



Quo vadis, euro?

Auteur(s):

Bergeijk, P.A.G. van
UBS Group economic research, Zürich en Ocfeb, Erasmus Universiteit Rotterdam.

Verschenen in:

ESB, 85e jaargang, nr. 4238, pagina 23, 14 januari 2000

Rubriek:

Prikkel

Trefwoord(en):

Begin 1999 bestond er consensus over de voorspelde appreciatie van de euro van 1,18 tot 1,21 dollar gedurende dat jaar en het jaar erna ¹. Sindsdien deprecieerde de euro en schommelt deze nu rond dollar-pariteit. Wat is ons destijds ontgaan?

De aanloop naar het omwisselingweekend werd gekenmerkt door een overdosis euro-enthousiasme. Het convergentieproces van zowel rentes als wisselkoersen verliep probleemloos en de autoriteiten zagen de noodzaak in van marketing van de nieuwe munt om zo de convergentieprocessen te ondersteunen en politiek momentum te creëren. Het is niet ongebruikelijk dat irrationele euro(pa)forie wordt gevolgd door een ontvullende fase. Dit kon bijvoorbeeld eerder worden waargenomen rond de voltooiing van de interne markt in 1992. Zo interpreteer ik de recente uittaling van ECB-directeur Issing dat de euro van een relatief hoog niveau vertrok. Maar er is meer aan de hand dan teveel vader trots. Drie structurele, vooraf onvoldoende onderkende, factoren liggen aan de depreciatie van de euro ten grondslag.

De eerste factor is natuurlijk de onverwacht sterke prestatie van de Amerikaanse economie in relatie tot de tegenvallers in Europa. De consensus van begin 1999 was gebaseerd op een verwachte groeiflakkering in de VS en een versterkt herstel in Europa. De realiteit was anders: productiviteits- en inflatieverrassingen traden op in de VS, terwijl Duitsland en Italië niet in staat bleken de verwachtingen waar te maken. Het achterblijven van Europa weerspiegelt de onwil verstarrende economische structuren daadkrachtig te hervormen. Aanvankelijk werd de EMU nog gezien als de kroon op de interne markt: een scherpe aanzet voor concurrentie en versterking van transparantie. De realiteit was ouderwets Europees dirigisme: de onverwachte terugkeer van Keynesiaanse recepturen, overheidssteun voor failliete ondernemingen, weerstand tegen grensoverschrijdende fusies en overnames (vooral in de financiële sector), 'belasting-coördinatie' in plaats van belastingverlaging en nauwelijks voortgang in het flexibiliseren van de markten voor productiefactoren en producten. Zo er al een Nieuwe Europese Economie is, dan wordt deze zeker niet in de grote euro-landen gevonden. Wat was het resultaat? Het groeiverschil tussen de VS en Europa nam toe en daarvan ging een negatieve invloed uit op de verwachtingen van internationale investeerders.

Dit brengt me op de tweede factor: portefeuille-diversificatie werkt tegen de euro. In 1998 werden zeer omvangrijke portefeuille-verschuivingen in de euro verwacht ². Recente ECB-gegevens laten echter een ontvullend beeld van wegstromende liquiditeiten zien ³. Tot november 1999 investeerden eurolanders netto EUR 160 mld euro buiten het eurogebied; het netto buitenlandse actief van de monetair-financiële instituties nam in de twaalf maanden tot december met EUR 200 mrd af. Deze portefeuillebeslissingen vormen de sleutel tot de depreciatie van de euro en tot de paradox dat de voor de euro gunstige lopende rekening-positie (het verschil met de VS is opgelopen tot circa vier procent bnp) niet ondersteunend werkt. Investeerders die hun verwachte opbrengst in termen van dollars zien stijgen, willen hun beleggingsportefeuille aanpassen. De voorraad vermogenstitels is op korte termijn gegeven. Een verandering in de gewenste samenstelling van de wereld-beleggingsportefeuille dwingt dan een wisselkoersaanpassing af. Bovendien beïnvloedt het ontstaan van één Europese munt de mondiale vraag naar euro's in vergelijking met de oorspronkelijke vraag naar de elf Europese munten negatief. Wie in de EMU woont, wil diversificeren uit de thans 'binnenlandse' franken, marken, lires, enzovoort. Ook investeerders buiten de EMU zullen uit oogpunt van risicospreiding het aandeel van voorheen imperfect gecorreleerde, maar nu aan elkaar geklonken euro munteenheden reduceren.

De derde factor is politiek. De euro werd in mei 1998 onder gelukkig economische gesternte verwekt, maar werd in een politiek verdeeld Europa geboren. De nieuwe Duitse regering en de Italiaanse woordbreuk inzake het Stabiliteitspact ondergroeven de geloofwaardigheid van de ECB en de uitstraling van het euro-gebied als beschikkende over een geschikt institutioneel kader, waarmee adequate economische beleidsmaatregelen kunnen worden getroffen.

De markten hebben deze factoren inmiddels verdisconteerd. De euro bevindt zich zo bezien dicht bij haar evenwichtswaarde. Intussen koerst de ECB op de mantra dat "de externe waarde van een munt uiteindelijk wordt bepaald door de interne prijsstabiliteit", zodat de euro binnenkort zal appreciëren ⁴. Deze naïeve vorm van geloof in koopkrachtpariteiten is gevaarlijk. Waar de ECB een uitstekende prestatie levert bij de handhaving van prijsstabiliteit wordt de druk op andere beleidsmakers weggenomen om eindelijk een geloofwaardig en samenhangend Europees beleid vorm te geven

¹ Ook ik zat er behoorlijk naast, zie [Bij de geboorte van het eurogebied](#), *ESB*, 22 januari 1999.

2 Zie Huisman, Meesters en Oort, The euro and the financial system, in: P.A.G. van Bergeijk, R.J. Berndsen en W.J. Jansen, *The economics of the euro area*, Edward Elgar.

3 *Monetary developments in the euro area*, 28 december 99 en *Euro area balance of payments*, 29 december 1999.

4 Interview met ECB-directeur Padoa-Schioppa in *Die Zeit*, 29 december 1999.