoende zijn aangepakt. Het is daarom in feite verrassend dat de eurozone zo lang uiterlijk probleemloos heeft gefunctioneerd.

Al in de jaren zestig van de vorige eeuw schreef Robert Mundell een baanbrekend artikel over de achilleshiel van landen met eenzelfde munt. Hij zou er later de Nobelprijs voor krijgen. Deze kwetsbare plek is dat deze landen een krachtige mogelijkheid tot aanpassing missen, indien een landenspecifieke economische schok een van hen raakt. Ze missen namelijk de mogelijkheid tot wisselkoersaanpassing. Mundell gaf aan dat de kwetsbaarheid van landen met één munt voor een landenspecifieke schok zich niet voordoet, indien de *mobilititeit van arbeid* tussen de betrokken gebieden voldoende groot is. In dat geval zal het arbeidsaanbod de vraagverschuiving volgen en zo een onevenwichtigheid op de arbeidsmarkt in beide landen voorkomen. In het spoor van Mundell onderzochten andere economen de zin van andere landenkarakteristieken voor het minimaliseren van

de kwetsbaarheid voor landenspecifieke economische schokken. Voor een goed begrip van de huidige crisis in de eurozone zijn de twee meest relevante karakteristieken wel een *neerwaartse loon- en prijsflexibiliteit* en een *omvangrijke centrale overheid*, die in staat is aanzienlijke overdrachtsuitgaven van het ene naar het andere land te bewerkstelligen.

Grote grensoverschrijdende arbeidsmobiliteit, neerwaarts flexibele lonen en prijzen en een grote overheidssector op centraal niveau: de landen van de eurozone bezitten géén van deze drie landenkarakteristieken! En dát is het probleem van de eurozone: haar kwetsbaarheid dat er bij veranderingen van de concurrentieposities tussen haar landen géén instrument is om deze terug te draaien of de gevolgen ervan te minimaliseren. Waren de architecten van de eurozone dan blind voor deze kwetsbaarheid? Dat is niet waarschijnlijk. Toch hebben de beleidsvoerders nagelaten meer dan lippendienst te bewijzen aan de noodzaak de nationale arbeidsmarkten te integreren en te flexibiliseren. Teveel hebben ze vertrouwd op de endogeniteit van deze landenkarakteristieken: de feitelijke invoering van de gezamenlijke munt als voldoende impuls om de arbeidsmarkt spontaan in de gewenste richting te veranderen. Ten aanzien van de derde karakteristiek, voldoende overdrachtsuitgaven tussen de landen, waren de beleidsvoerders zelfs specifiek negatief. Nimmer zou het ene land van de andere landen zelfs maar financiële steun kunnen verwachten; dit is de *no-bail-out-clausule* in het Verdrag van Maastricht.

Niet alleen verloren de landen na toetreding tot de eurozone de *wisselkoers* als beleidsinstrument; dit was door de overgang van een nationale naar een gezamenlijke munt ook het geval met hun *monetaire beleid*. Bij een gezamenlijke munt past enkel een centraal monetair beleid. Dat reageert slechts op *gemiddelde* economische ontwikkelingen en kan niet worden ingezet voor een landenspecifieke behoefte, zoals stimulering of afremming van de economie. De landen van de eurozone rest daarvoor nog slechts het financieringstekort van de overheid. Het gevaar was natuurlijk verre van denkbeeldig dat de individuele landen daardoor – eenmaal in de eurozone – teveel van de overheidsfinanciën zouden vergen, waardoor

hun tekorten en schulden zouden oplopen – tot voorbij de grenzen die het Verdrag van Maastricht als toetredingscriterium stelt. Daarom werd nog vóór de invoering van de euro op Duits initiatief het *Groei- en Stabiliteitspact* (GSP) ingevoerd, waarin deze grenzen ook voor eenmaal toegetreden landen werden bevestigd. Daarnaast werd vertrouwd op het reinigend vermogen van de internationale financiële markten: nationale overheden met te grote financieringstekorten en te hoge schulden zouden dit terugzien in hoge opslagen op de rente op hun schuld.

Terwijl de concurrentiepositie en de financiële overheidspositie van de zuidelijke lidstaten van de eurozone geleidelijk aan verslechterden, gebeurde er echter niets. De in het GSP gestelde grenzen waren krachteloos geworden, nadat eerder, nota bene, Duitsland en Frankrijk de bovengrens voor het financieringstekort ongestraft hadden geschonden. De markten op hun beurt lieten na serieuze rente-opslagen te vragen. Voor banken in de eurozone had het bezit van staatsobligaties van de zuidelijke lidstaten het voordeel dat ze als onderpand voor tijdelijke leningen van de Europese Centrale Bank (ECB) dezelfde waarde hadden als Duitse staatsobligaties, maar wel met een wat aantrekkelijker rente. Dat volstond, zolang ... de *credit rating*-instituten de kredietwaardigheid van de zuidelijke overheden niet neerwaarts aanpasten. Dat deden ze pas toen er al alom twijfel heerste over deze kredietwaardigheid. Toen gingen de *ratings* in rap tempo omlaag.

Dit beeld was een herhaling van wat de *credit rating*-instituten hadden laten zien rond de schulden-crisis van ontwikkelingslanden in de jaren tachtig en de Aziatische financiële crisis in 1997: stilstaan en, als het te laat is, hollen. Het probleem-Griekenland had lokaal kunnen blijven, indien de eurozonelanden begin 2010 hadden geaccepteerd dat Griekenland financiële steun bij het IMF zocht. Daar is het IMF voor. Maar misplaatste trots en aarzeling over het kiezen van de steunmaatregelen, vooral aan de kant van Duitsland, resulteerden na maanden vertraging in een veelvoud van de aanvankelijk benodigde financiële steun en het schenden van de *no bail-out*-clausule, terwijl uiteindelijk toch óók IMF-hulp nodig was. Het lokale Griekse probleem was een eurozoneprobleem geworden.

Ligt de eurozone nu in puin, onder meer zichtbaar aan de val van de euro in een half jaar tijd van ruim \$1,50 naar ruim \$1,20? Nee, volstrekt niet. Zelfs een intensivering in de richting van centralisering van het financiële overheidsbeleid of zelfs een politieke unie is géén noodzaak. Essentieel is het afschudden van het juk van de huidige *credit rating*-instituten door oprichting van een *credit rating*-instituut dat nauw gelieerd is aan en gefinancierd door de ECB of het IMF.

Herbevestiging van de *no bail-out*-clausule en de voorwaarden en straffen van het Groei- en Stabiliteitspact is een noodzaak. En verdere uitbreiding van de financiële armslag van het IMF is gewenst, zodat het óók rijke landen tot steun kan zijn – wat sinds de jaren zestig van de vorige eeuw niet meer was gebeurd. Verder is verwezenlijking van neerwaartse loon- en prijsflexibiliteit urgent. Hierbij kan een constructief argument richting vakbeweging zijn dat de vroegere periodieke waardeverlagingen van de nationale munt in feite óók hun effect ontleenden aan lonen en prijzen die bij die in het buitenland achterbleven. Via de waardedaling van de munt gebeurde het alleen in versluierde vorm.

En de val van de euro? De daarmee gepaard gaande *verbetering van de concurrentiepositie* van de gehele eurozone tegenover de rest van de wereld is in feite thans een zeer prettige bijkomstigheid – en volstrekt niet schokkend. Geschrokken van de Griekse tragedie, remmen de meeste eurolanden namelijk nu hun overheidsuitgaven af, maar zo dreigen ze hun prille hernieuwde economische groei in de kiem te smoren. Vergrote vraag uit de rest van de wereld is daarom nu meer dan welkom.

Prof. dr Henk Jager is als hoogleraar Internationale Economische Betrekkingen verbonden aan de Universiteit van Amsterdam.