

Is het Verenigd Koninkrijk klaar om de Euro te introduceren?

Daan Ruijter
0207284

24 Juni 2007

Algemene Economie
Faculteit Economie en Bedrijfskunde
Universiteit van Amsterdam

Eerste beoordelaar: Franc Klaassen
Tweede beoordelaar: Koen Vermeylen

Vak: Internationale Economie

Inhoud

| | |
|---|----|
| 1 Inleiding | 3 |
| 2 Theorie van het Optimale valutagebied | 5 |
| 3 Voor- en nadelen introductie Euro voor het VK | 11 |
| 4 Theorie van het Optimale valutagebied en het VK | 16 |
| 4,1 Convergentie | 16 |
| 4,2 Conjuncturele Convergentie | 24 |
| 4,3 Flexibiliteit | 27 |
| 4,4 Kracht van het valutagebied | 35 |
| Conclusie | 36 |
| Bibliografie | 38 |

1 Inleiding

Veel economen, politici, journalisten en andere opinieleiders hebben zich bezig gehouden met de vraag of het Verenigd Koninkrijk, VK, het Pond moet opgeven en inwisselen voor de Euro. Zo hebben Tony Blair, minister-president van het VK, en Gordon Brown, de Minister van Financiën, bij een gezamenlijke persconferentie in 2003 commentaar gegeven op de kwestie (BBC, 2003a). Blair staat bekend als een groot voorstander van de Euro, terwijl Brown sceptischer is (BBC 2003b). Bij de persconferentie bleek ook dat vooral Brown het VK nog niet klaar acht voor de Euro op grond van zijn "vijf tests". Deze tests zijn in 2003 op de Britse economie uitgevoerd en hadden als doel na te gaan of het VK klaar was voor de Euro (BBC, 2003a).

Het onderwerp van introductie van de Euro door het VK is interessant vanwege de (mogelijke) gevolgen die dit heeft voor de Britse economie. Introductie van de Euro zorgt ervoor dat het VK haar eigen munt verliest en soevereiniteit moet afstaan aan Europa. Het monetaire beleid zal niet meer door de Britse nationale bank, de Bank of England, BOE worden uitgevoerd, maar door de Europese Centrale Bank, ECB. Verder moet worden voldaan aan de eisen van het Stabiliteits- en Groeipact, SGP, waarbij het Britse begrotingsbeleid aan regels wordt gebonden. Het VK verliest controle over haar economie. Als de economische structuur en conjunctuur in het VK gelijk loopt met die van de Eurolanden (convergentie) en het VK economische schokken soepel kan oplossen (flexibiliteit) is dit niet zo'n groot probleem. Echter wanneer dit niet zo is, is het soevereiniteitsverlies wel een probleem. Het kan de economische ontwikkeling in het VK tegengaan en ook de economie destabiliseren (Tavlas, 1993). De baten van toetreding tot de Eurozone worden op die manier maar gedeeltelijk gerealiseerd. In deze scriptie wordt de bovenstaande problematiek behandeld.

De belangrijkste literatuur voor deze scriptie wordt hieronder kort geïntroduceerd. Eerst de theorie van het optimale valutagebied, beschreven in Tavlas, 1993. Kort gezegd is dit de theorie die aangeeft aan welke eisen een groep landen met dezelfde munt en een gemeenschappelijk monetair beleid moet voldoen om economisch te convergeren en flexibel te zijn bij economische schokken om zo de baten van het hebben van deze munt en het gemeenschappelijke monetaire beleid te maximaliseren.

Deze scriptie draagt bij aan de literatuur met betrekking tot optimale valutagebieden door toevoeging van convergentiecriteria, de situatie van huizenmarkten, financiële marktstructuren, handelspatronen en verder financiële marktflexibiliteit als eisen voor een optimaal valutagebied. Ook wordt een "traditionele" eis, namelijk de structuur van goederenmarkten veranderd in een algemenere eis, namelijk de structuur van het BBP. De reden voor het toevoegen van bovenstaande zaken als eisen voor een optimaal valutagebied is dat convergentiecriteria kunnen zorgen voor conjuncturele convergentie en BBP-structuren, huizenmarkten, financiële marktstructuren en handelspatronen kunnen zorgen voor structurele convergentie van economieën van een valutagebied. Verder kan financiële marktflexibiliteit helpen asymmetrische economische schokken te bestrijden.

Verdere belangrijke literatuur bestaat uit de vijf tests waaraan al eerder werd gerefereerd. De Britse Minister van Financiën, Gordon Brown heeft deze tests laten uitvoeren op de Britse economie.

Ze toetsen het volgende (HM Treasury, 2003a):

- *convergentie*: zijn conjunctuur en economische structuur verenigbaar met elkaar? Als dit zo is, kan het VK op een blijvende basis goed omgaan met Europese rentes?
- *flexibiliteit*: is het VK flexibel als het gaat om economische schokken?
- *investeringen*: creëert de introductie van de Euro in het VK betere voorwaarden voor bedrijven die lange termijn investeringen doen in het land?
- *financiële diensten*: wat is het effect van de Euro op de concurrentiepositie van de Britse bedrijfstak van de financiële diensten, de "groothandel" van het Londense financiële centrum The City in het bijzonder?
- *groei, stabiliteit en werkgelegenheid*: brengt de Euro hogere groei, stabiliteit en een duurzaam aanblijvende groei van banen?

De eerste twee tests zijn gebaseerd op de theorie van het optimale valutagebied. Overigens vloeien de in de vorige alinea genoemde aanvullende eisen bij de theorie van het optimale valutagebied voort uit deze twee tests. Bij de derde en de vierde test gaat het om een aantal voor- en nadelen van toetreding tot de Eurozone en de laatste test is een soort conclusie op grond van de eerste vier tests, met andere woorden, zullen de voordelen van de toetreding tot de Eurozone worden gerealiseerd? Er wordt dan ook aan deze test voldaan als is voldaan aan de eerste vier.

Het VK heeft echter in 2003 op grond van de vijf tests besloten om de Euro niet in te voeren. Er werd namelijk geconcludeerd dat het VK niet voldeed aan de flexibiliteitstest en zodoende de test met betrekking tot groei, stabiliteit en werkgelegenheid. Maar deze conclusies van de Britse overheid zijn mijns inziens discutabel. Er wordt namelijk op grond van beide tests geconstateerd dat er zeer veel verbeteringen zijn opgetreden ten opzichte van dezelfde tests in 1997 als het gaat om de convergentie van de Britse economie met de economieën van de Eurozone en de flexibiliteit van de Britse economie. Maar toch stelt de overheid dat er niet is voldaan aan beide tests. In deze scriptie wordt dan ook opnieuw en met een kritische blik onderzocht of het VK klaar is voor de Euro. Inmiddels is het ruim drie jaar geleden dat de resultaten van de vijf tests zijn gepubliceerd. Zodoende zijn deze drie jaren na publicatie ook in het onderzoek opgenomen. In deze jaren is de situatie van de Britse economie dermate gunstig, dat geconcludeerd zal worden dat het land klaar is voor de Euro.

Het vervolg van deze scriptie is als volgt opgebouwd: allereerst wordt in hoofdstuk 2 de theorie van het optimale valutagebied uitgelegd. In hoofdstuk 3 zullen voor- en nadelen van de invoering van de Euro voor het VK tegenover elkaar worden gezet. In hoofdstuk 4 wordt de theorie van het optimale valutagebied dan toegepast op het VK. Aan de hand van economische data van de Britse economie en literatuur zullen alle vereisten voor een optimaal valutagebied onder de loep worden genomen. Daarna volgt de conclusie.

2 Theorie van het Optimale valutagebied

Optimaal Valutagebied

Voor de theorie wordt uitgelegd moet het begrip "optimaal valutagebied" worden gedefinieerd. In deze scriptie wordt de volgende definitie gehanteerd: een optimaal valutagebied is een optimaal aantal landen dat geheel aan een aantal eisen voldoet (Jager, 2005, 1-4).

De eisen hebben betrekking op economische schokken. Economische schokken kunnen symmetrisch of asymmetrisch zijn en er is ook nog een tussenvorm. Een symmetrische economische schok is er een die alle lidstaten van een valutagebied op dezelfde manier treft, bijvoorbeeld een plotselinge en ongeveer gelijke stijging van de vraag naar product x in alle lidstaten. Maar als slechts 1 lidstaat product x produceert, wordt de schok asymmetrisch en in het bijzonder landenspecifiek genoemd. Mochten meerdere, maar niet alle lidstaten product x produceren, dan heet de schok asymmetrisch. In het vervolg worden beide schokken asymmetrisch genoemd. Een asymmetrische schok treft de ene lidstaat meer dan de andere. De tussenvorm is een schok die symmetrisch is, maar asymmetrisch uitpakt. Een dergelijke schok treft de ene lidstaat meer of in tegengestelde richting vergeleken met de andere. Het eerstgenoemde gebeurt bijvoorbeeld als een symmetrische schok een bepaalde sector treft die in de ene lidstaat groot is en in de andere klein in procenten van het BBP en het laatstgenoemde als een symmetrische schok positief uitpakt voor een lidstaat en negatief voor een andere lidstaat (HM Treasury, 2003b, 73-77). De tussenvorm zal in het vervolg "SSAU" worden genoemd, oftewel Symmetrische Schok die Asymmetrisch Uitpakt.

Als een land dat deelneemt aan een valutagebied meer aan de eisen voor een optimaal valutagebied voldoet, zullen symmetrische schokken voor dat land minder asymmetrisch uitpakken en ook zullen landenspecifieke en asymmetrische schokken minder snel voorkomen. Verder zal het effect van schokken minder zijn, mede doordat door het bovenstaande het monetaire beleid stabiliserender is. Al deze ontwikkelingen leiden ertoe dat dat de nadelen van deelname aan een valutagebied afnemen en de voordelen toenemen. Waarom dit zo is, komt later aan de orde.

De eisen zijn op twee principes gebaseerd. Het eerste daarvan is **convergentie**. Convergentie houdt in dat de economieën van lidstaten naar elkaar toe groeien. Er zijn twee typen convergentie: structurele en conjuncturele convergentie. Bij **structurele convergentie** gaat het om het naar elkaar toe groeien van economische structuren van de lidstaten van een valutagebied. De economische structuur van een land is de aanbod- of productiekant van de economie en bestaat uit een aantal aspecten. De aspecten relevant voor structurele convergentie en daarom tegelijk ook eisen voor een optimaal valutagebied zijn de volgende (HM Treasury, 2003a, 46-58):

- 1 De structuur van het BBP
- 2 Financiële marktstructuren
- 3 Huizenmarkt
- 4 Handelspatronen

Convergentie in aspecten 1-4 van de economische structuur van de lidstaten zorgt voor structurele convergentie. Dit leidt indirect tot conjuncturele convergentie. En hoe meer structurele en conjuncturele convergentie, hoe minder asymmetrisch symmetrische schokken uitpakken. Hiermee wordt mogelijke conjuncturele divergentie voorkomen (HM Treasury, 2003a, 27-28).

Bij **conjuncturele convergentie** groeien conjuncturen van de lidstaten naar elkaar toe. Bij de conjunctuur gaat het met name om de vraagkant van de economie. Ook conjuncturele

convergentie kent een aantal aspecten die de convergentie bewerkstelligen en vereisten zijn voor een optimaal valutagebied (HM Treasury, 2003a, 29-30):

- 5 Convergentiecriteria
- 6 Gelijke prijsniveaus

Convergentie met betrekking tot aspecten 5 en 6 zorgt direct voor conjuncturele convergentie. Ook langs deze directe weg pakken symmetrische schokken minder asymmetrisch uit en wordt mogelijke conjuncturele divergentie voorkomen.

Convergentie met betrekking tot aspecten 1-6 leidt er ook toe dat de frequentie waarmee asymmetrische schokken voorkomen afneemt. En gezien daarbij ook het feit dat symmetrische schokken minder asymmetrisch uitpakken, worden schokken symmetrischer en het gemeenschappelijke monetaire beleid effectiever/stabiliserender (HM Treasury, 2003a, 27-28). Immers SSAU's en asymmetrische schokken zijn niet te verwerken met een gemeenschappelijk monetair beleid. Het probleem is dat het onmogelijk is om met dit instrument lidstaten bij deze schokken te stabiliseren zonder andere lidstaten te destabiliseren (HM Treasury, 2003c, 10). Overigens is een gemeenschappelijk monetair beleid bij een gebrek aan convergentie ook destabiliserend als de verwerking van schokken buiten beschouwing wordt gelaten. Dit instrument heeft dan namelijk hetzelfde effect als een SSAU (HM Treasury, 2003d, 7 en 11-12).

Convergentie in aspecten/eisen 1-6 is niet voldoende om economische schokken te verwerken. Schokken worden wel symmetrischer en kunnen zo vaker worden opgelost met het gemeenschappelijke monetaire beleid, maar convergentie betekent niet dat er geen SSAU's en asymmetrische schokken meer zullen zijn. Convergentie kan immers nooit honderd procent zijn. Daar het gemeenschappelijke monetaire beleid niet geschikt is voor de aanpassing aan asymmetrische schokken en SSAU's, nationale overheden geen eigen munt en monetair beleid meer tot hun beschikking hebben, moet de verwerking van asymmetrische schokken en SSAU's met behulp van andere mechanismen tot stand komen (HM Treasury, 2003a, 83-84).

De mechanismen die de rol van het monetaire beleid en de wisselkoers nu moeten overnemen doelen op het tweede principe waarop de eisen voor een optimaal valutagebied zijn gebaseerd: **flexibiliteit**.

Deze mechanismen zijn:

- 7 Arbeidsmarktflexibiliteit
- 8 Prijsflexibiliteit
- 9 Transfers
- 10 Begrotingsbeleid
- 11 Financiële marktflexibiliteit
- 12 Handelsdiversificatie

Hoe beter de mechanismen werken, hoe flexibeler een economie is en hoe kleiner de impact van asymmetrische schokken en SSAU's. Convergentie en flexibiliteit zorgen er dus samen voor dat schokken een minder groot effect hebben op economieën in een valutagebied (HM Treasury, 2003a, Introduction, 15-18).

Immers bij een gebrek aan convergentie en flexibiliteit worden de baten van toetreden tot de Eurozone ondermijnd en worden de kosten, namelijk het verlies van eigen aanpassingsinstrumenten groter. Een gebrek aan convergentie aan de vraagkant van de economie (eisen 5-6 en indirect 1-4, de structuurkant) leidt er, zoals al eerder is uitgelegd toe

dat a) er structurele en/of conjuncturele divergentie ontstaat, waardoor symmetrische schokken asymmetrisch kunnen uitpakken; b) er meer asymmetrische schokken zijn en dat er daarmee mogelijk conjuncturele divergentie ontstaat en c) met het gemeenschappelijke monetaire beleid schokken vaker niet kunnen worden opgelost omdat ze vaker asymmetrisch van aard zijn of symmetrisch met asymmetrische werking.

De feiten a, b en c leiden tot een toename van de economische instabiliteit. Het BBP zal op korte termijn instabieler zijn en vaker afwijken van het potentiële BBP. Ook prijzen en werkgelegenheid zijn daardoor instabiel (HM Treasury, 2003b, 67-72). Als flexibiliteit nu ook tekortschiet, blijft stabilisatie na een schok uit, wordt de ontwikkeling van het BBP op lange termijn belemmerd en daarmee werkgelegenheid en welvaart. De macroeconomische instabiliteit en onzekerheid zorgt er namelijk voor dat bedrijven minder handelen, investeren en minder competitief worden. Er komt dus minder concurrentie dan mogelijk. Ook zullen consumenten grote aankopen uitstellen (HM Treasury, 2003a, Introduction, 17). Convergentie en flexibiliteit zijn dus erg belangrijk voor de realisatie van de voordelen van toetreding tot de Eurozone. Beide principes worden samen "duurzame convergentie" genoemd (HM Treasury, 2003b, 2).

De eisen voor een optimaal valutagebied met betrekking tot convergentie worden hieronder nader verklaard:

A. Convergentie

Structurele convergentie

1 De structuur van het BBP

Een eis voor een optimaal valutagebied betreft de gelijkheid van BBP-structuren. In de standaardtheorie van het optimale valutagebied is deze eis specifiek en gaat het om goederenmarktstructuren, maar naar mijn mening moet deze eis ruimer worden gezien omdat goederenmarkten een deel van het BBP uitmaken en de hele structuur van het BBP van invloed is op convergentie. Zo is bijvoorbeeld het aandeel van de dienstensector in het Britse BBP 73,4% in 2006 (CIA, 2007).

Met gelijke structuren van het BBP wordt het volgende bedoeld: het aandeel in het BBP van de verschillende sectoren waarin wordt geproduceerd is ongeveer gelijk voor de lidstaten van een valutagebied. Gelijke BBP-structuren zorgen ervoor dat economische schokken symmetrischer zullen zijn. Daarom zullen lidstaten die op elkaar lijkende BBP-structuren hebben een goede kandidaat zijn voor toetreding tot een valutagebied (Tavlas, 1993).

De volgende 4 eisen worden officieel niet tot eisen voor een optimaal valutagebied gerekend, echter ze kunnen wel voor structurele en daarmee conjuncturele convergentie zorgen:

2 Financiële marktstructuren

Verschillen in financiële marktstructuren kunnen een oorzaak zijn voor asymmetrische schokken en SSAU's. Stel dat op de Duitse financiële markten meer wordt gehandeld in aandelen en minder in andere vormen van activa ten opzichte van Franse financiële markten. In dat geval heeft een verandering in wereld aandelenprijzen een groter effect op Duitsland dan op Frankrijk. Dit kan ertoe leiden dat de feiten a,b,c optreden. Convergentie van financiële markten is dus belangrijk in een valutagebied (HM Treasury, 2003a, p.51-53).

3 Huizenmarkt

Verschillen in huizenmarkten kunnen een bron zijn voor conjuncturele divergentie en daarmee asymmetrische schokken en SSAU's. Bijvoorbeeld als hypotheekrentes in lidstaat A variabele rentes hebben en consumenten veel extra hypotheekrentes afsluiten om hun consumptie te verevenen, terwijl dat in andere lidstaten niet of in mindere mate het geval is, ontstaat divergentie (HM Treasury, 2003a, 55-58). Lidstaat A is dan gevoeliger voor gemeenschappelijke renteveranderingen dan de andere lidstaten.

Ook op een andere manier kan divergentie ontstaan. Nationale aangelegenheden die van invloed zijn op de vraag naar en het aanbod van huizen, maar ook gemeenschappelijke renteveranderingen kunnen de ontwikkeling van huizenprijzen beïnvloeden. Immers renteveranderingen worden op korte termijn direct doorgevoerd op hypotheekrentes met een variabele rente maar niet op hypotheekrentes met een vaste rente. Een hypotheekrentestijging leidt ertoe dat het bezit van een huis duurder wordt, waardoor de vraag naar koopwoningen afneemt en daarmee de prijzen, terwijl een hypotheekrentedaling het tegenovergestelde bewerkstelligt (HM Treasury, 2003a, 55-58).

Als huizenprijzen in lidstaat A erg stijgen en in andere lidstaten een stuk minder ontstaat conjuncturele divergentie. Beleggers in huizen kunnen in lidstaat A meer verdienen dan in de andere en hebben zo in lidstaat A meer geld voor consumptie dan in de andere, ceteris paribus (HM Treasury, 2003a, 55). Convergentie in huizenmarkten, wat wil zeggen dat ontwikkelingen in huizenprijzen synchroner lopen en variabele rentes op activa verdwijnen, evenals de verschillen in de populariteit van consumptieverevening voorkomt conjuncturele divergentie en leidt dus tot symmetrischere schokken (HM Treasury, 2003a, 55-58).

4 Handelspatronen

Verschillen in handelspatronen kunnen voor structurele en daarmee conjuncturele convergentie zorgen (HM Treasury, 2003a, p.49). Als lidstaat A meer handelt met bepaalde landen, dan andere lidstaten, dan is lidstaat A gevoeliger voor ontwikkelingen in die landen dan de andere lidstaten. Dus als handelspatronen van lidstaten in een valutagebied convergeren, groeien conjuncturen naar elkaar toe en zijn schokken eerder symmetrisch.

Conjuncturele convergentie

5 Convergentiecriteria

Convergentiecriteria zijn afgesproken voor landen die willen toetreden tot de Eurozone om deze landen te doen convergeren. De volgende convergentiecriteria zijn afgesproken:

het financieringstekort mag niet hoger oplopen dan 3% van het Bruto Binnenlands Product, BBP. Ten tweede mag de staatsschuld niet boven 60% van het BBP uitkomen. Wel mag de deze boven 60% BBP zijn voor toetredende lidstaten mits deze snel genoeg daalt richting 60% BBP. Ten derde is het een vereiste dat het inflatiepeil niet meer dan 1,5% hoger is dan dat van het gemiddelde inflatiepeil van de EMU-landen met de laagste gemiddelde inflatie. Ten vierde geldt voor de nominale lange termijn rente dat deze niet meer dan 2% hoger mag zijn dan de gemiddelde rente van de drie EMU-landen met de laagste gemiddelde *inflatie*. Ten slotte is er een eis met betrekking tot wisselkoersen. Deze moesten twee jaar binnen een bandbreedte met de ECU¹ en nu Euro blijven (El Agra, 2004, 163-166).

¹ Virtuele representatieve munteenheid voor de lidstaten van de EU vòòr de komst van de Euro

Hoewel convergentiecriteria officieel ook niet tot de eisen voor een optimaal valutagebied horen zijn ze mijns inziens zeer belangrijk. Ten eerste moet eraan worden voldaan om de Euro te kunnen invoeren en ten tweede kan divergentie in de variabelen waarop de convergentiecriteria gebaseerd zijn leiden tot conjuncturele divergentie. Als bijvoorbeeld begrotingstekorten in lidstaat A verschillen van die in andere lidstaten kan er conjuncturele divergentie ontstaan (HM Treasury introduction, 2003a, 5).

Overigens is het van belang bij toetreding de wisselkoers ten opzichte van de gemeenschappelijke munt van het valutagebied zo te bepalen dat deze instapkoers niet leidt tot schokken. Een te hoge instapkoers maakt het toetredende land duur en leidt mogelijk tot een recessie, terwijl een te lage instapkoers het tegenovergestelde kan veroorzaken. Een verkeerde instapkoers leidt dus tot asymmetrische of beter gezegd landenspecifieke schokken en daarmee een meer of mindere mate van conjuncturele divergentie. Een goede instapkoers is overigens moeilijker te bepalen als een munt erg instabiel is geweest ten opzichte van de munt van het valutagebied. Om deze reden en opdat de munt van het toetredende land geen schokken veroorzaakt die conjuncturele convergentie in gevaar brengen is het belangrijk dat deze stabiel is tot de toetreding (HM Treasury, 2003a, 67-76).

6 Gelijke prijsniveaus

Gelijke prijsniveaus in een valutagebied zorgen ervoor dat de saldi op de lopende rekening van de lidstaten meer naar elkaar toegroeien. Gelijke prijsniveaus zouden op de langere termijn moeten optreden, want op korte termijn is flexibiliteit in prijzen en lonen nodig om asymmetrische schokken en SSAU's op te vangen.

Wanneer prijsniveaus op lange termijn ongelijk zouden worden, zouden lopende rekeningen gaan divergeren en daarmee economische groei (Tavlas, 1993). Gelijkere prijsniveaus zijn dus nodig voor conjuncturele convergentie. Het bestaan van gelijke prijsniveaus zorgt er tegelijkertijd (direct) voor dat SSAU's minder sterk worden.

De eisen voor een optimaal valutagebied met betrekking tot flexibiliteit worden hieronder nader verklaard:

B. Flexibiliteit

7 Arbeidsmarktflexibiliteit

Arbeidsmarktflexibiliteit is een belangrijk mechanisme om economische schokken te neutraliseren. Een aantal zaken kunnen arbeidsmarktflexibiliteit bewerkstelligen, namelijk arbeidsmobiliteit, loonflexibiliteit en de koppeling van werknemers aan banen.

arbeidsmobiliteit

Arbeidsmobiliteit kan helpen asymmetrische schokken en SSAU's te neutraliseren. Dit zal gelden voor de lange termijn gezien het feit dat de productiefactor arbeid op korte termijn weinig beweeglijk is. Is er bijvoorbeeld in lidstaat A langdurige werkloosheid en in andere lidstaten een langdurig tekort aan arbeiders, dan kan arbeidsmobiliteit deze onevenwichtigheid in A oplossen (Tavlas, 1993).

loonflexibiliteit

Hoe flexibeler lonen zijn, hoe gemakkelijker lidstaten economische schokken op korte termijn kunnen opvangen. Als dan bijvoorbeeld de geaggregeerde vraag in een lidstaat door een schok afneemt, ontstaat er werkloosheid, die kan worden verminderd door loonmatiging. Zouden lonen star zijn, dan worden asymmetrische schokken en SSAU's vaak niet

geneutraliseerd, zijn economieën van de lidstaten instabieler en dit komt dan doorgaans tot uiting in een lager BBP en een hogere werkloosheid op langere termijn (Tavlas, 1993).

koppeling van werknemers aan banen

In hoeverre werklozen snel een nieuwe baan vinden hangt af van een aantal factoren die van belang zijn voor arbeidsmarktflexibiliteit. Ten eerste de zogenaamde functionele flexibiliteit. Als de beroepsbevolking van een land verschillende taken kan uitvoeren en verschillende bekwaamheden kan verwerven zal deze zich kunnen aanpassen aan de toenemend competitieve omgeving bij toetreding tot de Eurozone en voor meerdere banen geschikt zijn. Op die manier komen werkzoekenden sneller aan een baan. Ten tweede werkgelegenheidsflexibiliteit. Als werkgevers en werknemers flexibel zijn als het gaat om de werktijden kunnen werkgevers gemakkelijker aan personeel komen en vinden werknemers sneller aan een baan. En ten slotte zullen werknemers ook eerder een baan vinden bij een soepel ontslagrecht. Een indicator voor de snelheid waarmee werknemers werk vinden vormt de relatie tussen vacatures en werkloosheid. Hoe beter deze relatie, hoe eerder werklozen aan het werk kunnen. (HM Treasury, 2003a, 100-105).

8 prijsflexibiliteit

Ook prijsflexibiliteit is een belangrijk mechanisme in de bestrijding van economische schokken. Als bijvoorbeeld in lidstaat A de geaggregeerde vraag plotseling daalt en in andere lidstaten niet, kunnen prijsdalingen in A deze onevenwichtigheid tegengaan. Ook een gebrek aan prijsflexibiliteit zal leiden tot een grotere mate van instabiliteit van het BBP en de werkloosheid, wat ongunstig is voor de economische groei op langere termijn (Tavlas, 1993).

9 Transfers

Lidstaten die worden getroffen door een asymmetrische schok of een SSAU kunnen worden gesteund vanuit het valutagebied in de vorm van transfers. De opzet van transfers is dat negatief getroffen lidstaten financieel worden gesteund door positief getroffen lidstaten (Tavlas, 1993).

10 begrotingsbeleid

Het begrotingsbeleid kan de rol van het monetaire beleid overnemen in de aanpassing aan asymmetrische economische schokken en SSAU's. Bij een schok die in lidstaat A een recessie veroorzaakt en in andere lidstaten niet kunnen bijvoorbeeld overheidsuitgaven worden verhoogd en/of belastingen verlaagd (HM Treasury, 2003a, 82).

11 financiële marktflexibiliteit

Binnen een valutagebied hebben de lidstaten geen eigen monetair beleid en flexibele/aanpasbare wisselkoers meer. Financiële marktflexibiliteit kan de rol die het monetaire beleid en de wisselkoers hadden in de aanpassing aan economische schokken deels overnemen op twee manieren. De eerste is het neutraliseren van schokken door middel van lenen en uitlenen op de kapitaalmarkten door bedrijven en consumenten. Om dit te illustreren, stel dat in een land een aantal bedrijven in financiële problemen komt door een negatieve vraagschok. Waar deze bedrijven zonder mogelijkheid om te lenen waarschijnlijk failliet gaan, hoeft dit niet te gebeuren als ze gemakkelijk kunnen lenen in de financiële markten om schuldeisers te betalen. Zo worden tevens veel gedwongen ontslagen voorkomen.

Financiële markten kunnen er verder voor zorgen dat consumenten minder snel een negatieve vraagschok veroorzaken als ze in financiële moeilijkheden komen door een economische schok. Om deze flexibiliteit in financiële markten te realiseren moet ervoor

gezorgd worden dat consumenten gemakkelijk kunnen bijlenen om hun consumptiepatroon te handhaven (HM Treasury, 2003a, 116).

De tweede manier is diversificatie. Als financiële markten het mogelijk maken voor bedrijven en consumenten om hun portefeuilles goed te diversificeren kunnen zij inkomsten uit winstgevendende activa aangrijpen om inkomstenverlies te compenseren dat ontstaan is als gevolg van asymmetrische schokken op koersen van andere activa. Zouden bovenstaande zaken niet goed mogelijk zijn, dan zullen bedrijven en consumenten sneller in financiële moeilijkheden komen en dit is niet gunstig voor consumptie, investeringen en de concurrentiepositie van een land. Zo ook niet voor productiviteit, werkgelegenheid en welvaart (HM Treasury, 2003a, 116).

12 Handelsdiversificatie

Niet alleen diversificatie in de financiële markten verhoogt de flexibiliteit, ook diversificatie in de handel doet dat. Diversificatie in de handel houdt in dat lidstaten handel drijven in verschillende typen producten, vervaardigd in verschillende sectoren. Goed gediversificeerde economieën kunnen in tegenstelling tot slecht gediversificeerde economieën goed omgaan met asymmetrische economische schokken en SSAU's met betrekking tot de handel. Er wordt in zoveel verschillende producten in zoveel verschillende sectoren gehandeld dat een asymmetrische handelsschok, die de vraag naar één type product treft, een geringe invloed heeft op deze economieën (Tavlas, 1993).

C. De volgende eis maakt een valutagebied sterker:

13 homogene preferenties

Een valutagebied zal beter functioneren des te sneller lidstaten het eens kunnen worden over economisch beleid. De belangen van het valutagebied moeten voor een groot deel worden gesteld boven nationale belangen. Daarbij is het nodig dat soevereiniteit wordt afgestaan aan de gemeenschappelijke instellingen van het valutagebied indien aanwezig. Als lidstaten het herhaaldelijk oneens zijn over belangrijke beslissingen door of over instellingen van het valutagebied komt deze niet van de grond. Lidstaten moeten daarom gelijke voorkeuren hebben, bijvoorbeeld in het monetaire en begrotingsbeleid en zoniet tot compromissen kunnen komen. Ook bedrijven en consumenten van de lidstaten moeten achter het valutagebied staan (Tavlas, 1993).

3 Voor- en nadelen introductie Euro voor het VK

In dit hoofdstuk worden voor- en nadelen van invoering van de Euro door het VK tegenover elkaar gezet. Hoe meer het VK voldoet aan de eisen voor een optimaal valutagebied, hoe groter de voordelen en hoe kleiner nadelen van de introductie van de Euro zullen zijn.

Voordelen

Introductie van de Euro heeft vele voordelen voor het VK. Ten eerste zorgt de Euro voor prijstransparantie: prijzen worden in de gehele Eurozone in Euro's aangegeven en dat gaat nu ook voor het VK gelden. Hierdoor neemt de concurrentie voor het VK toe (Layard et al. 2002, 9-10).

Deze toenemende concurrentie met de Eurozone heeft belangrijke voordelen voor het VK. Het geeft Britse bedrijven een prikkel om te innoveren. Zou het Britse bedrijfsleven niet innoveren, dan zouden productieprocessen en producten verouderen en exporten stagneren, wat niet goed is voor de Britse economie. Ook zullen Britse consumenten als innovatie uitblijft liever producten importeren dan dat zij ze in het VK zelf bestellen. Dit is niet gunstig voor de binnenlandse bedrijven en dus de binnenlandse economie. Innovatie leidt tot

kwalitatief betere producten en efficiëntere productieprocessen waardoor Britse bedrijven de concurrentie beter aankunnen (Layard et al. 2002, 8).

Verder krijgen bedrijven door de concurrentie een prikkel om de kosten te drukken zodat prijzen laag kunnen worden gehouden. Bedrijven blijven zo competitief en de winsten lijden dan niet onder de lage prijzen. De prikkels die de toegenomen concurrentie geeft, zorgen er dus voor dat het Britse bedrijfsleven efficiënter zal gaan produceren (Layard et al. 2002, 9-10). Dit zorgt voor een hogere economische groei.

Britse (export)bedrijven zullen door hun grotere efficiëntie meer winst gaan maken. Dit wordt overigens vergemakkelijkt als er schaalvoordelen optreden voor Britse Europees georiënteerde bedrijven. Immers deze kunnen met het verdwijnen van het Euro/Pond wisselkoersrisico wellicht een grotere markt bereiken en kunnen zo op een grotere schaal produceren. Vaste kosten zullen dan over een grotere productiehoeveelheid worden verdeeld en ook kunnen gunstiger prijzen verkregen worden voor de inkoop van bijvoorbeeld grond-en hulpstoffen.

Met bovenstaande ontwikkeling en met economische groei zal de Britse overheid meer belastinggeld binnenkrijgen. Dit extra geld kan worden besteed om een betere infrastructuur, betere ziekenhuizen en scholen te krijgen om de economie een volgende impuls te bezorgen. De concurrentie die met de Euro ontstaat, is dus erg belangrijk (Layard et al. 2002, 8 & 33).

Een tweede voordeel van de Euro-introductie heeft betrekking op de Britse handel. Als het VK toetreedt tot de Eurozone verdwijnt het wisselkoersrisico. Daardoor hoeven Britse importeurs het Euro/Pond wisselkoersrisico niet meer af te dekken. Er komt daarmee personeel en geld vrij dat op andere plaatsen in een bedrijf kan worden gebruikt. Immers werknemers hoeven zich niet meer bezig te houden met het managen van het Euro/Pond wisselkoersrisico en er hoeven minder contracten worden afgesloten op de valutatermijnmarkt waardoor administratieve lasten dalen (Layard et al. 2002, 10). Verder hebben Britse importeurs voor zover ze het wisselkoersrisico niet afdekten geen onzekere kosten meer die aanvankelijk veroorzaakt werden door de Euro/Pond koers. Het verdwijnen van de noodzaak om het Euro/Pond wisselkoersrisico af te dekken en het feit dat kosten minder onzeker zijn zorgt er mogelijk voor dat Britse importen toenemen.

Verder geldt analoog aan bovenstaande redenering ook dat het Euroland mogelijk meer gaat importeren uit het VK. In dat geval nemen de Britse exporten toe. Het verdwijnen van het wisselkoersrisico werkt dus wellicht stimulerend voor de Britse handel met Europa zoals ook gebeurd lijkt in andere lidstaten nadat ze de Euro hebben ingevoerd (Layard et al. 2002, 7-9). Overigens kan het wisselkoersrisico in theorie ook gunstig uitpakken voor de handel. Bedrijven kunnen zich vaak zonder veel extra kosten indekken tegen het wisselkoersrisico door opties te gebruiken. Een koffiehandelaar kan bijvoorbeeld opties gebruiken om zich te beschermen tegen prijsdalingen van koffie (Wikipedia, 2007a).

Het is verder de vraag of toenemende handel met de Eurozone niet ten koste zal gaan van handel met de rest van de wereld, bijvoorbeeld landen als India, China, Japan en de VS, landen waar veel mee wordt gehandeld door het VK (WTO, 2005). In dat geval is er een soort afruil tussen handel met de Eurozone en handel met de rest van de wereld. Echter volgens de HM Treasury (2003a, 200) leidt toetreding van het VK zelfs tot handelsschepping met niet-Eurozone lidstaten.

En al zou het tegenovergestelde waar zijn, naar mijn mening is minder handel met de rest van de wereld niet zo'n groot probleem, vanwege de grote voordelen die meer handel van het VK binnen de Europese interne markt met zich meebrengt. Denk bijvoorbeeld aan concurrentie en de schaalvoordelen, die niet alleen door prijstransparantie, maar ook door handel zullen toenemen en denk aan de efficiëntie die daarmee gepaard gaat, zoals al eerder uitgelegd.

Een derde voordeel van toetreding tot de Eurozone is gerelateerd aan investeringen en beleggingen. De Euro heeft drie grote voordelen voor investeringen. Ten eerste brengt investeren in het VK een lager risico met zich mee. Immers het rendement van een investering is niet meer afhankelijk van de Euro-Pond koers. En mogelijk zijn er door Britse bedrijven met de komst van de Euro meer winstgevendende investeringen te realiseren in de Eurozone. Ten tweede zullen de kosten van kapitaal dalen. Het VK heeft met het verdwijnen van het wisselkoersrisico gemakkelijker toegang tot de Europese financiële markten. Hierdoor worden Britse financiële markten *breder*, wat betekent dat er meer verschillende soorten activa worden verhandeld. Aandeelhouders zullen nu een lager rendement op hun aandelen eisen aangezien zij hun portefeuilles beter kunnen diversificeren en deze dus minder riskant worden. Britse financiële markten worden ook *dieper*, wat wil zeggen dat het aantal verhandelde financiële activa toeneemt. Bedrijven zullen daardoor goedkopere leningen kunnen vinden en hun effecten gemakkelijker kunnen verkopen zodat financiering van investeringen met een aandelenuitgifte makkelijker wordt. Het laatstgenoemde maakt bedrijven minder riskant zodat aandeelhouders ook langs deze weg een lager rendement zullen eisen. De bredere en diepere financiële markten zorgen voor een afname van de kosten van kapitaal (HM Treasury, 2003a, 148).

Ten derde wordt het voor Europese ondernemingen aantrekkelijker om zich te vestigen in het VK omdat bedrijven nu niet meer te maken hebben met onzekere opbrengsten en kosten als gevolg van het wisselkoersrisico. De fusie- en overnamegolf die Europa de laatste jaren kenmerkt, zal in het VK op grotere schaal gaan plaatsvinden.

Investeringen zullen dus toenemen, aangezien rendementen minder onzeker worden, mogelijk ook hoger, de kosten van kapitaal lager worden en directe investeringen in het VK aantrekkelijker worden. De toename van investeringen en de toename van concurrentie en efficiëntie die ermee gepaard zal gaan is gunstig voor de economische groei.

Tevens heeft toetreding tot de Eurozone voordelen voor beleggen. Dit wordt interessanter, opnieuw omdat rendementen nu niet langer afhankelijk zijn van de Euro-Pond koers. Het risico van beleggen neemt ook af door de betere diversificatiemogelijkheden. Verder daalt de inflatie bij toetreding en wordt deze stabiel, waardoor rendementen ook stabiel worden. Immers als prijzen veranderen, veranderen rendementen. Inflatie zorgt ervoor dat reële rendementen van een willekeurige belegging dalen, mits het nominale rendement constant blijft. Een toename van (Europese) beleggingen is een groot voordeel. Indien er meer in het VK zal worden belegd is er meer leengeld beschikbaar voor bedrijven. Daarmee kunnen zij hun investeringen financieren. Dit geeft een impuls aan de Britse economie (Layard et al. 2002, 10).

Bij de voordelen moeten wel twee kritische noten worden geplaatst. Ten eerste zouden de concurrentievoordelen en de handel voor het VK bij toetreding tot de Eurozone weleens lager kunnen zijn dan gedacht. Nontarifaire handelsbarrières, zoals wettelijke eisen waaraan producten moeten voldoen om te mogen worden ingevoerd zorgen ervoor dat er minder wordt gehandeld tussen het VK en Europa en dat er minder concurrentie is dan mogelijk. Aanhoudende staatshulp aan een aantal sectoren belemmert eveneens de concurrentie. Het werkt concurrentievervalsend omdat er ook bedrijven zijn die die staatshulp niet krijgen. En verder kan concurrentie tegenvallen doordat sommige sectoren gedomineerd zijn geweest door monopolisten of staatsbedrijven. Dit type bedrijven is (nog) niet gewend aan stevige concurrentie (ECB, 2006).

Ten tweede kan de Euro gevolgen hebben voor de lopende rekening van de betalingsbalans van het VK. Het VK heeft de laatste decennia te kampen gehad met tekorten op de lopende rekening. Deze werden en worden veroorzaakt door een negatief saldo op de goederenrekening en op de rekening voor transfers. De tekorten zijn tot nog toe telkens gecompenseerd door positieve saldi op een aantal posten van de lopende rekening, namelijk

de inkomstenrekening en voor een klein deel de dienstenrekening en verder door een overschot op de kapitaal&financiële rekening (Nickell, 2006, 9-15). Mogelijk wordt het tekort op lange termijn erger. Met toetreding tot de Europese Gemeenschap in de vroege jaren '70 hief het VK belemmeringen op voor de handel met Europa. Het VK ging zich daarna meer toeleggen op de export van diensten, omdat daar een comparatief voordeel lag ten opzichte van de export van goederen. Daardoor namen tekorten op de goederenrekening toe en op de dienstenrekening ontstond slechts een licht overschot. Misschien dat de Euro hetzelfde effect heeft, aangezien de Europese interne markt verder wordt geopend voor het VK (Nickell, 2006, 9). Dan zouden handelsvoordelen lager uitpakken. Echter, zolang de tekorten worden gecompenseerd vormen ze geen probleem. Het ligt in de lijn der verwachtingen dat verdere tekorten zullen worden gecompenseerd, gezien de sterke positie van het Londense financiële centrum.

Nadelen

Euro-pessimisten noemen een aantal nadelen van de introductie. Bijvoorbeeld de zogenaamde "no-campaign", een groep mensen in het VK die sceptisch is over de Euro. Ten eerste vormen het verlies van het zelfstandige monetaire beleid, de wisselkoers en verder verlies van soevereiniteit een groot nadeel. Het monetaire beleid en de wisselkoers zijn belangrijke instrumenten om de Britse economie te sturen. Bijvoorbeeld wanneer de inflatie te hoog wordt, kan de centrale bank dit tegengaan door de maatschappelijke geldhoeveelheid te laten dalen. Of als de economie in een recessie zit kan deze worden gestimuleerd door de maatschappelijke geldhoeveelheid te doen stijgen. En om de economie te stimuleren via de exporten kan de Bank of England het Pond doen depreciëren.

En ook voor de verwerking van asymmetrische economische schokken zijn de wisselkoers en het monetaire beleid belangrijke instrumenten. Een plotseling tekort op de lopende rekening kan bijvoorbeeld worden tegengegaan door een depreciatie van het Pond en een plotselinge daling in de geaggregeerde vraag kan worden tegengegaan door een verhoging van de maatschappelijke geldhoeveelheid.

Daarbij wordt een ander instrument om de economie mee te sturen en asymmetrische schokken en SSAU's te neutraliseren, namelijk het begrotingsbeleid, aan regels gebonden door de afspraken van het SGP. In het SGP is bepaald dat het begrotingstekort ook voor tot de Eurozone toegetreden lidstaten niet hoger mag oplopen dan 3% BBP en de staatsschuld niet hoger mag oplopen dan 60% BBP (El Agra, 2004, 163-166).

Met het verdwijnen van instrumenten als de wisselkoers en het monetaire beleid en met de inperking van het begrotingsbeleid moeten asymmetrische schokken en SSAU's op een andere manier worden opgevangen. Een extra probleem daarbij is dat mechanismen als arbeidsmarktflexibiliteit, loonflexibiliteit en prijsflexibiliteit, die daarvoor kunnen zorgen, in Europa slecht tot matig functioneren (Swank et al. 2003, 39-40).

Het gebrek aan arbeidsmarkt- loon- en prijsflexibiliteit in Europa leidt daar bij asymmetrische schokken en SSAU's tot economische instabiliteit. Deze kan doorwerken op de Britse economie, bijvoorbeeld via de handel mocht het land niet voldoende flexibel zijn. Flexibiliteit is daarom des te meer belangrijk mocht het VK toetreden tot de Eurozone.

Dus twee belangrijke instrumenten gaan verloren en het gebruik van de derde wordt in zijn vrijheid beperkt. De Britse regering verliest soevereiniteit. Euro-pessimisten zijn daarom sceptisch over toetreding tot de Eurozone.

Maar de overdracht van het monetaire beleid aan de ECB is minder problematisch dan Euro-pessimisten doen geloven. Immers, zoals al vermeld in hoofdstuk 2 kunnen andere mechanismen de stabiliserende rol van het Britse monetaire beleid overnemen en ook is het nog altijd mogelijk de economie te sturen met begrotingsbeleid, ook al is dit aan regels gebonden. De SGP- regels zijn zo afgesproken dat een lidstaat die in een sterke recessie

terechtkomt voldoende ruimte heeft om deze te bestrijden met een fiscale expansie. Bij een sterke recessie wordt een lidstaat namelijk niet bestraft voor een te hoog begrotingstekort (Cabral, 2001, 142-145).

Ook het verlies van het Pond is eerder wenselijk dan een probleem. Euro-pessimisten echter zien soevereiniteit verloren gaan. Maar het VK bevindt zich als open economie tussen twee grote economische blokken in: de VS en de EU. Voor het grootste deel handelt het VK met Europa, maar ook met de VS wordt relatief veel gehandeld. Dit zorgt voor instabiliteit van het Pond (Layard et al. 2002, 11).

Het Pond zelf heeft dan ook vaak economische schokken veroorzaakt. Een stabiliserende Pond zou moeten fluctueren volgens inflatieverschillen tussen landen en saldi op de lopende rekening. Echter vaker schoot het Pond door of fluctueerde de munt in een destabiliserende richting. Tussen 1996 en 2000 bijvoorbeeld apprecieerde het Pond met 25 procent terwijl er geen overschot op de lopende rekening was. De instabiliteit van het Pond zou ook alleen maar toenemen in een tijd waarin landsgrenzen vervagen en kapitaalmobiliteit sterk toeneemt (Layard et al. 2002, 11). Het is daarom verstandiger om het Pond in te wisselen voor de Euro.

Euro-pessimisten zijn bang dat het verlies van soevereiniteit verder gaat dan de drie instrumenten. Ze denken dat de Britse regering zich vaker zal moeten houden aan de Europese regels die uit Brussel komen, waardoor de regering van het VK zelf nog maar weinig te zeggen zal hebben. Zo menen Euro-tegenstanders bijvoorbeeld dat het VK na de invoering van de Euro haar belastingen moet harmoniseren met de Eurozone. Deze angst voor belastingharmonisatie is echter ongegrond: hiervoor is een unanieme meerderheid nodig van de EU-lidstaten (BBC, 2003a).

Sommige Britten willen dat het VK haar soevereiniteit en identiteit behoudt door de Euro niet te introduceren en de economie tegen de EU te beschermen met protectionistische maatregelen. (BBC, 2003a). Maar het is onverstandig voor de Britten om het sterke nationalisme en de daarmee gepaard gaande angst voor het verlies van soevereiniteit en identiteit te handhaven.

Ten eerste is de natiestaat minder belangrijk in de huidige periode en inefficiënt gezien vanuit het perspectief van de EU. Gezamenlijk kunnen lidstaten op economisch en politiek vlak betere uitkomsten en oplossingen voor problemen bereiken dan apart. Daarom is protectionisme van de kant van het VK ondenkbaar (BBC, 2003a).

Ten tweede is het zo dat het VK haar invloed in Europa verliest als het land de Euro niet introduceert. Op dit moment zit het VK niet in de Raad van Bestuur van de ECB. Zodoende is de invloed op het Europese monetaire beleid gering. En dat terwijl de conjuncturele toestand van de Eurozone belangrijk is voor het VK omdat het land veel handel drijft met Euroland. Zolang het VK de Euro niet heeft, is het ook lastig om medestanders te vinden voor VK-voorstellen met betrekking tot het Europese economische beleid (Layard et al. 2002, 19). Instandhouding van het nationalisme en het niet introduceren van de Euro leidt tot vertraging van het Britse proces van Europese Eenwording waarmee de vele voordelen daarvan worden misgelopen.

Een tweede nadeel van toetreding tot de Eurozone is dat het Eurosysteem verweten wordt ondemocratisch te zijn. De directie van de ECB wordt immers niet gekozen door de Europese bevolking, maar benoemd in onderlinge overeenstemming tussen staatshoofden en regeringsleiders van de landen van de Eurozone. Hierbij geeft de Raad advies, waarbij het Europees Parlement en de Raad van Bestuur van de ECB worden geraadpleegd (Europees Parlement, 2006). Doordat het volk de directie niet kiest, kan de ECB niet door de Europese bevolking worden afgerekend bij falend beleid. Verantwoording over het gevoerde beleid dient wel te worden afgelegd aan het Europese Parlement.

Echter de verschillen tussen de Bank of England, BOE, en de ECB zijn niet groot. Ook bij de BOE wordt de leiding niet gekozen door het volk. De voorzitter wordt intern benoemd en van de andere leden van de directie worden er een aantal in overleg met de Minister van Financiën en een aantal door deze minister benoemd. Verantwoording over het beleid moet worden afgelegd aan het parlement net als bij de ECB (Office of Public Sector Information, 2006). Dus verandert er met de toetreding tot de Eurozone niet zo veel. Het democratisch gehalte van de ECB en de aansprakelijkheid voor het beleid vormen daarom mijns inziens geen valide argument voor het VK om niet toe te treden tot de Eurozone.

Ten slotte zou het Londense financiële centrum minder dominant worden als gevolg van de komst van de Euro. Maar het tegendeel lijkt waar. De positie van het financiële centrum van Londen, the City, verslechtert waarschijnlijk niet indien het VK de Euro introduceert.

The City kent een goede concurrentiepositie ten opzichte van andere grote financiële centra als Parijs en Frankfurt. Daarbij maken de flexibele Britse arbeidsmarkt, de soepele benadering van regelgeving met betrekking tot financiële markten door de Britse overheid en een competitief belastingtarief the City tot een aantrekkelijke omgeving. Ook heeft The City een lange, goede reputatie in de (internationale) verlening van financiële diensten (HM Treasury, 2003a, 167).

Toetreding heeft eerder baten voor The City. Als het VK zou toetreden tot de Eurozone zou de al goede reputatie van The City nog beter kunnen worden. Verder wordt het met het verdwijnen van het wisselkoersrisico en de dalende Britse inflatie interessanter voor bedrijven in de Eurozone om te beleggen en te lenen in The City. Tevens kan The City met het verdwijnen van het Pond beter inspelen op ontwikkelingen op de Europese Financiële markt (HM Treasury, 2003a, 168-171).

4 Theorie van het Optimale valutagebied en het VK

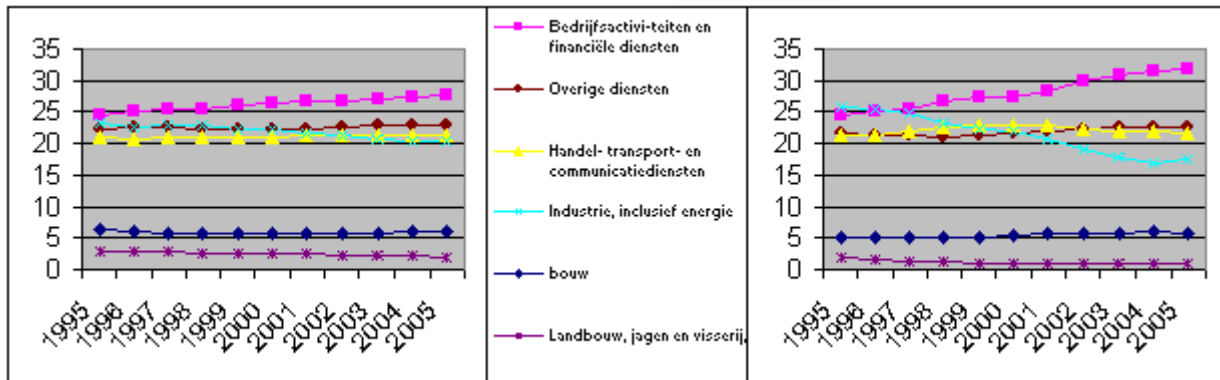
In dit hoofdstuk wordt onderzocht hoe het Verenigd Koninkrijk scoort op alle criteria van de theorie van het optimale valutagebied. Des te meer daaraan wordt voldaan, des te gunstiger het is voor het VK om de Euro te introduceren. De criteria voor een optimaal valutagebied worden ieder in een aparte paragraaf onder de loep genomen.

4.1 Convergentie

Structurele convergentie

1 BBP-structuren

In Figuur 1a en b staan cijfers voor respectievelijk de Eurozone en het VK omtrent de structuur van het BBP van deze gebieden. De cijfers betreffen het aandeel van verschillende sectoren in het totaal, gemeten op grond van toegevoegde waardes. Het gaat om de periode 1995-2005. Wat opvalt, is dat er weinig verschillen zijn tussen het VK en de Eurozone. Alleen bij de bedrijfsactiviteiten&financiële diensten en de industrie zijn er wat kleine verschillen. De verschillen in het aandeel van bedrijfsactiviteiten&financiële diensten worden echter niet groter dan 4,2 procentpunt in 2004. En de verschillen in de industrie worden niet groter dan 3,5 procentpunt in 2004. Zodoende kan de conclusie worden getrokken dat wordt voldaan aan de optimale valutagebied-eis met betrekking tot BBP-structuren.



Figuur 1a, Structuur BBP Eurozone-12, toegevoegde waarden in % van het totaal, (Eurostat, 2007a)

Figuur 1b, Structuur BBP VK, toegevoegde waarden in % van het totaal, (Eurostat, 2007a)

2 Financiële marktstructuren

Figuren 2a en b geven respectievelijk de kapitalisatie van aandelen- en obligatiemarkten weer voor het VK en de Eurozone in procenten van het BBP in de periode 1996-2005.

Aandelenmarktkapitalisatie is gedefinieerd als de som van "de aandelenkoers maal het aantal uitstaande aandelen per bedrijf *i*" over alle *i* in een gebied. Obligatiemarktkapitalisatie is analoog hieraan gedefinieerd. Beide begrippen worden dikwijls gecorrigeerd voor de grootte van landen/gebieden door te delen door het BBP (Wikipedia, 2007b).

De gegevens voor de Eurozone zijn gemiddelden. Deze zijn berekend aan de hand van data van de Worldbank (2007). Bij aandelenmarkten zijn de kapitalisaties van alle lidstaten opgeteld en gedeeld door 12. De kapitalisatie is voor iedere lidstaat in procenten van het BBP van de desbetreffende lidstaat genomen. Op die manier is er gecorrigeerd voor de grootte van landen/gebieden. Bij obligatiemarkten is de berekening iets anders omdat de percentages voor de private en publieke obligatiemarkten opgeteld zijn alvorens gemiddelden te berekenen. Uiteraard zijn voor het VK ook de percentages voor de private en publieke obligatiemarkten opgeteld.

Figuur 2a laat zien dat aandelenmarkten in het VK duidelijk groter zijn in procenten van het BBP dan in de Eurozone. Tussen 1998 en 2005 zijn de verschillen echter wel minder geworden, namelijk van 0,87 naar 0,53 procentpunt. Figuur 2b wijst verder uit dat obligatiemarkten in het VK duidelijk kleiner zijn dan in de Eurozone in procenten van het BBP. Dit verschil is fors groter geworden in de periode 1996-2004, namelijk van 0,28 procentpunt naar 0,46 procentpunt, alhoewel 2005 een lichte daling vertoont tot 0,43 procentpunt.

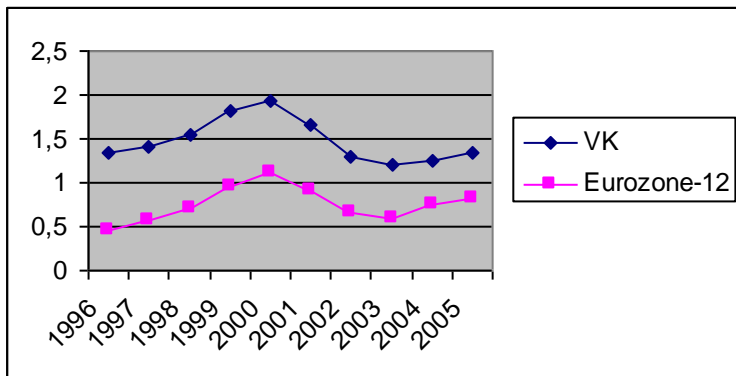
Doordat de aandelenmarkten in het VK nog wel een stuk groter zijn dan die van de Eurozone zal het VK gevoeliger zijn voor schokken ten aanzien van aandelen dan de Eurozone. Het IMF (2002) heeft onderzocht hoe sterk het effect van een 20% daling van de aandelenprijzen op het VK en de Eurozone zal zijn. Geschat is dat het Britse BBP op lange termijn met ongeveer 0,7 procentpunt zal dalen en het BBP van de Eurozone met ongeveer 0,2 procentpunt. Het effect van een daling in aandelenprijzen is op lange termijn dus inderdaad groter voor het VK dan voor de Eurozone.

Al met al heeft er een forse convergentie in aandelenmarktkapitalisaties opgetreden. Het VK is ten opzichte van de Eurozone minder gevoelig geworden voor aandelenschokken. Aandelenschokken zullen door deze structurele convergentie symmetrischer zijn. Dit terwijl de asymmetrische werking van een aandelenschok al gering was, getuige het IMF-onderzoek.

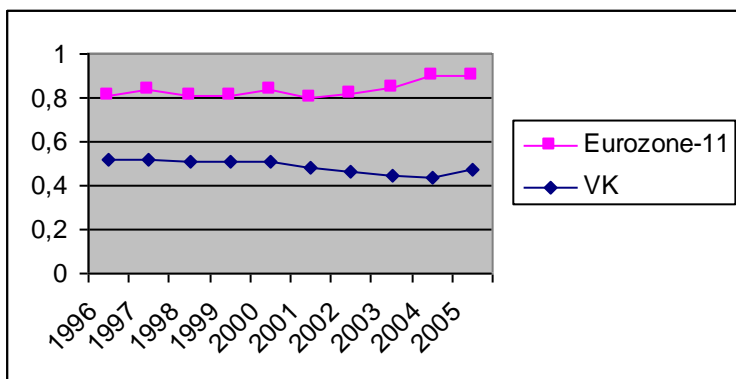
Als de Britse economie ook voldoende flexibel is, zal het effect van een aandelenschok verwaarloosbaar zijn.

Verder heeft er een forse divergentie in obligatiemarktkapitalisaties plaatsgevonden. Het VK is ten opzichte van de Eurozone minder gevoelig geworden voor obligatieschokken. Dit zou verschillen in conjuncturele toestanden kunnen opleveren, maar aangezien Europese financiële markten de laatste jaren sterk flexibeler zijn geworden en ook de komende jaren zullen worden (zie eis 11, pagina 31) ligt dit niet in de lijn der verwachtingen.

Gezien het bovenstaande kan geconcludeerd worden dat er gedeeltelijk wordt voldaan aan de eis met betrekking tot financiële marktstructuren. Dit zal echter weinig problemen geven mocht het VK toetreden tot de Eurozone.



Figuur 2a, Aandelenmarktkapitalisatie VK en Eurozone in % BBP, (Worldbank, 2007)



Figuur 2b, Obligatiemarktkapitalisatie, VK en Eurozone in % BBP, (Worldbank, 2007)

*geen gegevens beschikbaar voor Luxemburg, daarom worden totale obligatiemarktkapitalisaties in de Eurozone gedeeld door 11

3 Huizenmarkt

De problematiek met betrekking tot de huizenmarkt is al in paragrafen 3 en 4 aan de orde geweest. De problematiek wordt veroorzaakt door twee zaken. Ten eerste doordat het VK ten opzichte van het Eurogebied veel consumenten kent die hun consumptie verevenen door middel van het afsluiten van hypotheeklen en een groot percentage hypotheeklen heeft waarbij rentes variabel zijn (HM Treasury, 2003e, 35-37). De reden voor het laatstgenoemde is dat het VK een geschiedenis kent met zeer instabiele prijzen (Suardi, 2001, p.14).

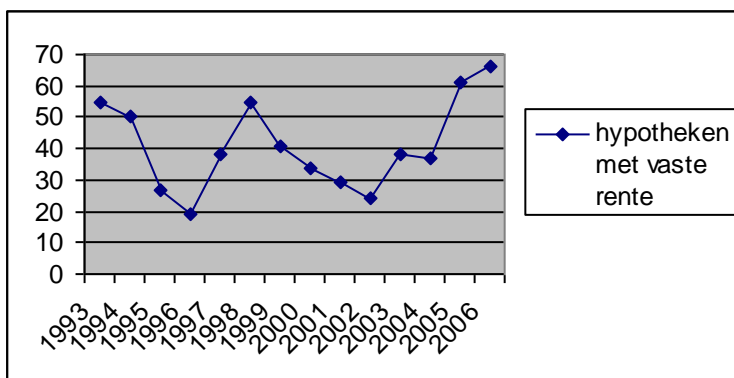
Ten tweede het feit dat het VK een lange geschiedenis met stijgende huizenprijzen kent. Deze prijzen zijn in het VK ook sterker gestegen dan in het Eurogebied (HM Treasury, 2003a, 55). De prijsstijgingen werden veroorzaakt door lage (variabele) rentes op hypotheeklen en vooral door nationale aangelegenheden. Het aanbod van huizen in het VK is namelijk erg beperkt en de vraag naar huizen erg hoog.

De afgelopen jaren heeft er een aantal belangrijke ontwikkelingen opgetreden. Het percentage hypotheeklen met een vaste rente is sterk toegenomen. In Figuur 3 staan cijfers met betrekking tot hypotheeklen met een vaste rente in procenten van het totale aantal hypotheeklen voor de periode 1993-2006. De laatste jaren is dit percentage van 24% in 2002 toegenomen tot 61% in 2005 en zelfs 66% in 2006. De reden voor deze toename in de populariteit van hypotheeklen met een vaste rente is dat hypotheekrentes op een erg laag niveau liggen. Hypotheekvragers zijn angstig voor rentestijgingen en nemen hun toevlucht tot hypotheeklen met een vaste rente (BBC, 2007a).

Wel zijn huizenprijzen nog altijd aan het stijgen in het VK. Dit is ook een algemene trend voor grote Europese landen als Frankrijk, Duitsland, Spanje en Italië. Echter, de stijging van de Britse huizenprijzen is ook de laatste jaren sterker dan in de meeste grote Eurolanden. Er is zelfs sprake van overwaardering van de Britse huizenprijzen. Dit geldt overigens voor maar twee andere landen ook: Spanje en Ierland (OECD economic outlook, 2005, 198-209).

Maar de Britse overheid heeft een aantal maatregelen afgekondigd om de problematiek met betrekking tot huizenprijzen aan te pakken. Deze maatregelen zijn gericht op het verbeteren van de aanbodkant en de vraagkant van de huizenmarkt. De opzet is om de reactie van het huizenaanbod op de vraag naar huizen te verbeteren en zodoende instabiliteit van huizenprijzen te verminderen (HM Treasury, 2003a, 60).

Al met al kan worden geconcludeerd dat wordt voldaan aan de eis met betrekking tot huizenmarkten. De populariteit van hypotheeklen met een vaste rente is in de laatste jaren sterk toegenomen in het VK. Verder zijn de huizenprijzen dan wel overgewaardeerd, maar met de maatregelen in gedachten, die het VK in haar Convergence Test heeft afgekondigd om dit te verbeteren zal deze overwaardering bestreden worden. Zodoende zal de huizenmarkt weinig problemen geven voor het VK indien het land zou besluiten toe te treden tot de Eurozone.



Figuur 3, hypotheeklen met vaste rente VK in % totaal, (Council of Mortgage Lenders, 2007)

4 Handelspatronen

Op grond van gegevens van de World Trade Organization, WTO (2005) zijn de tabellen 1a en 1b geconstrueerd. De tabellen geven een illustratie van verschillen in handelspatronen tussen het VK en de Eurozone. Bij Tabel 1a gaat het om het procentuele aandeel van de belangrijkste exportpartners van het VK in de totale exporten. De gegevens voor de Eurozone-12 vormen vergelijkingsmateriaal. Bij Tabel 1b gaat het om de importen. Alle cijfers betreffen het jaar 2005. De Eurozone-cijfers omtrent exporten en importen zijn gemiddelden. Ze zijn berekend door van alle Eurozone-lidstaten de exportpercentages naar gebied/land X te sommeren en te delen door 12. Voor de importen geldt uiteraard hetzelfde.

Er zijn in 2005 lichte verschillen tussen de handelspatronen van het VK en die van de Eurozone. Tabel 1a wijst uit dat het VK in 2005 bijna 12 procentpunt minder exporteert naar

de EU-25 dan dat de Eurozone-landen gemiddeld doen. Daarbij wordt meer dan 8% meer geëxporteerd naar de VS. Verder zijn de exporten naar Japan iets lager. Tabel 1b geeft het patroon van de importen weer. Dit patroon is van gelijke aard als dat van de exporten.

Er zijn dus geen echte grote verschillen tussen de handelspatronen van de Eurozone en het VK. Het VK is iets gevoeliger voor economische ontwikkelingen in de VS en iets minder voor economische ontwikkelingen in de Eurozone. Echter er is een zeer grote schok nodig in de VS om Britse conjuncturele divergentie met de Eurozone te veroorzaken. Een simulatie van een grote schok door de Britse overheid geeft dit aan. Een tijdelijke daling van de Amerikaanse importen met 15% veroorzaakt een conjuncturele divergentie van 0,5 procentpunt in het BBP van het VK vergeleken met dat van de Eurozone. En dit geldt slechts op korte termijn (HM Treasury, 2003a, 50-51).

Kortom, er kan worden geconcludeerd dat wordt voldaan aan de eis met betrekking tot handelspatronen. De lichte verschillen in handelspatronen vormen een klein risico voor convergentie. Verder zal de kleine divergentie die zou kunnen ontstaan door economische ontwikkelingen in de VS en mogelijk ook door ontwikkelingen in de EU-25 bij voldoende flexibiliteit geen probleem zijn.

| Land/Gebied | VK | Eurozone-12 |
|-------------|------|-------------|
| EU-25 | 56,2 | 68,1 |
| VS | 14,8 | 6,4 |
| Zwitserland | 2,5 | 2,0 |
| Japan | 1,8 | 0,3 |

Tabel 1a, procentuele aandeel van belangrijkste exportpartners in de totale exporten, cijfers voor het VK en vergelijkende cijfers voor de Eurozone-12 in het jaar 2005, (WTO, 2005)

| Land/Gebied | VK | Eurozone-12 |
|-------------|------|-------------|
| EU-25 | 53,0 | 64,8 |
| VS | 8,1 | 5,4 |
| China | 6,2 | 4,2 |
| Noorwegen | 4,3 | 0,2 |
| Japan | 3,2 | 2,2 |

Tabel 1b, procentuele aandeel van belangrijkste importpartners in de totale importen, cijfers voor het VK en vergelijkende cijfers voor de Eurozone-12 in het jaar 2005, (WTO, 2005)

Conjuncturele convergentie

5 Convergentiecriteria

Allereerst is het van belang te onderzoeken of het VK heeft voldaan aan de convergentiecriteria. Dit is echter een momentopname. Om die reden wordt per convergentie criterium ook onderzocht of er de laatste jaren een convergerende trend of juist een divergerende trend te zien is als het VK wordt vergeleken met de Eurozone.

In Figuur 4 staan de begrotingstekorten van het VK, de gemiddelden van de Eurozone-12 en de verschillen daarin tussen de twee gebieden. Het gaat om gegevens voor de periode 1995 tot en met 2006. De gegevens zijn door Eurostat berekend conform het verdrag van Maastricht en kunnen daarom worden gebruikt ter beoordeling van het convergentie criterium met betrekking tot begrotingstekorten (HM Treasury, 2007). De figuur laat zien dat het Britse begrotingstekort tussen 2003 tot 2005 net boven de 3% lag. In 2006 lag het tekort er net onder. In het Britse Convergentieprogramma voor 2006 wordt geraamd dat het begrotingstekort de komende jaren verder zal dalen (HM Treasury, 2006). Zodoende mag

worden aangenomen dat het VK voldoet aan het convergentiecriteria met betrekking tot begrotingstekorten. Daarbij heeft er zowel convergentie als divergentie opgetreden in begrotingstekorten in de periode 1995-2006. Echter, de verschillen tussen de ontwikkeling van Britse begrotingstekorten en het gemiddelde van de Eurozone-lidstaten zijn gering, namelijk hooguit 2%.

Ook aan het convergentiecriteria omtrent staatsschulden wordt voldaan. Uit Tabel 2 blijkt namelijk dat de staatsschuld van het VK in 2005/2006 onder de 60% BBP lag en dat dit ook in de toekomst zo zal blijven. Verder zijn in Figuur 5 staatsschulden van het VK, de gemiddelden van de Eurozone-12 en de verschillen daarin weergegeven voor de jaren 1994-2006. Uit de figuur blijkt dat er van 1994 tot 2002 divergentie heeft opgetreden in staatsschulden. De jaren daarna heeft convergentie plaatsgevonden. Toch blijven staatsschulden in de Eurozone relatief hoog ten opzichte van het VK.

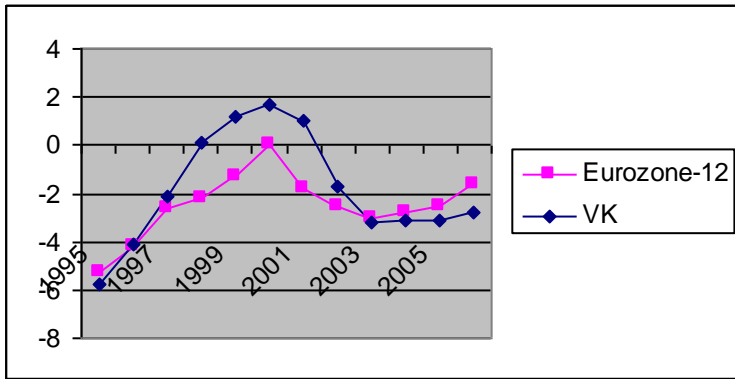
De inflatie mag niet meer dan 1,5 procentpunt hoger zijn dan de gemiddelde inflatie van de drie Eurozone-landen met de laagste inflatie. Het gaat hier om de zogenaamde HICP, de Harmonised Index of Consumer Prices, die door de ECB wordt berekend. De landen die in 2006 de laagste inflatie hadden zijn Finland met 1,3% en Oostenrijk en Nederland met beide 1,7%. Het gemiddelde inflatiecijfer van deze drie landen bedraagt in 2006 1,6. Het HICP-inflatiecijfer van het VK bedraagt in 2006 2,2%. Het VK voldoet aan het inflatie-convergentiecriteria (Eurostat, 2007a). Verder is er convergentie opgetreden in prijsniveaus, zoals subparagraaf 6 zal laten zien.

De lange rente mag niet meer dan 1,5% hoger zijn dan de gemiddelde rente van de drie Eurozone-lidstaten met de laagste rente. Of dit het geval is, dient volgens de Europese regels te worden nagegaan op basis van lange termijn rentes op overheidsobligaties. De drie landen met de laagste lange termijn rentevoeten waren in 2006 Ierland met 3,74%, Duitsland met 3,76% en de drie landen Finland, Spanje en Nederland met 3,78%. Dit geeft een gemiddelde van 3,76. De rente voor het VK bedroeg 4,46% en daarmee voldoet het VK aan het rente-convergentiecriteria (Eurostat, 2007a).

Figuur 6 geeft lange termijn rentevoeten op overheidsobligaties weer voor het VK en de Eurozone. De figuur illustreert dat de rentevoeten in het VK weinig verschillen van het Eurozone-gemiddelde. Wel heeft er zowel lichte convergentie als lichte divergentie opgetreden. Maar de ontwikkeling in Britse lange rentevoeten loopt bijna synchroon met de gemiddelde ontwikkeling van de Eurolanden. Dit is niet zo verwonderlijk, want het VK stemt haar rentebeleid af op dat van de Eurozone (BBC, 2007c).

Verder moet de wisselkoers 2 jaar binnen bandbreedte blijven met de Euro in het ERM-II. Echter het VK neemt niet deel aan ERM-II en voldoet dus niet aan dit convergentiecriteria. Het criteria wordt vrij strict toegepast aangezien de lidstaten die recentelijk zijn toegetreden tot de EU verplicht hieraan moeten deelnemen voordat ze de Euro kunnen invoeren (Wikipedia, 2007c). Het criteria zal echter geen groot probleem vormen aangezien het Pond de laatste 3,5 jaren vrij stabiel is geweest ten opzichte van de Euro, zie Figuur 7. De minimale koers was in deze periode 0,66 Pond per Euro en de maximale koers was 0,72. De spreiding in de fluctuaties was dus maximaal 9,1%. Stel nu dat de spilkoers op de maximale koers is vastgelegd. In dat geval blijft het Pond ruimschoots binnen de 15%-bandbreedte van het ERM II, want de koers werd maximaal 9,1% lager. Vice versa voor een spilkoers vastgelegd op de minimale koers. Daarbij is het door de stabiliteit van het Pond gemakkelijker een geschikte instapkoers voor toetreding tot de Eurozone te bepalen.

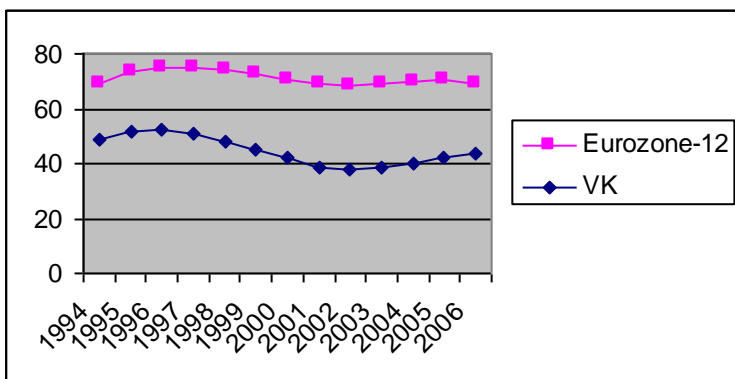
Al met al kan worden geconcludeerd dat het VK voldoet aan de Maastricht-convergentiecriteria, behalve dan het wisselkoerscriteria. Echter dit criteria zal geen obstakel vormen voor toetreding tot de Eurozone. Wel heeft de laatste jaren convergentie plaatsgevonden in staatsschulden, maar blijven de verschillen nog relatief groot. Dit zou conjuncturele divergentie kunnen veroorzaken.



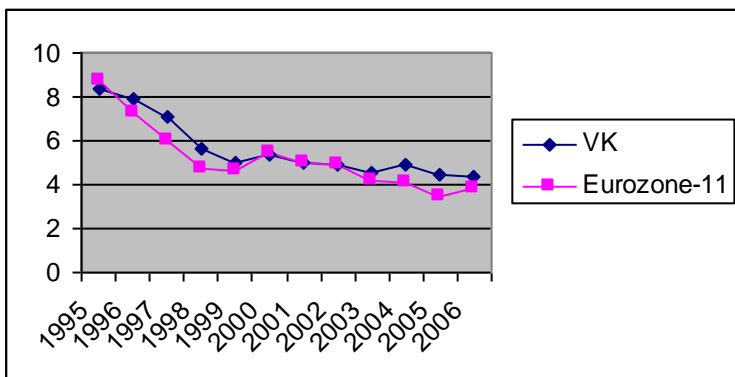
Figuur 4, Overheidssaldi, VK en Eurozone-12 in %BBP, (Eurostat, 2007a)

| Jaar | Percentage BBP |
|-----------|---------------------|
| 2005/2006 | 42,7 (feitelijk) |
| 2006/2007 | 43,7 (raming) |
| 2007/2008 | 44,1 (voorspelling) |
| 2008/2009 | 44,2 (voorspelling) |
| 2009/2010 | 44,2 (voorspelling) |
| 2010/2011 | 44,0 (voorspelling) |
| 2011/2012 | 43,6 (voorspelling) |

Tabel 2, Staatsschulden VK, (HM Treasury, 2006, 29)

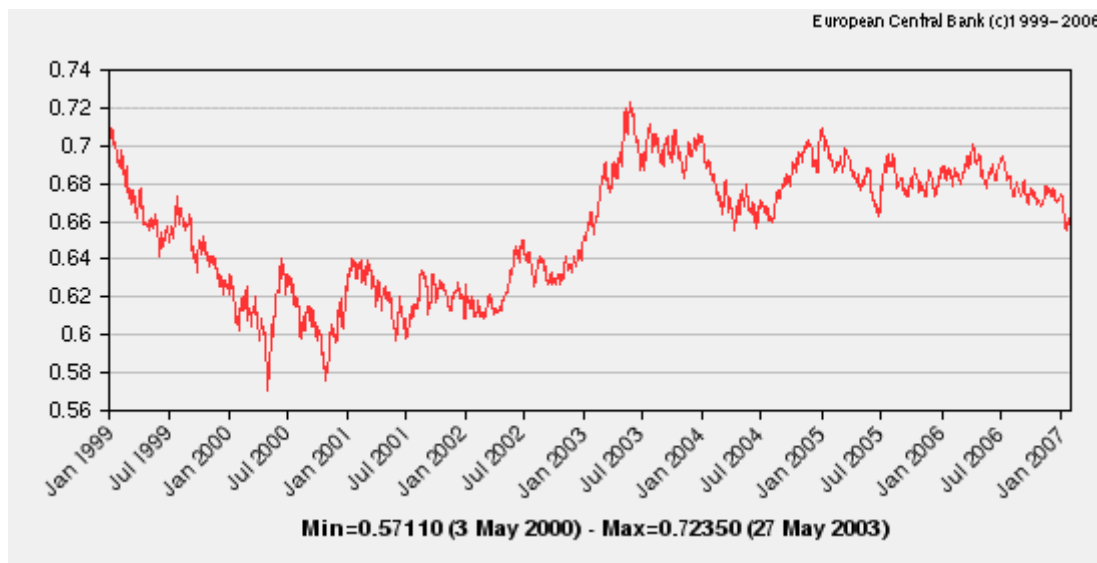


Figuur 5, Staatsschulden VK en Eurozone-12 in %BBP, (Eurostat, 2007a)



Figuur 6, Lange termijn rentevoeten VK en Eurozone-11, (Eurostat, 2007a)

*met uitzondering van Griekenland

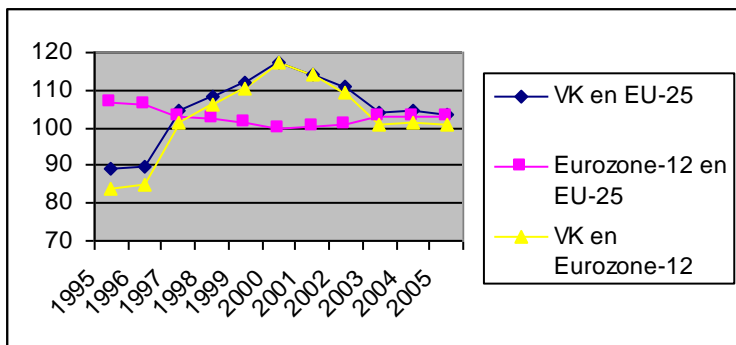


Figuur 7, Stabiliteit van het Pond ten opzichte van de Euro, (ECB, 2007)

6 Gelijke prijsniveaus

In Figuur 8 staan gegevens met betrekking tot verschillen in prijspeilen tussen het VK en de EU-25, de Eurozone en de EU-25 en ook het VK en de Eurozone over de periode 1995-2005. De gegevens betreffen zogenaamde prijsniveauindices. Deze indices vormen een goede maat voor verschillen in prijsniveaus tussen landen/gebieden. De index maakt het mogelijk prijsniveaus tussen landen/gebieden te vergelijken voor een gegeven jaar. Omdat prijsniveauindices van het VK en de Eurozone gedeeld zijn door die van de EU-25, die op 100 gesteld zijn, moeten die van het VK nog door de prijsniveauindices van de Eurozone gedeeld worden. Een prijsniveauindex van onder de 100 houdt overigens in dat het VK goedkoop is ten opzichte van de Eurozone-gemiddelden en vice versa (Eurostat, 2007b).

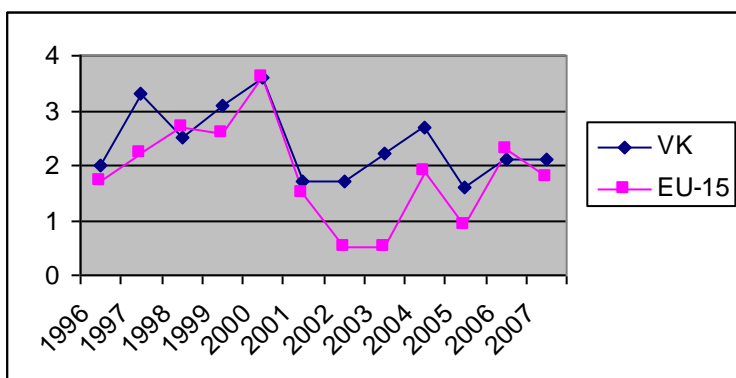
Wat opvalt is dat het prijsniveau van het VK convergeert ten opzichte van de Eurozone in de jaren 1995 en 1996. In 1997 zijn de prijsniveaus bijna gelijk, maar in hetzelfde jaar treedt er weer divergentie op. Dit houdt aan tot in 2000. Vervolgens convergeren prijsniveaus weer om in 2005 opnieuw op een bijna gelijk niveau te komen. Het is uiteraard de vraag of deze gelijkheid van prijsniveaus stand houdt gezien de instabiliteit van de verschillen in prijsniveaus. A priori is te verwachten dat de gelijkheid van prijsniveaus stand houdt wanneer het VK toetreedt tot de Eurozone, aangezien met de komst van de Euro prijzen transparant worden en er een gemeenschappelijk monetair beleid komt voor het VK. Dit laatstgenoemde zorgt er ook voor dat prijsverwachtingen gelijkjer zullen gaan worden vergeleken met de Eurozone. Dit leidt ook tot gelijkere prijsniveaus, aangezien inflatieverwachtingen een belangrijke rol spelen in de feitelijke ontwikkeling van prijzen, bijvoorbeeld via loonontwikkeling. Zodoende mag er vanuit worden gegaan dat het VK voldoet aan de eis met betrekking tot gelijke prijsniveaus.



Figuur 8, Prijsconvergentie tussen VK en Eurozone-12, (Eurostat, 2007a)

4.2 Conjuncturele correlatie

Aangezien huizenmarkten, financiële marktstructuren en handelspatronen aanleiding zouden kunnen geven tot (lichte) conjuncturele divergentie evenals de verschillen in staatschulden is het nu interessant te onderzoeken of BBP-groeivoeten van het VK zijn geconvergeerd ten opzichte van de Eurozone-gemiddeldes. Figuur 9 geeft de cijfers voor de periode 1996-2007. De cijfers voor 2006 en 2007 vormen voorspellingen. Uit de gegevens blijkt dat verschillen in BBP-groeivoeten niet erg groot zijn. Het maximale verschil is 1,7 procentpunt in 2003, terwijl het minimale verschil 0 procentpunt bedraagt. Met uitzondering van 1997, 2002 en 2003 schommelt het verschil in de groeivoeten tussen de 0 en 1 procentpunt. De cijfers laten echter geen convergentie in BBP-groeivoeten zien oftewel er is geen sprake van conjuncturele convergentie. Toch is het opvallend dat er zulke relatief kleine verschillen in BBP-groeivoeten zijn, gezien de feiten aan het begin van deze alinea.



Figuur 9, BBP groeivoeten VK en EU-15, (Eurostat, 2007a)

*jaren 2006 en 2007 zijn voorspellingen

Mogelijk is er een ander mechanisme dat bijdraagt aan de gelijkheid in BBP-groeivoeten, namelijk positieve conjuncturele *correlatie*. Positieve conjuncturele correlatie tussen het VK en de Eurozone impliceert gelijkheid van de conjunctuur, immers, hoe meer conjuncturele toestanden divergeren des te minder positief zullen conjuncturen correleren. In het vervolg wordt met correlatie positieve correlatie bedoeld.

Er is veel onderzoek gedaan naar de vraag of de Britse conjunctuur inderdaad een hoge mate van correlatie kent met de Europese conjunctuur al dan niet door de totstandkoming van de Eurozone. Bijvoorbeeld door Ardy et al. (2002). Zij onderzoeken deze vraag op grond van reële BBP-kwartaalcijfers voor de periode 1991-2001, waarbij het BBP is aangepast voor seizoensinvloeden. De redenen voor het feit dat de EU als vergelijkingsmateriaal wordt gebruikt en niet de Eurozone zijn beschikbaarheid van data en dat de EU een goede proxy is voor een uitgebreide Eurozone. Om conjuncturele correlaties te

onderzoeken moet het BBP worden onderverdeeld in een structurele en een conjuncturele component. Deze componenten kunnen op veel verschillende wijzen uit elkaar worden gehaald. Er is geen overeenstemming onder economen over wat de beste manier is om dit te doen (Massman and Mitchell, 2002, 59).

Ardy et al. gebruiken de Hodrick-Prescott methode, HP. Bij deze methode wordt voor een land eerst de trend van het BBP, de structurele component van het BBP bepaald. Daarna wordt deze van het BBP afgehaald en zo wordt de conjuncturele component verkregen. De conjuncturele componenten van het BBP van het VK en de EU worden ook op deze manier verkregen. Vervolgens worden de correlaties tussen de conjuncturele componenten van het VK en de EU geschat.

De conclusie die Ardy et al. trekken uit hun schatting is dat het VK van een lage correlatie in het begin van de jaren '90 naar een bijna perfecte correlatie gaat van 1 in 1995. Vervolgens daalt de correlatie weer tot begin 2000 naar de waarde 0.3, waarna deze opnieuw toeneemt tot bijna 1 aan het einde van 2001. Met andere woorden, de conjuncturele correlatie tussen het VK en de EU is instabiel maar wel toegenomen de laatste jaren. Gezien de instabiliteit in de correlatie is het de vraag of de toegenomen correlatie duurzaam is (Ardy et al., 2002, 16).

Massmann and Mitchell (2002) onderzoeken of het Britse BBP meer gecorreleerd is geworden met dat van de *Eurozone*. Zij doen dit op basis van meerdere technieken om de structurele en de conjuncturele componenten van het BBP van elkaar te scheiden, in tegenstelling tot Ardy et al., die slechts één techniek gebruikten. Massmann and Mitchell onderschrijven dan ook dat de gebruikte techniek van invloed kan zijn op de onderzoeksresultaten met betrekking tot conjuncturele correlaties. Zij concluderen dat het algemene beeld dat de resultaten van de verschillende technieken laat zien, namelijk een vrij grote volatiliteit in de correlaties, betekent dat het VK geen duurzame conjuncturele correlatie vertoont met de Eurozone. Wel is de conjuncturele correlatie na 1997 toegenomen met de Eurozone, maar dit geldt in gelijke mate ook voor Britse correlaties met niet-Eurozone lidstaten.

Dus Britse conjuncturele correlaties zijn instabiel, maar toegenomen de laatste jaren en dragen bij aan de gelijkheid van BBP-groeivoeten. Er is geen bewijs voor de bewering dat het ontstaan van de Eurozone de oorzaak van de toegenomen correlatie is. Hoewel er geen garanties zijn dat de correlatie stabiel blijft of toeneemt, is de huidige situatie een stap in de goede richting.

Toetreding tot de Eurozone door het VK zou de Britse conjuncturele correlatie met de Eurozone verder kunnen vergroten en stabielere kunnen maken, mogelijk ook ten opzichte van de correlatie van Eurozone met niet-Eurozone landen. Als de Britse correlatie zou toenemen ontstaat Britse conjuncturele convergentie, ceteris paribus. Verschillende economen hebben onderzocht *hoe* de totstandkoming van de Eurozone tot toenemende correlatie en dus convergentie in de conjuncturen van de Eurozone-lidstaten zou kunnen leiden. (Hetgeen hierna volgt is grotendeels gebaseerd op een onderzoek van de Deutsche Bank, 2006).

Bijvoorbeeld Frankel and Rose (1998), die erop wijzen dat de handel een belangrijke factor is in de correlatie van conjuncturen. Frankel and Rose concluderen dat een monetaire unie ertoe leidt dat conjuncturen van de lidstaten meer gecorreleerd raken. De redenering is dat het invoeren van een monetaire unie leidt tot een toename van de handel tussen de lidstaten. Hierdoor raken lidstaten economisch meer met elkaar verbonden. Dit betekent dat wanneer het BBP of de importen van bijvoorbeeld Duitsland veranderen, deze veranderingen door het oprichten van een monetaire unie sterker doorwerken op andere lidstaten omdat het percentage van de totale handel dat de Duitsers uit Eurozone-lidstaten importeren toegenomen is. Op die manier zullen vraagschokken synchroner worden en conjuncturen meer gecorreleerd raken.

Dit laatstgenoemde wordt versterkt doordat in een monetaire unie het economische beleid gemeenschappelijker wordt. Er komt immers een gemeenschappelijk monetair beleid. Echter het genoemde effect van een monetaire unie op conjuncturele correlatie via de handel gaat op als de toename in de handel vooral intraindustriële handel betreft. Dat wil zeggen, handel binnen bedrijfstakken in min of meer dezelfde producten.

Echter, Krugman (1993) is het niet eens met Frankel and Rose. Hij komt tot de conclusie dat een monetaire unie wel leidt tot meer handel, maar dat de lidstaten zich dan vooral gaan specialiseren. De toegenomen handel zorgt voor meer concurrentie, waardoor lidstaten zo efficiënt mogelijk willen produceren. Bedrijven gaan zich specialiseren in de activiteiten waar zij een comparatief voordeel in hebben. Daardoor neemt het percentage intraindustriële handel in het totaal af en worden de verschillen in de samenstelling van de handel tussen lidstaten groter, zullen vraagschokken asymmetrischer werken en de conjuncturele correlaties tussen lidstaten en de monetaire unie afnemen.

Maar het scenario dat Krugman schetst is dubieus. Zo hebben Böwer and Guillemineau (2006) als resultaat dat het verband tussen handel en conjuncturele correlatie met de komst van de Eurozone vooral loopt via de gelijkheid van specialisatie in de handel van de lidstaten en minder via de grootte van de handel. Gelijkheid van de specialisatie in de handel houdt in dat lidstaten zich specialiseren in het maken van varianten van dezelfde typen producten, wat tot intraindustriële handel leidt.

Dit komt doordat ontwikkelde landen over het algemeen min of meer dezelfde technieken in de productie gebruiken, dezelfde productiemiddelen en ongeveer dezelfde sectorale samenstelling van het BBP hebben (alleen langs deze weg al zouden conjuncturele correlaties in de Eurozone hoog moeten zijn). Daardoor is er in veel bedrijfstakken geen comparatief voordeel, waardoor bedrijven zich zullen moeten specialiseren in het maken van specifieke producten, ("varianten") om zich te onderscheiden van concurrenten. Dit type specialisatie leidt tot intraindustriële handel omdat bedrijven in één land niet alle varianten van een bepaald product kunnen maken. Consumenten en tevens bedrijven zullen ook varianten over de grens moeten aanschaffen (Krugman & Obstfeld, 2003, p137-139). Böwer en Guillemineau concluderen dan ook dat de toename van de handel in de Eurozone vooral intraindustrieel van aard is. Gezien het feit dat intraindustriële handel onder andere voortkomt uit een gelijke sectorale samenstelling van het BBP leidt het ertoe dat schokken symmetrischer worden en conjuncturele correlaties sterker. Uiteraard dragen het feit dat de dat de toename van de handel vooral intraindustrieel is en de grotere economische verbondenheid van de Eurozone-lidstaten die daarmee gepaard gaat sterk aan bij.

Het is nu duidelijk geworden hoe de conjuncturele correlatie door invoering van de Eurozone tot stand kan komen. De vraag is of dit ook daadwerkelijk gebeurd is voor de huidige lidstaten. Uit vele onderzoeken blijkt inderdaad dat conjuncturele correlatie toegenomen is door totstandkoming van de Eurozone. Hieronder worden daartoe een aantal onderzoeken vermeld. Allereerst een onderzoek van Giannone and Reichlin (2006), die vinden dat verschillen in de niveaus van het BBP van de Eurozone-lidstaten persistent zijn, maar dat BBP-groeivoeten en het moment van recessies synchroner lopen. Verder is de variantie van verschillen in groeivoeten tussen de lidstaten nog nooit zo laag geweest en zijn conjuncturele correlaties binnen de Eurozone hoger dan tussen de Eurozone en de VS. Dit zou kunnen duiden op een "Europese conjunctuur".

Benalal et al. (2006) nemen eveneens waar dat de verschillen in BBP-groeivoeten binnen de Eurozone sterk zijn afgenomen, maar nog niet lager zijn dan de verschillen in BBP-groeivoeten in de VS, een land dat vaak als vergelijkingsmateriaal wordt gebruikt voor potentiële verbeteringen van de Eurozone aangezien de VS ook een monetaire unie zijn. De verschillen in BBP-groeivoeten die er nog zijn in de Eurozone, zo concluderen Benalal et al., worden veroorzaakt door verschillen in de ontwikkeling van BBP-trends. Een land als Ierland

bijvoorbeeld, heeft een steilere trend en dus hogere groeivoeten dan andere Eurozone-landen omdat het land de Eurozone binnenkwam met een BBP dat veel lager lag dan dat van andere Eurozone-lidstaten. Andere redenen voor verschillen in trends zijn vooral verschillen in geboorte- en immigratiecijfers. De correlatie in BBP-groeivoeten is volgens het onderzoek sinds 1990 ook toegenomen in de Eurozone, net als bij Giannone and Reichlin. Een dergelijke ontwikkeling wordt niet gevonden voor *niet-Europese OECD-landen*, een observatie die het gevonden resultaat plausibeler maakt.

En verder heeft de Deutsche Bank (2006) zeer recent een onderzoek uitgevoerd. De Bank maakt daarbij onderscheid tussen 3 periodes: 1983-89, een periode waarin het grootste deel van het "European Exchange Rate Mechanism" plaatsvond. En 1992-98, de periode waarin afspraken gemaakt werden over de invoering van de Eurozone en de periode 1999-2005, de eerste 7 jaar in het bestaan van de Eurozone. Voor deze 3 periodes heeft de Bank de conjuncturele correlatie onderzocht van de lidstaten en ook de prijsvariabiliteit.

De conjuncturele correlatie is geschat door voor een periode de correlatiecoëfficiënt van BBP-groeivoeten van iedere lidstaat met de BBP-groeivoeten van de Eurozone te berekenen op grond van kwartaalcijfers. Een correlatie van 1 is een perfecte correlatie, terwijl een correlatie van 0 geen correlatie betekent. Het gevonden resultaat is dat de correlatie significant stijgt na de ERM-periode, maar insignificant toeneemt na de pre-Eurozone periode

De volgende conclusie kan dus worden getrokken: de conjuncturele correlatie van het VK met de Eurozone kent een erg instabiele geschiedenis, maar vertoont de afgelopen jaren een toename en draagt er zo aan bij dat de verschillen in BBP-groeivoeten tussen het VK en de Eurozone vrij klein zijn. Verder is er geen bewijs voor de bewering dat de toename in de correlatie het gevolg is van de totstandkoming van de Eurozone. Mogelijk is de gelijkheid van BBP-structuren van het VK vergeleken met de EU15-gemiddelden een oorzaak voor de toegenomen correlatie. Tevens zijn conjuncturen van Eurozone-lidstaten door de totstandkoming van de Eurozone meer gecorreleerd geraakt, meer dan ten opzichte van niet-Eurozone landen. Dat biedt perspectief voor het VK. Mogelijk kan de trend van conjuncturele correlatie die de afgelopen jaren is ingezet worden doorgezet bij toetreding tot Eurozone. Dit gezien de resultaten van de verschillende studies naar het effect van Eurozone op de conjuncturele correlaties van de lidstaten met het Eurozone-gemiddelde. Conjuncturen zullen op die manier convergeren en schokken zullen symmetrischer worden. Zo zal het afstaan van het zelfstandige monetaire beleid minder bezwaarlijk zijn voor het VK.

4.3 Flexibiliteit

En waar convergentie haar grenzen heeft bereikt of tekortschiet, is flexibiliteit nodig, een punt dat nu aan de orde komt.

7 Arbeidsmarktflexibiliteit

arbeidsmobiliteit

Arbeidsmobiliteit was al gering en ook voor de komende jaren is verder weinig zicht op een toename in de arbeidsmobiliteit aangezien er veel barrières blijven die niet of nauwelijks zijn op te lossen, zoals voor werknemers het verlies van het contact met de sociale omgeving, verschillen in sociale zekerheid tussen de lidstaten, taalproblemen en voor werkgevers verschillen in wetgeving en belastingverplichtingen tussen de lidstaten (PricewaterhouseCoopers, 2006, 45). Er is dus niet aan de eis van arbeidsmobiliteit voldaan. Maar het VK kan ook met weinig arbeidsmobiliteit voldoende flexibel zijn in de aanpassing aan schokken als andere mechanismen, met name prijs- en loonflexibiliteit goed werken. Daarbij is het zo dat het VK zelf als monetaire unie goed gewerkt heeft zonder veel interne arbeidsmobiliteit (HM Treasury, 2003e, 35-41).

loonflexibiliteit

Loonflexibiliteit kan worden beschouwd op regionaal niveau en op macroeconomisch niveau. Op regionaal niveau gaat het om relatieve loonflexibiliteit, oftewel loonflexibiliteit tussen regio's. Lonen passen zich hierbij aan regionale omstandigheden om vraag naar en aanbod van arbeid in overeenstemming met elkaar te brengen (HM Treasury, 2003a, 97).

Relatieve nominale lonen zijn vrij flexibel in het VK gezien het feit dat ze worden aangepast aan regionale arbeidsmarktcondities. Dit wordt bevestigd door een onderzoek over de periode 1999-2001. In deze periode stegen lonen langzamer in regio's met hoge werkloosheid en sneller in regio's met een lage werkloosheid (HM Treasury, 2003e, 2, 22, 23). Mogelijk is het om deze reden dat het VK als monetaire unie goed gewerkt heeft.

Op macroeconomisch niveau gaat het om reële loonflexibiliteit. Nominale lonen worden jaarlijks gewijzigd bij de Britse loononderhandelingen. In die zin zijn nominale en dus reële lonen flexibel. Wel is er mogelijk sprake van een neerwaartse nominale loonstarheid. Maar dit is op het moment geen probleem, aangezien de RPIX-inflatie de laatste jaren rond haar doel van 2,5% lag en de gemiddelde loongroei op zo'n 4,5%. Zodoende is er telkens voldoende ruimte geweest om de lonen reëel gezien te matigen (HM Treasury, 2003a, 97-99 en 106). Er is dan ook bewijs voor een verbetering in reële loonflexibiliteit. Reële lonen waren in het verleden relatief star, maar reageren nu sterker op het niveau van de werkloosheid en zonder inflatiedruk te veroorzaken zoals in het verleden het geval was (HM Treasury, 2003a, 97-99).

koppeling van werknemers aan banen

De functionele flexibiliteit in het VK is aan de ene kant goed en aan de andere kant slecht. Goed omdat het aantal goed opgeleide werknemers internationaal gezien op een hoog niveau ligt. Slecht omdat het VK weinig werknemers heeft met middelmatige opleidingsniveaus en veel laagopgeleide werknemers.

Met betrekking tot tekorten aan middelmatig opgeleide werknemers zijn verbeteringen waarneembaar, want tijdens hoogconjunctuur begin deze eeuw stegen de tekorten minder dan in twee eerdere periodes van hoogconjunctuur. En met betrekking tot laagopgeleiden heeft de Britse overheid een aantal maatregelen genomen om hun opleidingsniveau en training te verbeteren (HM Treasury, 2003e, 39-41).

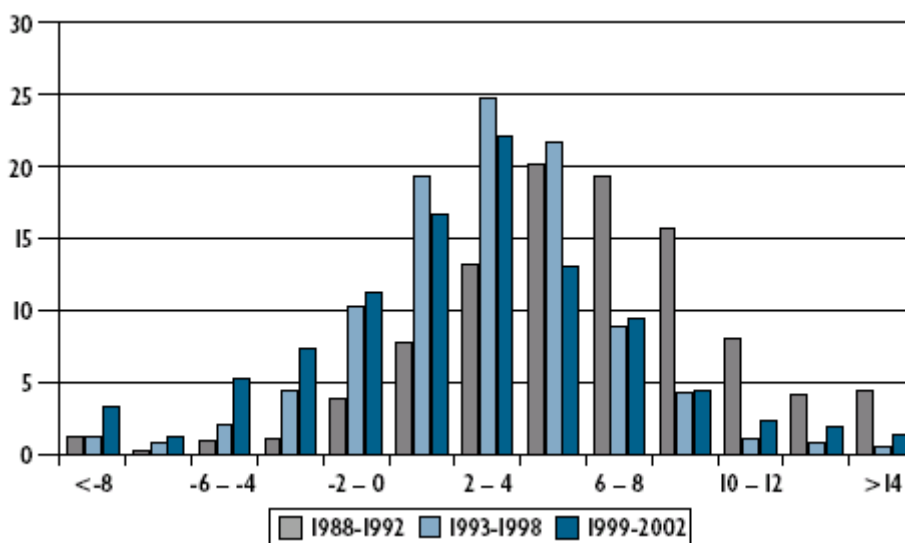
Verder is de werkgelegenheidsflexibiliteit in het VK gunstig. Het percentage deeltijdwerkers bedraagt 25% van de totale beroepsbevolking, een hoog getal ten opzichte van de EU en ook nachtwerk, weekendwerk en schuifwerk, waarbij telkens op een ander deel van de dag wordt gewerkt komen vaker voor dan in de EU. Daarbij is het Britse ontslagrecht soepel. Tevens is in het VK de relatie tussen vacatures en werkloosheid verbeterd in de late jaren '90. Dat wil zeggen, vacatures verdwijnen sneller, wat betekent dat werklozen sneller aan het werk komen (HM Treasury, 2003a, 100, 104).

De conclusie die uit het bovenstaande kan worden getrokken is dat het VK voldoet aan de eis omtrent arbeidsmarktflexibiliteit. Zowel relatieve als reële lonen kennen een goede mate van flexibiliteit. En tevens verloopt de koppeling van werknemers aan banen snel. Verbeteringen zijn daarbij wel mogelijk als het gaat om het opleidingsniveau van de beroepsbevolking, maar de overheid is daar mee bezig. Verbeteringen zijn ook mogelijk als het gaat om arbeidsmobiliteit, een mechanisme dat niet van vitaal belang is voor duurzame convergentie mits loon- en prijsflexibiliteit (zie hieronder) goed werken, wat het geval is. Arbeidsmobiliteit kan wel een nuttige bijdrage leveren aan arbeidsmarktflexibiliteit en dus duurzame convergentie.

8 Prijsflexibiliteit

Over het algemeen reageren prijzen traag op economische ontwikkelingen. Prijzen kunnen star zijn omdat het kostbaar is voor bedrijven om hun prijzen te veranderen. Verder is het zo dat ondernemingen in een omgeving met een lage inflatie steeds minder vaak hun prijzen veranderen. In het VK blijkt bovenstaande verwachting met betrekking tot de ontwikkeling van prijzen niet op te gaan.

Figuur 10 toont voor drie periodes de spreiding in de gemiddelde inflatiecijfers van de verschillende goederen en diensten waar de Britse Retail Price Index, RPIX-inflatiecijfers op gebaseerd zijn. Uit Figuur 10 blijkt dat het percentage goederen en diensten waarbij de prijzen zijn gedaald lager is dan het percentage waarbij de prijzen zijn gestegen, maar bedrijven verlagen hun prijzen dus wel degelijk (HM Treasury, 2003a, 110-111). Ook is het percentage prijsdalingen duidelijk toegenomen over de drie periodes. Al met al kan worden geconcludeerd dat het VK voldoet aan de eis met betrekking tot prijsflexibiliteit gezien de spreiding in de gemiddelde inflatiecijfers van verschillende goederen en diensten.



Figuur 10, Verdeling van gewogen jaarlijkse RPIX-inflatievoeten over de tijd, (HM Treasury, 2003a, 110)

9 Transfers

Op dit moment is er in de Eurozone geen Europese instelling die financiële middelen van de lidstaten opeist en transfers verstrekt als een lidstaat conjuncturele problemen kent. Er is dus niet voldaan aan de eis met betrekking tot transfers (Baldwin and Wyplosz, 2004, 347). Wel is het interessant om te onderzoeken of er ruimte is voor transfers in de Eurozone.

Fatás (1998) heeft hier onderzoek naar gedaan en maakt onderscheid tussen intertemporele transfers en interregionale transfers. Intertemporele transfers zijn transfers die worden gegeven door nationale overheden om de conjuncturele schommelingen af te zwakken. Het gaat in feite om het nationale begrotingsbeleid van overheden. Interregionale transfers zijn transfers die in een monetaire unie door een overkoepelende instelling worden gegeven aan lidstaten die te maken krijgen met een sterke recessie. Bij de eis met betrekking tot transfers gaat het om deze interregionale transfers. Om ze te kunnen geven zamelt de overkoepelende instelling financiële middelen in bij de lidstaten door bijvoorbeeld in iedere lidstaat belasting te heffen op inkomens en bedrijfswinsten.

Fatás is van mening dat de baten van transfers in de Eurozone weleens tegen kunnen vallen en dat de kosten hoger zullen zijn dan verwacht. Hij komt met een aantal argumenten

voor deze stelling. Ten eerste is er een probleem voor een systeem van transfers als een lidstaat, voor het gemak even lidstaat X genoemd, in een strenge recessie terechtkomt en ook de andere lidstaten hun nationale inkomen wat zien dalen. Veronderstellend dat lidstaat X recht heeft op een transfer, ontstaat het probleem als de belastingafdrachten van de lidstaten door de stagnatie van hun BBP zo laag zijn dat de transfer niet voldoende wordt gecompenseerd. In dat geval krijgt de overkoepelende instelling te maken met een begrotingstekort. Dit tekort moet in de toekomst aan de schuldeisers worden terugbetaald door de lidstaten, ook door lidstaat X waarmee een groot deel van het voordeel van de transfer weer wegvalt. Overheden kunnen met een transfer de economie stimuleren in de vorm van belastingverlagingen. Maar als de bevolking van lidstaat X erop anticipeert dat de transfer weer zal moeten worden terugbetaald in de nabije toekomst en ze dan meer belasting zullen moeten betalen, zullen ze minder consumeren waarmee de recessie niet of nauwelijks wordt bestreden.

Echter het is onwaarschijnlijk dat dit probleem een rol zal spelen in de Eurozone. In de periode 1950-2000 is het maar zelden voorgekomen dat meer dan 3 Eurozone-lidstaten in een jaar tegelijkertijd in een recessie verkeerden. Dit kwam slechts vijfmaal voor (CIC, 2007).

Een tweede argument tegen transfers brengt naar voren dat het onwenselijk is als de lidstaten van een monetaire unie een hoge mate van conjuncturele correlatie vertonen, zoals hierboven waar lidstaten tegelijkertijd in een recessie verkeren. Al eerder in deze scriptie is vermeld dat conjuncturele correlatie in Europa is toegenomen. Dit verzwakt de mogelijke rol van transfers in de neutralisatie van economische schokken in Europa.

Maar conjuncturele correlatie is juist een wenselijke situatie. Dan is er conjuncturele convergentie, zullen economische schokken symmetrischer zijn en kan de ECB deze verwerken met haar monetaire beleid. Het genoemde argument betekent ook niet dat transfers niet van waarde kunnen zijn in een situatie met geringe conjuncturele correlatie.

Ten derde kan een systeem van transfers ertoe leiden dat transfers steeds in dezelfde richting gaan, bijvoorbeeld een geldstroom van armere landen naar rijkere landen terwijl Europese Structurele Fondsen het tegenovergestelde nastreven, namelijk versterking van armere regio's. Maar de geldstroom naar rijkere landen kan gecompenseerd worden door de Structurele Fondsen.

Ten slotte zijn lidstaten die zelden een transfer zullen ontvangen geneigd niet deel te nemen aan een systeem van transfers. Dit terwijl juist deze lidstaten een transfersysteem mogelijk maken door het mede te financieren. Een oplossing is dan om deze lidstaten minder belasting te laten afdragen. Maar dan is de kans dat de overkoepelende instelling te maken krijgt met begrotingstekorten groter. Daarbij wordt een systeem van transfers, dat al ingewikkeld is, nog complexer.

Echter lidstaten weten niet van tevoren of zij vaak transfers zullen ontvangen. Ook hebben alle lidstaten zich in de periode 1950-2000 minimaal vier jaren in een recessie bevonden, behalve Italië, dat slechts twee jaren van recessie kende. De lidstaten kunnen dus wel degelijk belang hebben bij een systeem van fiscale transfers (CIC, 2007).

Dit geldt ook voor het VK. Het land heeft in de genoemde periode in zeven jaren te maken gehad met een recessie. Uiteraard zullen de conjuncturele correlatie en convergentie toenemen, eenmaal toegetreden tot de Eurozone. Toch is het niet uit te sluiten dat het VK dan een keer in een recessie terechtkomt en de meeste Eurozone-landen niet (CIC, 2007). De conclusie die kan worden getrokken is dat de problemen, die Fatàs schetst ongegrond zijn en dat er ruimte is voor een systeem van transfers in de Eurozone, inclusief het VK.

10 Begrotingsbeleid

Het begrotingsbeleid wordt in het VK nog niet erg actief op een discretionaire manier, dat wil zeggen als apart instrument ingezet. Maar het is wel goed mogelijk dit op korte termijn te

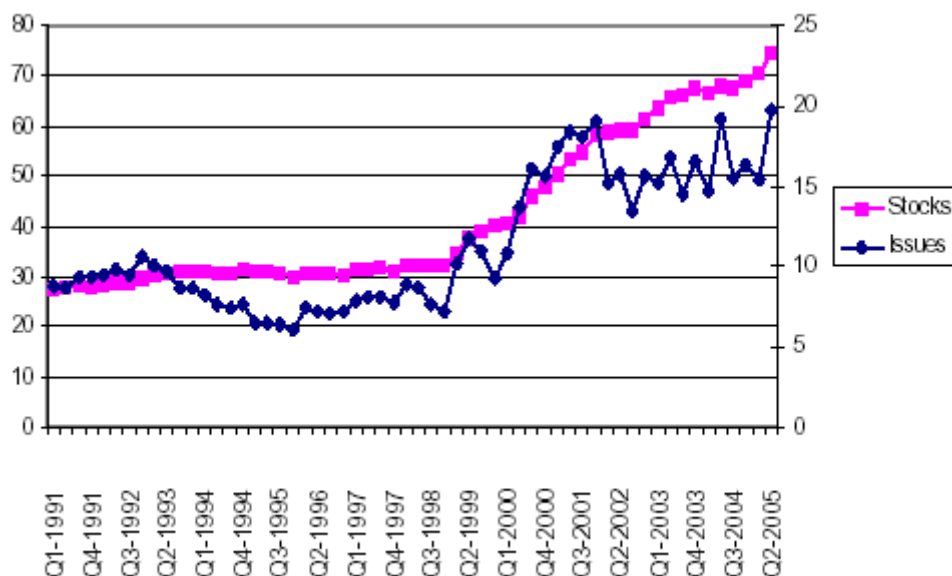
doen en ook wenselijk als het VK toetreedt tot Eurozone en andere mechanismen om schokken te bestrijden niet voldoende werken. Met het begrotingsbeleid kunnen bijvoorbeeld negatieve vraagschokken worden bestreden. Een negatieve aanbodschock, zoals een stijging van de olieprijs kan ook worden verwerkt, bijvoorbeeld door belastingverlagingen voor bedrijven (HM Treasury, 2003a, 126-133). Al met al voldoet het VK (nog) niet aan de eis met betrekking tot het begrotingsbeleid.

11 Financiële marktflexibiliteit

Financiële markt flexibiliteit vindt, zoals in hoofdstuk 3 uitgelegd ten eerste plaats via de mogelijkheid tot lenen en uitlenen voor consumenten en bedrijven en ten tweede door de mogelijkheid tot diversificatie voor consumenten en bedrijven. Deze twee mechanismen worden sterker en werken beter naarmate financiële markten in een valutagebied meer geïntegreerd zijn (HM Treasury, 2003a, 115). Immers hoe meer financiële marktintegratie hoe *dieper* en hoe *breder* financiële markten worden zoals al aan de orde is geweest op pagina 20. Ter herinnering, *dieper* betekent dat het aantal verhandelde financiële activa toeneemt waarmee lenen goedkoper wordt en er meer uitleenmogelijkheden zijn. *Breder* betekent dat er meer verschillende soorten activa worden verhandeld zodat diversificatie beter mogelijk wordt. Daarom moet de eis omtrent financiële marktflexibiliteit worden beoordeeld door te kijken naar financiële marktintegratie binnen een valutagebied.

Als integratie en daarmee flexibiliteit in Europa toegenomen is met de komst van de Eurozone dan is de stap van toetreding tot de Eurozone van het VK logischer. Het VK krijgt immers makkelijker toegang tot een flexibele financiële markt en de Britse financiële markt zal daardoor ook zelf meer geïntegreerd raken met Europese financiële markten en zodoende flexibeler worden. Financiële marktintegratie, een begrip dat in hoofdstuk 3 kort is geïntroduceerd, is een veelomvattend begrip. Om die reden moeten veel aspecten worden beschouwd om financiële marktintegratie te onderzoeken.

Lane and Wälti (2006) onderzoeken een aantal aspecten aan de hand van verschillende auteurs. Allereerst het effect van de totstandkoming van de Eurozone op het niveau van uitgaven van obligaties en aandelen en op het niveau van uitstaande effecten in de Eurozone in procenten van het BBP. Uit Figuur 11 blijkt dat er een duidelijke stijging is van uitstaande effecten en van de uitgifte van effecten door het ontstaan van de Eurozone (Lane, 2006b, 6). Verder wordt door Lane and Wälti (2006, 2-4) een resultaat uit een ander paper, namelijk dat van Lane (2006a) beschreven. Lane onderzoekt op grond van een regressieanalyse de volgende vraag om meer uitsluitsel te krijgen met betrekking tot het effect van de Eurozone op obligatiehandel: of het waarschijnlijk is dat de waarde van het obligatiebezit van een Eurozone-lidstaat in een andere Eurozone-lidstaat groter is dan de waarde van het obligatiebezit van andere landencombinaties, niet bestaande uit twee Eurozone-lidstaten.



Figuur 11, Effectenuitgiften en uitstaande effecten in de Eurozone in %BBP, (Lane, 2006b).

Lane vindt op grond van zijn regressieresultaten dat de Eurozone het paargewijze obligatiebezit van haar lidstaten met 100% heeft verhoogd. Ook wordt door Lane and Wälti (2006, 3) een resultaat uit het paper van Lane and Milesi-Feretti (2005) vermeld. Zij onderzoeken de effecten van de Eurozone op aandelenbezit en vinden dat het bilaterale/paargewijze eigen vermogen bezit tussen Eurozone-lidstaten met 62% toeneemt door de komst van de Eurozone.

Andere indicatoren voor financiële marktintegratie zijn fusies en overnames van en door financiële instellingen in Europa. Allen and Song (2005) hebben onderzoek gedaan naar dergelijke fusies en overnames. Het onderzoek is gebaseerd op 3 perioden:

- 1) 1 Juni 1988 tot en met 31 Mei 1993, de initiële stap op weg naar de Eurozone;
- 2) 1 Juni 1993 tot en met 31 Mei 1998, de planningsfase van de Eurozone;
- 3) 1 Juni 1998 tot en met 31 Mei 2003, periode na totstandkoming Eurozone

Ook wordt er onderscheid gemaakt tussen 3 (geografische) typen fusies en overnames: nationaal, regionaal en wereld. Verder wordt gekeken naar 3 gebieden, namelijk Europa en daarbij Azië en het gebied Noord- en Zuid-Amerika als vergelijkingsmateriaal. De conclusie waartoe Allen and Song komen is dat fusies en overnames van en door financiële instellingen in de Eurozone daalden na de eerste periode, maar zijn toegenomen na het ontstaan van de Eurozone. Dit blijkt uit het feit dat het percentage regionale fusies en overnames van het Europese totaal toenam. Wat verder ook opvalt, is dat het percentage regionale fusies en overnames in Europa een stuk hoger is dan in Azië en de regio Noord- en Zuid-Amerika. Een ander opvallend resultaat wijzend in de richting van financiële marktintegratie is dat financiële instellingen uit de Eurozone vooral overnemers zijn en geen targets. Wel tekenen Allen and Song aan dat hun conclusie nog niet geheel vaststaat omdat andere effecten ook een rol kunnen spelen bij de ontwikkelingen in fusies en overnames, bijvoorbeeld globalisatie.

Allen and Song hebben ook nog gekeken naar de ontwikkelingen in fusies en overnames in landen van de drie regio's, waaronder het VK. Het VK kent over de 3 periodes een licht dalende trend van het percentage fusies en overnames buiten de Britse grenzen. Wel neemt het percentage regionale fusies en overnames buiten de Britse grenzen na periode 1 af, maar toe na het ontstaan van de Eurozone.

Een derde indicator voor financiële marktintegratie bestaat uit rendementen op obligaties. Baele et al. (2004, 48-53) onderzoeken of de financiële markten van de Eurozone geïntegreerd zijn als het gaat om rendementen op obligaties. In de regressie die wordt geschat bestaat de afhankelijke variabele uit de verschillen tussen een proxy voor het Europese gemiddelde van het rendement op risicovrije overheidsobligaties, namelijk Duitse overheidsobligaties, en het rendement op bedrijfsobligaties van zes Eurozone-lidstaten.

De afhankelijke variabele wordt geregisseerd op zes dummy's voor de zes landen en controlevariabelen. In het geval van financiële marktintegratie zouden landen(dummy's) geen invloed mogen hebben. Toch blijkt dit wel het geval te zijn, want vijf landendummy's zijn significant, behalve die voor Duitsland. Echter de parameterwaarden zijn laag en ook is het zo dat de verklarende variabelen 33% van de variatie in de afhankelijke variabele verklaren. Maar de landendummy's dragen nauwelijks meer dan 0% bij aan de verklaring van de afhankelijke variabele. Daarom wordt geconcludeerd dat financiële markten geïntegreerd zijn als het gaat om de rendementen op obligaties.

Een vierde indicator voor financiële marktintegratie is het effect van de totstandkoming van Eurozone op correlaties van rendementen op aandelen tussen de Eurozone en haar lidstaten. Lane and Wälti (2006, 9-12) hebben dit onderzocht. Ze berekenen een gewogen gemiddelde index van de rendementen op aandelen voor de Eurozone. Vervolgens berekenen ze de correlaties van de rendementen op aandelen van de Eurozone-lidstaten met deze index (met uitzondering van Griekenland en Luxemburg). Dit wordt gedaan voor twee periodes, namelijk de periode van April 1988 tot en met December 1998, de periode voor de totstandkoming van Eurozone en de periode erna, namelijk die van Januari 1999 tot December 2005.

Gevonden wordt dat de correlaties zijn toegenomen. Echter, dit hoeft niet te komen door de oprichting van de Eurozone. Daarom wordt een vergelijking gemaakt met de verandering in correlaties tussen 4 niet Eurozone-lidstaten en de Eurozone-index. Het gaat om de landen VK, Zweden, Denemarken en Zwitserland. Ook voor deze landen neemt de correlatie toe na de totstandkoming van de Eurozone.

Er is dus geen bewijs voor integratie van rendementen op aandelen op grond van deze vergelijking en zodoende diepen Lane and Wälti hun onderzoek uit. Mogelijk is het tijdstip van de scheiding van de twee periodes niet goed gekozen: misschien anticipeerden financiële markten al op de komst van de Eurozone voordat deze er daadwerkelijk was zodat een sterke toename van de correlaties tussen Eurozone-lidstaten en de Eurozone al plaats heeft gevonden in de periode vòòr de Eurozone.

Daarom worden zogenaamde "tijdsvariërende waarden" van de correlaties berekend. Op die manier zijn verschillen in Eurozone- en non-Eurozone correlaties op ieder tijdstip in de periode van April 1988 tot December 2005 te zien. Maar ook op grond deze analyse worden geen verschillen tussen Eurozone en de non-Eurozone landen waargenomen. Eurozone-correlaties zijn wel hoger dan non-Eurozone correlaties, maar dat wordt ook waargenomen vòòr de oprichting van de Eurozone. Vervolgens gaan Lane and Wälti na of gemeenschappelijke economische schokken het verschil in correlaties tussen Eurozone en de non-Eurozone landen verbergen. Er wordt gecorrigeerd voor gemeenschappelijke schokken en nu wordt er wel een verschil gevonden tussen Eurozone en non-Eurozone landen na de totstandkoming van de Eurozone: Eurozone-lidstaten kennen een hogere correlatie dan de non-Eurozone lidstaten.

Ten slotte komt de internationale rol van de Euro aan de orde. De rol van de Euro is in sommige opzichten nog beperkt. De Euro wordt nauwelijks gebruikt bij transacties buiten de Eurozone, zoals bijvoorbeeld leningen van banken buiten de Eurozone aan schuldenaars buiten de Eurozone. Zodoende kan de internationale rol van de Euro alleen nog maar

toenemen, vooral als het VK toetreedt tot Eurozone. Zou de rol van de Euro groter zijn, dan zou de snelheid van de financiële marktintegratie omhoog gaan Lane and Wälti (2006, 14-15).

Al met al is er dus veel bewijs voor de stelling dat Eurozone heeft geleid tot financiële marktintegratie. Het (bilaterale) effectenbezit is toegenomen in de Eurozone. Verder is het zeer waarschijnlijk dat fusies en overnames van en door financiële instellingen zijn gestegen door de Eurozone en ook voor het VK. Tevens zijn in de Eurozone verschillen in rendementen op obligaties afgenomen en correlaties van rendementen op aandelen toegenomen.

Zodoende kan de conclusie worden getrokken dat wordt voldaan aan de eis met betrekking tot financiële marktflexibiliteit. Gegeven daarbij de inspanningen die voortvloeien uit het Financial Services Action Plan, FSAP, zal financiële marktintegratie in Europa in de toekomst slechts toenemen (European Commission, 2007, 4-5). Ook het toetreden van nieuwe lidstaten tot de Eurozone kan een impuls geven. Het VK zou dus als het louter gaat om financiële marktflexibiliteit op korte termijn moeten toetreden tot Eurozone. Het feit dat in hoofdstuk 4 is geconcludeerd dat The City alleen maar baat heeft bij toetreding tot Eurozone versterkt dit standpunt.

12 Handelsdiversificatie

Ook diversificatie van de handel helpt schokken te bestrijden. De samenstelling van de Britse handel voor het jaar 2005 is weergegeven in Tabel 3. Handel is hierbij gedefinieerd als handel in goederen en commerciële diensten. Uit de gegevens blijkt dat het VK vooral handelt in goederen en minder in commerciële diensten. Van de exporten bestaat 67% uit goederen en 33% uit commerciële diensten. Van de importen bestaat 76,8% uit goederen, terwijl 23,2% bestaat uit commerciële diensten.

Bij de exporten valt verder op dat goederen vooral worden geëxporteerd in de vorm van fabricageproducten: dit is maar liefst 77,5%. Bij de importen van goederen is het percentage fabricageproducten ook erg hoog: 71,2%. Bij de exporten in commerciële diensten valt op dat ongeveer eenderde van de exporten bestaat uit reis- en transportdiensten, terwijl dit percentage bij de importen meer dan de helft is.

Alhoewel de aandelen van de verschillende typen producten in de exporten sterk verschillen en dit ook bij de importen het geval is, is het aannemelijk dat de handel goed gediversificeerd is in het VK. Ten eerste is het zo dat bij de categorie goederen de deelcategorie landbouwproducten bestaat uit voedsel en ruwe materialen. De deelcategorie fabricageproducten bestaat uit ijzer, staal, chemicaliën, halffabrikaten, machine- en transportuitrustingen, textiel en andere consumentengoederen. Ten tweede bestaat bij de categorie commerciële diensten de deelcategorie overige diensten uit communicatiediensten, constructiediensten, verzekeringen, financiële diensten, computerdiensten, informatiediensten, culturele en recreatieve diensten en licentievergoedingen. Het gaat te ver voor deze scriptie om te onderzoeken wat de aandelen van al deze producten en diensten in de totale handel zijn, maar gezien het feit dat de handel bestaat uit zo'n diversiteit van producten en diensten mag worden aangenomen dat de handel goed gediversificeerd is.

| | Exporten | Importen |
|---------------------------------|-------------|-------------|
| | Percentages | Percentages |
| Bedrijfsproducten | 67 | 76,8 |
| landbouwproducten | 4,0 | 7,6 |
| brandstoffen en mijnproducten | 8,3 | 8,2 |
| fabricageproducten | 51,9 | 55,2 |
| anders | 2,8 | 5,8 |
| | | |
| Commerciële diensten | 33 | 23,2 |
| transport | 5,5 | 5,5 |
| reizen | 5,3 | 9,0 |
| anders, bv. Financiële diensten | 22,3 | 8,7 |
| | | |
| Totaal | 100 | 100 |

Tabel 3, Samenstelling van de Britse handel in het jaar 2005, (World Trade Organization, 2005)

4,4 Kracht van het valutagebied

13 Homogene Preferenties

Als het gaat om homogene preferenties moet als eerste worden aangestipt dat er al erg veel is bereikt in Europa. Een gemeenschappelijke markt met een gemeenschappelijke munt en een Centrale Bank die het monetaire beleid uitvoert. En daarbij een Europees wetgevend orgaan met het Europese Parlement, de Commissie en de Raad.

Ook het VK dat zoals blijkt uit hoofdstuk 2 in het verleden nogal huiverig was met Europese ontwikkelingen neemt deel aan deze zaken, behalve dan dat het land geen lid is van Eurozone. Het VK heeft dus al erg veel soevereiniteit afgestaan. In dat opzicht wordt aan de eis voldaan. Echter preferenties met betrekking tot het gebruik van macroeconomisch beleid zijn op het moment niet erg homogeen in Europa. Een land als het VK bijvoorbeeld hecht belang aan lage staatsschulden, maar een land als Griekenland vindt dit minder belangrijk (Baldwin and Wyplosz, 2004, 347-349). Daarnaast is de laatste jaren de geloofwaardigheid van het SGP in het geding gekomen met de overtredingen van de 3%-eis door Frankrijk, Duitsland en Nederland zonder dat deze landen een sanctie kregen. Ook om die reden is Britse duurzame convergentie belangrijk. Met voldoende duurzame convergentie is het monetaire beleid van de ECB niet tegen het belang van het VK en zal het VK het SGP niet snel overtreden. Dit geldt natuurlijk ook voor de overige Eurozone-landen.

Verder toont het schrijven van de Europese Grondwet aan dat de EU-lidstaten wel de wil hebben om samen tot een oplossing te komen bij belangrijke Europese vraagstukken. Echter doordat Nederland en Frankrijk referenda hielden en de bevolking van deze twee landen tegen de Grondwet stemde werd deze niet ingevoerd. Maar recentelijk hebben de Europese lidstaten de Grondwet weer op de agenda gezet (Europese Grondwet, 2007).

Overigens is de Eurozone-bevolking sceptisch als het gaat om Europa. Meer dan 50% van de burgers in de grote Eurozone-lidstaten Duitsland, Frankrijk, Spanje en Italië heeft liever de eigen munt. Zij menen dat de Euro hun nationale economieën schade berokkent. Verder claimen zij dat arbeidsmigratie ervoor zorgt dat lonen omlaag gaan. Wel denken ze dat de Euro een positief effect heeft op de economie van de Eurozone in het algemeen (Financial

Times, 2007). Ook de Britse bevolking heeft een sceptische houding ten opzichte van Europa. De BBC (2007) heeft een enquête uitgevoerd in onder andere het VK. Van de ondervraagde Britten zegt 52% dat het economisch slechter is geworden na toetreding tot de EU. Daarbij zijn Britten zeer negatief over de Europese Grondwet vergeleken met Frankrijk, Spanje, Italië en Duitsland (BBC, 2007b). Dit negativisme geldt ook voor de Euro. In 2002 was in een enquête 52% van de Britten tegen de Euro, 31% voor en 17% wist het niet (European Opinion Research Group, 2002, 26).

Verder zijn Britse bedrijven verdeeld over de Eurozone. Ipsos Mori (2001) heeft een onderzoek gedaan onder ontwerp- fabricage- en technische bedrijven. Deze bedrijven zijn angstig voor Britse toetreding tot de Eurozone. Zij verwachten dat de Europese Commissie veel macht zal krijgen en de wetten omtrent belastingheffing en sociaal beleid aanpast in hun nadeel. Wel zien de bedrijven de Eurozone als een sleutel tot toekomstige groei.

Kortom, er is veel bereikt in Europa, dus in die zin wordt er voldaan aan de eis. Echter de geloofwaardigheid van Europa is de laatste jaren in het geding gekomen met de overtreding van het SGP door grote lidstaten zonder dat sancties volgden en de verwerping van de Europese Grondwet. Ook is de Britse bevolking negatief over Europa en zijn de Eurozone-bevolking en veel Britse bedrijven verdeeld. Daarom kan niet geconcludeerd worden dat voldaan is aan de eis.

Conclusie

Tabel 4 vat hoofdstuk 5 samen. Weergegeven is per optimale valutagebied-eis of eraan voldaan is. Het VK is op grond van de theorie van het optimale valutagebied klaar om de Euro te introduceren, want de Britse economie kent een hoge mate van flexibiliteit. Immers aan de eisen omtrent arbeidsmarkten, prijzen, financiële markten en handelsdiversificatie wordt voldaan. Daarbij zou flexibiliteit nog kunnen toenemen, aangezien het begrotingsbeleid op korte termijn vaker kan worden ingezet en er ruimte is voor een systeem van fiscale transfers. Ook zijn verbeteringen in arbeidsmobiliteit mogelijk. De flexibiliteit van de Britse economie maakt het mogelijk om asymmetrische economische schokken en SSAU's te verwerken en de instabiliteit die met deze schokken gepaard gaat zo kort mogelijk te laten duren.

Verder is er een grote mate van structurele en conjuncturele convergentie. Maar als het gaat om structurele convergentie wordt aan de eis aangaande financiële marktstructuren gedeeltelijk voldaan. Het verschil in gevoeligheid voor obligatieschokken voor het VK en de Eurozone is groter geworden. Maar financiële markten zijn de laatste jaren meer geïntegreerd geraakt en flexibeler geworden, iets dat ook de komende jaren zal gebeuren, onder andere door het FSAP. Zodoende zal het bovengenoemde weinig problemen geven.

Als het gaat om conjuncturele convergentie wordt voldaan aan de convergentiecriteria en eveneens aan de eis met betrekking tot gelijke prijsniveaus. Wel zijn verschillen in staatsschulden voor het VK en de Eurozone vrij groot. Maar de (lichte) conjuncturele divergentie en instabiliteit die kan ontstaan door een gebrek aan convergentie kan goed worden opgelost gezien de flexibiliteit van de Britse economie. Daarbij komt dat conjuncturele correlatie de laatste jaren is toegenomen, iets dat bijdraagt aan conjuncturele convergentie. Het VK kent dus een goede mate van convergentie. Zodoende zullen economische schokken relatief symmetrisch zijn als het VK is toegetreden tot de Eurozone en wordt veel instabiliteit als gevolg van SSAU's en asymmetrische schokken voorkomen.

Op grond van het bovenstaande mag worden aangenomen dat de Britse economie een hoge mate van duurzame convergentie kent. Hierdoor zullen de nadelen van toetreding tot de Eurozone gering zijn en kunnen de voordelen sterk worden uitgebuit. De nadelen worden sowieso overdreven. Aangezien de Britse economie een hoge mate van convergentie kent en

flexibel is, is het verlies van instrumenten om de economie mee te sturen geen probleem. Daarbij is het monetaire beleid van de ECB in het belang van het VK als schokken symmetrisch zijn. Ook wordt de positie van the City waarschijnlijk juist sterker in plaats van zwakker met de Euro.

De voordelen kunnen sterk worden uitgebuit omdat duurzame convergentie economische stabiliteit met zich meebrengt. De volatiliteit in prijzen en BBP zal kortstondig en gering zijn. Dit zorgt ervoor dat er een hoge mate van concurrentie ontstaat. Immers, bedrijven en consumenten zijn bij economische stabiliteit eerder geneigd om over de grenzen te kijken. Daarbij zullen ze meer investeren en zal het VK aantrekkelijker zijn voor (buitenlandse) beleggers, waardoor er meer gelden vrijkomen ter financiering van investeringen. De hoge mate van concurrentie leidt tot efficiëntere productieprocessen, spoort aan tot innovatie en zorgt zo voor economische groei en welvaart.

Al met al heeft het VK zeer veel baat bij toetreding tot de Eurozone en zijn de condities om deze baten ten maximale te realiseren zeer gunstig. Het land doet er verstandig aan om op korte termijn toe te treden. Hoe langer er gewacht wordt, hoe meer de baten worden misgelopen. Ook wordt het voor het VK steeds moeilijker om de concurrentie met de Eurozone aan te gaan bij toetreding aangezien er zonder toetreding geringe prikkels zijn om te innoveren en te investeren.

Verder is het in de nabije toekomst van belang dat zal worden voldaan aan de eis met betrekking tot homogene preferenties. Nationale regeringen zijn het erover eens dat Europa zich moet blijven ontwikkelen, echter bedrijven en de Europese bevolking moeten hier ook achter staan. Zoniet, dan wordt het Europese proces vertraagd. De Europese bevolking en bedrijven moeten daarom beter worden geïnformeerd en ook meer inspraak krijgen als het gaat om Europese afspraken.

| Eis nummer | Beschrijving Eis | Voldaan? |
|-----------------------------------|-------------------------------|----------------------|
| Convergentie | | |
| <i>Structurele convergentie</i> | | |
| 1 | De structuur van het BBP | voldaan |
| 2 | Financiële marktstructuren | gedeeltelijk voldaan |
| 3 | Huizenmarkt | voldaan |
| 4 | Handelspatronen | voldaan |
| <i>Conjuncturele convergentie</i> | | |
| 5 | Convergentiecriteria | voldaan |
| 6 | Gelijke prijsniveaus | voldaan |
| Flexibiliteit | | |
| 7 | Arbeidsmarktflexibiliteit | voldaan |
| 8 | Prijsflexibiliteit | voldaan |
| 9 | Transfers | niet voldaan |
| 10 | Begrotingsbeleid | (nog) niet voldaan |
| 11 | Financiële marktflexibiliteit | voldaan |
| 12 | Handelsdiversificatie | voldaan |
| Kracht valutagebied | | |
| 13 | Homogene preferenties | niet voldaan |

Tabel 4, samenvatting hoofdstuk 5

Bibliografie

- Allen, F., and Song, W. (2005). Financial integration and EMU. *European Financial Management*, Vol. 11, No. 1, 2005, 7-24
- Ardy, B., Begg, I., and Hodson, D., (2002), The UK and the Euro: An Evaluation of the Five Economic Tests.
Homepage: www.lsbu.ac.uk/euroinst/documents/fivetests.pdf, 24-02-2007
- Baele, L., Ferrando, A., Hördahl, P., Krylova, E., and Monnet, C. (2004).
Financial integration in the Euro Area. ECB, occasional paper series no.14/april 2004
Homepage: <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp14.pdf>, 11-03-2004
- Baldwin, R., and Wyplosz, C. (2004). Optimum currency areas. In: Baldwin, R., and Wyplosz, C. (eds.), *The economics of European Integration*, (340-353). McGraw-Hill
- BBC (2003a). Should Britain join the euro?
Homepage: http://news.bbc.co.uk/2/hi/talking_point/2968540.stm, 06-10-2006
- BBC (2003b). This soap opera will run and run.
Homepage: http://news.bbc.co.uk/1/hi/uk_politics/2977500.stm, 09-10-2006
- BBC (2007a). New homebuyers choose fixed rates.
Homepage: <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/6444885.stm>, 17-03-2007
- BBC (2007b). Poll shows strong Euroscepticism.
Homepage: <http://news.bbc.co.uk/2/hi/europe/6466887.stm>, 17-05-2007
- BBC (2007c). Britain's 'key role' in euro.
Homepage:
http://news.bbc.co.uk/2/hi/events/the_launch_of_emu/euro_latest/248039.stm, 24-06-2007
- Benalal N., Díaz del Hoyo, J.L., Pierluigi, B., and Vidalis, N. (2006). *Output Growth Differentials Across the Euro-zone Countries. Some Stylised Facts*. ECB Working Paper No. 45, May 2006
- Böwer, U., and Guillemineau, C. (2006). *Determinants of Business Cycle Synchronisation across Euro-zone Countries*. ECB Working Paper No 587, February 2006
- Cabral, A.J. (2001). Main aspects of the working of the SGP. In: Brunila, A., Buti, M., and Franco. D. (eds.), *The Stability and Growth Pact* (139-157). Basingstoke: Palgrave
- CIA (2007). Homepage: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/uk.html>, 21-06-2007
- CIC (2007). Homepage: http://pwt.econ.upenn.edu/php_site/pwt61_form.php, 15-05-2007
- Council of mortgage lenders (2007). Variable rate lending - house purchases and remortgages.
Homepage: <http://www.cml.org.uk/cml/filegrab/ML5.xls?ref=4627>, 19-03-2007

- Deutsche Bank (2006). Business cycle synchronisation in the euro area.
Homepage: http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PROD000000000203221.PDF, 05-03-2007
- ECB, (2007). Pound sterling.
Homepage: <http://www.ecb.int/stats/exchange/eurofxref/html/eurofxref-graph-gbp.en.html>, 05-02-2007
- El-Agraa, A. (2004). *The European Union, Economics & Policies*. Harlow (UK): Prentice Hall, Seventh Edition.
- Enschede (2006). Wat is een economische structuur?
<<http://cms3.enschede.nl/ariadne/loader.php/root/extern/subwebs/stedelijkhart/vragen/>
> Homepage: <http://cms3.enschede.nl/gemeente/stedelijkhart/vragen>, 16-01-2007
- EuroLocal (2006). The European Monetary Union, Phases of EMU.
Homepage: <http://www.dip-badajoz.es/eurolocal/entxt/emu/fases.htm>, 11-11-2006
- European Commission (2007). FSAP Evaluation, Part I: Process and implementation.
Homepage:
http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/051028_fsap_evaluation_part_i_en.pdf, 13-03-2007
- European Opinion Research Group (2002). EUROBAROMETER “STANDARD REPORT” EB 57.1 - National Report - United Kingdom
Homepage: http://ec.europa.eu/public_opinion/archives/eb/eb57/eb57_uk.pdf, 18-05-2007
- Europees Parlement (2006). Benoemingsprocedure: Benoeming van de directieleden van de Europese Centrale Bank.
Homepage:<http://www.europarl.europa.eu/parliament/expert/staticDisplay.do;jsessionid=F5E073308D3085A7403F1C805672282E.node2?id=55&pageRank=12&language=NL>, 19-12-2006
- Europese Grondwet (2007). EU-top zet grondwet weer op de agenda.
Homepage: <http://www.europese-grondwet.nl/n/plan-b/eu-top-zet-grondwet-weer-op-d.html>, 20-02-2007
- Eurostat (2007a).
Homepage: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>, 24-01-2007
- Eurostat (2007b). Comparative price levels and price convergence, Eurostat Metadata in SDDS format: Base Page. (te vinden onder "for more information")
Homepage:
http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page?_pageid=1996,39140985&_dad=portal&_schema=PORTAL&screen=detailref&language=en&product=Yearlies_new_economy&root=Yearlies_new_economy/B/B2/B21/er011
- Fatás, A. (1998). Does EMU need a fiscal federation? *Economic Policy*, 26, April 1998, pp. 165-203.

- Financial Times (2007). Europeans still take a dim view of the euro
Homepage: <http://www.ft.com/cms/s/0dc53342-af08-11db-a446-0000779e2340.html>,
17-05-2007
- Frankel, J.A., and Rose, A.K. (1998). The Endogeneity of the Optimum Currency Area
Criteria. *The Economic Journal*, Vol. 108 (July 1998)
- HM Treasury (2003a). UK Membership of the single currency: An assessment of the five
economic tests.
Homepage: http://news.bbc.co.uk/2/hi/uk_news/politics/2423783.stm, 06-10-2006
- HM Treasury (2003b). The five tests framework.
Homepage: <http://news.bbc.co.uk/1/shared/spl/hi/europe/03/euro/pdf/1.pdf>,
10-10-2007
- HM Treasury (2003c). Modelling shocks and adjustment mechanisms in EMU.
Homepage: news.bbc.co.uk/1/shared/spl/hi/europe/03/euro/pdf/7.pdf, 21-01-2007
- HM Treasury (2003d). EMU and the monetary transmission mechanism.
Homepage: www.hm-treasury.gov.uk/media/EB1/A1/adhamp03_exec_92.pdf,
21-01-2007
- HM Treasury (2003e). EMU and labour market flexibility.
Homepage: http://www.hm-treasury.gov.uk/media/4C1/1E/adwor03_exec_100.pdf,
22-02-2007
- HM Treasury (2003f). Housing, consumption and EMU.
Homepage: <http://news.bbc.co.uk/1/shared/spl/hi/europe/03/euro/pdf/4.pdf>,
19-03-2007
- HM Treasury (2006). Convergence Programme for the United Kingdom, Submitted in line
with the Stability and Growth Pact, December 2006.
Homepage: http://www.hm-treasury.gov.uk/media/860/60/uk_convergenceprogramme2006.pdf, 31-03-2007
- HM Treasury (2007). Government deficit and debt under the Maastricht Treaty.
Homepage: <http://www.hm-treasury.gov.uk/media/A21/1B/maastricht300307.pdf>,
08-05-2007
- IMF (2002). World Economic Outlook, April 2002.
Homepage: <http://www.imf.org/Pubs/FT/weo/2002/01/index.htm>, 24-03-2007
- Ipsos Mori (2001). Manufacturing Remains Unconvinced Of Case For Euro According To
EEF Survey. Homepage: <http://www.ipsos-mori.com/polls/2001/eef.shtml>, 17-05-
2007
- Jager, H. (2005). Highlighting the theory of the optimum correny area. *University of
Amsterdam, mimeo*

- KBC, (2006). BBP-kloof.
 Homepage: <https://www.kbcam.be/IPA/D9e01/~N/~KBCAM/~BZIUS5A/-BZIUS49/~-BZIWKNE#bbp-kloof>, 17-12-2006
- Kontolemis, Z., and Samiei, H. (2000). The UK business cycle, monetary policy and EMU entry. *IMF Working papers*, Working Paper/00/210.
- Krugman, P. (1993). *Lessons of Massachusetts for EMU*, in (eds.) Torres F., and Giavazzi, F.: Adjustment and Growth in the European Monetary Union, Cambridge University Press
- Krugman, P.R., and Obstfeld, M. (2003). *International Economics: Theory and Policy*. Addison Wesley, Sixth edition.
- Lane, P.R. (2006a). Global bond holdings and the Euro. *International Journal of Central Banking*, forthcoming.
- Lane, P.R. (2006b), The real effects of EMU, IIS Discussion Paper 115.
- Lane, P.R., and Milesi-Ferretti, G.M. (2005). Financial globalization and exchange rates, International Monetary Fund Working Paper 05/03.
- Lane, P. R., and Wälti, S. (2006). The Euro and financial integration. IIS Discussion Paper No. 139,
 Homepage: <http://www.tcd.ie/iis/documents/discussion/pdfs/iisd139.pdf>, 10-03-2007
- Layard, R., Buiters, W., Huhne, C., Hutton, W., Kenen, P., and Turner, A. (2002). Why should Britain join the euro?
 Homepage: cep.lse.ac.uk/layard/RL334D.pdf, 24-11-2006
- Massman, M., and Mitchell, J. (2002). Have UK and Eurozone business cycles become more correlated? *National Institute Economic Review* 2002; 182; 58
- Nickell, S. (2006). The UK current account deficit and all that.
 Homepage: www.nuffield.ox.ac.uk/users/nickell/papers/TheUKCurrentAccountDeficitandAllThat.pdf, 22-12-2006
- OECD (2005). Recent house price developments: the role of fundamentals.
 Homepage: <http://www.oecd.org/dataoecd/41/56/35756053.pdf>, 19-03-2007
- Office of Public Sector Information (2006). Bank of England Act 1998.
 Homepage: <http://www.opsi.gov.uk/ACTS/acts1998/80011--b.htm#13>, 19-12-2006
- PricewaterhouseCoopers (2006). Managing mobility matters 2006.
 Homepage: [http://www.pwc.com/Extweb/pwcpublications.nsf/docid/5CF66D8DAC8C7640852572350083A659/\\$file/managing-mobility-matters-2006.pdf](http://www.pwc.com/Extweb/pwcpublications.nsf/docid/5CF66D8DAC8C7640852572350083A659/$file/managing-mobility-matters-2006.pdf), 21-02-2007

- Suardi, M. (2001). EMU and asymmetries in monetary policy transmission. Directorate General for Economic and Financial Affairs, Number 157, July 2001
- Swank, J., Varkevisser, M., Dalen, H. van, Geest, S. van der, en Kuijpers, B. (2003). Economische integratie in Europa, een inventariserende literatuurstudie. *Onderzoekcentrum voor Financiële Economisch Beleid (OCFEB), Erasmus Universiteit Rotterdam*, Augustus 2003
- Tavlas, G.S. (1993). The 'new' theory of optimum currency areas. *World Economy*, Vol. 16, pp. 663-685
- West Chester University (2006). Background to How to Recover the Holy Land. Homepage: <http://courses.wcupa.edu/jones/his101/web/26holyla.htm>, 06-10-2006
- Wikipedia (2007a). Optie. Homepage: <http://nl.wikipedia.org/wiki/Optie#Handel>, 23-06-2007
- Wikipedia (2007b). Market capitalization. Homepage: http://en.wikipedia.org/wiki/Market_capitalization, 24-03-2007
- Wikipedia (2007c). European Exchange Rate Mechanism. Homepage: http://en.wikipedia.org/wiki/European_Exchange_Rate_Mechanism#Current_status_of_the_ERM_II, 08-05-2007
- World Bank (2007), Financiële marktstructuren Homepage: http://siteresources.worldbank.org/INTRES/Resources/FinStructure_60_05_final.xls, 24-03-2007
- World Trade Organization (2005). Trade Profiles. <http://stat.wto.org/CountryProfile/WSDBCountryPFHome.aspx?Language=E>, 17-03-2007