

# De euro en structurele verschillen in de eurozone

De euro was bedoeld om verdergaande Europese integratie te bewerkstelligen, maar doordat Europese regeringsleiders stelselmatig de structurele economische verschillen in Europa negeren, kon de euro zelf bijdragen aan de huidige politieke en economische crisis. Aandacht voor persistente inflatieverschillen en de ontwrichtende werking van de euro zelf is nodig.

**PETER RODENBURG**  
Universitair docent  
aan de Universiteit  
van Amsterdam

**PETER-WIM ZUIDHOF**  
Docent aan de  
Universiteit van  
Amsterdam

**D**e grote problemen in de eurozone dreigen Europa te verdelen en mogelijk zelfs op te delen in een noordelijke en zuidelijke muntunie. Een aantal Europese landen hebben grote staatsschulden ontwikkeld en door de oplopende rentes waartegen deze landen moeten lenen dreigen de schulden onbeheersbaar te worden. Dit probleem is thans het meest urgente probleem en krijgt daarom de meeste aandacht in de media.

Maar er is een onderliggend probleem in de structurele onevenwichtigheden in de eurozone, zoals het geval van Spanje bewijst. Spanje is een van de zuidelijke eurolanden die door de financiële markten wordt aangemerkt als een kandidaat voor een *default* ofwel in gebreke blijven van terugbetaling. De staatsschuld van Spanje bedraagt per 2012 64 procent van het bruto binnenlands product (bbp). Dat is weliswaar boven de Maastricht-norm van 60 procent van het Stabiliteits- en Groeipact, maar nog altijd lager dan de staatsschuld van Nederland die momenteel 66 procent van het bbp bedraagt. Toch betaalt Spanje aanzienlijk hogere rentes voor obligaties dan Nederland, dat tegenwoordig historisch lage rentetarieven geld kan lenen op de kapitaalmarkt. Financiële markten twijfelen aan de kredietwaardigheid op lange ter-

mijn van Spanje, en vragen daardoor hogere rentes. Een van de verklaringen daarvoor is het slechte concurrentievermogen en de geringe groeiverwachtingen van Zuid-Europese landen. Beide problemen hangen samen met de euro en de vraag is welke rol de euro zelf gespeeld heeft in het ontstaan van deze problemen.

## PROFITEREN VAN DE EURO

De introductie van de euro leidde tot optimisme in de eurozone, omdat er een situatie ontstond die voor zowel Noord- als Zuid-Europa gunstig was. De redenen hiervoor zijn echter verschillend. De wisselkoers van de euro, die wordt bepaald door internationale vraag- en aanbodverhoudingen van euro's, is gebaseerd op de wisselkoers van de gehele eurozone ten aanzien van het buitenland. Maar onderling vertonen de eurolanden grote verschillen in internationale concurrentiepositie. Hoewel een scherpe grens tussen het economische noorden en zuiden van Europa niet scherp te trekken is (Brakman en Inklaar, 2012) blijken Noord-Europese landen, zoals Duitsland, Nederland, Finland en Oostenrijk veel gemakkelijker internationaal te kunnen concurreren dan Zuid-Europese landen, zoals Spanje, Portugal, Italië en Griekenland. Enerzijds komt dat doordat Noord-Europese landen innovatievere industriële producten en diensten op de markt brengen dan de Zuid-Europese landen, die voor een aanzienlijk deel van hun inkomsten afhankelijk zijn van landbouw en toerisme. Anderzijds is dat het gevolg van een veel hogere arbeidsproductiviteit van de Noord-Europese landen, die industriële productie en commerciële dienstverlening in hoge mate hebben geautomatiseerd en gedigitaliseerd. De arbeidskosten per eenheid product zijn daardoor substantieel lager (DNB, 2012; Brakman en Inklaar, 2012). Doordat nu voor de wisselkoersverhoudingen ten aanzien van het buitenland wordt uitgegaan van het gewogen gemiddelde van de Europese concurrentieverhoudingen, is de munt in feite ondergewaardeerd in Noord-Europese landen en overgewaardeerd in Zuid-Europese landen. De Noord-Europese landen zagen grote overschot-

ten op de handelsbalans en de lopende rekening ontstaan door de onderwaardering van hun munt. Normaal gesproken stijgt in geval van een groot handelsbalansoverschot de waarde van de munt door instroom van kapitaal. Doordat voor de eurozone een wisselkoers tot stand komt voor de eurozone in zijn geheel, gebeurde dat nu niet; de Zuid-Europese landen compenseerden deze kapitaalinstroom met hun tekorten op de handelsbalans (Jaumotte en Sodsriwiboon, 2010). Als gevolg van de overwaardering van hun munt zagen zij de tekorten op de lopende rekening aanzienlijk oplopen. Figuur 1 laat de groeiende divergentie van de lopende rekeningen zien tot 2007, toen de kredietcrisis toesloeg.

Ondanks de tekorten op de handelsbalans was de euro voor Zuid-Europese landen toch ook gunstig. In de aanloop naar de euro daalde namelijk de rente op obligaties in Europa sterk (figuur 2). Dit was deels het gevolg van beleid van de toekomstige eurolanden om te voldoen aan de criteria van het Verdrag van Maastricht met betrekking tot overheidstekorten en staatsschulden. Maar deels weerspiegelde dit ook het vertrouwen van de financiële markten in het Europese monetaire project, dat een naar de Duitse Bundesbank gemodelleerd monetair beleid zou gaan voeren. De Zuid-Europese landen, die voor de toetreding aanmerkelijk hogere rentes betaalden op staatsobligaties kregen nu opeens – via de euro – toegang tot lage rentes op de kapitaalmarkt. Het gevolg was dat Griekenland, Portugal, Spanje en Ierland via goedkope leningen de economie konden stimuleren en dat ook daadwerkelijk deden (CPB, 2011). Griekenland, bijvoorbeeld, kende sinds de invoering van de euro als betaalmiddel in 2002 tot de kredietcrisis van 2007 een gemiddelde economische groei van bijna vier procent. Geen wonder dat er in Griekenland een jubelstemming heerste (Hogenboom, 2007), ondanks de tekorten op de handelsbalans en het oplopende begrotingstekort. In Ierland en Spanje werden de goedkope leningen vooral geïnvesteerd in de bouw van huizen, met een huizenbubbel tot gevolg toen de kredietcrisis kwam. In Griekenland en Portugal werden de goedkope leningen vooral door de overheid uitgegeven, met als gevolg het oplopen van de staatsschuld. De onderliggende structurele onevenwichtigheden in de opzet van de euro, zoals de grote verschillen in arbeidsproductiviteit en de verschillen in internationaal concurrentievermogen, kwamen in 2007 aan het licht, toen de kredietcrisis toesloeg. De begrotingstekorten liepen op tot boven de tien procent en de situatie bleek onhoudbaar. De Grieken hadden te veel geleend, maar konden dat doen door de gemeenschappelijke munt. Met een eigen munt zouden de Grieken nooit zoveel hebben kunnen lenen door een hogere rentestand, terwijl een depreciatie van de Griekse drachme de verslechtering van de handelsbalans voorkomen had kunnen worden via duurdere importen en goedkopere exporten. De euro droeg er zo aan bij dat in de Zuid-Europese landen de begrotingstekorten en de staatsschulden opliepen.

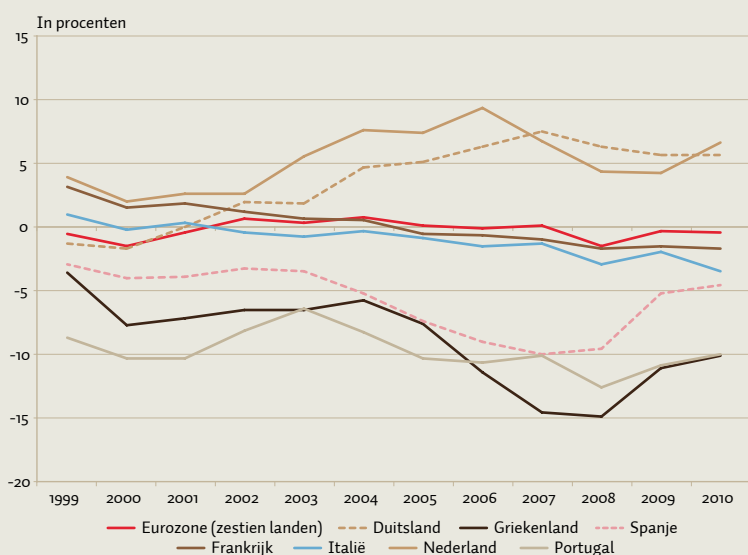
### PERSISTENTE INFLATIEVERSCHILLEN

De ironie van de zaak is dat deze ontwikkeling te voorzien is geweest. In 1979 werd – in een reactie op het instorten van het systeem van Bretton Woods – het EMS opgericht, het Europese Monetaire Stelsel. In dit systeem besloten België, Denemarken, Duitsland, Engeland, Frankrijk, Griekenland, Italië, Ierland, Nederland, Portugal en Spanje een systeem van

onderlinge vaste wisselkoersen op te zetten. Het belangrijkste uitgangspunt van het EMS was ‘symmetrie’: er zou geen ankervaluta komen waar de andere valuta’s aan gekoppeld zouden worden, zoals dat wel het geval was in het systeem van Bretton Woods, waarin valuta’s met een vaste wisselkoers gekoppeld waren aan de Amerikaanse dollar. In het EMS gold dat alle Europese valuta’s even belangrijk waren en dat alle deelnemende centrale banken verantwoordelijk waren voor het handhaven van de wederzijdse wisselkoerspariteiten. Een dreigende devaluatie van de Italiaanse lire, bijvoorbeeld, diende gesteund te worden door middel van steunaankopen door de Italiaanse centrale bank, maar dus ook door die van de overige EMS-landen. In theorie was het EMS een goed doordacht systeem dat prima zou kunnen werken. Maar de

Saldi lopende rekeningen in de eurozone

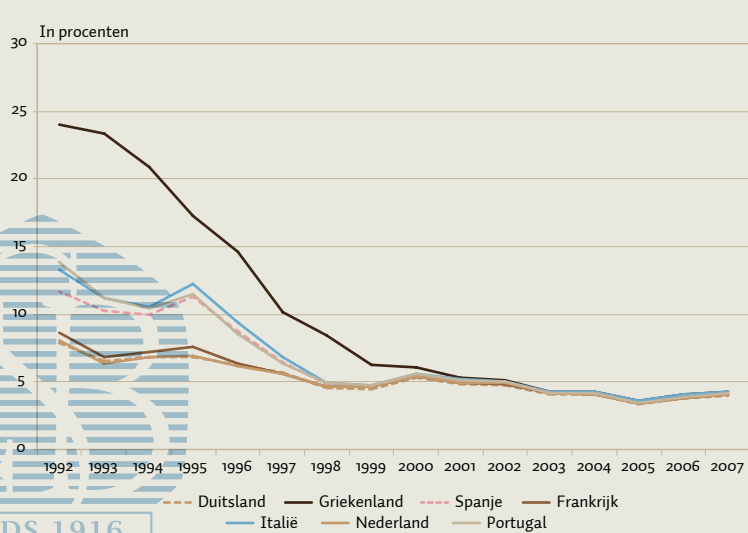
FIGUUR 1



Bron: Eurostat

Obligatierente in de aanloop naar de euro

FIGUUR 2



Bron: Eurostat

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.

praktijk liet al snel een ander beeld zien. In 1983 werd het uitgangspunt van symmetrie losgelaten en koppelden de EMS-landen hun valuta aan de Duitse mark. Door het sterke anti-inflatiebeleid van de Duitse Bundesbank was de Duitse mark veruit de sterkste valuta in de EMS-zone. Veel EMS-landen hadden een hogere inflatie waardoor ze gedwongen waren te devalueren ten opzichte van de D-mark. Nederland had in de jaren tachtig een vergelijkbare inflatie als Duitsland en kon daardoor de vaste wisselkoers met dat land pro-

## De bezuinigingen en hervormingen die de EU momenteel afdwingt bij Griekenland bieden weinig oplossing voor het Griekse probleem op lange termijn

bleemloos handhaven. Maar landen zoals Frankrijk, Italië en Griekenland hadden aanhoudend een hogere inflatie. De relatieve prijsstijgingen erodeerden hun internationale concurrentiepositie en zij zagen zich voortdurend genoodzaakt om hun munt te devalueren teneinde hun concurrentiepositie te handhaven.

Deze situatie bestaat in feite nog steeds. Sinds de invoering van de euro in 2002 hebben de Zuid-Europese landen voortdurend een hogere inflatie gehad dan het gemiddelde van de eurozone. De inflatieverschillen in de eurozone zijn

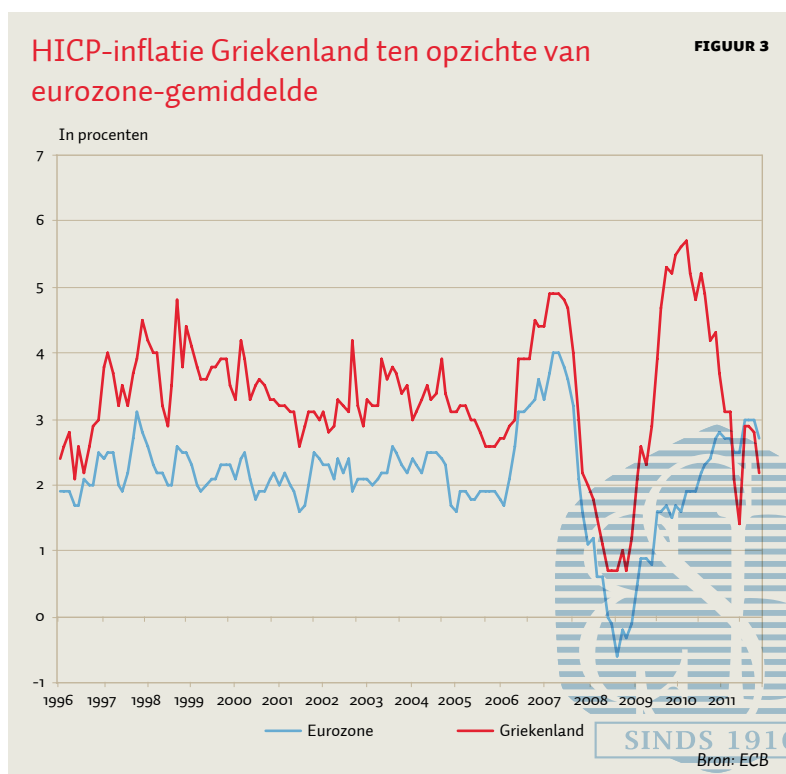
derhalve persistent van aard. Voor Griekenland bijvoorbeeld ligt de inflatie al jarenlang structureel ongeveer 1,5 procent boven het eurozone-gemiddelde (figuur 3). Ook Spanje en Portugal hebben een structureel positief inflatieverschil van ongeveer één procent ten opzichte van het eurozone-gemiddelde. Door het geaccumuleerde inflatieverschil zouden deze landen veel baat hebben bij een depreciatie, maar dat is onmogelijk geworden door de muntunie.

Voor verklaringen voor aanhoudende inflatieverschillen binnen het eurogebied wijzen economen vooral op institutionele verschillen tussen landen met hoge inflatie en die met lage inflatie (ECB, 2005). Inflexibele arbeids- en goederenmarkten belemmeren de reële loondaling die nodig is om de internationale concurrentiepositie te herstellen, zo is de redenering. Van der Velde (2011) vindt inderdaad een significant verband tussen ontslagbescherming en inflatie. In tijden van economische neergang kunnen werknemers minder snel ontslagen worden en passen lonen en prijzen zich minder goed aan. Tevens vindt hij een positief verband tussen toetredingsbarrières tot goederenmarkten en inflatieverschillen. Bij hoge toetredingsbarrières kunnen producenten stijgende kosten eenvoudiger doorrekenen aan consumenten, wat leidt tot hogere inflatie. De Europese Commissie (2008) deelt deze opvatting en stelt dat uiteenlopende inflatiepercentages, in ieder geval deels, toe te schrijven zijn aan traag reagerende lonen en prijzen in verschillende Europese regio's. De ervaringen in de Verenigde Staten, met de veel flexibelere arbeids- en goederenmarkten, lijken dit te bevestigen. Daar blijken de inflatieverschillen tussen federale staten van tijdelijke aard te zijn en doet het probleem van inflatiepersistentie zich niet voor (Aucremanne *et al.*, 2010).

### HERVORMINGEN

In de recente serie van Europese toppen die volgde op de crisis in Griekenland werd geprobeerd een antwoord te vinden op de ontstane crisis in de eurozone. Begrotingsdiscipline is daarbij het sleutelwoord. Zo hebben de Europese regeringsleiders besloten dat Griekenland substantiële hervormingen en bezuinigingen moet doorvoeren om voor verdere tranches van leningen in aanmerking te komen. Maar waar bestaan die hervormingen nu eigenlijk precies uit? En bieden die wel een oplossing voor het onderliggende probleem?

Hoewel begrotingsdiscipline en schuldafbouw belangrijk zijn, bieden de bezuinigingen en hervormingen die de EU momenteel afdwingt bij Griekenland weinig oplossing voor het Griekse probleem op lange termijn: de slechte concurrentiepositie en de geringe groeiomvang. In Griekenland is de arbeidsproductiviteit te laag in relatie tot de lonen. De index van de arbeidskosten per eenheid product, een veelgebruikte indicator voor de concurrentiekracht van een land, laat voor de eurozone een enorme divergentie zien (1970 = 100): Duitsland 255, Nederland 353, Portugal 4560 en Griekenland 7905 (DNB, 2012). In Duitsland zijn de arbeidskosten per eenheid product dus tweeënehalf keer hoger dan in 1970, maar in Griekenland bijna tachtig keer zo hoog. Om weer concurrerend te worden zouden de lonen moeten dalen, maar dat lukt slecht door de starre Griekse arbeidsmarkt. Ambtenaren kunnen niet ontslagen worden en in de private sector hebben de vakbonden een relatief sterke positie. Daarnaast kent Griekenland nog andere problemen



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.

die de economie star, inefficiënt en weinig dynamisch maken, zoals corruptie, cliëntelisme, bureaucratie, een slechte belastingmoraal, een grote informele sector en een inefficiënt overheidsapparaat. Op de Ease of doing business-index van de Wereldbank staat Griekenland in 2011 op een 100e plaats van 183 landen; ver achter de overige EU-lidstaten. Zelfs in Yemen en Zambia is het makkelijker om zaken te doen dan in Griekenland. Ook met het innovatievermogen is het slecht gesteld: in Griekenland wordt slechts één patent per miljoen inwoners per jaar aangevraagd, tegen 220 in Beieren, Duitsland (Acs, 2002). Deze problemen zijn niet eenvoudig te hervormen; zij zijn een afspiegeling van een specifieke politieke cultuur. Zo komt de slechte Griekse belastingmoraal vooral doordat de Grieken decennia lang op politieke partijen hebben gestemd die van de aanpak van de belastingmoraal geen prioriteit hebben gemaakt.

De bezuinigingen hebben bovendien negatieve effecten. Als gevolg van de nieuwe fiscale maatregelen die voortvloeien uit Van Rompuy's sixpack, wordt nu ook Spanje gedwongen bezuinigen door te voeren om de begroting en de staatsschuld op orde te krijgen. Echter, Spanje heeft geen probleem met de staatsschuld; die is zelfs lager dan van Nederland. Maar Spanje heeft met de huidige werkloosheid van 21,5 procent een structureel probleem op de arbeidsmarkt en moet daar hervormingen doorvoeren. Door nu nadruk te leggen op bezuinigingen voor Zuid-Europese landen dwingt de EU Spanje, Italië en Griekenland in feite tot een Hendrik Colijn-achtige aanpassingspolitiek van de jaren dertig. Omdat de Nederlandse overheid toen de gouden standaard niet los wilde laten en de gulden niet wilde laten devalueren, zag zij zich indertijd gedwongen tot een voortdurende verlaging van lonen, prijzen en uitkeringen. De gevolgen bleken desastreus en thans zijn economen en historici het erover eens dat in Nederland de crisis van de jaren dertig veel dieper was, en veel langer duurde, dan in landen die de gouden standaard verlieten en hun munt devalueerden, zoals Engeland. Ook voor Griekenland blijkt zo'n aanpassingspolitiek desastreus: keer op keer blijkt de krimp van de Griekse economie weer groter dan gedacht. En om deze aanpassingspolitiek op te dringen aan een land dat zijn staatsschuld op orde heeft, zoals Spanje, is nog schadelijker. De nadruk op het terugdringen van de staatsschuld verergert slechts het concurrentieprobleem van de zuidelijke eurolanden.

## CONCLUSIE

De gangbare opvatting onder het grote publiek – maar ook onder veel economen, zoals bijvoorbeeld De Ridder (2011) – is dat de eurocrisis het gevolg is van gebrek aan begrotingsdiscipline van Zuid-Europese lidstaten en zelfs van bedrog. Te weinig wordt erkend dat deze landen zo konden opereren juist dankzij de euro. De euro zelf versluisde bovendien de onderliggende problemen van de eurozone en heeft de macro-economische onevenwichtigheden versterkt en zo bijgedragen aan de crisis. De eurozone bestaat uit landen met grote verschillen in economische structuur en instituties, wat resulteert in persistente inflatieverschillen in de eurozone, met daaruit volgende consequenties voor kostprijsontwikkeling en concurrentiepositie. Er lijkt onder politici een taboe te bestaan om te erkennen dat de euro zelf onderdeel is van het probleem. Mede daardoor lopen de politieke en de econo-

mische werkelijkheid van de euro al geruime tijd asynchroon. Deze problemen waren al bekend van het vroegere EMS. Vanwege de omvang van de Duitse economie en het op de filosofie van de Bundesbank geschraagde anti-inflatiebeleid van de ECB is de euro vooral geschikt voor landen die door handel sterk verweven zijn met Duitsland, een vergelijkbare economische structuur hebben en arbeidsmarktinstituties hebben die een lage inflatie opleveren. Hoewel de Zuid-Europese landen eerst ook geprofiteerd hebben van deelname aan de euro, wordt hen nu gevraagd om daarvoor een hoge prijs te betalen. De Zuid-Europese landen hebben voor deelname aan de euro flexibele arbeids- en goederenmarkten nodig en een grote mate van arbeidsmobiliteit. Dit vergt een grondige hervorming, die bovendien slechts op lange termijn pas effect kan sorteren. Want hoewel Mario Monti momenteel wel degelijk probeert de Italiaanse arbeidsmarkt te versoepelen, is succes op korte termijn niet gegarandeerd, en kunnen persistente inflatieverschillen de disciplinerende fiscale maatregelen van Van Rompuy's sixpack blijven ondermijnen. Als structurele maatregelen om persistente inflatie te bestrijden niet snel of effectief doorgevoerd kunnen worden, bestaat het gevaar van het uiteenvallen van de eurozone; niet als gevolg van de schulden crisis maar door zijn slechte internationale concurrentiepositie en lage groeiverwachtingen.

## LITERATUUR

- Acs, J., L. Anselin en A. Varga (2002) Patents and innovation counts as measures of regional production of new knowledge. *Research Policy*, 31(7), 1069–1085.
- Aucremanne, L., N. Cordemans, D. Cornille en N. Dossche (2010) Inflatieverschil tussen België en de drie voornaamste buurlanden en mogelijke gevolgen daarvan voor het concurrentievermogen. *Economisch Tijdschrift Nationale Bank van België*, december, 23–41.
- Brakman, S. en R. Inklaar (2012) Wisselkoersspanningen binnen de eurozone. *ESB*, 97(4626), 20–22.
- CPB (2011) *Europa in crisis*. Amsterdam: Uitgeverij Balans.
- DNB (2012) Inhaalslag vereist voor achterblijvende eurolanden. *DNBulletin*, 19 januari.
- ECB (2005) Monetary policy and inflation differentials in a heterogeneous currency area. *ECB Monthly Bulletin*, mei, 61–77.
- Europese Commissie (2008) *Tien jaar Economische en Monetaire Unie: successen, knelpunten en nieuwe uitdagingen*. Brussel: Europese Commissie.
- Hogenboom, R. (2007) De Griekse sprong voorwaarts. *ESB*, 92(4523), 715–717.
- Jaumotte, F. en P. Sodsriwiboon (2010) Current account imbalances in the Southern euro area. *IMF Working Paper*, 10(139).
- Ridder, P. de (2011) De eurozone in crisis. *ESB*, 96(4625), 762–765.
- Velde, J. van der (2011) Europa uit balans. *Themabericht Rabobank*, januari.