



## Wat na afwijzing euro-obligaties?

2011/65  
31 | 08 | 2011



MENSEN



WELVAART



BESCHERMING



Ivan Van de Cloot  
Hoofdeconoom  
Itinera Institute

De schuldencrisis in Europa bereikt een nieuwe fase nu het duidelijk is geworden dat Duitsland niet aan de druk vanuit de financiële markten toegeeft om alsnog euro-obligaties te aanvaarden. Als we bekijken welke landen wel warm lopen voor gemeenschappelijke obligaties in de eurozone dan beseffen we onmiddellijk waar het kalf gebonden ligt. Landen als Italië, Spanje, Portugal, Ierland, België, Cyprus, Malta, Estland, Slovenië zouden al te graag willen freeriden op de geloofwaardigheid van de anderen maar dit is een duidelijk verhaal van onbeantwoorde liefde. Ze kunnen dan wel argumenteren dat het een project zou zijn gebouwd op wederkerigheid maar de inwoners van het Duitslandblok schatten de kans dat zij ooit steun nodig hebben van de anderen erg laag in. Om risico's te mutualiseren, moet er een kritische massa overtuigd worden dat het werkelijk gaat om een verzekeringsmechanisme waarvan iedereen potentieel kan genieten. Er is immers een fundamenteel verschil tussen enerzijds een budgettair federalisme met vele leden waarbij niet systematisch dezelfde deelstaten steun moeten geven, en anderzijds een bipolair federalisme waarbij de transfers een eenrichtingsverkeer vormen.



*De Italiaanse minister Tremonti stelde dat de*

*Duitsers vandaag ook passagiers zijn op de*

*Titanic.*



Vanuit Belgische context bekeken, is het ook bevreemdend te zien pleiten voor het omvormen van Europa tot een transferunie als sleuteloplossing voor de problemen waarbij sterke regio's transferstromen installeren naar de zwakke regio's. Zo succesvol is dat recept in eigen land toch niet gebleken om werkelijke economische convergentie te realiseren tussen Noord en Zuid? Een ander voorbeeld is Italië waarvan het noorden competitieve bedrijven, hoogproductieve werknemers en innovatieve clusters bevat en het zuiden een werkloosheid kent die liefst tweemaal zo hoog ligt en waar de zwarte economie welig tiert. Italië kent ondertussen al budgettaire transfers van noord naar zuid sinds de 19de eeuw maar van werkelijke economische convergentie is er nog altijd geen sprake. Toen Giuseppe Garibaldi de Italiaanse laars verenigde stelde hij zich evenwel niet de vraag of het nieuwe land wel een optimale muntzone was die kosteloos dezelfde munt kon dragen. De motivatie was politiek en niet economisch, net zoals men bij de creatie van de eurozone geen rekening hield met de economische bezwaren.

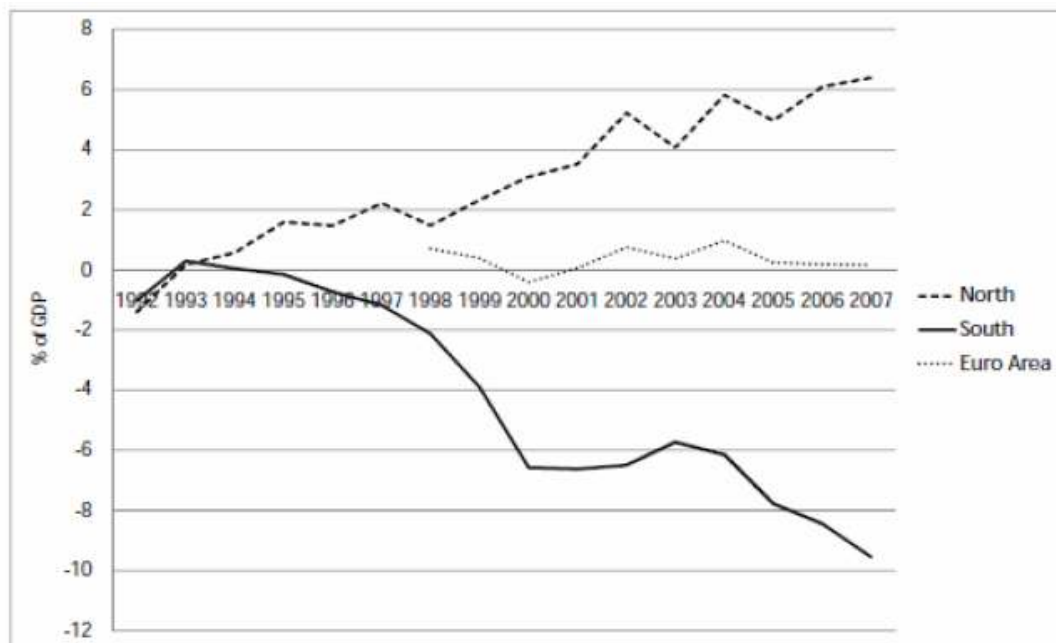
Elke week is er wel een Europees leider die zich out door toe te geven dat hij van meetaf aan beseftte dat je de muntunie moest beschouwen als een huwelijk dat enkel gesloten werd voor goede tijden, en dat de mechanismen ontbraken om het boeltje in slechte tijden bij elkaar te houden. Die politici rekenden er echter op dat als het europroject in zwaar weer zou komen, er op dat ogenblik een politieke bovenbouw tot stand kon komen. Op die manier heeft men gepokerd met het lot van miljoenen Europeanen. De realiteit is dat we vandaag in een monetaire constructie zitten met enerzijds supercompetitieve landen met omvangrijke handelsbalansoverschotten en lage werkloosheid en aan de andere kant landen die er nauwelijks in slagen hun producten af te zetten in het buitenland en een werkloosheidsgraad van bijvoorbeeld 20% in Spanje en 15% in Italië. De complexiteit van de huidige existentiële crisis wordt zwaar onderschat als men de kwestie enkel reduceert tot een begrotingsprobleem. Economen zullen de eerste zijn om aan te sturen op matigingsbeleid maar al van in de 19de eeuw wist iemand als David Ricardo dat een concurrentieprobleem van meer dan 30% niet meer recht te trekken valt op deze wijze. Interne deflatie van dergelijke omvang op een bevolking loslaten is

naïef en gevaarlijk omdat het maatschappelijke weefsel zoveel pijn niet aankan.

Nu Duitsland het spoor van een transferunie door euro-obligaties definitief afgeblokt lijkt te hebben, wordt het hoogdringend tijd om alternatieven te overwegen. Hier zal een veel groter gewicht aan schuldherschikking moeten gegeven worden waarbij diegenen die de subprimerisico's van Zuid-Europese staatspapier verkeerd inschatten zelf verlies nemen in plaats van dit af te wentelen op de belastingbetaler. Een manier om dit verteerbaarder te maken, zijn creatieve oplossingen zoals warranten gekoppeld aan de groei van de economie waardoor schuldeisers toch een graantje meepikken van economisch herstel in schuldeconomieën. Zaak is om opnieuw toekomstperspectief te bieden voor armlastige landen zonder in wishful thinking te vervallen alsof van een economie als de Griekse met wat investeringsprogramma's in een oogwenk een dynamische exportmachine gemaakt kan worden.

Het probleem van de eurozone beperkt zich al lang niet meer tot Griekenland alleen. Er zijn vandaag in Europa nog een heel aantal landen die geplaagd worden door hoge werkloosheid maar ook een concurrentieprobleem hebben. Indien deze landen over beleidsautonomie zouden beschikken inzake monetair en wisselkoersbeleid, dan konden ze hun economie uit het slop halen zonder dat daardoor hun concurrentiepositie nog verder zou verzwakken. Op het vlak van een individuele lidstaat beschikt men vandaag echter nog over één instrument om twee doelstellingen te bereiken (lagere werkloosheid en een verbetering van de handelsbalans).

**Grafiek 1: Lopende rekening (% bbp)**



Note: The North includes Austria, Finland, Germany and the Netherlands whereas the South includes Greece, Ireland, Portugal and Spain.

Source: Holinski et al. (2010, p. 3).

Door beleidscoördinatie tussen landen met een tekort en een overschot op de handelsbalans kan echter toch de dubbele crisis aangepakt worden. Idealiter zou vandaag de inspanning van deficitaire landen dus vergemakkelijkt worden doordat er andere landen zijn die de vraag op peil houden. Het resultaat van een goed begeleide devaluatie is een zogenaamde expenditure switch waarbij de daling in de binnenlandse vraag wordt gecompenseerd door meer export. Hetzelfde resultaat kan bereikt worden zonder devaluatie als bijvoorbeeld een land als België een deflatoir beleid voert door het overheidsbeslag terug te dringen terwijl het meer exporteert omdat landen met belangrijke handelsbalansoverschotten zoals Duitsland de interne vraag stimuleren. Het zou verkeerdt zijn het voor te stellen alsof dit ten koste gaat van onze Oosterburen. Door beleidscoördinatie komen we integendeel tot een vereiste herbalancering van de economie. Uiteraard moeten landen die met hun concurrentievermo-

gen worstelen in de eerste plaats orde op zaken stellen op dat vlak, maar net zoals vroeger een devaluatie een sanering faciliteerde, kan hetzelfde vandaag bereikt worden in de muntunie door Europese beleidscoördinatie.

Dat de druk oploopt binnen het eurosysteem zien we ook aan de maandelijkse publicatie van de Duitse centrale bank. De tijd is voorbij dat de Bundesbank zich inhoudt en ze stelt in haar maandbericht van augustus onomwonden dat de aankoop van Italiaans en Spaans papier door de Europese Centrale Bank ongepast was. De Duitse president Christian Wulff verzette zich in augustus niet alleen expliciet tegen euro-obligaties maar ook tegen de aankoop van Zuid-Europees papier door de Europese Centrale Bank. Als de ECB hierop verliezen boekt, komt de rekening evengoed terecht bij de belastingbetaler. President Wulff was voor een Europese leider ongewoon direct door te stellen dat de ECB door banken van hun 'crispapier' te verlossen hen onterecht een gratis lunch gunt. Hij werpt zich zelfs letterlijk op als de behoeder van de jonge en toekomstige generaties.

Taboes zullen moeten sneuvelen. Landen die het keurslijf alsnog te verstikend vinden, moeten een ordelijke exit toegelaten worden waarbij talrijke historische precedentes als voorbeeld kunnen dienen. De Italiaanse minister Tremonti stelde dat de Duitsers vandaag ook passagiers zijn op de Titanic. Aan alle passagiers om te oordelen of de ijsberg nog afgewend kan worden of dat ze beter hun toevluchten nemen tot een reddingssloep.

Samengevat moeten er mechanismen komen zodat leden de euroclub kunnen verlaten, moetschuldgereduceerd worden in plaats van verschoven wat ongetwijfeld ook kapitaalverhogingen voor bepaalde schuldeisers impliceert en moet er opnieuw een toekomstperspectief gecreëerd worden zonder nieuwe luchtkastelen te bouwen.

## **Ivan Van de Cloot**

Hoofdeconoom

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](mailto:info@itinerainstitute.org)

[www.itinerainstitute.org](http://www.itinerainstitute.org)

Verantwoordelijke uitgever: Marc De Vos, Directeur