

Een nieuwe **schuldencrisis?**

In de publicitaire schaduw van de huidige schulden- en conjunctuurcrisis ontwikkelen zich bijna onopgemerkt de ingrediënten van een volgende schuldencrisis in de eurozone. De Europese Commissie en de Europese Centrale Bank moeten ingrijpen.

In 1997 hoorde ik tot een groep van 70 economen die de invoering van de euro afraadde. Het manifest tegen de euro is na te lezen in een boek dat tevens hoofdstukken bevat van auteurs die kritisch waren tegen de komst van de euro.¹ Wat ik als ondertekenaar van het manifest tegen de euro toen het meest vreesde, dreigt nu uit te komen: de euro wordt een zware beproeving voor het proces van Europese eenwording. Mijn Duitse geschiedenis kennende, gaat me dit aan het hart. Wij hebben Europa heel hard nodig.

Sinds de introductie van de euro vertonen de eurolanden groeiende onevenwichtigheden in hun onderlinge handel. Deze komen niet uit de lucht vallen. Ze waren voorspelbaar. In de periode voor de komst van de euro waren de munten van landen met exportoverschotten (zoals Nederland en Duitsland) regelmatig aan het opwaarderen. Dat maakte hun export duurder en hun import goedkoper en droeg bij aan meer evenwichtige handelsbalansen. De munten van zwakke landen met importoverschotten zoals Portugal, Spanje, Italië en Griekenland werden eens in de zoveel tijd afgewaardeerd. Dat maakte hun export goedkoper en hun import duurder. Zo droeg het wisselkoersmechanisme ertoe bij, dat tekorten en overschotten op de handelsbalansen niet de pan uit rezen. Het vervelende aan deze afwaarderingsstrategie was overigens wel dat afwaarderende landen na iedere afwaardering weer extra inflatie importeerden. Het was onder andere de door de afwaardering

duurder geworden import die het binnenlandse prijspeil opjoeg. Dit deed het concurrentievoordeel van de afwaardering van hun munt op termijn weer teniet, maar op korte termijn bood een afwaardering wel soelaas. Met de komst van de euro is dit evenwichtsherstellende mechanisme voor altijd uit het systeem verwijderd.

Veiligheidsventiel ontbreekt

Voorstanders van de komst van de euro vonden dit geen doorslaggevend argument, vermoedelijk doordat neoklassiek geschoolde economen een groot geloof in de evenwichtsherstellende kracht van markten hebben. Een belangrijke tegenwerping tegen het argument van het wegvallende wisselkoersmechanisme was dat mogelijke onevenwichtigheden in de handel ook door flexibele factorprijzen konden worden gecompenseerd. De verwachting was dat succesvolle landen met grote exportoverschotten vroeger of later een hogere inflatie zouden krijgen, vergeleken met slechter draaiende landen (met importoverschotten). De hogere inflatievoeten in de overschotlanden en de lage inflatie in de falende landen zouden vroeger of later tot dusdanige verschillen in prijsniveaus leiden, dat landen met importoverschotten aan concurrentiekracht zouden winnen en dat succesvol exporterende landen marktaandeel moesten verliezen. Dit is op zichzelf een plausibel argument. Tien jaar na invoering van de euro blijkt echter, dat het mechanisme van evenwichtsherstel via flexibele prijzen weinig zoden aan de dijk blijkt te zetten. Een mogelijke verklaring is dat relatieve prijs- of kostenverschillen maar één van de determinanten van exportsucces zijn. Daarnaast spelen factoren zoals productiviteitsgroei en innovatie een doorslaggevende rol.² Er zijn ook empirische aanwijzingen dat exportsucces en innovatief gedrag positief met elkaar samenhangen, met

¹ G. Reuten, K. Vendrik, R. Went (red.), *De prijs van de euro: de gevaren van de Europese monetaire unie*, Amsterdam: Van Gennep, 2008.

² W. Carlin, A. Glyn & J. van Reenen (2001), Export market performance of OECD countries: an empirical examination of the role of cost competitiveness, *Economic Journal*, nr. 468:128-162. E. Lefebvre & L.-A. Lefebvre, Innovative capabilities as determinants of export performance, in A. Kleinknecht & P. Mohnen (eds), *Innovation and firm performance*, London, Palgrave, 2002:281-309.

hoogstwaarschijnlijk een wederkerig causaal verband. Hierdoor wordt het aannemelijk, dat sterke padafhankelijkheden ontstaan: exportsucces versterkt zichzelf via een positieve terugkoppeling met een versterkt innovatievermogen. Mislukte exportstrategieën en grotere importoverschotten leiden via een negatief effect of het innovatievermogen weer tot grotere tegenslagen. Anders dan vanuit de neoklassieke theorie is het dus vanuit een innovatieperspectief zeer aannemelijk dat onevenwichtigheden op handelsbalansen niet gemakkelijk te corrigeren zijn. Integendeel, onevenwichtigheden kunnen juist zichzelf versterken.

Exportcijfers

Een blik in de exportstatistiek leert dat de Duitse en de Nederlandse exportmachines binnen de eurozone al maar succesvoller draaien. Duitsland had bij de invoering van de euro in 1999 nog een klein importoverschot, maar boekt intussen (pijljaar 2007) een exportoverschot ter grootte van 5,4% van het bruto binnenlands product. Het Nederlandse exportoverschot ligt intussen zelfs op ruim 7% van het bruto binnenlands product. Dit exportsucces is gunstig voor de Duitse en Nederlandse economie, maar het exportoverschot van de een is helaas het importoverschot van anderen. Sinds de introductie van de euro bouwen vooral landen rond de Middellandse Zee opmerkelijke importoverschotten op. Tussen 1999, het startjaar van de euro, en het jaar 2007 stegen de importoverschotten (als percentage van het bruto binnenlands product) in een reeks landen vrij fors, in Griekenland bijvoorbeeld van 5,4% naar 9,7%, Spanje van 2,9% naar 9,8% en Portugal van 8,5% naar 9,2%. Maar ook Frankrijk en Italië doen het niet geweldig, met importoverschotten van 1,6%, respectievelijk 2,3% van het bruto binnenlands product, terwijl deze landen in 1999 nog exportoverschotten hadden.³

In de macro-economische literatuur noemen we het exportoverschot van een land ook een nationaal spaaroverschot. Indien een land meer exporteert dan importeert, dan heeft het meer geproduceerd dan het zelf consumeert. Andere landen eten een stuk van het nationaal product op. Voor landen met een importoverschot geldt het omgekeerde: zij hebben een nationaal spaartekort, zij consumeren meer dan ze zelf hebben geproduceerd. Zij eten dus een stuk van het nationaal product van andere landen op. Dit mag, maar het moet worden vereffend.



foto: M. Minderhoud

Europese Centrale Bank in Frankfurt

Schuldenopbouw

Vereffening gebeurt via de handel in vermogenstitels. Landen met een importoverschot moeten ter compensatie van de te veel ontvangen goederen (of diensten) vermogenstitels verkopen. Dat kunnen bijvoorbeeld aandelen zijn, onroerend goed of kunstobjecten, maar ook schuldstitels, zoals obligaties die niets anders zijn dan de toezegging om later te betalen. Overigens heeft de huidige schuldencrisis erme te maken dat landen zoals de VS (en in nog veel grotere mate IJsland) in de afgelopen jaren een alsmaar groter deel van hun (hoge en groeiende) import-

Het is onbegrijpelijk dat topbankiers beweren dat men geen schuldencrisis zag aankomen

overschotten met schuld papier hebben gefinancierd. Daardoor steeg de schuldenlast zodanig hard dat men zonder al te grote moeite kon voorspellen dat het op een gegeven moment mis moest gaan. Diverse economisten hebben hiervoor gewaarschuwd. Het is onbegrijpelijk dat topbankiers beweren dat men geen schuldencrisis zag aankomen. Als dat juist is, getuigt dat van een schrikbarend gebrek aan vrij elementaire macro-economische kennis bij mensen die over heel veel geld gaan. Er zit kennelijk in vrij hoge posities een groot aantal mensen dat met allerlei transacties de

3 IMF, *World Economic Outlook. Globalization and Inequality*, Washington, D.C., October 2007.

DE OPLOSSING:



macro-economie maakt zonder haar te begrijpen. Het onbenul waarmee men de Amerikaanse (en IJslandse) kredietcrisis inliep, dreigt zich nu te herhalen. De Duitsers en de Nederlanders lenen nu voortdurend geld uit waarmee landen rond de Mid-

Met de komst van de euro is de mogelijkheid van het op- en afwaarderen van munten vervallen

dellandse Zee hun groeiende importoverschotten betalen. Het is lastig te voorspellen wanneer precies de schuldenberg ondraaglijk wordt, maar dat dit gaat gebeuren, is onherroepelijk. Als landen ieder jaar opnieuw 5-10% van hun nationaal product netto moeten bijlenen, dan kan het welhaast niet anders dan dat er binnen afzienbare tijd narigheid ontstaat. Met komst van de euro is de mogelijkheid van het op- en afwaarderen van munten vervallen. Daarmee is een veiligheidsventiel uit het systeem gehaald en dit begint zich nu te wreken. Eén van de oorzaken achter het probleem is dat de Duitse vakbeweging door de hoge werkloosheid na de Duitse vereniging zwaar in het defensief is geraakt. De ondernemers zijn de ooit zo machtige Duitse vakbeweging stevig

aan het mangelen. Het resultaat is loonmatiging. In Nederland was die vrijwillig, in Duitsland is het afgedwongen doordat de ondernemers de vakbeweging in het defensief hebben gedrongen, gebruik makend van de hoge werkloosheid. Zet men de loonkosten (per eenheid product) in het jaar 2000 gelijk aan 100, dan stonden die in 2006 in de eurozone gemiddeld op 100,2, nagenoeg onveranderd dus. In Duitsland echter daalden de loonkosten (per eenheid product) in deze periode van 100 naar 92,3. Neem bij deze daling van de loonkosten nog de legendarische reputatie van *Made in Germany*, dan zou ik niet weten hoe de Duitse exportmachine binnen de eurozone nog te stoppen is.

No future in Athene?

De schuldenopbouw die daarmee gepaard gaat, wordt vroeger of later onhoudbaar, maar er is meer venijn. Door de forse importpenetratie vertonen landen rond de Middellandse Zee verschijnselen van deïndustrialisatie. Mensen beseffen in toenemende mate dat de groeiende import uit het rijke Noorden hun inheemse werkgelegenheid afbreekt. Het is een kwestie van tijd totdat populisten in deze landen dit oppakken en er politiek garen bij spinnen. Mogelijk worden straks handelsbeperkende maatregelen bepleit. Dat zal de harmonie in het Europese huis geen goed doen. Wellicht waren de recente onlusten in Athene een voorteken van wat ons nog te wachten staat. Wat zou men kunnen doen? Traditioneel is het zo dat binnen een muntgebied een zekere mate van herverdeling van geld tussen zwakkere en sterkere regio's plaatsvindt. Nederland was bijvoorbeeld in de Gouden Eeuw nog een land met lokale munten. Nadat de Nederlandse gulden als nationale munt was ingevoerd, moest er binnen Nederland worden herverdeeld. Zwakke regio's zoals Zeeland, Limburg en het Noorden ontvingen geld uit *zieligheidsfondsen*, waarvoor onder andere de relatief welvarende Randstad moest opdraaien. Of neem de Duitse *Finanzausgleich*, waar rijke deelstaten als Beieren en Baden-Württemberg moeten bloeden om armere landen binnen de Bondsrepubliek te steunen. Vroeger was het arme Saarland (met een tanende staalindustrie) een netto-ontvanger, vandaag gaat het geld vooral naar Oost-Duitsland. Een dergelijke herverdeling vereist een zekere mate van saamhorigheid. Een Nederlander voelt zich kennelijk voldoende Nederlander om armere burgers in andere delen van het land te willen helpen door voor hen belasting te betalen.

Bij de euro doet zich de vraag voor of wij ons voldoende Europeaan voelen om voor armere Europeanen in het Zuiden of straks in het Oosten belasting te betalen. Als het antwoord nee is dan hadden we niet aan de euro moeten beginnen. Tot nog toe stellen de regionale cohesiefondsen van de Europese Commissie bitter weinig voor. Een zeer substantiële uitbreiding daarvan zou soelaas kunnen bieden tegen de groeiende problemen in landen met importoverschotten. Dit houdt dan wel in, dat in de rijke landen substantieel meer belasting moet worden betaald, waarbij de belastingopbrengsten aan armere landen ten goede moeten komen. Ik ben niet al te optimistisch dat Europeanen in het rijke Noorden zich nu al zodanig Europeaan voelen dat dit lukt. Mocht dat wel het geval zijn, dan doemt ook hier het risico op van een dubbel speelveld voor populistten. De populistten in het Zuiden zullen roepen dat de agressieve exportstrategie van rijke landen in het Noorden hun werkgelegenheid om zeep helpt en dat er protectionistische maatregelen nodig zijn om de groeiende werkloosheid tegen te houden. De populistten in het Noorden zullen roepen dat hardwerkende mensen van hun zuur verdiende geld nu ook nog belasting moeten afdragen om het werkschuwe gepeupel in het Zuiden te onderhouden.

I want my money back

Uiteindelijk is het de vraag of de euro in zijn huidige vorm wel duurzaam houdbaar is een kwestie van politieke waarden: is er tussen de Europeanen voldoende Europees saamhorigheidsgevoel om voor elkaar op te draaien? Kan de Europese Commissie substantiële bedragen aan belasting heffen om daarmee armere landen en regio's te ondersteunen? Toen ik in het verleden het Engelse en het Nederlandse chauvinisme zag bij de onderhandelingen over hun nettobijdragen aan de Europese kas, werd ik niet al te vrolijk. Velen herinneren zich nog het 'I want my money back!' populisme van Margret Thatcher. Maar ook onze zuinige huisvader Zalm heeft in Nederland goede electorale zwier gemaakt met zijn harde opstelling tegenover de Nederlandse nettobijdrage aan Europa. We doen er dus vermoedelijk goed aan geen al te hoge verwachtingen te hebben over de onderlinge (financiële) solidariteit van de Europeanen. Dit doet ernstige twijfel rijzen of de euro in zijn huidige vorm wel houdbaar is. Een economisch competent management van de euro bij de Europese Centrale Bank is niet voldoende. Een munt moet ook politiek worden gedragen.

Wat te doen als straks blijkt dat er onvoldoende Europese solidariteit is om de euro te dragen? Het streven naar een vrijwillige zelfbeperking ten aanzien van exportoverschotten in Duitsland en Nederland is vermoedelijk politiek niet realistisch. Het exportoverschot is in beide landen een heilig huisje. De exportbeslissingen worden bovendien decentraal in bedrijven genomen, waardoor het lastig is hier bestuurlijk te interveniëren. Exportbelemmerende overheidsmaatregelen mogen binnen de EU niet. Het enige dat ik kan verzinnen is een splitsing van de euro in twee munten, een euro-Noord voor de overschotlanden en een euro-Zuid voor de tekortlanden. Twee euro's, met dien verstande dat de euro-Zuid van tijd tot tijd mag worden afgewaardeerd en dat de euro-Noord wordt opgewaardeerd om de exportdrift van het Noorden af te remmen. De invoering van twee aparte munten en twee aparte eurozones is uiteraard een betreurenswaardige stap achteruit voor Europa. Ten opzichte van de oorspronkelijke situatie van zestien nationale munten betekent een tweemuntengebied in ieder geval vooruitgang wat betreft efficiëntie en besparing op transactiekosten. Voor de armere landen heeft deze splitsing het nadeel dat ze hogere rentes op hun schulden moeten betalen. De financiers van bedrijfsobligaties en van staatsschuldpapier zullen hoge risicopremies vragen voor een munt met een zwakkere reputatie wat betreft toekomstige afwaardering en inflatie. De splitsing heeft echter ook een heel belangrijk voordeel. De armere landen in Zuid- en Oost-Europa maken nog een kans zich in de internationale handel te handhaven. Zo kan hun tendens tot deïndustrialisatie worden gestopt en is er meer kans dat ons een Europese schuldencrisis, met alle politieke gevolgen van dien, bespaard blijft.

Doe iets

Eigenlijk hoort men bij instellingen als de Europese Commissie en de Europese Centrale Bank over dit soort problemen serieus na te denken. Zou er niet een Europese *task force* moeten komen die zich over dit probleem buigt? Besturen is toch vooruitzien? Voor zover mij bekend gebeurt dit niet. De Amerikaanse schuldencrisis zagen de heren in krijtstreepjes ook al niet aankomen. Deze crisis had men wel kunnen zien aankomen. Alles wat men daarvoor nodig heeft is een ordelijke opleiding macro-economie en enige kennis van exportstatistiek. Is het te veel gevraagd de put te dempen voordat het kalf verdrongen is? ■