



## Een draaikolk van speculatie?

2010/36  
11 | 05 | 2010



MENSEN



WELVAART



BESCHERMING

De zenuwen staan strak gespannen terwijl de financiële markten de ene dreun na de andere oplopen door de schulden crisis in de eurozone. Fundamenteel is er niets vreemd aan het feit dat beleggers vandaag extra risicopremie eisen op staatsobligaties van landen waarvan de kredietwaardigheid in vraag wordt gesteld.



Ivan Van de Cloot  
Hoofdeconoom  
Itinera Institute

De communicatie van de voorzitter van de Europese Centrale Bank, Jean-Claude Trichet, helpt de laatste tijd ook niet echt. Sommigen stellen het echter voor alsof de centrale bank oliedom is omdat ze geen gretigheid toont om alle rommelpapier van de wereld op te kopen. Dat is er dan ook weer over. Het is inderdaad vandaag de logica van de markt dat de overheid voor van alles en nog wat moet borg staan. De markt is vandaag vergelijkbaar met een hopeloos verwend kind dat altijd maar meer wil. De essentie van onze crisis vandaag is echter dat zelfs als de overheid zou willen, ze niet voor alle mogelijke risico's garant kan staan. Misschien dat sommigen politici op hun woord geloven als deze stellen dat we er enkel aan kunnen verdienen door

ongedekte cheques uit te schrijven, maar deze groep van goedgelovigen slinkt toch elke dag. Te vaak denkt men dat men risico's kan doen verdwijnen door ze slecht te meten of ze te negeren. Zo eenvoudig is het niet.

De crisis wordt vandaag vooral voorgesteld als een liquiditeitscrisis namelijk dat Griekenland niet meer in staat zou zijn om geld op te halen op de financiële markt. Liquiditeit is eigenlijk synoniem aan vertrouwen en dat laatste laat het in moeilijke periodes zoals vandaag afweten. Om ervoor te zorgen dat het banksysteem niet elke keer instort als het vertrouwen afneemt, hebben we centrale banken. Deze moeten gewone banken voorzien van geld om die periodes van wantrouwen te overbruggen.

“

Er is naast crisismanagement dus ook veel nood aan betere coördinatie en preventie van onevenwichten.

”

De essentie van een gezond monetair systeem bestaat er echter in dat de centrale bank enkel liquiditeiten mag verschaffen aan fundamenteel gezonde instellingen. Het is duidelijk dat we op dat vlak

vandaag met vuur spelen.

De Europese Centrale Bank heeft uitzonderlijk haar kwaliteit-

seisen verlaagd, maar dit is niet zonder gevaar. De ECB geeft immers op die manier harde euro's in ruil voor papier van bedenkelijke kwaliteit. Als we dit toelaten dan kunnen we helemaal niet uitsluiten dat de centrale bank zelf kredietverliezen zal moeten slikken. In een land zoals de Verenigde Staten zijn er vaste procedures om in dat geval de centrale bank te herkapitaliseren door de schatkist met belastinggeld. In de eurozone komt op dat moment opnieuw heel de carrousel op gang van landen zoals Duitsland die dit niet zien zitten. Op die manier kan heel de constructie van de muntunie op de helling komen te staan.

Na de financiële crisis lijkt het antwoord op de landencrissen opnieuw het uitschrijven van waarborgen te zijn van alles wat los of vast staat. Zoals altijd creëert het spannen van een vangnet (en het is deze keer immens) het risico

dat het onderliggende probleem nog groter wordt, aangezien er toch een derde is die de kosten opvangt. In het gigantische reddingsplan van 750 miljard euro valt op dat de schuldeisers echter opnieuw geen bijdrage moeten leveren. Nochtans hebben de obligatiehouders een risicopremie ontvangen. Het is niet normaal dat wie een risicopremie mag opstrijken, geen verlies lijdt wanneer het risico in kwestie realiteit wordt. Als blijkt dat een dronken bestuurder een ongeval veroorzaakt, wordt er echter best of nagegaan of de herbergier willens nillens geen alcohol bleef opdienen.

Het is belangrijk dat politici tonen dat ze de les begrepen hebben die de financiële markten ons leren. We kunnen allemaal schimpen op bepaalde vormen van irrationaliteit van de markt, maar dat verhindert niet dat een heel aantal landen fundamenteel moeten ingrijpen om hun kredietwaardigheid te vrijwaren. Het is gevaarlijk en zelfs onethisch te verlangen dat een bank kredieten verschaft aan klanten waarvan zelf inschat dat de kans op terugbetaling gering is. Net zo kan de overheid niet verwachten dat ze eindeloos staatsobligaties kan drukken om al haar problemen als sneeuw voor de zon te zien verdwijnen. Het is in de eerste plaats aan de lidstaten van de eurozone om het overheidshuishoud-

en onder controle te hebben. Wat uiteraard wel een terechte klacht is, dat de markt niet altijd op een correcte wijze de problemen in verschillende landen tegen elkaar afweegt. Laten we beginnen met duidelijk te stellen dat Griekenland niet zomaar de hoofdvogel qua turbulentie en speculatie heeft afgeschoten. Feitelijk kunnen we de muntunie als een verzekeringscontract beschouwen en de Grieken hebben de voorwaarden van dat contract ernstig geschonden. Laten we het vergelijken met de verzekeringspolis voor brand. Als blijkt dat de woningeigenaar zelf de brand veroorzaakt heeft door roekeloos te roken in bed, dan begrijpt iedereen dat een en ander gevolgen heeft voor de compensatie van de schade door de verzekeraar. Dat betekent echter niet dat het dan verstandig zou zijn om de brandweer niet te sturen: er zijn immers ook aanpalende woningen.

Hoe verder men zich verwijderd van Griekenland, des te meer helt de balans echter over van nationale verantwoordelijkheid naar een gebrekkige werking van de muntunie. Alle leden van de eurozone hebben samen een verzekeringspolis gesloten en vandaag blijkt dat die constructie niet zonder gebreken was. Ook in het geval van Griekenland is dat zo: ten eerste stelt zich de vraag of men niet in de fout is gegaan door het land

te delibereren voor de muntunie. Terwijl Griekenland echter door de befaamde cijferfraude iedereen op het verkeerde been heeft gezet, is het voor de andere PIIGS-landen (Portugal, Ierland, Italië en Spanje) zo dat het gebrek aan macropreventie een belangrijke gedeelde verantwoordelijkheid was met de Europese instanties. Het is immers de essentie van een muntunie dat het heel wat corrigerend werk vraagt om heel verschillende landen toch een gemeenschappelijke munt te laten delen. Het heeft dan ook minder met een gebrek aan solidariteit dan met onvoorzichtigheid te maken om de indruk te geven dat het verzekeringscontract probleemloos opgezegd kan worden. Nobelprijswinnaar Paul Krugman schreef ooit een fundamentele bijdrage om aan te tonen dat soepele muntverbanden waarbij leden naar keuze kunnen vertrekken, inherent instabiel zijn. De wetenschap dat het lidmaatschap niet in steen gebeiteld is, trekt speculanten net aan. Dus we moeten goed weten dat er ernstige risico's verbonden zijn om vandaag te tonen dat het cement tussen leden van de muntunie toch niet zo hard is. Er is dus naast crisismanagement dus ook veel nood aan betere coördinatie en preventie van onevenwichten.

Objectief gezien kunnen we stellen dat er nog heel wat andere landen zijn die eerder in de vuur-

linie komen dan België. Ons land beschikt over een belangrijk punt dat een zekere buffer zou moeten vormen tegen de verhaaltjes van allerlei beurshuizen die vooral hun brood verdienen door veel transacties te verrichten. Die buffer bestaat erin dat België fundamenteel gezien minder afhankelijk is van buitenlandse investeerders omdat er veel binnenlandse financieringscapaciteit is. De voorbije jaren hadden we de luxe dat we veel van onze staatsobligaties in het buitenland konden plaatsen, maar we hebben een binnenlands alternatief wat veel Zuid-Europese landen niet kunnen zeggen.

De ervaring heeft ons wel met de neus op de realiteit gedrukt dat het schuldniveau niet kosteloos een kritisch niveau kan overschrijden en dat die toegestane limiet vandaag lager geworden is dan voor de crisis. De budgettaire sanering die dient te gebeuren in de Zuid-Europese landen maar ook de Verenigde Staten en Groot-Brittannië is bijna dubbel zo hoog als in ons land. Ons budgettaire

probleem is dus haalbaar, maar dat betekent niet dat we het niet moeten aanpakken.

**Ivan Van de Cloot**  
Hoofdeconoom

Onafhankelijke denktank voor  
duurzame economische groei  
en sociale bescherming.