



De wortels van de Europese crisis aanpakken

2011/89
09 | 11 | 2011



MENSEN



WELVAART



BESCHERMING

De spanning werd zoals in een klassiek dramastuk enorm opgevoerd om op 27 oktober dan met dé allesomvattende oplossing te komen voor al onze besognes in de Europese schuldencrisis. Deze keer zelfs in twee bedrijven omdat op zondag niet alle knopen konden worden doorgehakt. Het grote antwoord op zowel de schuldverlichting van Griekenland en het probleem van problematisch staatspapier in de kelders van de Europese commerciële banken als de negatieve economische spiraal in Zuid-Europa.



Ivan Van de Cloot
Hoofdeconoom
Itinera Institute

Het in die mate opkloppen van de verwachtingen is uiteraard een hachelijke zaak. Al weken was het duidelijk dat Duitsland een lijn in het zand trok waarbij ze stelde dat voor haar bevolking de limiet het duizelingwekkende bedrag van duizend miljard euro was. Helaas is er alleen al in Italië een staatsschuld die bijna het dubbele van die toch niet onaardige som bedraagt. In de internationale gemeenschap van experts wordt dit als een onvolledige oplossing beschouwd. Alleen mag je dat blijkbaar in ons land vandaag nog niet zo duidelijk zeggen omdat men net alles in het geweer heeft gebracht om te doen alsof dit de ultieme dag zou worden.

Tabel 1: Toename van Europees reddingsfonds tot 3450 miljard euro kan rating Duitsland in gevaar brengen

Possible increase in EFSF size				
Country	Max. guarantee commitment under €780bn EFSF size ¹	Max. guarantee commitment under €3.45trn EFSF size	Increase in guarantees	As % of GDP
Germany	211.6	938.7	+727.1	+28.1%
France	159.0	705.1	+546.2	+27.1%
Netherlands	44.5	197.6	+153.0	+25.3%

¹This is still pending parliamentary approval in a number of Euro area member states - Source: RBS

De politieke strategie waar men tot op vandaag voor kiest is om zoveel geld op tafel te leggen dat de “speculanten” weten dat het geen zin heeft om druk te zetten op Zuid-Europees staatspapier. Wel vanuit die optiek is zelfs het waanzinnige bedrag van duizend miljard wellicht niet voldoende. Alle begrip voor politici die zeggen dat er niet meer haalbaar was. Paul De Grauwe stelt dat we Duitsland zover over de rand van de ravijn moeten duwen, tot ze uiteindelijk toelaten om zelfs de geldpers van de centrale bank als wapen in te zetten.

Het probleem is echter dat het niet alleen over een begrotingsprobleem gaat maar dat een aantal landen ook met een concurrentiehandicap zitten die sommigen berekenen op 30%. Nu is er een oud economisch inzicht van de Engelse econoom David Ricardo (dat ondertussen blijkbaar verloren is gegaan) dat stelt dat je een concurrentienadeel van 10% kan proberen te bekampen met loonmatiging en matiging van overheidsuitgaven. Ten eerste ziet niet iedereen in dat dergelijke deflatiepolitiek gemakkelijker in Duitsland lukt dan in ClubMedlanden. Ten tweede is de vraag of zelfs een land als Duitsland de pijngrens van haar bevolking niet zou overschrijden als het de citroen met 30% moest uitpersen.

De tweede grote beslissing van gisteren was een haircut van 50% op Grieks staatspapier. Dit om de Grieken opnieuw een realistisch uitzicht te geven op het terugbetalen van haar resterende overheidsschuld. Nu is

“

De hair cut die nodig is om Griekenland ademruimte te geven ligt veel hoger dan 50%

”

er de feitelijkheid dat heel veel van dat papier al de facto in de kelder ligt van instellingen zoals ECB, IMF en EFSF. Dergelijke seniore schuld is echter gevrijwaard van het nemen van verlies. Dit impliceert dat de op het eerste gezicht indrukwekkende schuldverlichting voor Griekenland er in de realiteit op neerkomt dat de schuld teruggebracht wordt van 160% tot 120% van het nationaal inkomen en dit in een economie die vandaag in vrije

val is. Dit is ongeveer het niveau van de Italiaanse overheidsschuld en zelfs daar bestaan vandaag twijfels over de terugbetalingscapaciteit. Opnieuw gaat het niet alleen over de schuldposities van de overheid maar ook van de banken en vooral over de vraag of de economie in de toekomst voldoende terugverdien capaciteit kan genereren. Daarom wordt vandaag Italië op dezelfde pijnbank geleid als waar Griekenland al op lag. Europa gaat ook daar besparingen opleggen en ook indringende hervormingen zoals het verhogen van de pensioenleeftijd die uiteraard in zekere zin hoog-noodzakelijk zijn maar nog bitterder smaken als ze vanuit het buitenland worden opgelegd.

Tabel 2: De hair cut die nodig is om Griekenland ademruimte te geven ligt veel hoger dan 50%

Combinations of primary fiscal balance adjustment and debt stock reductions compatible with 60% debt-to-GDP in 2050		
Primary balance adjustment over 2011-2015 (%GDP)	Final primary balance from 2015 onwards (%GDP)	One-off reduction of total outstanding debt stock in 2012 (%)
12.8	7.9	0
11.5	6.6	15
10.2	5.3	30
8.8	3.9	45
7.4	2.5	61
6.6	1.7	75
4.8	-0.1	90
3.9	-1.0	100

Source: Barclays capital

Het probleem wordt natuurlijk complexer als we beseffen dat we vaak geen geld op tafel leggen maar garanties waarbij de markt zich afvraagt wat die garanties waard zijn als ze komen van een land als Italië. En zelfs een land als Frankrijk moet oppassen dat door het reddingsfonds een hefboom te geven van een factor vier haar eigen kredietwaardigheid niet in twijfel wordt getrokken.

Kop van jut in Europa was ondertussen George Papandreou die de vermetelheid had om een referendum te vragen over de resultaten van de "ultieme" eurotop. Terwijl de beurzen hierop beven, is het een heel schouwspel te zien hoeveel verwensingen de Griekse leider naar zijn hoofd krijgt geslingerd. Het is echter duidelijk dat we getuige zijn van een breuklijn tussen de nationale democratie waar de bevolking kampt met immense twijfels en het Europese supranationale niveau dat geïrriteerd reageert op elk voorbehoud dat gemaakt wordt op haar marsrichting naar de federale politieke unie. Papandreou is een doorwinterd politicus en in de politieke calculus die hij maakt zitten ongetwijfeld ook elementen van puur zelfbehoud.

Toch dienen we ervoor op te passen om met onze Westerse ogen blind te zijn voor de Griekse context waar we beslist de fitnesses niet van beheersen. Niet alleen is er het sociologische kruisvat van een murwgeslagen bevolking maar wat te denken van het nieuws dat tegen 7 november de Griekse grondtroepen, luchtmacht en zeemacht allemaal nieuwe bevelhebbers krijgen? In Griekenland interpreteert men dit als een veiligheidsmaatregel van de regering om elk risico op een militaire coup te reduceren.

Het was al lang duidelijk dat een diepe schuldherschikking van Griekenland nodig was. De lobby van de banksector heeft dergelijke haircut echter een jaar lang tegengehouden. Ondertussen is een groot deel van het subprime staatspapier al versluisd van de kelders van de commerciële banken naar de overheidsinstellingen zoals de Europese Centrale Bank, het Internationaal Muntfonds of het Europese reddingsfonds EFSF. Hierdoor moet paradoxaal genoeg de waardevermindering op het Grieks papier veel dieper snijden om de Griekse economie echt zuurstof te geven. De afgesproken haircut van 50% reduceert bijvoorbeeld de schuld slechts van 160% tot 120% van het nationaal inkomen. Met andere woorden door de schuldherschikking komt het schuldniveau van Griekenland op het niveau terecht van Italië wat vandaag ook nauwelijks vertrouwen inboezemt. Het Griekse schuldprobleem is nu totaal niet meer onder controle door de hoge rente die geëist wordt en de economische krimp die maar blijft doorgaan. De Europese strategie die bekend staat als voortmodderen en geassocieerd wordt met het beeld dat we elke paar maanden het schuldenblik enkele meters verder schoppen is met andere woorden contraproductief gebleken.

Het belangrijkste knelpunt voor een doortastende oplossing is altijd de blootstelling van de grote systemische banken geweest aan het Zuid-Europees staatspapier. Zonder die realiteit was de angel reeds lang verwijderd. Nu moesten de Europese leiders niet alleen elkaar overtuigen maar ook de banklobby. Vandaag kan je in Duitsland stemmen op de lobbygroep die het voorbije jaar het meeste invloed heeft gehad. Met stip op de eerste plaats staat Josef Ackermann genoteerd die als voorzitter van Deutsche Bank ook de woordvoerder is van het Institute of International Finance en zo de gesprekspartner bij uitstek van de Europese leiders over de inspanning die de banksector moet leveren. In mei van dit jaar stelde Ackermann

nog een plan voor waarbij de banksector geen enkele bijdrage moest leveren. Nochtans werd Griekenland meer geleend dan het ooit kan terugbetalen. Hierbij wordt de vergelijking gemaakt met een caféhouder die ook een gedeelte van de verantwoordelijkheid draagt bij het verder alcohol schenken aan klanten die reeds erg beschonken zijn en nadien met de auto tegen een boom knallen.

Ondertussen is het immers erg duidelijk geworden dat de verdragingsmanoeuvres er wel voor gezorgd hebben dat veel van de private schuld ondertussen publieke schuld is geworden maar dat ook het probleem vandaag nog veel explosiever is geworden. De sommen waar nu mee gegoocheld worden, tarten elke verbeelding. Het is allang geen onmogelijkheid meer dat de kredietwaardigheid van Frankrijk neerwaarts herzien zal worden omdat het land voor zoveel extra garant moet staan. België staat op haar eentje al garant voor 3,47% wat op 1000 miljard toch ook al snel neerkomt op 35 miljard. Allemaal even theoretisch uiteraard als de depositogarantie op het spaargeld waarvan ook iedereen weet dat die nooit werkelijk uitgeoefend kan worden. Hoe snel dit allemaal kan ontrafelen, wordt duidelijk als men weet dat landen zoals Portugal die ook aan de ontvangende kant staan, theoretisch ook bijdragen aan de 1000 miljard garanties.

We gaan er nooit uitkomen als we niet ook onderkennen dat landen zoals Griekenland niet alleen een schuldenprobleem hebben maar ook een concurrentieprobleem. Te lang werd er geloofd dat binnen de eurozone onevenwichten op de handelsbalans niet meer relevant waren. Nu zijn we met een schok tot de vaststelling gekomen dat het toch problematisch is dat de Griekse economie naast wat scheepswerven en zijn toeristische sector erg weinig om het lijf heeft. Vandaag staan de Grieken met de rug tegen de muur. Hopelijk zien de leerling-tovenaars momenteel in dat ze dringend het geweer van schouder moeten veranderen.

Hiertoe zal men eindelijk onder ogen moeten zien dat ingrijpende maatregelen nodig zijn voor de banken die in feite de systeemcrisis veroorzaken, en ditmaal geen holle stress-test aub die nul geloofwaardigheid

heeft. Dit houdt fundamenteel in dat de “too big to fail banken” snel kleiner worden gemaakt. Kan niet? In de VS werden conglomeraten zoals Rockefeller, Bell en anderen gewoon opgesplitst. Beng! “We kunnen niet anders” is dus de foute redenering en daar hebben we al te veel van gehad: de Gemeentelijke holding “kon niet anders dan lenen om Dexia te kopen”, we kunnen niet anders dan geld gaan drukken, we kunnen niet anders dan een fonds van 3000 miljard euro maken. Die redeneringen komen uit de lobbyhoek. Dit impliceert dat managed defaults niet uitgesloten mogen worden, noch van landen, noch van banken. Cruciaal moeten we ook behouden wat goed is zoals het apolitieke van een centrale bank bijvoorbeeld.

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
www.itinerainstitute.org

Verantwoordelijke uitgever: Marc De Vos, Directeur