Moet ECB geldkraan openen om euro te redden?

PAUL DE GRAUWE en **MATS PERSSON** geven tegengestelde oplossingen voor de eurocrisis

JA

'Op termijn moet de eurozone evolueren naar een begrotingsunie. Er moeten euro-obligaties komen. Griekenland is bankroet en heeft een schuldherschikking nodig. Allemaal waar. Alleen is de situatie vandaag wat ze is. De vraag is dus wat er op korte termijn moet gebeuren om te vermijden dat het hele systeem over de rand van het ravijn dondert.'

'De eurocrisis escaleert omdat in elke muntunie één grote kwetsbaarheid ingebakken zit. Lidstaten geven schuldpapier uit in een munt waar ze geen controle over hebben. Dat betekent dat die landen niet kunnen garanderen dat ze op de vervaldag van de obligaties voldoende euro's in kas zullen hebben om hun schuldeisers terug te betalen. Landen die wel een eigen munt hebben, de VS of het Verenigd Koninkrijk bijvoorbeeld, kunnen die garantie wel bieden. Dat verklaart meteen waarom de 10-jaarsrente op Britse obligaties vandaag 2,4 procent en die op Spaanse 5,3 procent bedraagt, hoewel beide landen er op begrotingsvlak eigenlijk even slecht voor staan. Alleen weten beleggers in Brits papier dat de regering in Londen de centrale bank altijd kan verplichten de nodige cash beschikbaar te stellen, desnoods door geld bij te drukken. Er is altijd een 'lender of last resort', de Bank of England. Die heeft Spanje niet, omdat de ECB niet als 'lender of last resort' optreedt. Die rol mag ze volgens haar statuten in principe niet spelen.'

ONCONTROLEERBAAR

'Toch is er maar één manier om de huidige liquiditeitscrisis in de eurozone op te lossen. De ECB moet die liquiditeit, die snel opdroogt, verstrekken. Massaal. Beleggers verkopen momenteel schuldpapier van Italië en Spanje omdat ze de terugbetalingscapaciteit van die landen vrezen. Op termijn dreigt hun liquiditeitsprobleem in een oncontroleerbare solvabiliteitscrisis te ontaarden. Daarom moet de ECB nu ingrijpen. Voor Griekenland is het al te laat. Dat land was eigenlijk al van bij de start insolvabel en kan alleen nog gered worden door een schuldherschikking. Het land zomaar uit de euro duwen, is geen optie. Niet alleen klapt dan het hele Griekse financiële systeem in elkaar, speculanten zullen er meteen hun volgende slachtoffer uitpikken. Tot het hele kaartenhuis omver ligt. Voor de andere probleemlanden, die dus vooral een liquiditeitsprobleem hebben, moet de ECB als lender of last resort optreden. Dat doet ze door obligaties van die landen op te kopen, wat in de feiten neerkomt op geld bijdrukken.'

'Voorwaarde is wel dat de ECB op een doortastende manier ingrijpt, en niet zoals ze nu doet. 'We kopen wel, maar eigenlijk haten we het', is nu min of meer de boodschap. Bovendien is het geruzie tussen de ECB-directeurs tot op straat te horen.

Terwijl de crisis alleen te stoppen valt door de beleggers een klare en duidelijke boodschap mee te geven: we zullen geld blijven drukken tot jullie ermee ophouden de euro onder vuur te nemen. Die boodschap kan bovendien alleen de ECB geven. Het is geen goed idee om de verstrekking van de liquiditeit toe te vertrouwen aan het Europees noodfonds (EFSF), zoals nu de bedoeling is. Het EFSF is een gedrocht dat onmogelijk kan werken. Als de Ware Finnen of de Nederlandse PVV in hun regeringscoalitie op de rem gaan staan, is het EFSF meteen zijn slagkracht kwijt. Bovendien beschikt het EFSF met 440 miljard euro ook over te weinig middelen. De kracht van een instelling als de ECB is net dat ze als centrale bank in principe over onbeperkte middelen beschikt. Het enige wat de ECB moet doen, is op de startknop van de geldpers drukken.'

'Het is een bijzonder oppervlakkige analyse dat de extra geldcreatie door de ECB automatisch tot inflatie leidt, zoals de Duitsers vrezen. Er moet onderscheid gemaakt worden tussen de geldbasis, geld dat de centrale banken ter beschikking stellen van de commerciële banken, en de geldhoeveelheid, geld dat gebruikt wordt om goederen en diensten mee te betalen. In crisistijden stijgt de geldbasis heel scherp, terwijl de geldhoeveelheid net daalt. Dat fenomeen heeft zich voorgedaan tijdens de Grote Depressie van de jaren 30, tijdens de Grote Recessie na de kredietcrisis van 2008 en het doet zich nu opnieuw voor.

De verklaring is simpel. Tijdens crisissen vluchten beleggers naar veilige havens, zoals cash geld. Commerciële banken slaan geld in bij centrale banken om dat vervolgens op te parkeren. Banken wantrouwen elkaar en lenen elkaar geen geld meer, waardoor de liquiditeit opdroogt. De rol van liquiditeitsverschaffer moet dus overgenomen worden door de centrale bank. Doet ze dat niet, dan krijg je deflatie. En dat is dodelijk voor de economie. Sinds het begin van de crisis is de geldhoeveelheid in de eurozone gemiddeld met 1 procent per jaar gestegen, terwijl de ECB zelf mikt op 4,5 procent Dat doet ze om de inflatie binnen de doelstelling van 2 procent te houden. De conclusie is dus dat de ECB de geldkraan eigenlijk nog meer moet openzetten dan ze nu doet. Geloof me, het beleid van de ECB zal echt niet tot Zimbabwaanse toestanden leiden.'

■ **Paul De Grauwe** is afscheidnemend hoogleraar aan de KULeuven.

© VIVIAN KEMPENAERS

NEEN

'De eurozone gedraagt zich als een zieke die een doktersbezoek maar blijft uitstellen. Ze steekt liever haar kop in het zand dan een pijnlijke diagnose te moeten horen. De Europese Centrale Bank koopt schuldpapier van landen die zichzelf niet meer kunnen financieren op de markten en leent noodlijdende banken goedkoop geld in ruil voor staatspapier als onderpand. Daarmee lost de ECB helemaal niets op. Integendeel, ze verschuift de schulden alleen maar van insolvabele overheden en banken naar haar eigen balans. Ze maakt het probleem zelfs nog erger omdat ze de schuldenbubbel verder helpt opblazen.

De ECB houdt zombiebanken en bijna failliete landen aan het infuus, waardoor die totaal niet onder druk worden gezet om hun schulden af te bouwen. Ze kunnen zelfs vrolijk verder schulden blijven maken. Die moral hazard verklaart het verzet in landen als Duitsland, Finland en Nederland tegen de opeenvolging van bail-outs door de ECB. De sterke landen vinden dat de eurozone door de zure appel moet durven bijten. Griekenland moet failliet worden verklaard, de Griekse banken moeten een kapitaalinjectie krijgen of desnoods genationaliseerd worden en Europese banken met een blootstelling aan Griekenland moeten gekapitaliseerd worden. Door hun eigen regeringen, niet door de eurozone als geheel.

Het besmettingsgevaar bij een Grieks faillissement is inderdaad groot, maar het zal altijd goedkoper uitvallen dan het beleid dat de ECB nu aanhoudt. Schuldpapier blijven kopen, is op langere termijn compleet onhoudbaar. De ECB pompt haar balans immers vol met 'junk bonds' van landen die op de rand van het bankroet balanceren. Als die landen straks echt failliet gaan, dan zit de ECB met een hoop waardeloos papier opgescheept. Dan moeten de lidstaten de ECB herkapitaliseren. Daarbij wordt de bijdrage door elke lidstaat berekend op basis van hun aandeel in de ECB. Daarmee zouden de verliezen dus terechtkomen op de kap van de Europese belastingbetaler. En wie zal het meest betalen? Duitsland, dat een kwart van het kapitaal van de ECB levert.'

NACHTMERRIE

'Bovendien dreigt een verzwaking van haar kapitaalbasis de ECB in een geloofwaardigheidscrisis te storten. Markten hebben geen enkel vertrouwen in een centrale bank die financieel verzwakt is en waarvan niemand weet wat haar taak nu precies is. In theorie kan de ECB de verliezen misschien weg 'inflateren' door simpelweg geld te drukken, maar die optie is gewoon onaanvaardbaar voor Duitsland.'

'Duitsland heeft zijn monetair beleid in de jaren 90 uit handen gegeven onder de plechtige belofte dat de ECB een kopie zou worden van de Bundesbank. De ECB zou een politiek onafhankelijke instelling zijn die mikt op een zo laag mogelijke inflatie. De perceptie van de Duitsers is dat de ECB het spiegelbeeld is geworden van wat een centrale bank in hun ogen moet zijn. De ECB is in augustus niet begonnen met het kopen van Spaans en Italiaans schuldpapier om monetaire redenen, maar onder politieke druk van Europese regeringsleiders. En dat maakt van de ECB een gepolitiseerde instelling.

Als de ECB massaal overheidsobligaties van verzwakte lidstaten opkoopt, kan ze ook niet langer de prijsstabiliteit garanderen. Het opkopen van obligaties komt immers neer op geld bijdrukken, wat op termijn de inflatie dreigt aan te jagen. Dat laatste is zowat de nachtmerrie van elke Duitse econoom. En duidelijk ook van de Duitse ECB-directeur Jürgen Stark, die vorige week zijn ontslag indiende.'

'Het klopt dat de muntunie fragiel is omdat de ECB niet als 'lender of last resort' kan optreden. Willen de lidstaten die zwakte wegwerken, dan moet de ECB een heel andere instelling worden. Een andere rol voor de ECB is mogelijk, maar dan moeten de leden van de eurozone de missieverklaring van de ECB veranderen. Dat zullen de Duitsers nooit aanvaarden. Willen de andere lidstaten dat echt doordrukken zonder de steun van Duitsland? Het openen van de geldkraan is gewoon de snelste weg naar een Duitse exit uit de eurozone. En dan is het meteen ook afgelopen met de euro.'

'Op langere termijn is er maar één oplossing om de eurozone overeind te houden. De lidstaten zullen collectief lenen op de markten, via een vorm van euro-obligaties, in ruil voor een strakke Duitse controle op de begrotingen van zwakkere Europese landen. Dat is een veel realistischer scenario dan een ECB als 'lender of last resort'. Tenslotte kan de ECB de grote verschillen in concurrentiekracht en sterkte tussen de Europese economieën niet blijven compenseren, zoals ze nu doet.

■ **Mats Persson** is directeur van de denktank Open Europe

Teksten: Dries BERVOET

© TIM FOSTER

'De ECB moet voluit haar rol opnemen als lender of last resort'

'Voor de verzwakte ECB dreigt een geloofwaardigheids-crisis'

De laatste der optimisten

| Geen enkele beursberoemdheid voorspelt een zorgeloze toekomst | Nooit eerder was pessimisme zo algemeen

PIERRE HUYLENBROECK

Nooit meegemaakt in een journalistieke carrière van toch al 18 jaar: de massale afwezigheid van economische en financiële optimisten. Van alle grote namen die dankzij hun inzichten de financiële kolommen van de zakenkranten mogen vullen, blijkt niemand op zijn gemak. Op één man na. Is hij de laatste der optimisten of is het tijd optimistisch te worden omdat er zo weinig optimisten zijn?

Toeval of niet? Toen ik vrijdagochtend naar de redactie reed, weerklonk 'Down Down Deeper and Down', een song uit de donkere jaren 70 van de wijdbeense gitaarrockers van Status Quo.

Een uurtje later begon ik aan dit artikel over het alomtegenwoordig economische pessimisme. Ik was meteen in de juiste stemming.

Het pessimisme valt al enkele maanden van de beursgrafieken af te lezen. Maar het zit ook in de chaamstaal en de uitspraken van onze leiders. Als de Europese topman Herman Van Rompuy, in normale tijden de rustige vastheid zelve, zich laat ontvallen: 'De euro heeft nooit de infrastructuur gekregen die hij nodig heeft', dan geeft dat toch een gevoel van onbehagen. En als de Duitse bondskanselier Angela Merkel, vandaag de machtigste Europeaan, zegt: 'De huidige eurocrisis is de grootste test voor Europa sinds de ondertekening van het Verdrag van Rome in 1957', dan is dat even slikken. Enkele dagen geleden besefte ze blijkbaar zelf dat ze de retoriek over de omvang van de crisis best achterwege kan laten. En niet alleen zij: 'Elke politieke leider moet zijn woorden zorgvuldig wikken. We willen zeker niet de financiële markten alarmeren'.

De recente opmerkingen van machtige mensen als Josef Ackermann van Deutsche Bank ('Het is algemeen geweten dat heel wat Europese banken niet zouden overleven als de overheidsobligaties in hun portefeuilles zouden worden geherwaardeerd naar de huidige marktprijzen') en Christine Lagarde van het IMF ('Europese banken hebben dringend nood aan een herkapitalisering') nemen evenmin de vrees en de hamsterdrang bij beleggers, consumenten en bedrijfsleiders weg.

Het verschil ten opzichte van drie jaar geleden is opvallend. Onmiddellijk na de Lehman-val en het Fortis-debacle was veel politieke moed en doortastendheid nodig om de wankele wereld recht te houden. De overheden slaagden met brio door de inzet van overtuigende paardenmiddelen. Vandaag draaien ze rondjes en beloeren ze elkaar.

Dat dralende leiderschap maakt iedereen onzeker, ook de grootste denkers van het moment. In navolging van Bloomberg vorige week schatte de redactie van De Tijd in welke acht experts vandaag als financieel-economische denkers wereldwijd de grootste impact hebben *(zie hiernaast)*. Opvallend is de eensgezinde voorzichtigheid. Allemaal houden ze hun hart vast voor wat in de volgende weken komen zal.

> **Sinds ik bij De Tijd ben, vond ik nooit zo weinig optimistische beursgoeroes als vandaag. Waar zijn ze?**

GARZARELLI

We stellen hetzelfde vast bij de beursexperts. Sinds ik bij De Tijd ben (1993!) vond ik nooit zo weinig optimistische beursgoeroes als vandaag. Waar zijn ze? In welke media vinden we de grote voorspellingen, genre 'Dow schiet binnenkort door de 100.000 punten'? Dat soort profetieën waren schering en inslag in de late jaren negentig, toen de beurzen zorgeloos van het ene record naar het andere koersten en Elaine Garzarelli en Abby Joseph Cohen de plak zwaaiden als Zonnekoninginnen van de beurs.

Van de nieuwe generatie beurskenners op de Tijd-redactie blijkt niemand op te kijken bij de naam Garzarelli. 'Nooit van gehoord,' Cohen, 'die van Goldman Sachs', doet hier en daar wel nog een belletje rinkelen. Dat komt vooral omdat ze de lezers van De Tijd nog in juni 2008 kwam bezweren dat de beurskoersen met een veel slechter scenario rekening hielden 'dan we waarschijnlijk achten'. Vlak voor de grote crash, dus. Sindsdien is ook de ster van Abby vrijwel volledig uitgedoofd.

Andere beurssterren zijn evenzeer in de mist der tijden verdwenen - kent iemand Ralph Acampora nog? Veel van die boom-toeteraars zijn terecht vergeten. Maar ook ernstige optimisten komen nauwelijks nog aan de bak. Dat is een typisch en logisch fenomeen. In goede tijden luistert iedereen naar degene die de goede tijden voorspeld heeft. En vice versa: Roubini, Shiller en Rajan zagen de miserie van de voorbije jaren aankomen en prijken nu in de bijgevoegde galerij van grootste aandachtstrekkers.

Omgekeerd kan ook. Ian Scott, de zonneschijnprofeet van het beurshuis Nomura, voorspelde in het begin van 2009 de dag dat het beurssentiment omsloeg. 2009 werd een onverhoopt goed jaar en Ian Scott werd beroemd.

Toch is ook Scott nu ver te zoeken in de financiële media. De reden? Nog steeds voorspelt Scott een stevige beursprestatie, aangevoerd door sterke fundamenten, aantrekkelijke waarderingen en een aanhoudende groei van de bedrijfswinsten.' Exit Scott.

De Tijd schreef in de herfst van 2009, toen de beurzen al maanden een stevige rit maakten: 'Ian Scott heeft nog niet het superimago dat een Roubini dreigt kwijt te raken. Maar de dag dat Scott en zijn collega-optimisten de krantenkolommen beheersen en van Roubini en Shiller geen sprake meer is, is de tijd aangebroken uit de beurstrein te stappen.'

Geldt het omgekeerde ook? De logica suggereert van wel. In elk geval, de vaststelling dat al de invloedrijkste experts erg voorzichtig zijn en blijkbaar Ian Scott de laatste der optimisten is, lijkt een beter startmoment dan de glorietijden van Abby Cohen.

UP UP AND AWAY

Bij het voltooien van dit artikel hoorde ik vrijdagavond het hoopvolle nieuws van de gezamenlijke steun van 's werelds centraal bankiers aan de Europese banken die dollars nodig hebben. Even later hoorde ik dat de Europese Commissie experts en veel geld naar Griekenland zal sturen. Nog wat later, toen ik met de auto naar huis reed, hoorde ik het zonnige sixties-liedje 'Up Up and Away'. Toeval of niet?

Beleggen in tijden van pessimisme

1 Tracht geen vallend mes te grijpen, want u zou zich kunnen kwetsen.

Dat advies lijkt nogal triviaal, maar vergis u niet: fors dalende beurskoersen zijn verdomd aanlokkelijk voor de geoefende belegger. Dat is logisch ook. Ernstige beleggers hebben op voorhand beslist tegen welke koers ze een aandeel willen. Als de koers tot fors onder die drempel zakt, hebben ze de neiging al te snel 'in te stappen.' Afwachten is het allermoeilijkste.

2 Word je geschoren, dan moet je stilzitten. Op de beurs is dat niet anders. Veel beleggers maken de fout te verkopen nadat hun aandelen fors gezakt zijn. In praktijk is dat doorgaans het slechtst mogelijke moment. Het beste is dus vrij snel van boord te gaan of de storm helemaal uit te zitten. Helaas is dat vrij snel van boord gaan praktisch onuitvoerbaar. Wanneer is dat precies, vrij snel?

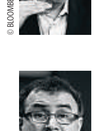
Een handig truc je om emotieloos te kunnen verkopen is de regel dat een aandeel in portefeuille nooit onder een vooraf bepaald percentage van de hele portefeuille mag zakken. Het voordeel is dat je dan niet tot het bittere eind met Lernout & Hauspie of Fortis blijft zitten.

Stel dat je hetzelfde doet bij forse stijgingen - bijvoorbeeld de helft verkopen indien een aandeel tot boven een bepaald percentage van de portefeuille stijgt, dan is het bijkomende voordeel dat je altijd een evenwichtig gespreide portefeuille hebt.

3 Verzeker je portefeuille, bijvoorbeeld via de aankoop van een put-optie. Daarmee krijg je het recht om in de toekomst het onderliggende actief tegen een vooraf bepaalde prijs te verkopen. De waarde van dat recht stijgt naarmate de koers van het actief zakt. Het recht om in december 2012 de Amsterdamse AEX-index te verkopen tegen 300 euro per eenheid, is nu (AEX 280 punten) veel meer waard dan toen hij in februari op 370 punten piekte.

Wat de grootste denkers denken

Deze invloedrijke experts wisten in de voorbije maanden het economische debat te sturen. Wat denken zij vandaag? Blijkbaar is ook bij hen het optimisme ver te zoeken.



© AFP

'Griekenland moet uit de euro. Er is geen alternatief. Anders maakt Griekenland een economische ramp mee zoals Duitsland begin jaren 30.'

Hans-Werner Sinn, voorzitter Duits Ifo-onderzoeksinstituut

© SWISS-IMAGE.CH

'Mensen blijven geloven dat Ben Bernanke nog vanalles uit zijn mouw kan toveren... Volgens mij heeft hij nauwelijks nog munitie over.'

Raghuram Rajan, econoom, voorspelde de kredietcrisis

© REUTERS

'Europa is een angstaanjagend verhaal. De Europese munt gaat door een levensbedreigende existentiële crisis.'

Paul Krugman, econoom en Nobelprijswinnaar

© BLOOMBERG

'We trachten allemaal voortdurend in te schatten hoe bang de anderen zijn, en hoe bang die anderen zijn voor de angst van nog anderen.'

Robert Shiller, econoom en bestsellerauteur

© IN DOC

'China is niet zinnens de 'lender of last resort' te spelen voor landen in problemen.'

Yu Yongding, econoom en ex-centraal bankier

© AFP

'De Europese Centrale Bank moet haar twee recente renteverhogingen teniet doen, want de groei in Europa is aan het vertragen.'

George Stiglitz, econoom en Nobelprijswinnaar

© BLOOMBERG

'Er is geen enkele morele reden waarom een dermate welvarende wereld zoveel schulden zou moeten hebben.'

Nassim Taleb, ex-trader en auteur van 'De Zwarte Zwaan'

© REUTERS

'We hebben zo snel mogelijk een forse stimulering nodig, anders komt er een volgende Grote Depressie.'

Nouriel Roubini, econoom, voorspelde de kredietcrisis