

In de knop gebroken?

De problemen waarmee nationale staten in de geïndustrialiseerde wereld worden geconfronteerd zijn ernstiger dan tot op heden naar buiten werd gecommuniceerd. Niet door inkomsten gedekte verplichtingen zijn omvangrijker dan gedacht en ze groeien. Met name demografische ontwikkelingen kunnen voor tegenvallers gaan zorgen. Het gemak waarmee tot nu toe geld kon worden opgehaald op de kapitaalmarkten mag regeringen niet afhouden van aanpassing van hun financiële huishouding aan een nieuwe werkelijkheid. Het ziet er naar uit dat de economische groei langdurig gering zal zijn. Immers vergrijzing en outsourcing gaan gewoon door dus de inkomsten blijven achter en de uitgaven groeien. Financiële markten beginnen hierop nu te reageren met een verhoging van risicopremies. Consolidatie van nationale schulden zal moeilijker worden.

Het zal in de komende periode voor veel landen duidelijk worden dat de tering naar de nering gezet moet worden als men onhanteerbare problemen wil vermijden. Er is een kans dat overheden de "Griekse gedragslijn" zullen volgen. Dat wil zeggen dat ze zullen wachten met het nemen van de budgettaire pijn tot het eigenlijk te laat is en de markt een sanering gaat afdwingen. Indien de duimschroeven worden aangedraaid, dus als landen geen geld meer kunnen lenen tegen betaalbare voorwaarden, dan is een aantal draaiboeken en combinaties daarvan mogelijk.

Failissement

Een nationaal failissement gevolgd door een schuldsanering kan worden verkozen boven een moeizame en langdurige herstructurering van de nationale schulden. In hoeverre een bankroet een acceptabele oplossing biedt is onzeker. Wegvallend vertrouwen van de financiële markten zal er immers toe leiden dat de financierbaarheid van het voorzieningenniveau in een land langdurig op de tocht zal komen te staan. De kans op een failissement is in de Eurozone alleen voor Griekenland reëel aanwezig. Buiten de Eurozone staan het VK, de VS en Japan op de dodenlijst.

Pijn nemen

Voor de meeste landen met begrotingsproblemen is er de mogelijkheid van een, weliswaar pijnlijke, sanering van de overheidsfinanciën. Dat daarbij "haircuts" (afwaarderingen van schulden ten laste van schuldeisers) mogelijk en/of nodig zullen zijn is niet uit te sluiten. In een aantal gevallen zal het cruciaal zijn dat enig sociaal draagvlak wordt gecreëerd voor de opgelegde ontberingen. Een bijdrage van de verschaffers van de lenigen (vaak banken) zal door velen als redelijk worden beschouwd. Dat verzekeraars, kleine beleggers en pensioenfondsen daarmee ook worden getroffen zijn voorzienbare maar "politiek onbedoelde" gevolgen.

Uit de schulden groeien.

Voor landen met grote financiële reserves en binnenlandse ontwikkelingsmogelijkheden is er een mogelijkheid de economie te stimuleren. Als het nationaal product voldoende snel groeit dan zullen belastinginkomsten sneller toenemen dan overheidsuitgaven. De sanering van de overheidsbegroting verloopt dan als vanzelf. Dit is een haalbaar scenario voor landen als India, China, Brazilië etc. Die landen hebben echter geen probleem met uit de hand gelopen overheidsfinanciën en ze groeien voorspoedig. De EU, Japan en de VS verkeren in een andere positie. De bevolking vergrijst, de industrie verdwijnt naar "lage lonen landen" en de financiële reserves zijn niet voldoende om enige speelruimte te bieden.

Inflator afbetalen

Een comfortabele manier van schuldsaneren lijkt het veroorzaken van inflatie. Nadat de schuldeisers eerst van hun geld worden geholpen door ze dubieuze vorderingen op spijzieke overheden aan te smeren wordt vervolgens de geldpers aangezet (Bermancke noemde dat ooit een geavanceerde technologie). Gevolg is vermindering van de koopkracht van de valuta en een geleidelijk waardeloos wordende vordering. De gevaren van een dergelijke handelwijze zijn evident. Inflatie heeft de vervelende eigenschap zichzelf via duurdere importen en een loon-prijsspiraal te versterken. De Weimar republiek en recentelijk Zimbabwe hebben laten zien waar dat toe kan leiden. Triple A ratings horen niet bij een economische omgeving die gekenmerkt wordt door inflatiegevaar. De mogelijkheid inflatie als middel tot schuldsanering te gebruiken is meer aanwezig in de VS en het VK dan in de EU. De FED en de BoE (Bank of England) hebben meer bevoegdheden dan de ECB die ook een beperkter missie heeft. Daarnaast wordt met name de FED zonder scrupules als verlengstuk van de politiek gebruikt.

Financiële hulp

Via het IMF en zoals het er nu naar uitziet via de nationale regeringen van EU-lidstaten kunnen aan lager wal geraakte landen worden geholpen met kredieten. Strenge voorwaarden voor die hulp zijn, om uitlokking en recidive te vermijden, onontbeerlijk. Verstrekken van hulpkredieten is overigens goedkoper dan systeembanken redden als die door een onverhoopt faillissement van een lidstaat insolvent worden.

De door het Griekse echec ontstane situatie brengt nu zelfs Europese regeringsleiders tot het inzicht dat in het stabiliteitspact van de EU onvoldoende is geregeld om de gerezen problemen te voorkomen en/of het hoofd te bieden. Duidelijk is geworden dat een verschuiving van bevoegdheden van nationale overheden naar de Unie onvermijdelijk is als men de Euro zo sterk wil maken als men voor ogen had. Minimaal moet daarbij gedacht worden aan:

- afdwingbaar maken van budgettaire discipline bij de lidstaten,
- bouwen van een mechanisme dat de lasten allocert als de noodzaak van herkapitalisatie van systeembanken zich voordoet,
- opstellen van regels voor het ordelijk uitvoeren van liquidaties van financieel belangrijke instituten.

Indien daarnaast de ECB, met behoud van de huidige taakstelling, tevens het monopolie krijgt op het "drukken van geld" dan kan uit de huidige crisis een veel sterker Euro herrijzen.

Normalisering van overheidsbegrotingen zal binnen zeer afzienbare tijd door de markten worden afgedwongen. De perfide ratings van de VS en het VK die er, ondanks overactieve geldpersen, niet beter aan toe zijn dan Griekenland zullen door de financiële markten worden ingehaald met oplopende risicopremies. Ook in de EU zullen zorgeloos spenderende overheden gedwongen door financiële moties van wantrouwen de fiscale buikriem stevig moeten aanhalen. Eurolanden met een handelsoverschot zullen het wat makkelijker hebben als ze terug moeten naar een verantwoord niveau van nationale schuld. De hieronder gegeven schatting van de tekorten in 2011 (ontleend aan de OECD) is overigens aantoonbaar optimistisch. De berekening van de benodigde overschotten is op die schatting gebaseerd en dus zeker niet te somber.

	over 5 jr	over 10 jr	over 20 jr	geschat begrotingstekort in 2011
oostenrijk	5,1	3	2	-2,9
frankrijk	7,3	4,3	2,8	-5,1
duitsland	5,5	3,5	2,4	-2
griekenland	5,4	2,8	1,5	-5,3
ierland	11,8	5,4	2,2	0
italie	5,1	3,4	2,5	-2
japan	10,1	6,4	4,5	-8
nederland	6,7	3,7	2,3	-3,4
portugal	5,7	3,1	1,8	-4,4
spanje	6,1	2,9	1,3	-6,6
VK	10,6	5,8	3,5	-9
VS	8,1	4,3	2,4	-7,1

bron: OECD

Gevolgen voor economisch herstel.

Het is denkbaar dat het door overheden gesuggereerde economisch herstel door de terugkeer van de fiscale tucht in de knop zal worden gebroken. Een volledig wegvallen van de groei is zeker in landen met grote tekorten niet ondenkbaar. Bedrijven moeten concurreren met overheden om het beschikbare kapitaal. Hogere rente en tragere groei van de productiecapaciteit zullen het gevolg zijn. Groei van de consumptieve vraag wordt door een strenger fiscaal regime in de kiem gesmoord. Kariger sociale voorzieningen en minder pensioen zullen evenmin tot uitbundige economische groei leiden. De gedachte dat een korte periode van ascese voldoende zal zijn is een illusie. De tragere groei zal er toe leiden dat een terugkeer naar de schuld niveaus van 2007 vijf tot tien jaar van saneren gaat vergen. Bij krimp moet rekening worden gehouden meteen langer tijds-horizon.

Ter ondersteuning van de terugkeer naar normale begrotingsverhoudingen is het gewenst dat centrale banken deflatie met een beleid van verrijming van de liquiditeitsmassa blijven bestrijden en dat een aantal "nieuwe economische tijgers" een voldoende draagkrachtige eigen consumentenmarkt gaat ontwikkelen en open stellen. Een goedkoper wordende Euro kan daarbij behulpzaam zijn.