

Inleiding

- **Eerste echte test**
- **Divergerende risicopremies**
- **Niet-ingeloste beloften**
- **Nadelen van de euro**
- **Geen Verenigde Staten van Europa**
- **Politiek über alles**
- **Exit van Griekenland en Portugal?**
- **Geen acuut gevaar voor ineenstorting van de euro**
- **Hoe moet het nu verder?**

Auteurs:
Kris Boschmans &
Johan Van Overtveldt

Komt de euro *echt* in last?

De euro bestaat tien jaar, leve de euro! Alhoewel de voorspelde weldaden die in het zog van de Europese eenheidsmunt over ons zouden nederdalen er hooguit gedeeltelijk kwamen, verdient de euro inderdaad een positieve evaluatie. Helaas volstaat die waardering niet om de toekomst van de eenheidsmunt met ongebreideld vertrouwen te kunnen tegemoet zien. Niet in het minst als gevolg van de financiële crisis en de recessie pakken donkere wolken zich samen. Enkel doordachte politieke actie kan voor oplaring van de eurohemel zorgen.

Het voorbije half jaar ging het er bij momenten zeer hard aan toe in en rond het Belgische bankwezen. De perikelen rond *Fortis*, *Dexia* en *KBC* brachten ons land ongezien dicht bij een financieel-economische afgrond die ook breed maatschappelijk diepe sporen zou nagelaten hebben. Er kan geen enkele twijfel over bestaan dat ons kleine landje erg zware klappen geïncasseerd zou hebben indien we het met een eigen nationale munt hadden moeten rooien. Gegeven de omvang van de Belgische bankproblematiek ten aanzien van onze nationale middelen zou zich moordend snel een vicieuze cirkel op gang getrokken hebben van verlies aan internationaal vertrouwen, massale kapitaalvlucht, torenhoge rentevoeten, zware muntontwaarding, diepe recessie en dus verarming op grote schaal. Kortom, zonder euro hadden we België voor langere tijd kunnen aanstippen op de kaarten als “IJsland aan de Noordzee”.

Tegelijk met de weldadige impact van de euro op het Belgische gebeuren verloor in die hoogdagen van de wereldwijde financiële crisis de euro echter aanzienlijk aan waarde ten aanzien van de dollar. Tussen 25 september en 28 oktober 2008 verloor de euro 14% van zijn waarde tegenover de dollar, een scherpe afwaardering op zeer korte tijd. Een aantal technische factoren in het voordeel van de dollarkoers ten spijt, leek het erop dat de internationale financiële gemeenschap in die (zeer) bange dagen de dollar toch nog meer als

een veilige haven aanziet dan de euro. Gegeven de omvang van de financiële en algemeen economische crisis in de Verenigde Staten, van de enorme externe tekorten en de oplopende buitenlandse schuldpositie van het thuisland van de *green buck* vormde de evolutie van de dollar/euro-wisselkoers in die extreme momenten van crisis en onzekerheid een zeer opmerkenwaardig fenomeen. Of misschien toch niet? Vertoont de euro-constructie niet nog altijd zware lacunes? Loeren er voor de continuïteit van de euro niet meer problemen dan we vandaag gemeenzaam aannemen? Het intellectueel correcte antwoord op deze vraag is, helaas, veeleer een “ja” dan een “neen”.

Eerste echte test

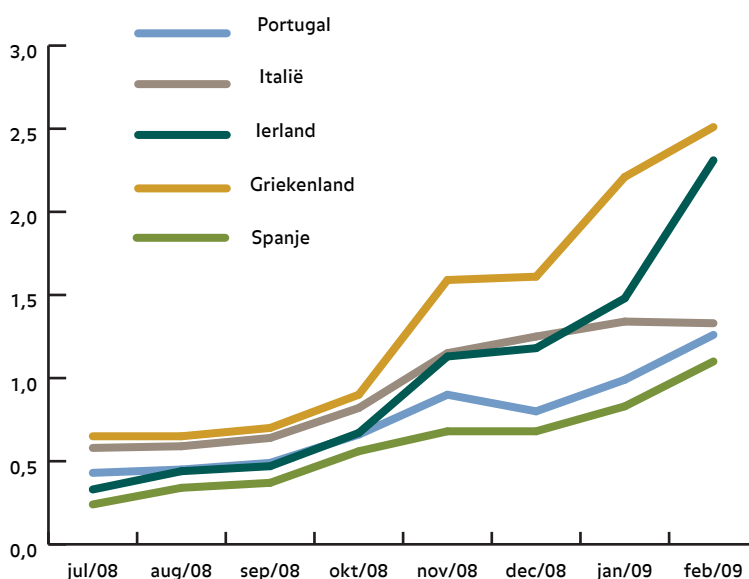
Ondanks vernietigende voorspellingen van een aantal waarnemers¹, was het eerste decennium van de euro zonder twijfel een succes. Na een nagenoeg vlekkeloze introductie nam de *Europese Centrale Bank* (ECB) op een degelijke wijze het monetaire roer in handen. Alhoewel de inflatie voortdurend net boven de 2% uitkwam, welke de ECB als maximale bovengrens beschouwt, valt er op het door de ECB gevoerde monetaire politiek weinig aan te merken, tenzij dan voor het beleid gevoerd sedert de zomer

¹ Zie bijvoorbeeld Feldstein, 1997; Scott, 1998 en Ferguson & Kotlikoff, 2000.



van 2008. Ondanks de scherpe financiële crisis, de zich snel doorzettende recessie en de ontwikkeling van onmiskenbaar deflationaire tendensen bleef de ECB zeker sedert augustus 2008 te lang op een te hoog peil met haar basisrentevoeten. Deze situatie vertoont gelijkenissen met het beleid van de *Bank of Japan* in de jaren 1990. Het monetaire beleid in Japan miste elke effectiviteit omdat de Bank of Japan steeds opnieuw achter de feiten aanholde met haar beleid van *too little, too late*.

Er kan bij de positieve beoordeling van het eerste decennium van de euro echter ook niet voorbijgegaan worden aan het feit dat tot voor de huidige financiële crisis er zich niet echt heel prangende beleidssituaties aandienden voor de ECB. Het eerste decennium van de euro viel samen met de wereldwijde *Great Moderation*: hoge groei, lage inflatie en dalende werkloosheid over zowat de gehele geïndustrialiseerde wereld. Naarmate de financiële crisis en de recessie dieper in het maatschappelijke vlees snijden, dreigen de tekortkomingen die van in den beginne in het project van de *Economisch en Monetaire Unie* (EMU) verankerd zaten, echter nadrukkelijker de kop op te steken. De huidige recessie, naar alle verwachtingen de zwaarste sinds Wereldoorlog Twee, vormt de eerste serieuze test voor de stabiliteit van de eurozone. De grote economische verschillen tussen de lidstaten onderling, zo-



Figuur 1: Risicopremies op overheidsobligaties van 10 jaar, t.o.v. Duitsland.

Bron: *Financial Times*

als onder meer tot uiting komt in de rente op overheidsobligaties, zijn alvast een duidelijk teken aan de wand.

Divergerende risicopremies

In essentie gaat het er in de discussie omtrent de anomalieën eigen aan het europroject dat tussen de ondertussen 16 lidstaten van de eurozone verschillen qua economische ontwikkelingsgraad, aard van de productie-specialisatie, kenmerken van het micro-economische beleid en institutionele karakteristieken voordoen. Concreet vertaald naar de huidige situatie betekent dit dat niet alle lidstaten op eenzelfde wij-

ze en met éénzelfde intensiteit door die crisis geraakt worden. De financiële markten blijven zeker in crisisperiodes niet onverschillig voor de duidelijke verschillen in risico tussen de eurolidstaten. Het verschil tussen de lange termijnrentevoet van enerzijds Duitsland dat nog altijd als de meest solide economie van het euroblok wordt beschouwd en anderzijds risicovollere landen als vooral Griekenland, Ierland, Italië, Portugal en Spanje illustreert die divergenties inzake economische ontwikkeling en perspectieven treffend (zie figuur 1). Voor de Belgische overheid is het overigens geenszins uitgesloten dat ze, gezien haar schuldevolutie, binnenkort opgenomen wordt in dit weinig exclu-

Eerste echte test



Divergerende risicopremies

Niet-ingeloste beloften

Nadelen van de euro

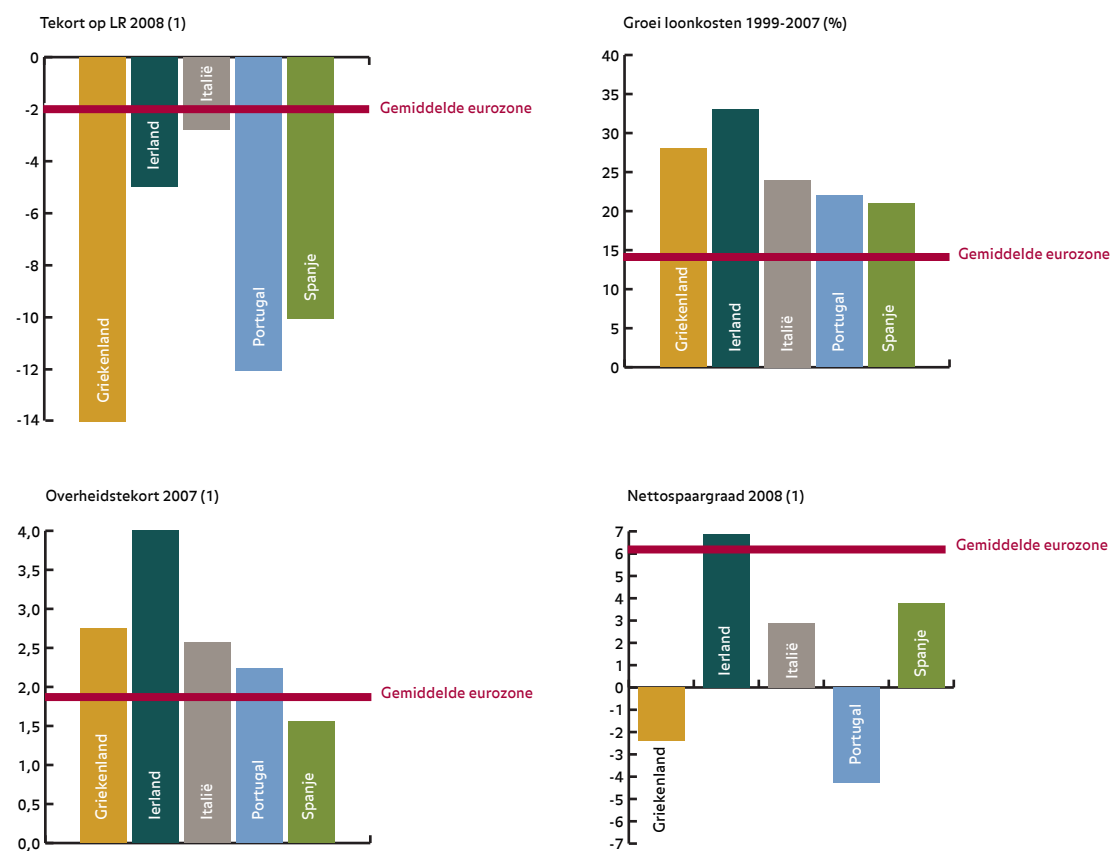
Geen Verenigde Staten van Europa

Politiek über alles

Exit van Griekenland en Portugal?

Geen accut gevaar voor ineenstorting van de euro

Hoe moet het nu verder?



Figuur 2:
Risicolanden en economische knipperlichten.
(1) in % BBP

Bron: IMF, Eurostat, ECB Montly Bulletin, november 2008

sieve clubje. De (voorlopig?) mislukte overname van Fortis aan BNP Paribas, met het Dexia-dossier nog op de achtergrond, vormt geen goed nieuws wat dat betreft.

Overheidsobligaties met een looptijd van 10 jaar kosten de Griekse overheid bijna drie procentpunt meer dan de Duitse overheid,

terwijl dit verschil twee jaar geleden nog bijna verwaarloosbaar was. Deze meerkost drukt uit dat beleggers het waarschijnlijker achten dat de Griekse overheid zal wanbetalen en dat beleggers vergoed wensen te worden voor dit extra risico. De kredietbeoordelaar Standard & Poors heeft om deze reden haar rating voor Portugal, Spanje en Griekenland teruggeschroefd en

wordt verwacht hetzelfde te doen voor Ierland.² Zoals figuur 2 illustreert hebben deze landen een aantal dingen gemeen: zware tekorten

² We gaan hierbij voorbij aan de discussie die momenteel woedt rond de betrouwbaarheid van instellingen zoals Standard en Poors. Bij de beoordeling van rommelkredieten hebben zij de bal immers compleet misgeslagen, ten koste van hun reputatie.

Eerste echte test
Divergerende risicopremies
Niet-ingeloste beloften
Nadelen van de euro
Geen Verenigde Staten van Europa
Politiek über alles
Exit van Griekenland en Portugal?
Geen acuut gevaar voor ineenstorting van de euro
Hoe moet het nu verder?

op zowel de lopende rekening als op de begroting, een ontsporing van de loonkosten en de concurrentiepositie, een lage spaargraad (met uitzondering van Ierland) en een zeepbel op de vastgoedmarkt (met uitzondering van Portugal en in mindere mate Italië).

Niet-ingeloste beloften

De tekortkomingen van de huidige euro-constructie zijn zowel van economische als van politieke aard. Wat het economische luik van de argumentatie betreft, lijkt het aangegeven om met een nuancering van de voordelen van de euro te beginnen. Het fameuze *Delors Rapport* vanwege de Europese Commissie kreeg in 1992 de veelzeggende titel *One Market, One Money* mee. Volgens dit rapport zou het sociaal-economische manna massaal over de deelnemers aan het project van de eenheidsmarkt neerdalen. Hoewel de euro prijsstabiliteit met zich meebracht en de wisselkoersonzekerheid binnen de eurozone ophief, zijn een aantal andere verwachtingen niet ingelost. Minstens twee boutestellingen uit het Delors Rapport verdienen verdere aandacht.

1. Snellere economische groei.

Ten eerste, de eenheidsmunt zou de relatieve groei van de eurolanden versnellen. Uit analyse van de cijfers blijkt dat hier niets van in huis kwam. Ten opzichte van EU-

lidstaten die niet meegingen in het europroject als Engeland, Zweden en Denemarken alsmede ten aanzien van de VS liepen de groeiprestaties van de eurozone zelfs eerder terug (zie figuur 3).

Lucas Papademos, vice-president van de ECB, verklaarde reeds in 2005 de prestaties van de eurozone op dit gebied als ondermaats.³ De verwachtingen wat betreft de productiviteitsgroei, nationaal inkomen en vooral werkgelegenheid zijn niet ingelost, aldus Papademos. Bovendien beschouwde hij de divergentie binnen de eurozone als zorgwekkend; een evolutie die zich sindsdien enkel maar sterker heeft doorgezet. In een *working paper* van de ECB gaat men zelfs verder; het empirisch onderzoek toont aan de muntunie structurele hervormingen in arbeids- en productmarkt eerder tegenhoudt dan stimuleert, ten koste van werkgelegenheid en economische groei.⁴ Dit effect is het meest uitgesproken in grote en relatief gesloten economieën zoals Frankrijk of Italië.⁵

2. Eenmaking van de economische markt en prijsconvergentie

³ Papademos, 2005.

⁴ Zie Duval & Elmeskov, 2006.

⁵ In dit verband stelt de OECD specifiek voor Italië dat: "It is somewhat ironic that EMU membership... may have relaxed the perceived need for structural adjustments on both the supply and fiscal sides."

Ten tweede, een eenheidsmunt vormde, aldus nog steeds het Delors Rapport, het noodzakelijke sluitstuk van het grote project van eenmaking van de economische markt binnen de Europese Unie. Voor niet-betrokken economen is dit altijd een wat gammele argumentatie geweest. Economische theorie noch historische evidentie geven aan dat internationale vrijhandel enkel kan gedijen in het kader van een eenheidsmunt tussen een aantal, nauw door interne handel met elkaar verstrengelde soevereine staten. Meer nog, indien op een beheerste en overlegde manier doorgevoerd vormen aanpassingen van wisselkoersen niet enkel nuttige en handige maar ook efficiënte correctiemechanismen bij grote onevenwichten in de handelsrelaties.

Deze eenmaking van de Europese markt zou het meest tot uiting komen in de prijzen. Eén van de economische voordelen van de eenheidsmunt is de prijstransparantie, zo luidt een veelgehoord argument. In een regio met meer dan tien nationale munten worden prijsverschillen minder opgemerkt. Dit maakt persistente verschillen in prijs mogelijk, terwijl de eenheidsmunt arbitrage op gang brengt en aldus een convergentie van prijzen binnen de eurozone in de hand werkt. Prijzen zouden door toegenomen concurrentie convergeren naar beneden toe, ten voordele van de Europese consument.

Eerste echte test

Divergerende risicopremies

Niet-ingeloste beloften



Nadelen van de euro

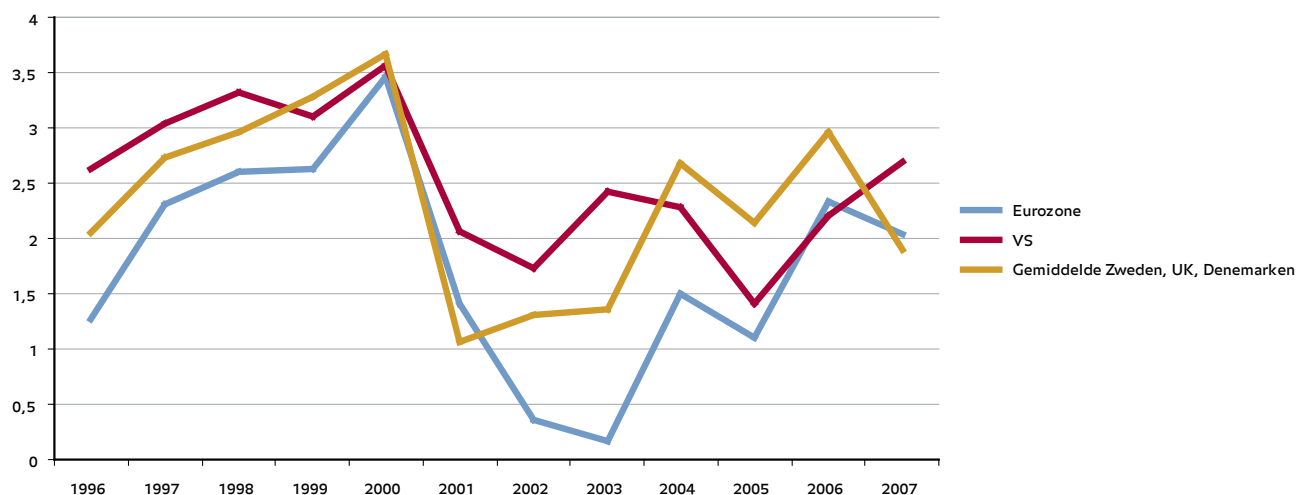
Geen Verenigde Staten van Europa

Politiek über alles

Exit van Griekenland en Portugal?

Geen acuut gevaar voor ineenstorting van de euro

Hoe moet het nu verder?



Figuur 3:
Zwakke groeiprestaties EMU.

Bron: OECD.

Er bestaan voldoende anekdotische aanwijzingen dat er forse prijsverschillen blijven bestaan binnen in de eurozone. Belgen in de grensstreek die geregeld supermarkten bezoeken in één van onze buurlanden zullen hiervan zeker kunnen meespreken. Een onderzoek van de Oostenrijkse centrale bank bevestigt dit vermoeden; de introductie van de euro heeft geen toegenomen prijsconvergentie tot gevolg.⁶ De autosector is één van de sectoren waar prijzen traditioneel sterk verschillen tussen lidstaten (Italiaanse of Duitse auto's zijn bijvoorbeeld typisch significant duurder in het thuisland), en waar men, gezien de hoge aankoopkosten, met name een convergentie in

prijzen verwacht. Onderzoek toont aan dat prijzen inderdaad geconvergeerd zijn, maar dat het effect van de euro al bij al klein is.⁷

Nadelen van de euro

Al met al heeft de invoering van de eenheidsmunt de hooggespannen verwachtingen niet kunnen inlossen. De nogal vage voordelen wat de eengemaakte markt betreft, hebben zich niet echt gematerialiseerd. Belangrijker is dat de invoering van de euro een aantal fundamentele nadelen inhoudt, waarvan we de belangrijkste opsommen.

1. *One size does not fit all*

De discrepantie inzake economische resultaten binnen de eurozone blijft aanzienlijk. Tabel 1 biedt daaromtrent illustratie aan de hand van twee indicatoren, nl. de werkloosheid en het saldo op de lopende rekening van de betalingsbalans (in essentie de handelsbalans). We vergelijken telkens op basis van geharmoniseerde gegevens van het IMF de resultaten van 1999 met die van 2008. Qua werkloosheid is de unie naar elkaar toe gegroeid. Dit komt tot uiting in de variantie, een eenvoudige maatstaf om dispersie te meten. Desondanks blijft er tussen de zwaksten (Spanje met 11,2%) en de sterksten (Nederland 2,8%) toch nog steeds een ruime kloof. Op het vlak van de externe positie van landen zoals gemeten aan de hand van

6 Cuaresma, Egert en Silgoner, 2007.

7 Goldman & Verboven, 2004.

Eerste echte test
 Divergerende risicopremies
 Niet-ingeloste beloften
 Nadelen van de euro
 Geen Verenigde Staten van Europa
 Politiek über alles
 Exit van Griekenland en Portugal?
 Geen accut gevaar voor ineenstorting van de euro
 Hoe moet het nu verder?



het saldo van de lopende rekening nam tijdens het eerste euro-decennium de kloof tussen surpluslanden en deficitlanden stevig toe. Opnieuw valt er een kloof te bespeuren tussen landen als Duitsland of Nederland en een aantal lidstaten in de periferie.

Landen met een verschillende economische situatie hebben nood aan een verschillend beleid. Nochtans wordt er een volledig uniform monetair beleid opgelegd binnen heel de zone. Het recente verleden toont de kostprijs aan van een dergelijk beleid met Ierland als geschikt voorbeeld. Gezien het ontstaan van een zeepbel op de vastgoedmarkt, de tekorten op de lopende rekening en de sterke inflatoire groei had Ierland de voorbije jaren noodzaak aan een strak monetair beleid. Aangezien het land slechts een zeer klein deel van de euro-economie vertegenwoordigt, en grotere landen als Duitsland een heel andere evolutie lieten optekenen, werd hier geen rekening mee gehouden met de specifieke Ierse situatie en bleef de rente voor Ierland op een te laag niveau. De oververhitting van de economie werd aldus in de hand gewerkt door het onaangepast een-gemaakt monetair beleid.

Ook inzake budgettair beleid en schuldposities vanwege de overheid dienen de euro-lidstaten zich in principe aan uniform opgelegde regels te houden, nl. die voorzien

	Werkloosheid		Lopende rekening	
	1999	2008	1999	2008
Austria	3,93	4,16	-1,63	2,81
Belgium	8,50	7,06	7,91	0,00
Finland	10,20	6,19	5,93	3,39
France	10,46	7,68	3,15	-2,80
Germany	7,43	7,43	-1,25	7,31
Greece	12,13	7,70	-6,25	-14,01
Ireland	5,56	5,70	0,25	-4,98
Italy	11,00	6,70	0,68	-2,78
Luxembourg	2,90	4,37	10,71	8,64
Netherlands	3,23	2,81	3,80	5,62
Portugal	4,15	7,62	-8,46	-12,05
Spain	15,64	11,17	-2,93	-10,05
Variatie	16,00	5,50	29,00	53,80

Tabel 1:
Discrepancie in de eurozone.

Bron: IMF

in het Stabiliteits- en Groeipact. Alhoewel de regels gestipuleerd in dat Pact om de haverklap met de voeten getreden worden, vormen ze toch in zekere mate een keurslijf voor de lidstaten. Zulk een keurslijf knelt minder in periode van economische expansie. Eens de economische motor sputtert of zelfs compleet stilvalt, groeit echter de behoefte aan macro-economisch beleid meer afgestemd op de noden van de individuele landen.

2. Verlies van het devaluatie-instrument

Zoals figuur 2 aantoont kampen verschillende landen met een drastische verslechtering in de concurrentiepositie. Lonen in landen als Griekenland of Spanje zijn

dermate gestegen ten opzichte het euro-gemiddelde dat de exportpositie zwaar ondermijnd wordt. Een drastische loonmatiging is op zijn plaats, maar lijkt politiek moeilijk haalbaar. Vooral in het huidige economische klimaat waar banken financieel ondersteund worden met belastingsgeld en er ambitieuze relanceplannen in de steigers staan, zal een reële loondaling moeilijk te slikken zijn voor het electoraat.

Een devaluatie van de nationale munt zou voor deze landen een veel haalbaarder alternatief vormen. In eurotermen uitgedrukt, zou een overgang naar een nationale munt en een devaluatie eveneens neerkomen op een reële loondaling en een verbetering van de concurren-

Eerste echte test
Divergerende risicopremies
Niet-ingeloste beloften
Nadelen van de euro



Geen Verenigde Staten van Europa

Politiek über alles

Exit van Griekenland en Portugal?

Geen acuut gevaar voor ineenstorting van de euro

Hoe moet het nu verder?

tiepositie. De geschiedenis van de Italiaanse lire bewijst de haalbaarheid van een dergelijke maatregel; tussen 1979 en de invoering van de euro is deze munt maar liefst elf keer gedevalueerd ten opzichte van de Duitse mark. De eenheidsmunt maakt dit voortaan onmogelijk, waardoor de verloren competitiviteit maar moeilijk meer gecompenseerd kan worden.

3. *Lender of last resort*

Met de diepgaande financiële crisis biedt zich nog een ander probleem rond het europroject aan, nl. inzake het optreden van de ECB als zg. *lender of last resort*. Omtrent de exacte inhoud van dit begrip is zeker dezer dagen heel wat te doen maar minimaal komt het er op neer dat de centrale bank als ultieme kredietverschaffer dient op te treden ten aanzien van financiële instellingen die nog wel solvabel zijn maar die door welke omstandigheden dan ook in liquiditeitsproblemen zitten.

In de VS, bijvoorbeeld, staat de centrale bank, de *Federal Reserve* (Fed), tegenover één politieke overheid in zulke noodsituaties. De ECB moet afrekenen met 16 soevereine staten die elk op zich afwijkende definities en beoordelingen kunnen hanteren. De kans dat zich in crisissituaties fundamenteel verschillende inschattingen en beleidsconclusies ontwikkelen tussen enerzijds de ECB en anderzijds

individuele lidstaten, en ook nog eens tussen lidstaten onderling, is dan ook behoorlijk groot. De kans op ontarding van de discussies tussen de deelnemende landen is reëel, net zoals de hoge mate van frustratie bij die landen die zich in het kader van de besluitvorming binnen de monetaire unie onheus bejegend zouden voelen. Kortom, de functie van de centrale bank als lender of last resort is verre van vanzelfsprekend in een unie met 16 soevereine lidstaten.

Geen Verenigde Staten van Europa

Het antwoord op de argumentatie dat de eenvormigheid van monetair beleid, en in zekere mate ook budgettair beleid, te beknellend werkt, begint steevast met de verwijzing naar de Verenigde Staten. Het betreft hier inderdaad ook een continentaal uitgestrekt gebied met grote economische verschillen tussen de regio's. Tot hier klopt deze tegenargumentatie maar tegelijk moet men toch onder ogen zien dat er op het vlak van de werkbaarheid van de monetaire unie drie belangrijke structurele verschillen bestaan tussen de Verenigde Staten van Amerika en die van Europa.

Ten eerste, er bestaat binnen de VS een grotere arbeidsflexibiliteit en – mobiliteit dan binnen Europa. Amerikanen verkassen spontaan en snel in functie van economische op-

portunities, Europeanen tonen zich veel honkvaster. Verschillen in economische evolutie, werkloosheid en loonvorming worden in de USA dan ook sneller en efficiënter uitgevlakt. Die geringere arbeidsmobiliteit binnen Europa heeft met diverse factoren te maken. Een erg belangrijke factor zijn de taalverschillen, zeg maar het Europese lappendeken versus de Engelse eenheidsworst in de VS. Ook de grotere impact van de vakbonden beperkt in Europa de graad van flexibiliteit in de werking van de arbeidsmarkt. Voorts blijven de Amerikanen, veel meer dan Europeanen, doordrongen van de migratie-geest. Tot slot weze opgemerkt dat economisch onderzoek aangeeft dat, in tegenstelling tot de verwachting van velen, de invoering van de euro niet leidde tot grotere arbeidsflexibiliteit en – mobiliteit⁸.

Een tweede structureel verschilpunt tussen beide continenten is de veel grotere loonflexibiliteit in de VS, een gegeven dat samenhangt met de grotere mobiliteit op de arbeidsmarkt. Loonverschillen binnen de VS zetten aan tot interne migratie waardoor die interne loonkloof binnen de perken blijft. Binnen de eurozone is nauwelijks sprake van een dergelijke compenserende loonflexibiliteit. De loonkosten per eenheid product, zijnde loonkosten gecorrigeerd voor productiviteitsverschillen, stegen in het geheel van de

⁸ Alesina, Ardagna & Galasso, 2008.

Eerste echte test
Divergerende risicopremies
Niet-ingeloste beloften
Nadelen van de euro
Geen Verenigde Staten van Europa
■ Politiek über alles
Exit van Griekenland en Portugal?
Geen acuut gevaar voor ineenstorting van de euro
Hoe moet het nu verder?

Bail-outs binnen de EMU?

Peer Steinbrück, Duits minister van financiën, verklaarde recent zijn bezorgdheid dat sommige lidstaten mogelijk niet in staat zouden blijken om hun schulden af te betalen. In Frankrijk weerklonken gelijkaardige geluiden. En terecht. Een wanbetaling van een EMU-lidstaat zou mogelijk een kettingreactie tot gevolg hebben. Net zoals het faillissement van Lehman Brothers het wantrouwen in het wereldwijde bancaire systeem op scherp gezet heeft, kan een *default* van pakweg de Griekse of Ierse overheid gevolgen hebben over de landgrenzen heen. In dergelijk scenario zouden de risicopremies op overheidsobligaties de hoogte in kunnen schieten. Gezien de zware tekort die momenteel opgetekend worden doorheen de hele muntunie is dit geenszins een aantrekkelijk vooruitzicht.

Vraag is of grote, kapitaalkrachtige lidstaten, Duitsland op kop, andere lidstaten bij zouden springen in uiterste nood (wat bekend staat als een *bail-out*). Aan de ene kant is het onrechtvaardig dat zij zouden boeten voor een onverantwoorde, spilzuchtige beleid in een ander land en hebben alle lidstaten al genoeg kopzorgen in eigen land. Aan de andere kant is het mogelijk dat de gevolgen van een niet-ingrijpen niet te overzien zijn. Het is een keuze tussen de pest en de cholera.

eurozone met 14% tussen 1999 en 2007⁹. Dit gemiddelde verbergt echter grote verschillen tussen de lidstaten met als uitersten Ierland (+33%) en Duitsland (+2%). De aantasting van het concurrentievermogen als gevolg van hogere loonkosten per eenheid product kan binnen het eurogegeven niet meer door wisselkoersaanpassingen weggewerkt worden. Zij vergt volgehouden loonmatiging over langere tijd en/of een uitgesproken toename van de arbeidsproductiviteit, twee sporen die slechts (zeer) langzaam tot concrete resultaten leiden en veelal ook aanzienlijke opofferingen vereisen. Gezien de geringe loonflexibiliteit in Europa, vooral naar onder

⁹ ECB, Monthly Bulletin, november 2008.

toe, zijn devaluaties hier meer nodig dan in de VS.

Last but not least is er het feit dat in de VS het principe van de budgettaire stromen tussen economische bloeiende en de meer noodlijdende staten institutioneel ingebouwd is. In de VS treden er bij regionale recessies automatisch compenserende stabilisatoren in werking ten voordele van de noodlijdende regio's. Ruw geschat is het zo dat de federale regering in Washington ruim éénderde compenseert van de terugval in de belastingsinkomsten en van de toename van de werkloosheidsuitkeringen voor regio's in recessie. Een dergelijk mechanisme ontbreekt na-

genoeg compleet in Europa. De zogenaamde uitgaven voor *structuur- en cohesiebeleid* kunnen kwalificeren als regionale transferten tussen lidstaten onderling. Voor 2009 heeft de Europese Unie deze uitgavenpost begroot op 48 miljard euro. Dit lijkt een indrukwekkend bedrag, maar vertegenwoordigt ongeveer 0,4 procent van het BBP van de EU. De problemen in de banksector en het IJslandse voorbeeld indachtig, valt het niet uit te sluiten dat toekomstige ingrepen in de financiële sector de budgettaire mogelijkheden van bepaalde lidstaten te boven gaan. Dergelijke voorvallen zouden de goede werking van de muntunie zeker niet ten goede komen.

Politiek über alles

Hoe kan men verklaren dat er van bij de aanvang zulke flagrante financieel-economische tekortkomingen in de EMU- en euroconstructie binnenslopen? De meest plausibele uitleg terzake hangt nauw samen met de vaststelling dat het doen en laten rond de eenheidsmunt altijd in belangrijke mate door louter politieke motieven ingegeven is geweest. Voor Europese peetvaders als Jacques Delors en onze eigen Jean-Luc Dehaene zijn de monetaire unie en de eenheidsmunt altijd maar een middel geweest om finaal tot politieke eenheid te komen. Het monetaire kreeg deze weinig benijdenswaardige rol eigenlijk per eliminatie toebedeeld. Vermits andere belangrijke beleids-

Eerste echte test
Divergerende risicopremies
Niet-ingeloste beloften
Nadelen van de euro
Geen Verenigde Staten van Europa
Politiek über alles

Exit van Griekenland en Portugal?

Geen acuut gevaar voor ineenstorting van de euro
Hoe moet het nu verder?

terreinen als, bijvoorbeeld, justitie, defensie en buitenlandse zaken helemaal geen perspectief boden (en bieden) om tot een volledig éénge-maakte Europese beleidsvorming te komen, greep men het monetaire aan als uitverkoren beleidsterrein om de Europese eenheidsgedachte verder te concretiseren.

De diverse politieke tenoren koesterden vaak heel verschillende motivaties om tot die politieke unie te komen. Bij iemand als gewezen bondskanselier *Helmut Kohl* stond het verlangen centraal om militair conflict binnen Europa te bannen. Ook gingen hij en de meeste andere Duitse bewindvoerders er van uit dat Duitsland door zijn groot economisch gewicht ook zwaar zou doorwegen op de Europese monetaire constructie. De Fransen daarentegen zagen en zien een Europese politieke unie veeleer als een middel om, ondanks hun economische achterstand op Duitsland, binnen die Europese eenheid toch minstens de evenknie van Duitsland te kunnen zijn. Het is bovendien een historisch gedocumenteerd gegeven dat landen als Frankrijk en Italië hun akkoord aan de eenmaking van Duitsland verbonden aan de eis tot doorprikking van het de facto monetaire monopolie van de Duitse *Bundesbank*¹⁰. Tot slot zien de meeste Europese leiders ook wel in dat op wereldschaal enkel een een-

gemaakt Europa een stevige vinger in de pap kan houden.

Ook tien jaar na het startschot blijft het potentiële politieke spanningsveld rond de monetaire unie en de euro groot. Met de regelmaat van een klok weerklinken oproepen van vooral Zuid Europese politici om de ECB aan te zetten tot een minder strak economisch beleid. De Franse president *Nicholas Sarkozy* opende zijn eerste ambtstermijn met dergelijke oproepen. In Italië riep in 2005 minister van Sociale Zaken *Roberto Maroni* op tot herintroductie van de lire. Kort nadien omschreef de toenmalige eerste minister van Italië, *Silvio Berlusconi*, de euro als “een ramp”.

Het staat in de sterren geschreven dat naarmate de huidige recessie en de tendens tot deflatie dieper doordringen in ons maatschappelijk weefsel, de neiging vanwege de burgers om electoraal weg te schuiven uit het politieke centrum zal versterken. Onvermijdelijk leidt deze beweging tot een versterking van partijen en bewegingen die meer extreme posities hoog in het vaandel schrijven, ook inzake monetair en sociaal-economisch beleid. Politieke opportunisten zullen zeker electoraal gewin menen te mogen verwachten uit verwijzingen naar de euro als een belangrijk onderdeel van de economische achteruitgang die zich dezer dagen voltrekt. Zeg maar de euro geïden-

tificeerd als het bekende beeld van de externe vijand. Kunnen politici en partijen die deze koers volgen electoraal goed scoren, dan zal dat onvermijdelijk leiden tot verhoogde druk op de monetaire unie en de euro, zelfs indien een grote meerderheid van de nationale politici compleet overtuigd is van de onzin van vertrek uit de monetaire unie.

Exit van Griekenland en Portugal?

Valt uit al bovengaande af te leiden dat het hele europroject onherroepelijk afstevent op een mislukking? Neen, helemaal niet en dit niet in het minst omwille van de erg hoge kosten verbonden aan een vertrek uit de monetaire unie¹¹. Wat wel met vrij veel zekerheid kan gesteld worden, is dat het europroject, gegeven de huidige institutionele kenmerken ervan, moeilijke tijden tegemoet gaat. Blijven de beleidsverantwoordelijken passief aan de kant, dan verplicht de realiteitszin ons er ernstig mee rekening te houden dat bepaalde landen het voor bekeken houden (of moeten houden) en het monetaire roer terug in eigen hand nemen.

Welke landen kunnen komen het meest in aanmerking om de eurozone te verlaten? Twee namen treden daarbij nadrukkelijk op de voorgrond: Griekenland en Portugal. Hun

¹⁰ Zie hieromtrent Van Overtveldt, 2003, vooral hoofdstuk II.

¹¹ Zie hieromtrent Eichengreen, 2007.

Eerste echte test
Divergerende risicopremies
Niet-ingeloste beloften
Nadelen van de euro
Geen Verenigde Staten van Europa
Politiek über alles
Exit van Griekenland en Portugal?
□ **Geen acuut gevaar voor ineenstorting van de euro**
Hoe moet het nu verder?

externe deficits zoals gemeten aan de hand van het saldo van de lopende rekening van de betalingsbalans zijn onwezenlijk hoog opgelopen, nl. in 2008 tot 14% van het BBP voor Griekenland en 12% voor Portugal. De loonkosten per eenheid product stegen in beide landen over de periode 1999-2007 dubbel zo snel als het gemiddelde van de eurozone (zie figuur 2). Beide landen zitten dus met een monumentale concurrentiehandicap opgescheept die de recessie en het jobverlies nog veel uitgesprokenner maakt dan in de meeste andere eurolidstaten (cfr. de vele haarden van onrust in Griekenland). Hun banksystemen zitten ook aan de grond en voor de herkapitalisering van de zwaar noodlijdende banken zal er hoe dan ook geld moeten bijgedrukt worden, iets waarvoor alle eurolidstaten thans compleet van de ECB afhangen. Noodzaak aan devaluatie en aan een eigen geldpers vallen niet te rijmen met lidmaatschap van de euroclub. De internationale financiële markten brengen dat risico concreet in beeld via veel hogere *spreads* voor deze landen (zie figuur 1).

Geen acuut gevaar voor ineenstorting van de euro

De kans dat landen in de periferie inderdaad uit de muntunie stappen, mag ook niet overschat worden. De grootste verdienste van de euro betreft nog steeds de prijsstabiliteit die deze met zich meebracht. De Europese Centrale

Bank heeft ongetwijfeld een sterk parcours afgelegd op dit vlak, getuige de lage en stabiele inflatie sinds de introductie van onze eenheidsmunt. Landen met een slechte reputatie als het op inflatie aankomt, zoals Griekenland of Portugal, hebben in dit opzicht het meeste baat gehad bij de invoering van de euro en riskeren drastisch hogere inflatieniveaus bij herinvoering van de eigen munt. Het is dankzij de euro dat de deze landen jarenlang nauwelijks hogere rentes hebben moeten betalen op hun overheidsobligaties. Bovendien heeft de komst van de euro de wisselkoersrisico's binnen de EMU geëlimineerd.

De euro heeft inderdaad weinig verholpen aan de zwakke economische groei van de regio en de rigiditeiten op de arbeidsmarkt (genoegzaam bekend onder de term *eurosclerosis* en algemeen verantwoordelijk geacht voor de hoge werkloosheid) de wereld niet uitgeholpen. Het was vanaf het begin evenwel onduidelijk hoe een eenheidsmunt hier sterk zou moeten bijdragen en het lijkt onfair om de euro hier op af te rekenen.

Het is een teken aan de wand dat, na IJsland, ook Denemarken overweegt om toe te treden tot de muntunie. Denemarken ziet zich geconfronteerd met de hoogste interestvoeten binnen de EU; een fenomeen dat gedeeltelijk toegeschreven wordt aan de Deense kroon.

Zoals Ierland (en ook België!) kan getuigen, biedt de euro bescherming tegenover de zware crisis. Een land als Griekenland zou waarschijnlijk nog heviger getroffen worden door de crisis mochten zij momenteel uit de euro stappen. De herinvoering van de drachme zou een devaluatie mogelijk maken, maar nieuwe obligaties zouden allicht aan nog hogere rentevoeten uitgegeven moeten worden. Een kapitaalvlucht uit Griekse banken en financiële markten zou het andere waarschijnlijke gevolg zijn. Aangezien bestaande schulden in euro uitgedrukt zijn en de drachme stevig terrein zou moeten prijsgeven, zou een uitstap uit de euro de schuldpositie van de Griekse overheid en private sector zeer zwaar belasten. Gezien de te verwachten reacties van de andere lidstaten, komt daarbovenop nog een stevige politieke kost.¹²

Economen als *Willem Buiter*, professor aan de *London School of Economics* en voormalig verbonden aan de *Bank of England* achten de kans op een implosie van de eurozone daarom klein in. De toegenomen risicopremies zijn naar zijn mening zelfs eerder een zegen dan een vloek, omdat ze overheden als Griekenland en Italië dwingen om pijnlijke ingrepen uit te voeren in bijvoorbeeld de arbeidsmarkt.¹³

¹² Zie hieromtrent Eichengreen, 2007.

¹³ Zie Buiter, 2009.

Eerste echte test
Divergerende risicopremies
Niet-ingeloste beloften
Nadelen van de euro
Geen Verenigde Staten van Europa
Politiek über alles
Exit van Griekenland en Portugal?
Geen acuut gevaar voor ineenstorting van de euro

□ Hoe moet het nu verder?

Tot slot dient vermeld te worden dat de huidige economische schok grotendeels symmetrisch is. Sommige lidstaten zijn zwaarder getroffen door de financiële crisis dan anderen. Dé grootste economische schok betreft evenwel de zware recessie waar we ons nu in bevinden. *Alle* lidstaten van de EMU, van Duitsland tot Ierland, teken negatieve groeiverwachtingen op en zijn fors getroffen door deze recessie. Hier uit volgt dat alle leden van de muntunie baat hebben bij een gelijkwaardig expansief budgettaire en monetaire beleid.¹⁴

Stel dat, ondanks de kosten om uit de euro te stappen, landen als Griekenland en Portugal toch kiezen voor een vertrek uit de euro op korte termijn. Alhoewel een dergelijk voorval uiteraard voor een stevige schok zou zorgen en de euro minstens tijdelijk zou doen kelderen op de internationale wisselmarkten, zou zulk een exit voor de continuïteit van de monetaire unie en de euro in principe niet echt een structureel probleem mogen stellen daar het economisch om twee landen van lilliputterformaat gaat die bovendien traditieel tot de zwakkere leerlingen van de klas behoren. Helemaal anders zou dat komen te liggen indien een land van de economische omvang van Italië dicht bij de nooduitgang zou komen. Uiteraard zou het eurogebouw als een kaartenhuis in elkaar storten als

¹⁴ Zie bijvoorbeeld Eichengreen, 2009.

een land als Frankrijk of Duitsland, om welke reden dan ook, het voor bekeken zou houden. De kans op zulk een evolutie lijkt echter bijzonder klein.

Hoe moet het nu verder?

Zonder de voordelen van een eenheidsmunt uit het oog te verliezen, heeft de huidige financiële crisis een aantal zwakheden van de euro pijnlijk blootgelegd. De euro staat niet meteen op springen, maar vertoont hier en daar toch serieuze barsten. Wat dient er te gebeuren om de monetaire unie in structureel rustiger waters te krijgen? Drie ingrepen staan daarbij centraal en politieke actie dringt zich rond elk van die drie thema's op. Op de eerste plaats dient de politieke eenmaking van de eurozone snel verder vorm te krijgen. Niks meer of niks minder dan een heuse regering, met een over reële bevoegdheden beschikende euro-minister van Financiën, moet er liefst snel komen. Dan kan er ook werk gemaakt worden van de creatie van transparante budgettaire compensatiemechanismen voor regio's getroffen door specifieke economische schokken ("asymmetrische schokken"). Last but not least dient de flexibilisering van de arbeidsmarkten en van het loonvormingsproces in een hogere versnelling te komen doorheen het ganse eurogebied. Van de aanvankelijke hoop dat de monetaire unie en de euro *op zichzelf* de nodige processen in gang zouden zetten om deze

institutionele ingrepen mogelijk te maken, blijft na tien jaar niet veel meer overeind.

Bovengaande noodzakelijke voorwaarden om de monetaire unie structureel te versterken, zijn niet van de poes. De verdeelde slagorde die de Europese Unie momenteel inneemt, met het dispuut tussen Frankrijk en Tsjechië rond Renault en PSA als triest dieptepunt, drukt ons met de neus op de feiten. Of het nu over energiebeleid, een herstelplan voor de economie of de redding van grote financiële instellingen¹⁵ gaat, toont Europa zich telkens hopeloos verdeeld. Een politieke unie is dus duidelijk niet voor morgen. Om begrijpelijke redenen staan grote donorlanden als Duitsland huiverachtig tegenover grootschalige regionale transferten. Ook hier hoeven we dus niet meteen concrete doorbraken te verwachten. Economen roepen al decennia lang op tot een meer flexibele arbeidsmarkt, over het algemeen zonder veel gevolg op het terrein. Het lijkt dan ook weinig waarschijnlijk dat politici net nu werk gaan maken van deze niet altijd even populaire maatregelen. Beleidsvoerders moeten hun politieke kapitaal al volop aanwenden om het financieel systeem recht te houden en de economie te stimuleren en kunnen sociale onrust missen als kiespijn.

¹⁵ Hierbij denken we bijvoorbeeld aan de weinig scrupuleuze houding van de Nederlandse overheid in de Fortis affaire.

Eerste echte test
Divergerende risicopremies
Niet-ingeloste beloften
Nadelen van de euro
Geen Verenigde Staten van Europa
Politiek über alles
Exit van Griekenland en Portugal?
Geen acuut gevaar voor ineenstorting van de euro

□ Hoe moet het nu verder?

Omwillen van bovenstaande beschouwingen vrezen we dat *Yves Mersch*, de gouverneur van de Luxemburgse centrale bank en als dusdanig ook lid van de raad van bestuur van de ECB, zijn verlangens iets te veel voor werkelijkheid neemt wanneer hij onlangs stelde dat de idee dat een lidstaat de monetaire unie zou kunnen verlaten toe te schrijven valt aan “*the fancy of a eurosceptic in wonderland*”¹⁶. Mersch mag dan behoorlijk macho klinken met zulke uitspraken, hij en andere euro-fundi's hebben alvast de geschiedenis tegen: nog nooit eerder hielden pogingen tot monetaire eenmaking in Europa stand¹⁷. Meer *fond* zit er naar onze smaak in de uitspraak van econoom en politoloog *Benjamin Cohen*: “*In a world of sovereign states ... nothing can be regarded as truly irreversible*”¹⁸.

16 Mersch in de *Financial Times* van 26/1/2009.

17 Voor een gedetailleerd overzicht terzake, zie Vanthoor, 1996.

18 Cohen, « Beyond EMU : The Problem of Sustainability » in Eichengreen & Frieden, 2000.

Bibliografie

Alesina, A., Ardagna, S., Galasso, V. (2008). The Euro and Structural Reforms. Paper voor de NBER Conference on Europe and the Euro, October 17 & 18.

Buiter, W. (2009). Sovereign default in the eurozone and the breakup in the eurozone: Sloppy thinking 101, mimeo.

Cuaresma, J.C., Egert, B., Silgoner, M.A., (2007). Price level convergence in Europe: Did the introduction of the euro matter? *Monetary policy and the economy*; april.

Duval, R., Elmeskov, J. (2006). The effects of EMU on structural reforms in labour and product markets. *ECB Working Paper Series*; nr 596: maart.

ECB. Annual Report: diverse jaargangen.

Eichengreen, B. (2007). The Breakup of the Euro Area. University of California, Berkeley: mimeo, mei.

Eichengreen, B. (2009). Was the euro a mistake? University of California, Berkeley: mimeo, januari.

Eichengreen, B., Frieden, J., eds. (2000). The Political Economy of European Monetary Unification. Boulder: Westview.

Feldstein, M. (1997). The Political Economy of the European Economic and Monetary Union: Political Sources of an Economic Liability. *Journal of Economic Perspectives*, herfst.

Ferguson, N., Kotlikoff, L. (2000). The Degeneration of EMU. *Foreign Affairs*, maart/april.

Goldberg, P., Verboven, F. (2004). Cross-country price dispersion in the euro area: A case study of the European car market. *Economic Policy*, oktober.

OECD. (2005). Economic Surveys: Italy.

Papademos, L. (2005). The euro and economic growth. Speech voor het forum des Idées Economiques, Sciences Po, Parijs, 15 april.

Scott, H. (1998). When the Euro Falls Apart. *International Finance*, 1.

Van Overtveldt, J. (2003). De Euroscheppers. Macht en Manipulatie achter de Euro. Kapellen: Uitgeverij Pelckmans.

Vanthoor, W. (1996). European Monetary Union since 1848. A Political and Historical Analysis. Cheltenham, UK: Edward Elgar.



COLOFON

Redactieadres:

Sneeuwbeslaan 20 - 2610 Wilrijk
Tel.: 03 829 25 06
Fax: 03 829 25 22
E-mail: vkw.metena@vkw.be
www.vkwmetena.be

Verantwoordelijke uitgever:
VKW Denktank

Realisatie:
Vormgeving en uitvoering:
Lieve Swiggers