

# Betalingsbalansen in de EMU

Er is al jaren discussie over de achtergronden en houdbaarheid van de wereldwijde lopende rekening onevenwichtigheden. Minder bekend is dat ook binnen het eurogebied onevenwichtigheden bestaan. Europese landen moeten hun economieën verder flexibiliseren en dereguleren.

**G**rote verschillen tussen landen in hun lopende rekening zijn al lange tijd onderwerp van felle internationale discussie. De meeste belangstelling gaat uit naar het tekort op de Amerikaanse betalingsbalans en de forse (en oplopende) handelsoverschotten in opkomende economieën zoals China. Tabel 1 geeft een globale indruk van de omvang van de lopende rekening saldi in verschillende landen en regio's.

Veel minder belangstelling is er voor de lopende rekening saldi binnen de monetaire unie in Europa. Door de monetaire eenwording komen onevenwichtigheden minder pregnant tot uitdrukking dan voorheen. Wisselkoersspanningen (denk bijvoorbeeld aan de ERM-crisis begin jaren 1990) en forse uitslagen in rentetarieven (fors oplopende rentes om wisselkoersen te verdedigen) behoren in de EMU tot het verleden. Dat onevenwichtigheden zich minder duidelijk manifesteren betekent niet dat ze zijn verdwenen. Integendeel: ze zijn groter geworden. Dit artikel bespreekt de situatie in het eurogebied en bespreekt de factoren die verantwoordelijk zijn voor de divergerende ontwikkelingen.

## Uiteenlopende saldi binnen de EU13

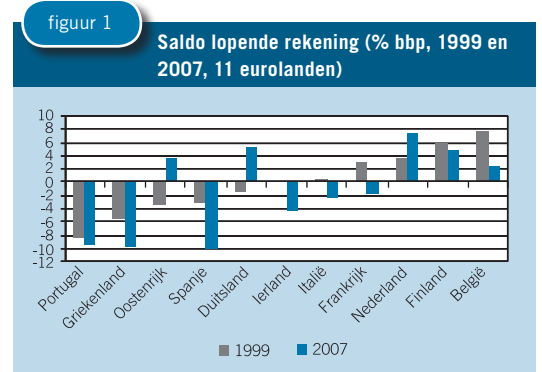
Als geheel heeft het eurogebied een min of meer

evenwichtige lopende rekening. Dit evenwicht verhult dat binnen de monetaire unie grote verschillen bestaan. Landen als Duitsland, Nederland en Finland hebben omvangrijke overschotten (met andere EMU-landen en met landen buiten de EMU), terwijl Spanje, Portugal en Griekenland omvangrijke tekorten kennen op hun handelsbalans. Figuur 1 laat dat zien. De spreiding tussen landen (de standaarddeviatie) is sinds begin jaren 1990 sterk toegenomen. Toenemende verschillen tussen landen zijn mede een gevolg van de toegenomen handelsintegratie en het wegnemen van handelsbelemmeringen (WTO-rondes). Opvallend is verder dat sinds het begin van de EMU in 1999 omvangrijke verschuivingen hebben plaatsgevonden. Zo zijn in Griekenland en Spanje tekorten verder opgelopen, terwijl in Duitsland en Oostenrijk minnen zijn omgeslagen in plussen (en het omgekeerde is gebeurd in Ierland en Italië).

Lopende rekening tekorten in Portugal, Spanje en Griekenland zijn in een aantal gevallen groter dan de tekorten in landen buiten het eurogebied (zoals die in de VS en Nieuw-Zeeland; zie tabel 1). Bovendien lijken de tekorten langduriger dan voorheen. De vraag is of dit problematisch is of kan worden. Blijvend hoge tekorten (of overschotten) kunnen een weerspiegeling zijn van binnenlandse onevenwichtigheden. Deze vragen op langere termijn om een correctie. Tekorten duiden veelal op overbesteding, overschotten op onderbesteding. Met het wegvallen van de twee belangrijkste beleidsinstrumenten (de wisselkoers en de rente) zijn deze traditionele evenwichtsherstellende mechanismen niet langer beschikbaar. Hierdoor kan het aanpassingsproces naar een nieuw evenwicht langer duren dan voorheen. De theorie van het optimale valutagebied leert bovendien dat aanpassingen pijnlijker zijn (in termen van productie- en welvaartverlies) naarmate landen minder flexibel zijn (Mundell, 1961). Omdat binnen-

tabel 1 Saldo lopende rekening (% bbp), geselecteerde landen en regio's, 2007	
Midden-Oosten	+16,7
Noorwegen	+14,6
China	+11,7
Nederland	+7,4
Rusland	+5,9
Japan	+4,5
Brazilië	+0,8
Eurogebied	-0,2
India	-2,1
Verenigd Koninkrijk	-3,5
Verenigde Staten	-5,7
Turkije	-7,5
Nieuw Zeeland	-8,5
IJsland	-11,6

Bron: IMF (WEO oktober 2007)



Bron: Europese Commissie en IMF

**EMILE SPIJKERMAN  
EN PIETER JANSEN**  
Econoom bij de Generale  
Thesaurie van het ministerie  
van Financiën, econoom bij Aegon  
Investment Management en de  
Faculteit Economische Wetenschappen  
en Bedrijfskunde van de VU

landse prijzen nu voor aanpassing moeten zorgen, moet het prijsaanpassingsmechanisme goed werken. Het is overigens ook om andere redenen belangrijk om flexibel te zijn. De OESO (2007): "Globalisering brengt kansen voor economieën die zich gemakkelijk kunnen aanpassen en bestraft economieën die rigide zijn, terwijl een vergrijzende bevolking de verzorgingsstaat onder druk zet." Het is in het langetermijnbelang van Europa om concurrerend te zijn, en de monetaire unie versterkt dat belang.

### Divergenties verklaard

De toegenomen verschillen op lopende rekening saldi binnen het eurogebied zijn het gevolg van een combinatie van factoren. Hieronder worden de belangrijkste factoren besproken. In de (nabije) toekomst zal vergrijzing een factor van betekenis worden (zie kader 1).

### Ontwikkelingsfase van landen

Opkomende landen zitten in een sterke groeifase. Investerings in productiecapaciteit gaan normaliter gepaard met kapitaalimport. Importen zijn hoog, terwijl exporten achterblijven (productiecapaciteit is er immers nog onvoldoende). Deze inhaal groei die leidt tot een tekort op de lopende rekening is echter een tijdelijk fenomeen: de export groei trekt aan nadat de productiecapaciteit is opgebouwd, waardoor de sterke groei van de vraag naar kapitaalgoederen afneemt. Lopende rekening saldi tenderen dan terug naar evenwicht. Binnen de EMU lijkt deze factor voor een aantal landen relevant te zijn geweest.

### Verschillen in conjunctuur

Hoewel het gemakkelijk lijkt om landen die snel groeien een hoger handelstekort (en dus een tekort op de lopende rekening) toe te dichten – sterke groei betekent hoge binnenlandse bestedingen en dus importvraag; en opwaartse prijsdruk waardoor de concurrentiekracht verzwakt – is het verband op langere termijn niet zo eenduidig. De VS en China zijn wat dat betreft illustratief. China groeit veel harder dan de VS, maar de VS heeft een tekort, niet China. Er blijkt geen causaliteit te bestaan tussen de trend groei van een economie en het saldo op de lopende rekening. Voor het eurogebied is er geen significant verband waarneembaar tussen de *outputgap* (het verschil tussen feitelijke productie en trendmatige productie) in een land en het saldo op de lopende rekening. Ter illustratie: de correlatie tussen beide variabelen was in 2006 ongeveer nul.

### Monetaire eenwording

Dat verschillen in lopende rekening saldi zijn toegenomen, komt vooral op het conto van tekortlanden Spanje, Portugal en Griekenland (zie figuur 2). Dit heeft deels te maken met de monetaire eenwording en de toegenomen financiële integratie. De aanloop naar de monetaire eenwording resulteerde voor een aantal landen (vooral die rond de Middellandse Zee) in sterk lagere renteniveaus, niet alleen nominaal

## Vergrijzing en lopende rekeningen

**Landen die met vergrijzing te maken hebben/krijgen, kunnen dit weerspiegeld zien in hun lopende rekening. Voor de nabije toekomst kan dit een factor van betekenis zijn. Vergrijzing impliceert een afnemende binnenlandse productie (capaciteit) door schaarste op de binnenlandse arbeidsmarkt. Wanneer gepensioneerden via opgebouwde pensioenrechten en/of particuliere besparingen hun bestedingscapaciteit in stand kunnen houden, leidt dit tot een sterkere vraag naar import, terwijl het exportpotentieel onder druk staat. Uiteraard geldt dit alleen indien vergrijzing een landspecifieke schok betreft of wanneer het land meer last van vergrijzing heeft dan andere landen. Het overschot in landen als Nederland en Duitsland kan worden gezien als het opbouwen van vermogen waarop kan worden ingeteerd (in casu met tekorten op de lopende rekening) als de vergrijzing toeslaat. Higgins (1998) benadert de invloed van vergrijzing op de lopende rekening vanuit de nettobesparingen kant. Vergrijzing zet de nationale besparingen onder druk (zowel van huishoudens als de overheid), wat wordt gereflecteerd in een dalend overschot of oplopend tekort in de lopende rekening. Op microniveau zien we dit terug in de levenscyclushypothese (Modigliani en Brumberg, 1954) volgens welke burgers sparen gedurende hun werkzame leven en ontsparen in de periode erna.**

(lagere risicopremies) maar tevens in reële termen. Een daling van de rente bij toetreding tot de unie moedigt immers ceteris paribus het opnemen van krediet aan en ontmoedigt sparen. Door de eenwording en liberalisering van het kapitaalverkeer hebben landen niet alleen toegang gekregen tot goedkopere, maar ook tot grotere (buitenlandse) financiering. Geconcludeerd kan worden dat met de totstandkoming van de EMU de kapitaalstromen binnen Europa verlegd zijn: kapitaal stroomt meer dan voorheen van relatief rijke naar relatief minder rijke landen (Ahearne et al., 2007). De efficiëntie van de internationale allocatie van kapitaal is hierdoor bevorderd. De voor zowel huishoudens als bedrijven sterk toegenomen beschikbaarheid van (betaalbaar) krediet paste tevens in het proces van de ontwikkelingsfase van landen. De inhaal groei in die landen heeft de binnenlandse bestedingen gestimuleerd en schuld niveaus (bij zowel gezinnen als bedrijven) sterk verhoogd. De als gevolg hiervan sterk gestegen import heeft handelsbalansen in de min gedrukt. Binnenlands zijn de investeringen sterk gestegen (geldt vooral voor Spanje) en zijn besparingen (zowel particulier als van de overheid) gedaald (dit geldt voor Portugal en in mindere mate voor Griekenland).

### Concurrentiekracht

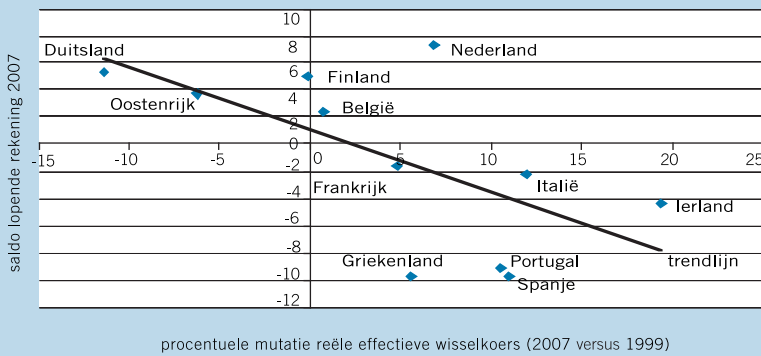
De exportprestatie van een land wordt sterk beïnvloed door zijn prijs- en kostenconcurrentiepositie. Gemiddeld genomen geldt dat landen die een verslechtering van de concurrentiekracht hebben doorgemaakt (een stijging van de reële effectieve wisselkoers) hun exportprestatie en daarmee hun lopende rekening hebben zien verslechteren. Figuur 2 illustreert dit.

Onderzoek bevestigt dat, na correctie voor inkomensgroei en rekening houdend met de ontwikkelingsfase van landen, er een significante (en aanzienlijke) relatie bestaat tussen de reële wisselkoersontwikkeling in een land en het saldo op de lopende rekening (Argyrou en Chortareas, 2006).

Essentieel in een monetaire unie is dat landen hun autonomie op monetaire en wisselkoersgebied compenseren met het flexibeler maken van hun economieën en arbeidsmarkten. Alleen dan kan op een verlies aan concurrentiekracht (bijvoorbeeld door een externe schok, bijvoorbeeld de versnelde depreciatie van de dollar van de afgelopen maanden) tijdig en snel worden ingespeeld. Rigide markten en prijsvormingsprocedures vertragen aanpassing naar een nieuw evenwicht. Kortom, wanneer een verslechtering van de concurrentiekracht wordt veroorzaakt door een gebrekkige flexibiliteit van markten en onvoldoende aanpassing aan binnenlandse onevenwichtigheden (prijzen en lonen reageren onvoldoende op veranderingen in onderliggende variabelen, zoals productiviteit en vraag en aanbod), dan is er structureel iets mis in een land. Ook het lopende rekening tekort dat hier een gevolg van is, is dan een uitdrukking van een structurele rigiditeit, bijvoorbeeld in het loonvormingsproces.

figuur 2

Concurrentiekracht en lopende rekening



Bron: Eigen berekeningen o.b.v. Europese Commissie (2007b) en IMF (2007)

Europa zit midden in een ambitieus hervormingsproces (Lissabon agenda). Hoewel data slechts met vertraging beschikbaar komen, is het algemene beeld dat productregulering tussen 1998 en 2003 is afgenomen (OESO, 2007). Hoewel Europa op het goede spoor is, blijft een ambitieuze hervormingsagenda noodzakelijk. Prijsrigiditeit is in de EU nog altijd sterker is dan in de VS (Europese Commissie, 2007a). Europese hervormingen hebben tot dusver vooral betrekking gehad op de industriële sector. Op het terrein van de dienstensector moet meer hervormd worden.

De unie vraagt om meer hervormingen

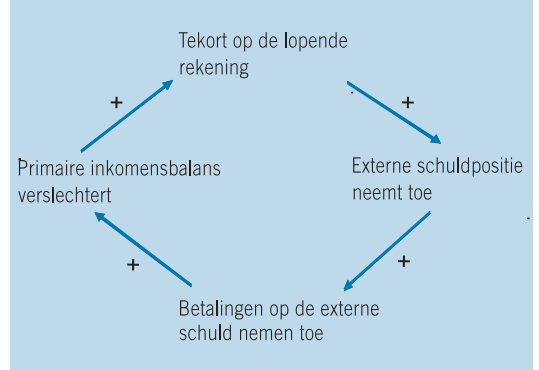
Onevenwichtigheden horen van nature bij de dynamiek in economieën en bij monetaire unies. Regio's en industrieën komen op, terwijl andere juist krimpen. Onevenwichtigheden zouden echter tijdelijk moeten zijn. Loon- en prijsverschillen moeten op lange termijn voor aanpassing zorgen. Wanneer onevenwichtigheden een structureel karakter krijgen, vereist dit (structurele) aanpassingen. De meeste studies wijzen uit dat het aanpassingsvermogen van landen in de EMU weliswaar werkt, maar dat aanpassing in reactie op schokken (zoals een terugval in de productiviteitsgroei) te langzaam gaat. De Europese Commissie (2006b) signaleert dat blijvende divergenties binnen het eurogebied kunnen leiden tot spanningen tussen landen, omdat bijvoorbeeld het uniforme monetaire beleid niet voor alle landen even toepasselijk is. Het kan bovendien beleidscoördinatie binnen het eurogebied bemoeilijken (bijvoorbeeld op budgettaire terrein). Tegelijkertijd maakt deelname aan een monetaire unie duidelijk dat verlies aan (beleids)autonomie een grotere mate van binnenlands aanpassingsvermogen vraagt van landen. Oplopende tekorten hebben in een aantal EMU-landen geleid tot een verslechterde internationale schuldpositie. Hoewel op dit moment de risico's voor landen verwaarloosbaar lijken, zijn sterk negatieve externe vermogensposities (zoals in Griekenland, Portugal en Spanje) op langetermijn onhoudbaar. Figuur 3 illustreert dat oplopende schulden (structureel lopende rekening tekort) leiden tot oplopende rentelasten over die schulden. Omdat deze rentelasten onderdeel uitmaken van de lopende rekening, komt deze laatste dieper in het rood.

Conclusie

Om lopende rekeningen te verbeteren is een herstel van concurrentiekracht vereist. Dit vraagt om een reële depreciatie van de wisselkoers om de export te stimuleren en om de binnenlandse vraag te verschuiven naar binnenlandse productie. Met nominale wisselkoersen die binnen het eurogebied zijn vastgezet, kan een reële effectieve depreciatie alleen worden bereikt door kostenmatiging (lonen) en productiviteitsverhoging. Ook het nauwer op elkaar laten aansluiten van lonen en productiviteit kan concurrentieherstel bevorderen. Dit vraagt mogelijk om institutionele wijzigingen in loonvormingprocedures (decentraal in plaats van centraal; geen automatische indexering; kortere looptijden van cao's). Maar het versterken van de concurrentiekracht via kosten en prijzen is niet genoeg. In het jaarrapport 2006 geeft de Europese Commissie (2006a) in hoofdstuk 2 een

figuur 3

Tekorten en schuld versterken elkaar wederzijds (viciuze cirkel)



uitgebreid overzicht van de eisen waaraan (landen in) een EMU moet voldoen, wil zo'n unie effectief opereren. Voor versterking van de concurrentiepositie (zowel binnen de monetaire unie als daarbuiten) zijn verdergaande liberalisering van productmarkten, het verzekeren van vrije toe- en uitreding tot markten (ook in de dienstensector en netwerkindustrieën), de reductie van administratieve lasten en het stimuleren van innovatie en ondernemerschap belangrijk. Voor de meeste individuele bedrijven geldt dat concurreren op alleen kosten en prijzen onvoldoende is om de concurrentieslag te winnen. Concurrentie op kwaliteit en innovatie (creëren van hogere toegevoegde waarde) alsmede het aanboren van nieuwe (geografische) markten zijn minstens zo belangrijk.

LITERATUUR

Ahearne A., B. Schmitz en J. von Hagen (2007) *Current account imbalances in the Euro area*. Brussel: Bruegel.  
 Arghyrou, M.G. en G. Chortareas (2006) *Current account imbalances and real exchange rates in the Euro Area*. Cardiff: Cardiff Business School.  
 Europese Commissie (2006a) *Annual Report on the Euro area*. Brussel: Europese Commissie.  
 Europese Commissie (2006b) *The EU economy: 2006 review*. Brussel: Europese Commissie.  
 Europese Commissie (2006c) *Quarterly report on the Euro area IV/06*. Brussel: Europese Commissie.  
 Europese Commissie (2007a) *Quarterly report on the Euro area III/07*. Brussel: Europese Commissie.  
 Europese Commissie (2007b) *Price and Cost Competitiveness*. [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/priceandcostcompetitiveness\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/priceandcostcompetitiveness_en.htm).  
 Higgins, M. (1998) Demography, national savings, and international capital flows. *International economic review*, 39(2), 343-369.  
 IMF (2007) *World Economic Outlook*. Washington DC: IMF.  
 Modigliani, F. en R. Brumberg (1954) Utility analysis and the consumption function: an interpretation of cross-section data. In: K.Kurihara (red.), *Post keynesian economics*. New Jersey: New Brunswick.  
 Mundell, R. (1961) A theory of optimum currency areas. *American Economic Review*, 51(4), 657-665.  
 OESO (2007) *Economic survey of the European Union*. Parijs: OESO.