

Medio 2011 waren we slechts met een extreme minderheid die nog enige toekomstkansen toedichtte aan het europroject. Het merendeel van de analisten gaf geen cent meer voor het voortbestaan van de Muntunie en liet dan ook geen kans onbenut zijn negativisme te spuien. Vrije meningsuiting is natuurlijk een basisrecht maar als je hiervan dan toch massaal gebruik wenst te maken, dan heb je ook de plicht een grondige analyse te maken, zeker indien je weet dat je mening zal gevolgd worden door - in casu - grote horden van Vlaamse beleggers. Maar de oppervlakkigheid van de analyse stond in schril contrast met de gretigheid waarmee de negatieve scenario's hun weg vonden in de populistische pers. Dit werd nog kracht bijgezet door de weinig genuanceerde houding van een aantal vooringenomen Duitse opiniemakers en interventies van columnschrijvers, die vooral zichzelf wensten te profileren eerder dan een onderbouwde conclusie naar voor te schuiven.

De obligaties van de PIIGS-landen kenden echter een spectaculair herstel, in het zog van een recordrace op de Europese beurzen. De belegger werd zo op basis van karikaturale standpunten een flinke neus gezet maar er volgt nooit een publieke afrekening voor gemiste kansen in de publieke fora. Enkel dalingen worden uitvergroot zodat aan een investeerder steeds de financiële actualiteit vanuit een vertekend perspectief wordt toegelicht.

Grafiek 1: Evolutie van de koersen van diverse Europese overheidsobligaties (7 tot 10 jaar looptijden)



De oplossing voor het eurozoneprobleem was nochtans relatief eenvoudig, alleszins toch op papier ... (Maar dan liever toch een dergelijk uitgangspunt dan een situatie waarbij vooraf al kan worden aangegeven dat een oplossing onmogelijk lijkt ...)

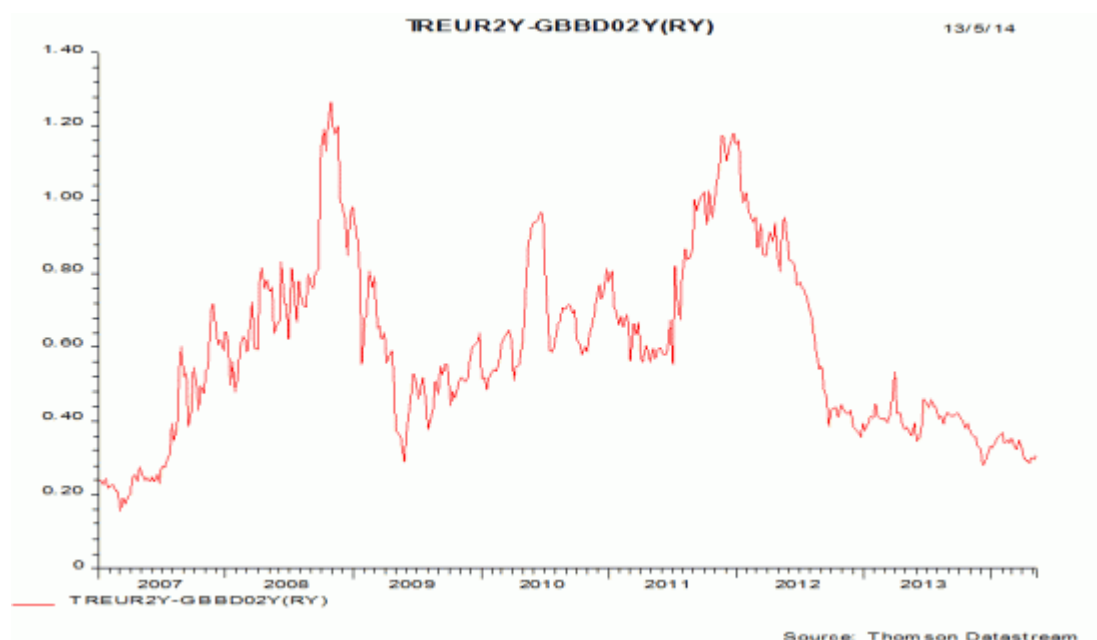
Injecteer gewoon de nodige hoeveelheid liquiditeit in de financiële markten, zodanig dat de banken zich niet meer verplicht zien om hun Italiaanse, Spaanse en Portugese obligaties af te bouwen omdat ze geen middelen kunnen aantrekken om hun posities te financieren. Zo stop je een infernale spiraal waarbij banken hun staatsobligaties bij het minste onraad bij het grof huisvuil plaatsen en hiermee een *selffulfilling prophecy* uitlokken. De vrees voor een deterioratie van de staatsfinanciën in de genoemde landen veroorzaakt zo een verkoopgolf, zodat de rente dusdanig stijgt dat de budgetten inderdaad met dieprode cijfers moeten worden herschreven .

De evidente beslissing om de Europese gelddrukmachines op het hoogst haalbare toerental te brengen werd uiteindelijk pas in november 2011 genomen, maar beter laat dan nooit. De aarzeling vindt zijn oorsprong niet in inflatievrees maar was

enkel te wijten aan politiek trouwtrekken tussen en binnen de Europese lidstaten. De moedige beslissing van de ECB om dan maar op eigen initiatief zo'n slordige 1000 miljard euro in het bancaire systeem te pompen, miste zijn voorspelbare effect niet. De spanningen op de interbancaire markten namen vrijwel ogenblikkelijk af. De banken konden zich zo terug bevoorraden op de financiële markten en mochten zelfs hun PIIGS-obligaties voor het volledige bedrag in waarborg geven bij de ECB, als onderpand voor leningen op korte termijn en dit tegen historisch lage tarieven.

Deze tegenstroom kon de oorspronkelijke vlucht naar Duits staatspapier neutraliseren en zodoende het evenwicht op de Europese kapitaalmarkten herstellen. De additionele premie die de andere Eurolidstaten dienden te betalen ten opzichte van Duits overheidspapier, waardoor het competitiviteitsvoordeel van de Duitse economie alleen nog verder toenam en het probleem stelselmatig verergerde, nam in dramatische orde af en stabiliseert zich nu op een actueel niveau dat lager ligt dan bij het uitbreken van de landencrisis in 2009 en benadert zelfs het peil dat werd bereikt voor het uitbreken van de financiële crisis, medio 2007.

Grafiek 2: *Flight to Quality*-premie voor Duits Staatspapier op 2 jaar



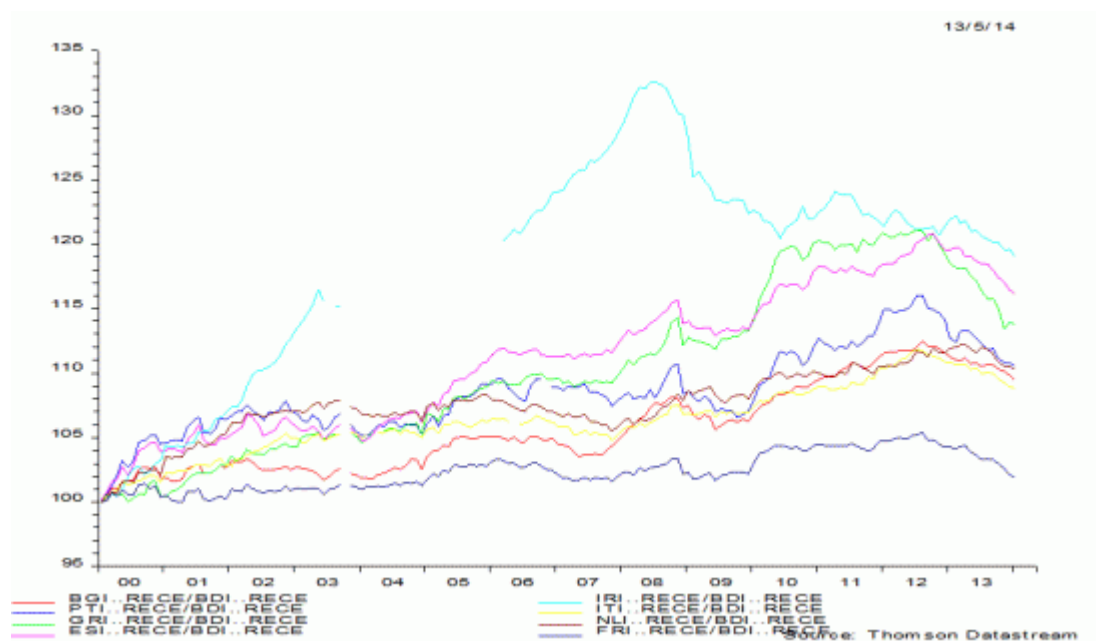
Eens deze liquiditeitsinjectie met de nodige doortastendheid werd doorgevoerd, kon de kern van het probleem in de eurozone worden aangepakt, met name het alsmaar toenemende verschil in efficiëntie tussen de diverse lidstaten. Vermits men bezwaarlijk van de meest competitieve lidstaat (moet het nog gezegd: Duitsland) kan verwachten dat ze haar economische vooruitgang bewust afkoelt en inefficiëntie gaat opleggen als nieuwe norm bij haar lokale bedrijven, is het evident dat er verre gaande maatregelen dienen te worden opgelegd aan de zwakker presterende lidstaten.

De oorzaak voor deze dispersie in efficiëntie is gauw gevonden. De Zuiderse economieën waren in het verleden gewend om hun competitieve nadeel op het vlak van de productiviteit van hun bedrijven en de efficiëntie van hun staatsapparaat schoksgewijs bij te sturen door middel van rabiate devaluaties van hun munten. Dit veroorzaakte echter inflatie, dreef de rentevoeten onnodig hoger, verplichtte de lokale bedrijven niet tot kwaliteitsverbeteringen en liet de overheid rustig toe om haar gangetje gaan, als vanouds. De gevolgen op lange termijn zijn echter nefast: duurder, laag kwalitatieve producten voor de consument en een staatsapparaat dat zich kan permitteren een onverantwoord uitgavenbeleid te voeren. Men kan een dergelijk perspectief bezwaarlijk als uitgangspunt in aanmerking nemen voor een ambitieus Europa, dat echter steeds meer van zijn internationale afzetmarkten ingepalmd zag worden door een efficiëntere VS en de opkomende Aziatische tijgers.

De relatief hoge koers van de euro en (vooral) het wegvallen van het (zelfbedwelmende) devaluatiewapen binnen een muntzone, creëerde na verloop van tijd een spanningsveld tussen de Duitse economie (die zich decennia geleden al had gericht op een sterke muntpolitiek) en de Zuiderse landen. Een te hoge euro zal voor hen immers de export bemoeilijken en de import (van elders goedkoper geproduceerde, kwaliteitsvollere) producten aanwakkeren, met een ontaarding van de lopende rekening als evidente gevolg. De lagere rente vergulde echter initieel de bittere pil en liet de PIIGS-overheden dan ook toe om gretig gebruik te maken van de goedkope financiering op de internationale kapitaalmarkten. De vergaarde middelen werden dan echter kwistig rondgestrooid als verzekering voor een herverkiezing bij een volgende electorale uitdaging. De boom in vastgoedinvesteringen zorgde voor de rest: De werkgelegenheid kende immers onverhoopte pieken, en het investeringskapitaal stroomde binnen. Niemand had nog oog voor de dramatische achteruitgang in competitiviteit die gemaskeerd werd door de economische groeiversnelling, als gevolg van de overheidsbestedingen en bouwwoede. De financiële crisis legde dit mechanisme echter abrupt stil. De toegang tot de kapitaalmarkten verliep veel minder vlot, oorspronkelijk omwille van het opdrogen van de liquiditeit op de interbancaire markten, nadien door de groeiende focus op de budgettaire onevenwichten in de PIIGS-landen, met de gekende dramatische gevolgen. Een ongeziene landencrisis, met een dreigende implosie van de muntzone als doemscenario, met ongekende gevolgen die aansluiten bij een financieel-economische apocalyps.

Deze ontwikkeling kan het best worden geïllustreerd op basis van de reële effectieve wisselkoersen van de diverse lidstaten van de eurozone. Hierbij wordt niet alleen rekening gehouden met de nominale wisselkoers maar ook met de efficiëntiegraad van de economie. Een oplopende reële effectieve wisselkoers duidt erop dat een bepaald land voortdurend duurder wordt in productie en vandaar een steeds toenemend probleem ondervindt op zijn externe afzetmarkten en steeds meer geneigd zal zijn om zijn interne markten te bevoorraden met elders geproduceerde, goedkopere producten. Een belangrijke bijdrage tot deze ontaarding wordt geleverd door verspillingen op overheidsvlak. Deze situatie kreeg de kans gedurende jaren verder te ontaarden, gemaskeerd als ze was door de opgepepte economische groeicijfers.

Grafiek 3: *Ontwikkeling van de reële effectieve wisselkoersen in de eurozone, uitgedrukt ten opzichte van Duitsland. Periode 2000-2014*



De efficiëntiegraad van een economie kan worden gemeten op basis van de reële effectieve wisselkoers. In dit geval vergelijken we ieder individueel land met Duitsland. Bemerkt de onwaarschijnlijke ontaarding in Ierland (lichtblauwe lijn), niet voor niets het eerste "slachtoffer" in de rij van de 10 kleine negertjes die vielen ten gevolge van de landencrisis. Dit werd vooral veroorzaakt door ongebreidelde loonstijgingen, het gebruik van zeer agressieve schuldheffingen in de

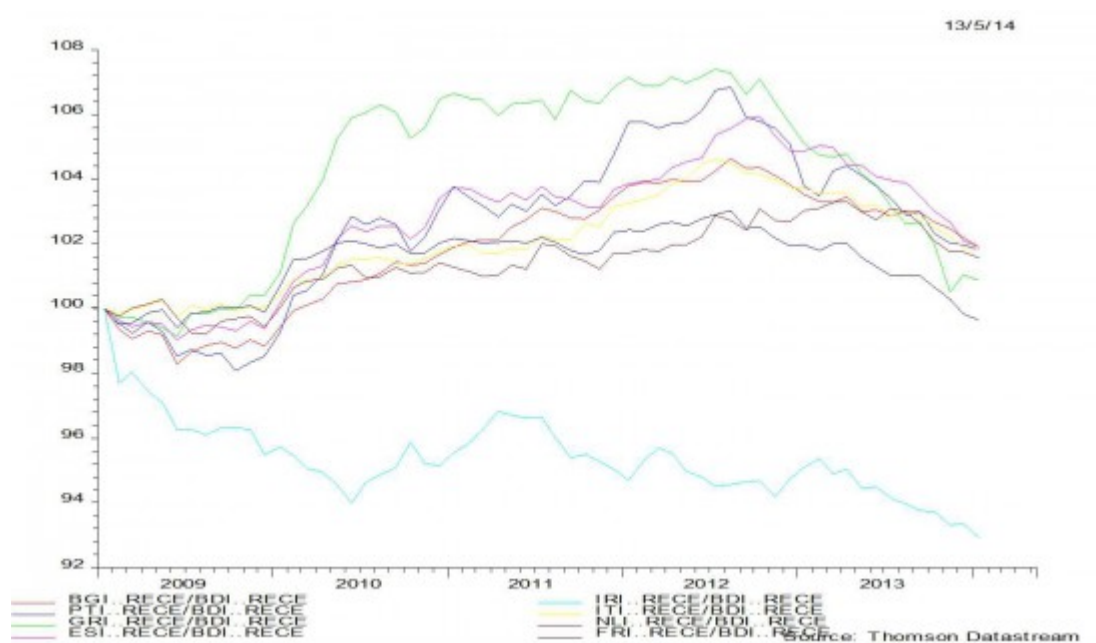
vastgoedsector, oplopende productiekosten en een expansief overheidsbeleid. Maar vooral ook de Spaanse en Griekse effectieve wisselkoersen waren dramatisch opgelopen (respectievelijk magenta en groene kleur). De eerste vooral omwille van private en publieke investeringen in de bouwsector, de Griekse tragedie vond zijn oorzaak dan weer in de onwaarschijnlijke en ongegeneerde verspilzucht van de overheid die via de publieke sector de economische groei aanzwengelde. (Om samen met Zweden de hoogste groeicijfers in Europa te bereiken!)

De opgelegde besparingen op Europees vlak richtten zich initieel dan ook in hoofdzaak op het bestrijden van excessen in de overheidsbestedingen en het terugschroeven van de loonstijgingen. Dergelijke ingrepen vormen weliswaar een essentieel onderdeel voor een herstelbeleid maar het opleggen van de hoogst onpopulaire maatregelen vereiste verregaande moed en een langetermijndenken dat we gebruikelijk niet associëren met politici die onmiddellijk zouden worden geconfronteerd met (begrijpelijk) straatprotest.

De sociale verontwaardiging is vanzelfsprekend terecht maar helaas weinig relevant in de context van een dringend herstelbeleid. De excessieve uitgaven dienen te worden weggewerkt met als onmiddellijke gevolg dat de werkloosheid nog toeneemt om pas nadien (hopelijk) te verbeteren. Deze verbetering in de competitiviteit ontstaat door verbeterde exportvooruitzichten en het afnemen van de neiging tot importeren.

Dit behoeft moedige beslissingen die een gemakkelijk doelwit voor oppervlakkige commentaar zijn maar de situatie was overduidelijk. Zonder drastische ingrepen werd de situatie voor diverse landen compleet onhoudbaar. Het veelgehoorde alternatief van een uittreding uit de euroconstructie is weinig doordacht. De gevolgen zouden van een apocalyptische orde zijn voor de lokale economie die geconfronteerd zal worden met een algemeen falen van haar banksector, weggeblazen spaartegoeden en verdampte pensioenreserves. Een golf van hyperinflatie zal dan een finale klap toebrengen en de lokale economieën meerdere decennia terugwerpen in de tijd.

Grafiek 4: Ontwikkeling van de reële effectieve wisselkoersen in de eurozone, uitgedrukt ten opzichte van Duitsland. Periode 2009-2014



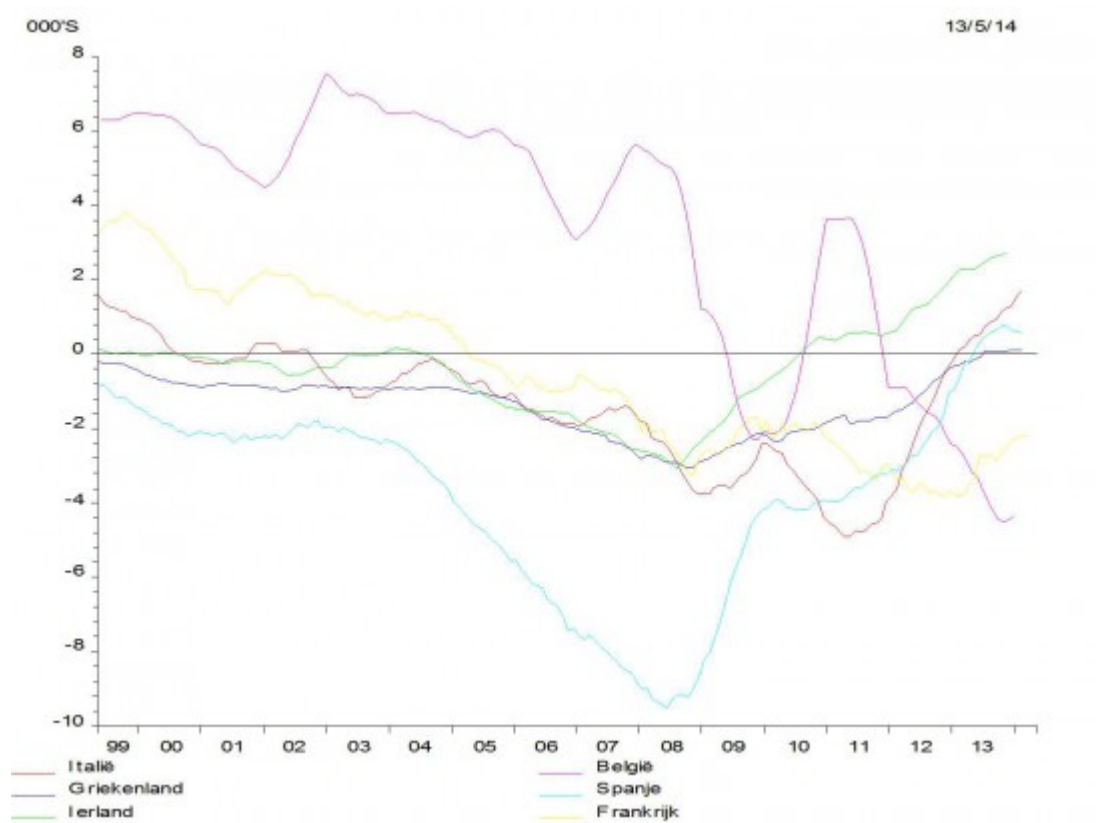
De ontwikkeling van de reële effectieve wisselkoersen duidt erop dat de opgelegde besparingen hun doelstellingen momenteel in het bereik hebben. De competitiviteit herstelt duidelijk.

Als formeel “wiskundig” bewijs voor het welslagen van het beleid volstaat dit echter niet. De ontwikkeling duidt erop dat aan een noodzakelijke voorwaarde is voldaan en een belangrijke veldslag is gewonnen, maar dit is nog niet voldoende om ervan uit te gaan dat de oorlog hiermee beslecht is in het voordeel van de eurozone. De besparingsmaatregelen moeten nog geruime tijd worden aangehouden, terwijl de tewerkstelling in Spanje en Griekenland zijn negatieve trend nog onvoldoende gekeerd heeft om ook prognoses te kunnen maken over een duurzaam herstel in de overheidsfinanciën. Zo geeft bijvoorbeeld de werkgelegenheid in de Spaanse bouwsector nog steeds geen enkele verbetering te kennen. Een dergelijk substantieel verlies van 1.4 miljoen banen kruipt begrotingsgewijs niet zomaar in de koude kleren.

Of een volgende economische terugval deze landen niet opnieuw naar af zal duwen, blijft vandaar een open vraag, die momenteel echter niet om een dringend antwoord roept. De economische groei herstelt immers gradueel waardoor er opnieuw wat tijd kan worden gewonnen om een verdere verbetering van de economische omgeving door te voeren en wellicht ook al wat ruimte laat voor de nodige sociale correcties.

De lakmoestest voor de bovenstaande redenering houdt in dat we testen hoe de lopende rekening van deze landen is geëvolueerd. Indien de efficiëntiegraad van deze landen inderdaad is verbeterd, dan moet deze aanleiding vormen tot een verbetering van de uitvoer en een afname van de import (en dit laatste niet enkel als gevolg van de afname van de koopkracht door de opgelegde besparingen!)

Grafiek 5: *Evolutie van de lopende rekeningen in de eurozone.*



De bovenstaande grafiek laat wat betreft de PIIGS-landen weinig twijfel bestaan omtrent de bereikte trendbreuk. Een “merkwaardig” verloop kan echter worden opgetekend wanneer we inzoomen op de bedenkelijke ontwikkeling van de Belgische lopende rekening. Wanneer op internationaal vlak je enige wapen nog de efficiëntiegraad van de economie is (en dit als resultante van het feit dat in een land met dermate hoge (para-) fiscale lasten, enkel de meest efficiënte bedrijven overleven en het vandaar nog redelijk goed doen in internationale context), dan mag het niet verbazen om een



(substantiële) verslechtering te moeten optekenen, wanneer ook andere landen dit efficiëntiewapen beter leren hanteren

...