



De Euro-crisis: alles wat je altijd al hebt willen weten maar nooit hebt kunnen vragen¹

2012/01
05 | 01 | 2012



MENSEN



WELVAART



BESCHERMING

Etienne de Callatay legt uit welke economische beginselen aan de basis liggen van de eurocrisis. Hij beschrijft de mogelijke gevolgen van deze crisis en de mogelijke oplossingen we kunnen treffen. .

Een land dat een sterke groei neerzet, heeft het recht om de bestaande bevolking te laten profiteren van het grotere collectieve welzijn in de toekomst. In dat geval is het volstrekt gerechtvaardigd dat overheid en particulieren schulden aangaan. Die schuldvoering kan wel problematisch worden wanneer de groeivoorzichten versomberden. De fundamentele uitdaging achter de schuldencrisis bestaat er dus in om de groei in de geïndustrialiseerde landen te bestendigen.

Maar, de groei lijkt bedreigd te zijn. De vooruitzichten geven ook niet veel reden tot enthousiasme, als we kijken naar de vergrijzing van de bevolking en de knelpunten op het vlak van energie en milieu. Verder is er de moeilijkheid om de evolutie van opvoedings- en schoolsystemen, sociale zekerheid, organisatie van de arbeidsmarkt, regelgeving en belastingsysteem te laten aansluiten bij die van globalisering, technologische vooruitgang en grote maatschappelijke ontwikkelingen. Het is ook duidelijk dat onze economieën tot voor kort baat hadden bij het toenemende bankkrediet en de oplopende overheidstekorten. Die dubbele stimulans zal morgen afwezig zijn en zelfs omgekeerd zijn. Dat zal gepaard gaan met corrigerende maatregelen die op de groei zullen wegen.

We dienen ons toch te hoeden voor overdreven pessimisme. We moeten ons zorgen maken over de materiële welvaart van de toekomstige generaties als het beleid ongewijzigd blijft, maar we moeten ook beklemtonen dat de mogelijkheden kunnen veranderen. Het beste voorbeeld wordt gegeven door de arbeidsmarkt. Een betere werking van die markt zal leiden tot minder werkloosheid, meer toegevoegde waarde en meer persoonlijke ontplooiing.

Europa lijdt onder een geringe economische groei, een kwetsbaar financieel systeem, bedenkelijke overheidsfinanciën, een afgebrokkelde sociale cohesie, een gebrek aan politieke geloofwaardigheid en vandaag een wankelende Monetaire Unie. Het is dat laatste punt waarop we verder zullen ingaan

Een monetaire zone die niet onmiddellijk optimaal was...

¹Dit artikel werd gepubliceerd in het maandblad *Financieel Nieuws* dat wordt uitgegeven door Bank Degroof.

Vlottende wisselkoersen hebben het voordeel dat ze toelaten om de weerslag van een asymmetrische economische schok te compenseren, dat wil zeggen een schok die duidelijk groter is in het ene land dan in het andere land. Een monetaire unie laat dat corrigerende instrument vallen. Dat heeft maar zin als de betreffende economieën een hoge graad van convergentie vertonen of, zoniet, over andere mechanismen beschikken om het evenwicht te herstellen. Dat kan zijn:

- mobiliteit van de factor arbeid, met massale migratie naar zones die het beter stellen;
- flexibiliteit van prijzen en lonen, zodat de zwakkere landen opnieuw aan concurrentiekracht kunnen winnen en zo vlugger kunnen groeien;
- geldtransfers ten gunste van verzwakte landen, op voorwaarde dat die transfers de economische activiteit aanzwengelen.

De Europese Economische en Monetaire Unie (EMU) voldeed niet aan die voorwaarden en lag dus niet aan de basis van een 'optimale monetaire zone'.

Voor de lancering van de euro werd al terecht opgemerkt dat de Europese Monetaire Unie niet aan de vereiste economische voorwaarden voldeed om haar voortbestaan te verzekeren. Dat was geen probleem geweest, had de Unie in de eerste jaren van haar bestaan grote vooruitgang geboekt op dat vlak, wat een economische groei had kunnen bevorderen. Dat gebeurde niet. Men beloofde eerst en vroeg dan pas een inspanning, terwijl men een strategie voerde die stelde dat zonder inspanning de beloning zou verdwijnen. Die strategie is mislukt: de leden hebben zich niet ingespannen om meer convergentie te bereiken en de eurozone kwam in woelig water terecht.

Er bestaan wel criteria voor de toetreding tot de EMU en voor het toezicht op de lidstaten, maar de huidige crisis toont aan dat die onvoldoende zijn:

- de straffen in geval van niet-naleving zijn ongeloofwaardig, om Duitsland en Frankrijk een plezier te doen werden de spelregels zelfs gewijzigd;
- de criteria zijn beperkt tot de overheidsfinanciën (deficit van minder dan 3% van het bbp, overheidsschuld van minder dan 60% van het bbp of gericht op dat percentage en verbod op financiering van de lidstaten door de centrale bank, met een expliciete clause dat een lid in moeilijkheden niet door de andere lidstaten gered wordt) en ze gaan uit van boekhoudregels die de deur openzetten voor gesjoemel met de cijfers, zonder te spreken van de mogelijkheid tot bedrog;
- het is een statische begroting die geen oog heeft voor de lasten in de toekomst in verband met de vergrijzing of het geven van, impliciete of expliciete, waarborgen;
- de criteria houden geen rekening met factoren die de groei (en dus de belastbare basis) op lange termijn bepalen, zoals loonkosten, innovatie, menselijk kapitaal, efficiëntie van de overheidssector of kwaliteit van de aansporingen, nochtans allemaal sleutels voor de concurrentiekracht in de toekomst;
- ze vergeten dat de vorming van financiële of vastgoedzeepbellen tot risico's leidt die de stabiliteit van het systeem in gevaar brengen en zware budgettaire lasten veroorzaken.

Tot in 2009 was iedereen blind voor die feiten. De rente convergeerde naar beneden, met een financiële en vastgoedboom tot gevolg, het krediet werd in de hand gewerkt en de lonen stegen veel vlugger dan de productiviteit. Alleen Duitsland maakte een verschil. Na de hereniging lanceerde dat land een groot

programma om pensioenen, gezondheidszorg, werkloosheid, organisatie van de arbeidsmarkt en fiscaliteit structureel aan te pakken. Nationale regeringen, Europese overheden en financiële markten hebben de toenemende structurele verschillen genegeerd, terwijl de wankelende grondslagen van de Unie en de langdurige begrotingstekorten een versnelde convergentie eisen. De boom mondde uit in een krach.

Het ontbrak niet alleen aan crisispreventie, er werd ook onvoldoende nagedacht over het beheren en bestrijden van crisissen. Door lid te worden van een monetaire unie, geeft een land de controle uit handen over 'zijn' centrale bank als 'lender of last resort' en dus ook over zijn monetaire soevereiniteit. Dat betekent dat, in geval van grote moeilijkheden, een land geen beroep meer kan doen op devaluatie en inflatie. Daardoor blijven er maar drie mogelijkheden van schuldfinanciering meer bestaan in geval van een crisis:

- structurele aanpassing om het vertrouwen van de schuldeisers te herwinnen;
- een beroep op overheidsfinanciering afkomstig van de andere lidstaten of van de gemeenschappelijke centrale bank; - herstructurering van de schuld.

De eerste twee mogelijkheden vormen een probleem. De capaciteit om structurele hervormingen door te voeren moet serieus afgewogen worden en het valt af te wachten of die de economische actoren op korte termijn zullen geruststellen, onder meer de actoren die op de financiële markten opereren. Er rijzen trouwens verschillende, politieke en economische, bezwaren tegen de verdeling van de overheidsschuld van de Monetaire Unie, of die nu bilateraal gebeurt of bij monde van een Europees Stabiliteitsfonds, door de uitgifte van euro-obligaties of de aankoop van staatsobligaties door de centrale bank. Een land dat geen controle meer heeft over zijn centrale bank, loopt veel meer kans om failliet te gaan. Dat hebben we gezien toen de rente van de overheidsschuld van een aantal lidstaten de lucht inschoot. Het verklaart ook waarom de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk zich goedkoper kunnen financieren, terwijl hun economische en budgettaire fundamenten toch niet zo schitterend zijn.

De 'bazooka' van de ECB nu gebruiken...

Vandaag staat de Europese Centrale Bank onder enorme druk om overheidsobligaties op te kopen van de landen die met een sterke rentestijging af te rekenen hebben. De redenering is als volgt:

- het uit de pan swingen van de rente is slecht nieuws voor de financiën van de betrokken landen, maar ze zal vooral leiden tot een recessie. Door die stijging incasseren de financiële instellingen immers zware minderwaarden op hun obligatieportefeuille. kwetsbaar, vergroot de behoefte aan herkapitalisatie en doet de kredietverlening krimpen omdat zij de solvabiliteitscoëfficiënten moeten herstellen. Het is onvermijdelijk dat de economische activiteit zwaar lijdt onder die financiële en budgettaire ontwikkelingen. Bovendien ondervinden de andere rentevoeten, vooral de hypotheekrente, ook de weerslag van de stijging van de overheidsrente;
- het is juist dat de budgettaire oplossing afhangt van structurele hervormingen, maar het duurt uiteraard enige tijd voor die een gunstig effect sorteren;
- gezien die termijn hebben de landen die de houdbaarheid van hun overheidsschuld veilig willen stellen, geen andere keuze dan onmiddellijk besparingsmaatregelen op de begroting in te schrijven;
- die besparingsmaatregelen zullen nog meer op de economische groei drukken, die dus tot een zware recessie zou kunnen leiden; - als overgangmaatregel zou de ECB de economische actoren dus gerust

moeten stellen dat de lidstaten niet in gebreke zullen blijven en zou ze de financieringskosten van die landen moeten verlagen door massaal overheidsobligaties op te kopen, zonder de structurele hervormingen af te wachten.

Sommigen denken dat de economische stagnatie als gevolg van de eurocrisis zich zal veralgemenen en dus ook naar Duitsland zal overslaan. Dat zal de vrees ten opzichte van het gebruik van de 'bazooka' doen verminderen. Die verwachting moet getemperd worden door de politieke perceptie van de oorzaken van die vertraging in Duitsland. De publieke opinie zal de oorzaak van de recessie heel waarschijnlijk wel toeschrijven aan het beleid dat de perifere landen voerden en niet aan het feit dat de 'bazooka' niet gebruikt werd.

Door niet op te treden loopt de ECB het risico dat de economie in een recessie wegglijdt, terwijl zij over een passend instrument beschikt om dat risico te bestrijden. Waarom doet zij dat? Een recessie zou immers onmiddellijk aan welzijn doen inboeten en de problemen van houdbaarheid van de begrotingen nog verzwaren. Verschillende factoren verklaren haar houding:

- van bij het begin van de euro werd de monetaire financiering van de landen verboden; dat verbod was zelfs een criterium om tot de Europese Monetaire Unie te kunnen toetreden;
- de sluisen van de ECB openzetten zou een stap in terra incognita zijn en de vrees voor een inflatoire ontsporing kunnen doen toenemen;
- het gebrek aan interventie weegt wel op de groei, maar speelt in de kaart van sommige actoren. Het is juist dat de wisselkoers van de euro daardoor naar beneden gedruwd wordt, wat goed is voor de export, en dat ook de obligatierente van de sterke landen naar beneden gedruwd wordt, wat goed is voor de overheidsfinanciën van die landen en voor hun financiële instellingen. Wegens het fenomeen van zogenaamde home bias hebben die laatste in ruime mate in binnenlandse overheidsobligaties belegd;
- een interventie zou een probleem van moreel risico scheppen, want een land dat slechte keuzes maakt inzake economisch beleid, zou de boodschap krijgen dat het van een internationaal vangnet kan profiteren;
- een interventie zou de democratische legitimiteit van de Monetaire Unie ondermijnen, want de bevolking van de landen die als 'mieren' werken, zou niet begrijpen dat ze de 'krekels' moet ter hulp komen;
- een interventie nu zou de druk op de regeringen van de verschillende betrokken landen om te hervormen, verminderen. Nu we toch al danig onder de crisis van de overheidsschuld geleden hebben, zijn zware hervormingen te verkiezen, ook al zal dat de factuur op korte termijn verzwaren. Volgens de ECB kunnen immers alleen zware hervormingen het voortbestaan van de Monetaire Unie verzekeren en dus ook de groei en het algemeen welzijn.

Dat laatste punt lijkt bepalend. Na de regeringwijzigingen in Ierland, Portugal, Griekenland, Italië en Spanje sinds februari dit jaar en gezien de financiële druk, lijkt het erop dat de voorwaarden vervuld zijn om de hervormingsagenda, die de ECB steunt, uit te voeren. Het is juist dat de ECB geen expliciet mandaat heeft om dergelijke hervormingen op te dringen of de facto op te leggen. We mogen er redelijkerwijs wel van uitgaan dat haar visie gesteund wordt door een aantal landen die het belang van de hervormingen goed hebben ingezien en op prijs stellen dat de financiële markten en de ECB de blaam krijgen voor die hervormingen, waarvan de gegrondheid moeilijk aan de bevolking kan worden uitgelegd.

Voor de ECB is het alarmsignaal al gegeven, een hele tijd geleden trouwens. Zij en anderen hebben gewezen op de dwingende noodzaak om diepgaande hervormingen door te voeren. Heel wat landen hebben verkozen om niet naar de waarschuwingen te luisteren en te blijven voortgaan op de onhoudbare weg van geringe groei en van uiteindelijk begrotingskrach. De ECB geeft de landen geen politiek krediet meer, maar ook geen krediet 'tout court', ten minste zolang zij de door haar noodzakelijk geachte hervormingen niet hebben aangekondigd en in wetteksten gegoten. Het moment zou aangebroken zijn van "Help jezelf, zo help je god". De lidstaten die met hervormingen begonnen zijn, zullen op financiële steun van de ECB kunnen rekenen. Dat zal de rente van die landen verlagen en een gunstig effect hebben op de financieringskosten voor kredieten, op de situatie van de binnenlandse banken en op het vertrouwen van de economische actoren. Voor de andere landen zal de ECB in het beste geval een minimale dienst aanbieden om te voorkomen dat de rente zodanig oploopt dat ze tot wanbetaling kan leiden.

Dat stelt uiteraard een dubbel politiek probleem. Door te beslissen om de schuld van het ene land wel en van het andere land niet op te kopen, stelt de ECB een politieke daad. Zij zal, naar goeddunken, optreden afhankelijk van wat zij als een goed beleid bestempelt, zonder democratische controle. We kunnen het ook op een andere, ook kritische, manier lezen, namelijk dat de hervormingsagenda niet door de technocraten van de ECB zou opgesteld zijn maar door de Duitse overheid gedictieerd zou zijn. Dat zou dan het cynisme weergeven van de winnaar die de voorwaarden voor de vrede stelt en de geschiedenisboeken schrijft.

Dat benadrukt de problematiek van de legitimiteit dat de trojka (bestaande uit het Internationaal Monetair Fonds, de Europese Commissie en de Europese Centrale Bank) de landen een gedrag oplegt dat soms tot in het detail moet worden gevolgd. Het doet niet alleen vragen rijzen over de, veronderstelde of aanvaarde, beperkingen van de democratische processen tegenover de technocratie, maar ook over de sociale aanvaardbaarheid om moeilijke maatregelen van buitenaf op te leggen. Dat zou het gevoel van nationale fierheid van die landen kwetsen en eventueel onvoldoende rekening houden met de nationale kenmerken. Toen de voormalige Griekse Eerste minister voorstelde om een akkoord met de internationale overheden aan een referendum te onderwerpen, werd dat als onverantwoordelijk afgedaan. Hopen om besparingen en hervormingen door te voeren zonder de expliciete goedkeuring van de bevolking, is echter ook een vorm van weddenschap.

Uitstap van de sterkste landen...

De samenstelling van de eurozone is het afgelopen decennium even heterogeen gebleven. Dat leidt tot, enerzijds, de verplichting om nu een beleid te voeren ten gunste van de zwakste landen en, anderzijds, tot de overweging dat het in het voordeel van bepaalde landen, vooral Duitsland, zou kunnen zijn om uit de Monetaire Unie te stappen. Dat gevoel wordt nog versterkt door het feit dat de probleemlanden grotendeels verantwoordelijk zijn voor hun problemen, wat empathie niet in de hand werkt.

Buiten het feit dat het wettelijk niet gepland is en dat het technisch moeilijk uit te werken is, lijkt een uitstap van Duitsland uit de Monetaire Unie een goede oplossing op economisch vlak. Het zou zeer slecht nieuws zijn voor de rest van de Monetaire Unie. Haar samenhang is immers niet gebaat bij het uitstappen van het sterkste land. Ook zou de rente er nog meer stijgen. Dat kan bijkomstig lijken als men denkt dat Duitsland die beslissing alleen zal nemen op basis van nationale belangen. Maar... zelfs vanuit dat egoïstische standpunt en als we politiek-historische overwegingen buiten beschouwing laten, zou een uitstap niet rationeel zijn.

Na de uitstap uit de eurozone zou het opnieuw invoeren van de Duitse mark de Duitse munt onmiddellijk sterk in waarde doen stijgen. Dat zou een zeer groot handelsoverschot en een imago van vluchtwaarde in de hand werken. We zouden dan hetzelfde fenomeen zien als nu in Zwitserland. De Zwitserse Nationale Bank is er momenteel wel in geslaagd om de wisselkoersstijging een halt toe te roepen, maar het blijft moeilijk om de interventie van de monetaire overheden duurzaam geloofwaardig te maken.

De uitstap van Duitsland zou ook de lokale houders van schuldvorderingen uitgedrukt in euro penaliseren.

Ook al is de Duitse rente momenteel niet lager dan de Zwitserse rente, ze staat toch zeer laag. De hypotheek die op de eurozone rusten, hebben de financieringskosten van de overheids- en privésector in Duitsland dus niet doen stijgen.

We herinneren u er ten slotte aan dat elk land baat heeft bij handelspartners die, dankzij - in dit geval - structurele hervormingen, sterker worden dan bij handelspartners die armer worden en hun concurrentievermogen trachten te herstellen door hun munten in waarde te laten zakken.

...of uitstap van de armste landen...

Een ander extreem scenario van herconfiguratie van de eurozone is het uitstappen van de zwakste landen, met Griekenland als eerste 'kandidaat'. Vandaag wordt gezegd dat het beter was geweest, was Griekenland in 2001 niet toegetreden tot de eurozone. Dat rechtvaardigt de vraag of het uitstappen van dat land niet voordelig zou zijn voor zowel de concurrentiekracht en de groei van dat land als voor de samenhang en de financieringskosten van de andere landen van de eurozone. Niet toetreden tot een club is trouwens geen synoniem voor verlaten van de club.

We moeten vooreerst de moeilijkheden in verband met Griekenland erkennen. De toetreding van dat land werd beslist op politieke gronden, terwijl de - nochtans onvolledige - voorwaarden voor toetreding niet vervuld waren, zoals een minister van financiën publiekelijk heeft durven toe te geven. Het afgelopen decennium zijn de handicaps nog toegenomen in plaats van te convergeren.

Een land aan de schandpaal nagelen zou de aandacht afleiden van de inbreuken elders in de eurozone, dus daar doen we niet aan mee. Maar we moeten toch wijzen op de omvang van de problemen in Griekenland:

- gesjoemel met de boekhouding;
- nepotisme, kleptocratie en corporatisme; - ondoeltreffende overheidssector;
- fraude en corruptie;
- zwakte van het menselijk kapitaal en van onderzoek en ontwikkeling;
- versnelde verslechtering van de concurrentiekracht, met name van de lonen;
- geringe economische draagkracht van de privésector.

Toch is het uitstappen van Griekenland uit de eurozone geen redelijke oplossing. Naast de juridische en technische moeilijkheden moeten we inzien dat de spectaculaire devaluatie ten gevolge van de herinvoering van de Griekse drachme geen mirakeloplossing zou zijn. Ze zou een (moeilijk) substituut zijn voor de prijs- en loondaling, maar ze zou een slecht substituut zijn. Zo zouden sommige lonen, zoals die van de overheidssector, waarschijnlijk meer moeten dalen dan in andere sectoren. Het verlies aan koopkracht zou groter zijn dan in het geval van een devaluatie, die alleen lineair kan zijn. De devaluatie zou ook in de plaats komen van, nochtans noodzakelijke, structurele hervormingen, tenzij men opeenvolgende devaluaties in het vooruitzicht stelt. Zoals we weten is dat met weinig succes gebeurd in het Italië van voor de euro. De vrees voor besmetting zou ook tot een nieuw wisselkoersrisico leiden, waardoor in alle eventueel betrokken landen de rente zou stijgen. Dat zou dan weer negatief inwerken op de overheidsfinanciën en op de economische groei.

Rationeel zijn we dus geneigd om het scenario van uitstap van de zwakke schakel Griekenland te verwerpen. Toch is de kans niet volledig onbestaande. In Griekenland zal het uiteindelijk de man in de straat zijn die de hervormingen en het tijdelijke maar belangrijke verlies aan koopkracht al dan niet zal aanvaarden en de toekomst van Griekenland in de Monetaire Unie zal bepalen.

Naast de herconfiguratie van de perimeter van de Monetaire Unie, door de uitstap van een sterk of een zwak land, is er een ander radicaal middel om de huidige crisis te bestrijden, namelijk de herschikking van de schuld van de landen met desastreuze overheidsfinanciën. Die methode heeft zeker verdiensten. Zo zouden de schuldeisers die een risicopremie gekregen hebben, betrokken worden bij de aanzuivering van de schulden. Dat zou juist zijn dan alleen de belastingbetalers van morgen erbij te betrekken. Het zou ook de schuldeisers tot discipline aanzetten. Maar, toegegeven, het is geen mirakeloplossing.

De herschikking zal opnieuw een risicopremie doen ontstaan wegens het mislopen van rente. Die premie zal de landen wel aanzetten tot een goed beleid, maar ze zal afhangen van de analytische wijsheid van de financiële markten die, zoals men weet, relatief is. Dat zal niet alleen de landen beïnvloeden die hun schuld zullen herschikken en de landen waarvan men denkt dat ze dat in de toekomst nog zouden kunnen doen, maar ook, en misschien nog meer, alle landen die ooit tot een dergelijke extreem middel zullen moeten overgaan.

De schuldherschikking vertoont ook ander andere gebreken. Vooreerst zou ze in de plaats kunnen komen van grondige maatregelen. Vervolgens eist ze ook dat de schuldeisers zich herkapitaliseren. Ten slotte mag de nettobesparing die ze mogelijk zal maken, niet overschat worden. De herschikking van een schuld die in handen is van binnenlandse actoren, bijvoorbeeld de Griekse schuld in handen van een Grieks pensioenfonds, staat gelijk met een transfer van lasten binnen de Griekse economie. Het is geen besparing voor de nationale economie. De schuld in handen van buitenlandse overheden zou trouwens niet betrokken zijn bij de herschikking, want die landen zijn opgetreden om 'de meubelen te redden'. Zo mondt de herschikking uit van 50 % van de Griekse schuld die eind oktober was aangekondigd, in een schuldgraad van 120% in 2020, wat toch nog altijd een zeer hoog niveau is.

De herschikking stelt nog de vraag van activering van de verzekeringscontracten van het type Credit Default Swaps of CDS'en. Omdat men niet goed weet wie die verzekeringspolissen heeft uitgegeven, wie ze onderschreven heeft en vooral wie er vandaag houder van is, denkt men dat het activeren van die CDS'en

paniek zou kunnen zaaien in de financiële sector en het wantrouwen ten opzichte van alle financiële instellingen zou kunnen aanwakkeren. Daar hebben we niet echt behoefte aan. De politieke keuze om de herschikking als een vrijwillig feit voor te stellen, zodat de CDS'en niet geactiveerd worden, is een probleem. De herschikking gebeurt niet vrijwillig en een contract moet worden nageleefd. Het niet activeren dient de belangen van de emittenten van die CDS'en en is op geen enkele morele of economische grond te rechtvaardigen. Die manipulatie betekent het einde van de CDS-markt. We kunnen er ook van uitgaan dat, bij gebrek aan verzekering, de rente op de overheidsschuld in de toekomst hoger zal zijn, ceteris paribus.

De oplossing ligt elders

De Monetaire Unie bevindt zich op een kruispunt. Gezien de uitdagingen op lange termijn en de kans op een recessie heeft de evolutie van de financiële markten een dubbele dreiging tastbaar gemaakt. Status-quo is geen optie.

De economische analyse, waarvan de rationaliteit soms door andere overwegingen gedomineerd wordt, doet ons bepaalde oplossingen verwerpen, zoals het uitstappen van sterke of zwakke landen. Het doet ons ook de verdiensten van de herschikking van de staatsschuld relativeren. Over het einde van de eurozone die de nadelen van die verschillende pistes zou cumuleren, spreken we zelfs niet.

De oplossing van de crisis begint bij een nationaal beleid dat de Europese economieën sterker doet groeien en de convergentie doet toenemen. Zoniet kan er in het beste geval alleen gesproken worden van oplappen en nog eens oplappen. Dat stelt het uur van de waarheid alleen maar uit en zou de noodzakelijke aanpassingen nog zwaarder maken op sociaalpolitiek vlak.

Tweede factor is een begrotingsbeleid dat lagere tekorten en economische groei zo goed mogelijk tracht te verzoenen. Daarvoor moet nagedacht worden over de aansporingen om de economische actoren meer te doen aanwerven of naar werk te zoeken of te blijven werken. Dat zou in hun voordeel zijn en in dat van de gemeenschap.

Derde factor is een budgettaire integratie, gevolgd door een meer doorgedreven economische integratie. Met de strategieën van het zogenaamde Europees Semester, van de 'Six-pack' en de individuele aanbevelingen aan de lidstaten werd aanzienlijke vooruitgang geboekt. Maar er is nog een hele weg te gaan. We moeten vooral euro-obligaties beginnen uit te geven om de overheidsschuld te herverdelen. Dat zou tot een zeker plafond moeten gebeuren en op voorwaarde natuurlijk dat men zich aan de preventieregels houdt. Het deel boven het plafond zou niet bij binnenlandse financiële instellingen kunnen worden gefinancierd. Een land zou er dan immers toe verleid kunnen worden om dat deel van de schuld niet na te komen. Maar omdat dat tegen hogere financieringskosten zou gebeuren, zouden de schulden boven dat plafond de facto afgeremd worden. Voor de schuld onder dat plafond is een renteverskil wenselijk. Dat zou kunnen uitgaan van een formule op basis van begrotingsparameters of loonkosten per eenheid product. Men zou zelfs kunnen overwegen dat de minder gunstige premies die de leden betalen, gekapitaliseerd worden om een reddingsfonds te financieren.

Landen als Duitsland en Spanje hebben in de grondwet een norm voor een overheidstekort, een zogenaamde 'gouden regel', opgenomen. Dat zou bij de preventieve aanpak kunnen aansluiten. Die statische strategie heeft echter intellectuele beperkingen, die er in het beste geval een oplossing van tweede keus van maken.

De euro-obligaties hebben als bijzondere verdienste dat ze de financiële markten hun nuttige, maar natuurlijk niet exclusieve, rol niet ontnemen, namelijk de rol van thermometer. Ze zetten de lidstaten die de regels niet naleven, ook tot discipline aan. De recente geschiedenis leert ons dat we niet te veel op straffen vanwege een supranationale overheid moeten rekenen. Dat zouden discretionaire straffen zijn, die de deur openzetten voor diverse drukkingsmiddelen, of automatische straffen, die dan weer geen rekening kunnen houden met de specifieke kenmerken van een gegeven situatie.

Vierde factor, naast de preventiemechanismen, betreft het crisisbeheer. Door de crisis is het oprichten van het Stabiliteitsfonds een dringende noodzaak geworden. Dat Fonds zou in 2013 tot een permanente instelling moeten uitgroeien. De rol van de ECB bij het oplossen van crisissen moet worden erkend en bestendigd.

Vijfde factor is een hervorming van de financiële sector, om lessen uit de crisis te trekken, met onder meer geïnstitutionaliseerde mechanismen van schuldherschikking, een echte Europese toezichthouder en een Europees depositobeschermingsfonds. Daarbij moet men vermijden om het krediet al te sterk te beknotten. Daarvoor moeten de solvabiliteitsvereisten voor de financiële instellingen strenger worden. Zij zouden een bedrag aan eigen middelen moeten ophalen in de plaats van een bepaalde ratio na te streven, want dan zouden ze geneigd kunnen zijn om de kredietverlening te beperken.

Besluit

Europa lijkt in een onmogelijke situatie te zitten. Het zit geklemd tussen de noodzaak om hervormingen door te voeren en de druk om daarbij geen risico op een recessie te doen ontstaan. We zitten vandaag in een bijzonder delicate situatie, tegelijkertijd zitten we ook dicht bij het boeken van echte vooruitgang, zowel op het vlak van de Europese integratie als van de hervorming van de economieën. Om die tegenstelling te begrijpen, verwijzen we naar de vader van Europa, Jean Monnet. Die stelde: "Mensen accepteren veranderingen pas zodra die noodzakelijk zijn, en erkennen de noodzakelijkheid ervan pas als zij zich in een crisis bevinden."

Etienne de Callatay

Etienne de Callatay is Senior Fellow van het Itinera Instituut. Hij is ook Chief Economist bij Bank Degroof en gastdocent aan de UCL en de Facultés de Namur.

Voor duurzame economische groei
en sociale bescherming



ONAFHANKELIJKE DENKTANK

KLARE IDEEËN, KLAAR VOOR ACTIE

Itinera Institute VZW

Leopold II Laan 184d B-1080 Brussel
T +32 2 412 02 62 - F +32 2 412 02 69

info@itinerainstitute.org
www.itinerainstitute.org

Verantwoordelijke uitgever: Marc De Vos, Directeur