

Geen cent extra naar Griekenland [2]

Mee eens, een herstructurering van de schulden moet prioriteit hebben

door *Roel Beetsma*

De auteur is hoogleraar Macro-economie aan de Universiteit van Amsterdam.

De eurozone bevindt zich in een cruciale fase van zijn bestaan. Een deel van de zone wordt geteisterd door een schuldencrisis, terwijl de conjunctuurcycli van de kernlanden, zoals Duitsland, Nederland en Frankrijk, en de periferie aanzienlijk uit de pas lopen. Dit komt onder andere tot uitdrukking in de grote betalingsbalansverschillen. Het is verleidelijk om te grijpen naar oplossingen die de financiële markten op de korte termijn kalmeren, maar de langetermijnhoudbaarheid van de overheidsfinanciën verder onder druk zetten. Financiële hulp aan de probleemlanden moet dan ook gepaard gaan met verregaande bemoeienis met hun begrotingsbeslissingen en hun macro-economische en structurele beleid: 'Beggars can't be choosers!'

Uiteraard hangt de huidige Europese crisis samen met de financiële en economische crisis die zijn oorsprong vindt in de huizenmarkt in de vs. De situatie was echter nooit zo ernstig geworden als weeffouten, zoals de beslissingsprocedure bij te hoge overheids-tekorten, in het macro-economische raamwerk waren vermeden en landen voldoende prikkels hadden gehad om hun overheidsfinanciën op orde te hebben. De geringe ge-

loofwaardigheid van de *no bail-out*-clausule in het Europese Verdrag (eurolanden moeten hun eigen financiële problemen oplossen) heeft de rentes in de huidige probleemlanden lange tijd laag gehouden. In plaats van deze meevallers te gebruiken voor een structurele financiële versterking, is zowel de overheid als de private sector in deze landen doorgegaan met tegen lage tarieven te lenen van het buitenland. Een goed ontworpen en strikt gehandhaafd Stabiliteits- en Groeipact had ervoor moeten zorgen dat dit niet zou gebeuren. De preventieve arm van het Pact heeft gefaald, doordat landen in relatief goede tijden hun structurele tekort niet substantieel omlaag hebben gebracht, terwijl de correctieve arm, de Excessieve Tekortprocedure, geen enkele keer tot sancties heeft geleid, ondanks de tientallen overtredingen van de 3 procent BBP-norm voor het tekort. De noodzaak van toezicht op macro-economische onevenwichtigheden is overigens pas een recent inzicht.

* * *

Het falen van het Pact is het uiteindelijke gevolg van het feit dat het politici zijn die over de opeenvolgende stappen in de Tekortprocedure beslissen. Het oorspronkelijke Duitse voorstel om sancties automatisch te laten optreden bij overtreding van de Maastricht-normen is destijds vooral door Frankrijk tegengehouden.

Dieptepunt in het bestaan van het Pact was de tijdelijke stopzetting ervan eind 2003, toen Duitsland en Frankrijk in de Tekortprocedure zaten. De verschillende gebeurtenissen hebben de verwachting gesterkt dat slecht budgettair gedrag toch nooit bestraft zou worden, terwijl Europa indien nodig wel zou bijspringen. Deze redding is ergekomen en is op zijn minst ingegaan tegen de geest van de *no bail-out*-clausule. Het verloop van de Griekse schulden-crisis laat zien dat de oplossing ervan vooral een zaak is van politieke volharding. Tijdens de crisis heeft de Griekse regering herhaaldelijk het pakket aan bezuinigingen verzaamd, totdat het huidige reddingspakket er was. Ook nu, nadat is gebleken dat het land achterligt op het bezuinigingsprogramma, blijkt het, in ieder geval op papier, toch mogelijk om de bezuinigingen te vinden die extra geld uit Europa moeten losmaken. Het gaat hierbij om een vervolgtranche uit het oorspronkelijke programma van 110 miljard, alsmede om extra geld dat nodig is omdat Griekenland later dan gepland weer zelf naar de kapitaalmarkt kan. Als er meer druk wordt gezet op het land is er kennelijk meer mogelijk, maar vanzelfsprekend zal het land vanuit politieke overwegingen proberen de inspanning te minimaliseren. Het antwoord is duidelijk: houd de druk op Griekenland hoog en spring niet te snel bij.

.....
*Houd de druk op Griekenland
 hoog en spring niet te snel bij*

Het is een illusie dat de miljarden die ooit aan Griekenland zijn uitgeleend allemaal worden afbetaald. Er zal dus ooit een herstructurering van de schuld moeten plaatsvinden, waarbij een deel wordt afgestempeld. Het verschaffen van extra leningen betekent dat

de klap van de herstructurering steeds groter wordt. Eigenlijk hadden er allang plannen voor een herstructurering moeten klaarliggen voor het waarschijnlijke geval dat Griekenland zijn programma niet zou nakomen en het dus eigenlijk geen nieuwe middelen zou moeten krijgen. De ECB is fel tegen herstructurering vanwege de gevolgen voor de financiële sector en de systeemrisico's die omvallende banken met zich meebrengen (en mogelijk ook de gevolgen voor haar eigen vermogenspositie!). De vraag is echter wanneer het dan wel een goed moment zou zijn. Het is de hoogste tijd om concrete plannen voor een herstructurering te maken, waarbij de systeemrelevante banken die dreigen om te vallen vanzelfsprekend te hulp moeten worden geschoten, maar alle andere partijen hun verliezen moeten nemen. Herstructurering moet gepaard gaan met strikt toezicht op de verdere uitvoering van de structurele hervormingen van de Griekse economie.

Ook wanneer Europa de huidige schulden-crisis weet te overwinnen, kunnen we niet gerust zijn over de lange termijn. Op basis van een toevoeging in het Verdrag zal in 2013 het European Stability Mechanism (ESM) opgericht worden, waarmee financiële steun aan probleemlanden kan worden gegeven. Dit zal gebeuren 'subject to strict conditionality'. Wat deze 'strict conditionality' inhoudt is niet omschreven. Dit doet het ergste vrezen. Waar het gevaar van roekeloos budgettair beleid altijd al op de loer ligt, wordt het nu verder aangewakkerd doordat de onzekerheid over een uitkoop wordt weggenomen met de institutionalisering van reddingsmechanismen. Enkel wanneer de geldgevende instanties achter de landsgrenzen mogen ingrijpen en medezeggenschap krijgen over de uitvoering van aanpassingsprogramma's, kan dit goed gaan.