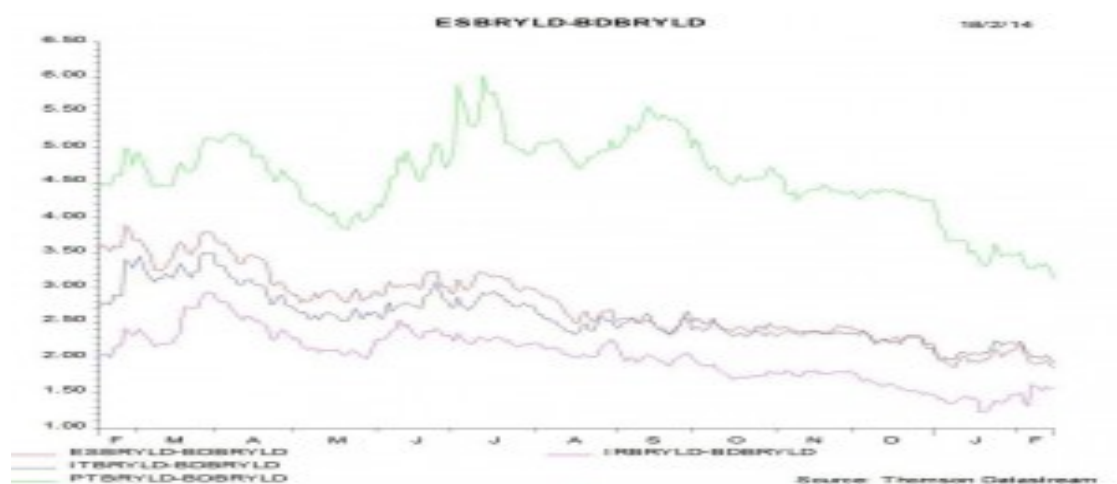


De zoveelste regeringswissel op rij in Italië kan bezwaarlijk nog als een verrassing worden beschouwd. Een gemiddelde regering in Italië houdt immers nauwelijks 10 maanden stand, zodat de aftredende premier volledig binnen deze naoorlogse traditie zijn positie vacant heeft verklaard. Maar indien je hieruit de conclusie zou trekken dat de moeizaam bereikte vernauwing van het Italiaans-Duitse renteverskil voor een deel teniet zou kunnen gaan omwille van dreigende politieke onzekerheid, dan zit je duidelijk met een verkeerd beeld van de recente economische, politieke en financiële realiteit. Integendeel, het betrokken renteverskil is zelfs verder gekrompen, hetgeen de Italiaanse overheid stilaan een slok op een borrel scheelt bij de financiering van haar staatsschuld en budgettekort.

De basisoorzaak van deze graduele verbetering kan vooral worden gevonden in de systematische verbetering van een aantal indicatoren inzake de competitiviteit van Italië, ondanks de kennelijk moeilijke budgettaire situatie waarin het land zich bevindt. Deze verbetering is overigens ook terug te vinden bij Spanje, Portugal, Griekenland en Ierland ( om het lijstje van de PIIGS-landen nog eens een keertje volledig te citeren).

Grafiek 1: Evolutie van het renteverskil van Italië, Ierland, Spanje en Portugal met Duitsland op overheidsobligaties met een looptijd van 10 jaar.



De twee belangrijkste indicatoren die hierbij in gunstige zin ontwikkelen, zijn enerzijds de reële effectieve wisselkoersen en anderzijds de lopende rekening van de betrokken landen.

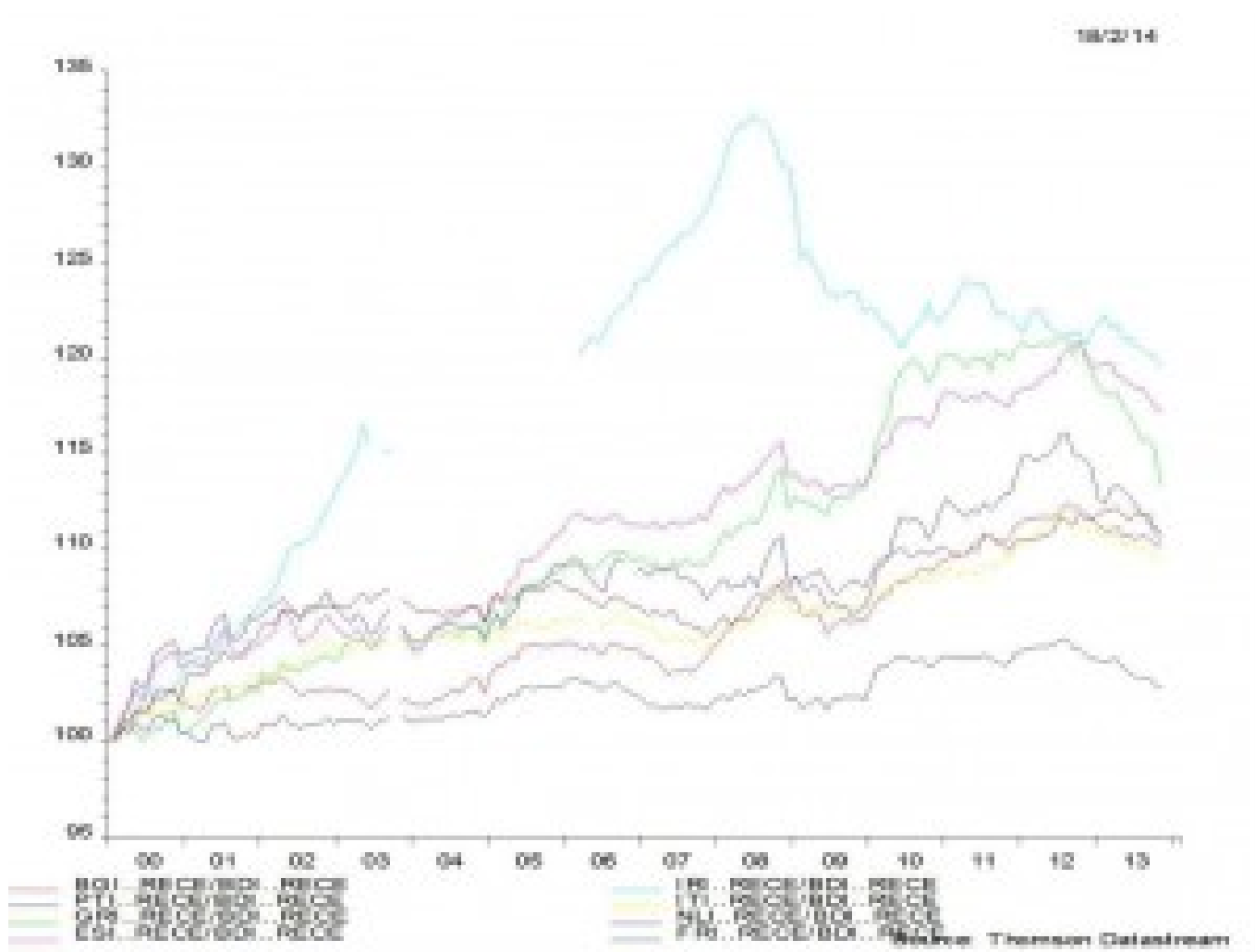
De eerste indicator is van essentieel belang om het niveau van de nominale wisselkoers te kunnen evalueren. De conclusie die hieruit getrokken kan worden, bepaalt meteen ook de houdbaarheid van de deelname van een bepaald land aan een muntunie. Om concreet te zijn: wanneer je tot de eurozone behoort, dan betekent dit vanzelfsprekend dat de nominale wisselkoers tussen de deelnemende landen niet kan gewijzigd worden. Wanneer een land zijn competitiviteit wenst te verbeteren, dan dient het dit te realiseren dankzij een hogere productiviteitsgraad. De evolutie hiervan wordt gemeten op basis van de reële effectieve wisselkoers. Wanneer deze laatste toeneemt, dan betekent dit dat het betrokken land systematisch aan efficiëntie inboet in vergelijking met andere landen en vandaar zijn industriële productie verplaatst zal zien naar het meer efficiënte land.

Vermits de reële effectieve wisselkoers van de PIIGS-landen in de periode 2000-2009 zeer sterk ontaardde in het voordeel van Duitsland, ontstond er in de eerstgenoemde landen toenemende werkloosheid en een problematisch budgettekort, terwijl Duitsland alle productie naar zich toe wist te trekken. Erger nog, vermits de verschillen in efficiëntie tussen de PIIGS-landen en Duitsland zodanig waren toegenomen, betekende dit ook dat Duitsland een te goedkope nominale wisselkoers had, terwijl Spanje en Italië met een te dure eurokoers werden geconfronteerd. Hierdoor stijgen de overschotten op de lopende rekening bij onze Oosterburen maar tegelijk wordt de invoer gestimuleerd en de uitvoer afgeremd in de zuiderse Europese landen. De gevolgen hiervan op het vlak van overheidstekorten en financieringskosten laten zich dan gemakkelijk raden.

De enige, verantwoorde manier waarop deze neerwaartse spiraal kan worden gestopt, bestaat erin deze landen zodanige doelgerichte besparingsmaatregelen op te leggen dat de betrokken economie haar competitieve positie kan herstellen. In eerste fase creëert dit nog een diepere malaise wanneer de lokale overheden worden "ontvet" maar nadien uit zich dit in graduele verbetering van de exportpositie waardoor er terug - en nu niet langer gesubsidieerde, maar houdbare - werkgelegenheid wordt gecreëerd.

In grafiek 2 wordt een duidelijke illustratie geboden van de geleidelijke verbeteringen inzake de reële effectieve wisselkoersen van de deelnemers aan het eurozone-project in vergelijking met Duitsland.

Grafiek 2: Evolutie van de reële effectieve wisselkoersen in de Eurozone in vergelijking met Duitsland.



Merk op hoe erg de situatie was ontaard op het moment dat de bancaire crisis toesloeg. De directe economische gevolgen van de bancaire crisis waren - hoe vreemd het ook moge klinken - redelijk beperkt. Het zwaarst getroffen land ter wereld was overigens België ...

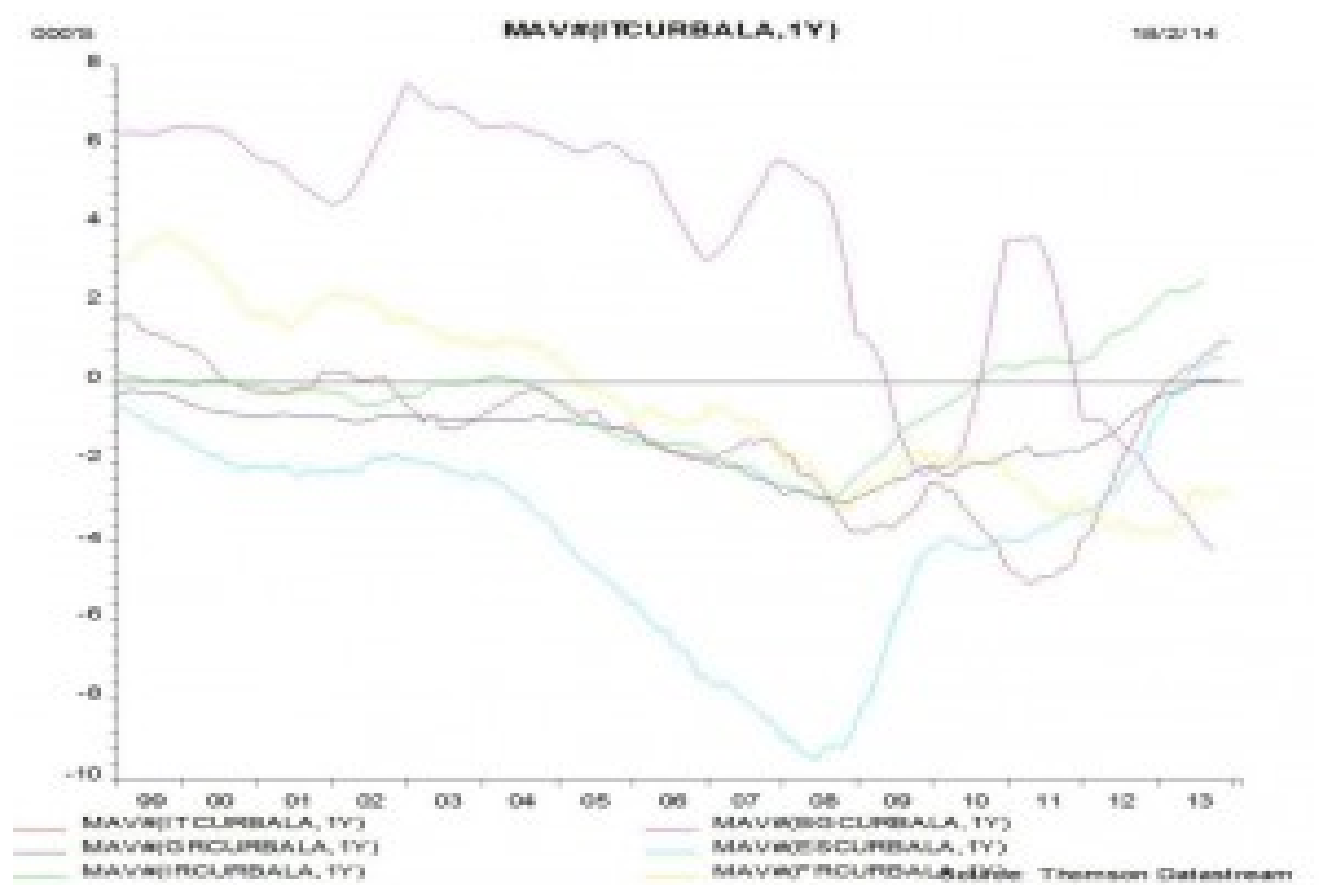
De indirecte impact van de bankencrisis was echter veel belangrijker. Landen met een fundamentele ontaarding van hun reële wisselkoersen hadden tegen een dergelijke schok geen weerstand en zonken op dramatische weg in het moeras van hun inefficiëntie. Een dergelijke situatie was ontstaan door overmatige loonstijgingen en onrendabele investeringen in de

vastgoedsector, zoals in Ierland of Spanje, of door overmatige investeringen van lokale overheid in overheidspapier van hun eigen land, zoals in Griekenland en Italië, waardoor de dalende kredietkwaliteit van deze landen hun banken opzadelde met onhoudbare verliesposities en een neerwaartse spiraal in gang bracht.

De reële wisselkoersen evolueren duidelijk in de goede richting. De vooruitgang is zeker nog niet voldoende om te spreken van een definitieve overwinning maar het geeft wel aan dat we weten welke maatregelen we moeten nemen om de competitiviteit te herstellen. Of anders vertaald: de eurozone vormt (vooralsnog) een houdbare constructie.

De lakmoestest hierop wordt gevormd door de evolutie van de lopende rekening van de deelnemende landen. Grafiek 3 geeft de ontwikkeling weer van een aantal Europese landen wat betreft het verschil tussen hun exportprestaties en importbehoeften. De lopende rekening vormt zo een onverbiddelijk maatgetal voor de efficiëntie van een land en geeft een realistische prognose over de werkgelegenheidscreatie.

Grafiek 3: Evolutie van de lopende rekening van een aantal landen uit de eurozone



IT = Italië; GR = Griekenland; IR = Ierland; BG = België; ES = Spanje; FR = Frankrijk

Uit deze grafiek blijkt alleszins een spectaculaire vooruitgang van de PIIGS-landen. Duitsland doet het overigens nog (veel) beter. Maar je hoeft de Duitsers niet noodzakelijk te kloppen in hun favoriete spel. Als je een positieve lopende rekening weet te bewerkstelligen volstaat dit om - wat betreft dit criterium - je deelname aan de eurozone te verantwoorden.

Oh ja. Hebt u de ontwikkeling van de Belgische lopende rekening opgemerkt? Volg even de magenta gekleurde lijn in grafiek 3 ...

Het land binnen de eurozone dat wellicht het meest afhankelijk is van export, laat al geruime tijd een negatieve ontwikkeling optekenen. Dit duurt intussen lang genoeg om zelfs te spreken van een systematische verslechtering van onze exportpositie. De reden hiervoor is natuurlijk gemakkelijk te detecteren. Het sluipende gif van de steeds toenemende fiscale druk in het algemeen en op arbeid in het bijzonder, in combinatie met een groeiende overheidssector tegen de achtergrond van een topzware regelgeving. Maar dat wist u natuurlijk ook wel.

... plus c'est la même chose.