

## Subvaluatie oplossing voor zwa

Substituut-devaluatie ofwel subvaluatie kan zwakke eurolanden uit een crisis helpen. Een eenmalige verlaging van prijzen en schulden leidt tot een langdurige verbetering van de concurrentiepositie van een land.

**V**olgens Kleinknecht (2010) kunnen Griekenland, Spanje en Portugal beter uit de euro stappen, om hun concurrentiepositie via lage wisselkoersen te verbeteren. De vraag is of dat zo is. In de basistheorie over devaluatie wordt verondersteld dat alle schulden en financiële claims van actoren in het land zijn genoteerd in de nationale munt, en dat alle actoren rationeel en volledig geïnformeerd zijn. Een devaluatie van tien procent betekent dan dat in een moment alle binnenlandse prijzen en schulden in termen van buitenlandse valuta met tien procent dalen. Na de devaluatie zijn importgoederen duurder. Dit leidt, als de cao's aflopen, tot hogere lonen. Dat verhoogt de kosten voor bedrijven, en dus hun prijzen. Daardoor stijgen de lonen weer, enzovoort. Als men schulden buiten beschouwing laat, geldt volgens de theorie dat de uiteindelijke stijging van de inflatie ook tien procent zal zijn indien de werknemers volledige prijscompensatie eisen (Kahn en Lizondo, 1987). De concurrentiepositie verbetert dan slechts tijdelijk. Als de vakbonden milder zijn, verbetert de concurrentiepositie ook op lange termijn, zodat de economie aantrekt.

Echter, de mogelijkheid van devaluatie doet de rente stijgen, met alle nadelen voor investeringen en schulden van dien. En om te kunnen devalueren, moet een euroland eerst uit de euro stappen. Dat is een kostbaar proces, en kan chaos op de financiële markten veroorzaken (The Economist, 2010). Daarbij verdwijnt ook het voordeel van handel in één munt. Ten slotte blijven oude schulden in euro's staan, zodat ze bij devaluatie in reële termen stijgen. Kleinknechts voorstel heeft dus belangrijke nadelen.

Een alternatief is het door het Internationaal Monetair Fonds (2010) bepleite *internal devaluation*. Hierbij worden de lonen en bijgevolg de andere prijzen verlaagd, zodat de concurrentiepositie verbetert. Op zich zinvol, maar de vergelijking met devaluatie gaat mank omdat lonen en prijzen ten opzichte van de schulden dalen. Dit betekent onder meer dat werknemers hun hypotheeklasten moeilijker kunnen dragen. Dit zal de weerstand tegen loonmatiging vergroten, terwijl banken meer oninbare hypotheeklen krijgen. Bij het door Duitsland voorgestelde *sovereign debt default mechanism* wordt de staatsschuld gekort, maar hierbij worden de lonen niet gematigd. Een beter alternatief is substituut-devaluatie ofwel subvaluatie. Hierbij worden de schulden en prijzen neerwaarts bijgesteld.

### Uitgangspunten

Subvaluatie van tien procent houdt in dat de overheid van een euroland verordonneert dat alle binnenlandse schulden en prijzen in een moment tien procent lager worden. Het gaat hierbij om alle schulden en prijzen die – in de hypothetische situatie dat het land

een eigen munt heeft en alle schulden en claims van actoren in het land in deze munt luiden – bij een devaluatie van deze munt met tien procent, in termen van buitenlandse valuta tien procent minder waard zouden worden.

Alle prijzen dalen dus een moment met tien procent, maar zijn daarna weer vrij. Buiten het eerste moment is er dus geen prijsregulering. Uitzondering zijn de prijzen die contractueel vastlagen, zoals cao-lonen; deze blijven gedurende de resterende looptijd van het contract tien procent lager dan eerder overeengekomen, en zijn daarna vrij. Verondersteld wordt dat alle actoren rationeel en volledig geïnformeerd zijn. Er bestaat al jaren een wet die subvaluatie mogelijk maakt. Die wet beschrijft welke schulden en contractueel vastliggende prijzen bij subvaluatie dalen; de andere prijzen vormen juridisch geen probleem omdat ze alleen even symbolisch dalen. Dit geeft duidelijkheid voor overheidsschulden, binnenlandse hypotheeklen en andere binnenlandse schulden en prijzen. Bij grensoverschrijdende transacties moeten clausules in het contract worden opgenomen die aangeven of de schuld of prijs onderworpen is aan subvaluatie. Vergelijkbaar met bijvoorbeeld een clausule dat betaling in dollars is.

De Europese Centrale Bank (ECB) moet instemmen met de subvaluatie en het percentage. Subvaluatie is alleen toegestaan bij een grote crisis, waarvoor duidelijke criteria zijn opgesteld.

### Effecten

Na de subvaluatie komen er prijsstijgingen die gelijk zijn aan die van na de devaluatie. In beide gevallen is de oorzaak dat alle importgoederen tien procent duurder worden in vergelijking met binnenlandse goederen. Een verschil is dat de binnenlandse prijzen na devaluatie vanaf het oorspronkelijke prijsniveau beginnen te stijgen, terwijl ze na subvaluatie tien procent lager beginnen. Subvaluatie heeft dus dezelfde effecten op de relatieve prijzen als devaluatie, maar het algemene prijsniveau is en blijft lager, en dus ook de gecumuleerde inflatie over alle jaren.

Als men schulden buiten beschouwing laat, leidt subvaluatie net als devaluatie op lange termijn alleen tot een betere concurrentiepositie als werknemers geen volledige prijscompensatie eisen. Nu is subvaluatie alleen toegestaan bij crises, wanneer er doorgaans bereidheid bestaat tot loonmatiging, en dus zal de concurrentiepositie verbeteren.

Als men rekening houdt met schulden, wordt deze conclusie versterkt. Subvaluatie verlaagt de waarde van de hypotheeklen, en dus de hypotheeklasten, met tien procent. Daarmee daalt een deel van de kosten van levensonderhoud, en deze daling wordt niet aangetast door de stijgende goederenprijzen. Er is dus minder prijscompensatie nodig, wat de loonstijging beperkt. Ter verduidelijking een extreem voorbeeld: stel dat de kosten van levensonderhoud alleen uit hypotheeklasten bestaan. De rentevastperiode duurt nog vier jaar. Subvaluatie maakt het levensonderhoud dan zeker vier jaar tien procent goedkoper en er is dan geen enkele prijscompensatie nodig. Subvaluatie kost bezitters van binnenlandse schuldbewijzen, zoals obligaties, hypotheekbewijzen en spaarrekeningen, tien procent

# Uitbijter kke eurolanden

van hun bezit. Tegelijkertijd zien binnenlandse banken hun schulden aan spaarders en obligatiehouders met tien procent dalen. Sommige binnenlandse spaarbanken die zelf in het buitenland beleggen, maken per saldo winst, net als bij devaluatie. Vooral buitenlandse banken en beleggers met binnenlandse schuldbewijzen in portefeuille maken per saldo verlies. Hun schade kan aanzienlijk zijn omdat een land in crisis doorgaans een hoge netto buitenlandse schuld heeft. Ter compensatie zijn de rentes verhoogd, vanaf de dag dat subvaluatie mogelijk werd. De hogere rentes treffen overheden, bedrijven en huiseigenaren die geld lenen. Daarom moeten de criteria voor toestaan van subvaluatie, en het Stabiliteits- en Groeipact, strikt worden toegepast. De kans op subvaluatie blijft dan klein, en de rentestijgingen dus beperkt. Hier heeft subvaluatie een voordeel boven devaluatie: hoewel in beide gevallen de mogelijkheid van de maatregel de rente doet stijgen, is de stijging bij devaluatie groter. Landen die kunnen devalueren zijn namelijk niet gebonden aan regels van bovenaf, en worden dus minder gedisciplineerd. De hoge rentes hebben ook enig voordeel. Het probleem van moreel risico, waar sommige landen na de komst van de euro mee kampten, verdwijnt; wie zich toch ongedisciplineerd gedraagt, betaalt meer rente. Ten slotte kan men ook alleen een deel van alle kortingen doorvoeren: partiële subvaluatie. Het beleid concentreert zich dan op bepaalde problemen of vermijdt specifieke tegeneffecten (kader 1).

## Subvaluatie op korte termijn

Op korte termijn kan subvaluatie in een euroland de recente bankencrisis aanwakkeren, omdat banken schuldkortingen moeten opvangen. Maar er zijn ook voordelen voor banken. Binnenlandse

Kader 1

### Partiële subvaluatie

**Een eenvoudige variant van partiële subvaluatie is een combinatie van loonmatiging en korting op de staatsschuld. Omdat een lagere staatsschuld onder meer kan leiden tot lagere belastingen en zo tot goedkopere export, is dit beter dan loonmatiging op zich. Een andere variant is een korting op lonen, huren, hypotheken en langlopende schulden inclusief termijndeposito's van binnenlandse banken. Hierbij zullen de lagere woonlasten vakkonden gunstig stemmen. En het ontzien van de direct opeisbare tegoeden bij binnenlandse banken voorkomt dat mensen hun geld vlak voor de maatregel snel naar buitenlandse banken brengen. Een dergelijke bescherming voor banken is bij devaluatie niet mogelijk. Met partiële subvaluatie kan maatwerk worden geleverd. Zo zal, voor wat betreft de schulden, het ene land behoefte hebben aan sanering van de staatsschuld, terwijl het andere land lagere hypotheken en bankschulden wil.**

banken zien hun schulden aan spaarders en obligatiehouders dalen en in landen die subvalueren trekt de economie aan. Verder leiden de prijsdalingen in deze landen tot lagere inflatie in de hele eurozone. Hierdoor stijgt de waarde van de euro, en dat is gunstig voor niet-Europese banken. De hoge rentes voor zwakke eurolanden tonen trouwens aan dat beleggers rekening houden met enige vorm van schuldsanering (Tang, 2010). De kans op het aanwakkeren van de bankencrisis is dus beperkt.

Een oplossing voor banken die toch problemen zouden krijgen, is dat ze van de ECB een bedrag ontvangen dat gelijk is aan hun netto verlies uit subvaluatie. In ruil hiervoor krijgt de ECB nieuw uitgegeven aandelen van de bank. Deze aankoop wordt monetair gefinancierd, en is dus in wezen gratis. Wel kan door de stijging van de geldhoeveelheid de inflatie toenemen, maar dat mag omdat de subvaluatie zelf de inflatie vermindert. De ECB kan de aandelen later verkopen, wat winst oplevert omdat de aankoop gratis was. De vraag of de bij subvaluatie horende schuldkortingen op korte termijn juridisch haalbaar zijn, dan wel in overleg met beleggers te realiseren, blijft hier open. Maar ze zijn onderdeel van een pakket dat tot meer economische groei, minder inflatie en een sterkere euro leidt, en daarmee beleggers ook voordelen biedt. Daarom lijken de aan subvaluatie gebonden kortingen in eurolanden beter haalbaar dan andere schuldkortingen.

## Conclusies

Het probleem van de euro is dat concurrentieverschillen tussen eurolanden niet meer via devaluaties kunnen worden weggewerkt. Met subvaluatie verdwijnt dit probleem in elk geval op lange termijn. Subvaluatie heeft dan grotendeels dezelfde effecten als devaluatie. De reële lonen dalen, de concurrentiepositie verbetert, de economische groei trekt aan. Ook de schulden dalen, juist in een crisis. Daar staat tegenover dat de rente stijgt. Er zijn twee verschillen met devaluatie: de stijging van de reële rente is minder hoog en er komt minder inflatie.

Op korte termijn kan subvaluatie voor een euroland ook zinvol zijn, maar daarbij is wel de vraag of de schuldkortingen juridisch haalbaar zijn. Al met al verdient subvaluatie meer discussie.

### LITERATUUR

- IMF (2010) Ireland Article IV consultation. *IMF Country Report*, 10(209).  
Kahn, M.S. en J.S. Lizondo (1987) Devaluation, fiscal deficits, and the real exchange rate. *The World Bank Economic Review*, 1(2), 357-373.  
Kleinknecht, A. (2010) Griekenland nog lang niet op orde. *ESB*, 95(4596), 660-661.  
Tang, P.J.G. (2010) Geen Europa zonder crisis. *ESB*, 95(4593), 564-565.  
The Economist (2010) Don't do it. *The Economist*, 4 december.

TSJALLE VAN DER BURG

Universitair docent aan de Universiteit Twente

De rubriek *uitbijter* biedt een podium voor niet alledaagse voorstellen tot verandering van de status quo. De stukken kunnen afwijkende ideeën bevatten, die dienen als voer voor discussie. De rubriek is bedoeld om op een andere manier na te denken over bestaande economische vraagstukken. De redactie nodigt de lezers uit om te reageren op de wenselijkheid en of haalbaarheid van deze ideeën.

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.