



## De EMU: het hoe en waarom

**Auteur(s):**

Bovenberg, A.L.  
Jong, A. de

*De auteurs zijn werkzaam op het Centraal Planbureau. Ze danken diverse collega's voor commentaar. Een uitgebreidere versie van deze bijdrage is te vinden in hoofdstuk VI.3 van het Centraal Economisch Plan 1996.*

**Verschenen in:**

ESB, 81e jaargang, nr. 4057, pagina 420, 8 mei 1996

**Rubriek:****Trefwoord(en):**

eu, emu

*Deze bijdrage concentreert zich op een aantal vragen rondom de Economische en Monetaire Unie (EMU). Het betreft hier het nut van de EMU, de achtergrond van de convergentie-criteria en de instituties van de EMU, de relatie tussen de EU-landen die deelnemen aan de EMU en de EU-landen die (nog) niet participeren, en de sociale gevolgen. De baten van de EMU*

### De baten van de EMU

**Het belangrijkste argument voor de EMU is dat een stabiel monetair en budgettair beleid de interne markt sterker verankert en beter doet functioneren. De EMU elimineert namelijk de onzekerheid en politieke spanningen die voortspruiten uit valuta-onrust binnen de interne markt.**

Valuta-onrust heeft belangrijke politiek-economische consequenties waardoor het politieke draagvlak voor de interne markt en een stabiel financieel-economisch beleid wordt ondermijnd. Het wantrouwen van de financiële markten jegens zwakke valuta's kan zichzelf bevestigen als de grote renteverhogingen die nodig zijn om depreciaties te voorkomen, druk zetten op de begroting, de werkgelegenheid, en de financiële sector in de betreffende landen. Forse depreciaties worden dan onvermijdelijk. Dit voedt het wantrouwen van de EU-partners dat de landen met de depreciërende valuta's hun monetaire beleid misbruiken als instrument voor handelspolitiek. Zo dreigt het draagvlak af te brokkelen, niet alleen voor een gedisciplineerd beleid in de landen met zwakke munten, maar ook voor de interne markt in de landen met sterke munten.

In geïntegreerde kapitaalmarkten met flexibele wisselkoersen creëren financiële schokken en uiteenlopend monetair beleid zo de nodige onzekerheid, zeker als de politieke consequenties in de beschouwing worden betrokken. Door deze bron van onzekerheid uit te schakelen draagt de EMU bij aan lagere risicopremies op de rente, een beter investeringsklimaat, lagere transactiekosten, en een versterking van de interne markt.

### De kosten van de EMU

De kosten van de EMU bestaan uit eenmalige en permanente kosten. De eenmalige kosten betreffen allereerst de fysieke kosten van de omschakeling naar een nieuwe munt. De verandering in de institutionele omgeving brengt ook meer indirecte kosten met zich mee. Zo zullen de verschillende actoren zich moeten instellen op nieuwe spelregels. Verder bestaat er de nodige onzekerheid over hoe deze spelregels in de praktijk zullen functioneren en hoe de verschillende institutionele verhoudingen vorm zullen krijgen. Zo dient de Europese Centrale Bank (ECB) in de beginfase van de EMU een reputatie op te bouwen voor een gedisciplineerd monetair beleid.

De belangrijkste permanente kosten van de EMU bestaan uit het opgeven van de optie om de wisselkoers aan te passen. Hoe hoog deze kosten zijn hangt af van twee elementen. In de eerste plaats de frequentie en omvang van land-specifieke schokken in de reële sfeer die een aanpassing van de reële wisselkoers noodzakelijk maken, de zogenaamde asymmetrische reële schokken. In de tweede plaats de effectiviteit van de nominale wisselkoers als instrument om de gewenste reële wisselkoers tot stand te brengen.

Wat betreft het eerste element is van belang dat veel schokken veeleer specifiek zijn voor een bepaalde industrie of regio dan voor een bepaald land. Empirisch onderzoek heeft uitgewezen dat de Europese economieën vrij sterk gediversificeerd zijn, zeker ook in verhouding tot de Amerikaanse economie. In de uitgangssituatie is de kans op asymmetrische schokken daardoor geringer dan in de Verenigde Staten. Naarmate de economische integratie voortschrijdt zullen verder de conjunctuercycli in EMU-landen meer synchroon gaan lopen. Daartegenover staat dat economische integratie onder invloed van schaaleffecten tot meer specialisatie kan leiden, waardoor asymmetrische schokken omvangrijker en frequenter worden.

Hoe effectief de nominale wisselkoers is als instrument om de gewenste reële wisselkoers te bereiken, hangt af van het functioneren van zowel de arbeidsmarkt als de financiële markten. De wisselkoers is een instrument om de concurrentiepositie en de reële lonen te veranderen zonder de nominale lonen te hoeven aanpassen. Indien dit instrument echter frequent wordt ingezet, zal het snel ineffectief worden; ondernemers en werknemers doorzien de effecten van nominale wisselkoersveranderingen en verdisconteren dit in nominale lonen en prijzen. Per saldo resulteert een depreciatie dan slechts in een hogere inflatie, zonder dat de concurrentiepositie verbetert. Naarmate een economie meer importeert zullen depreciaties, wegens hun effect op de invoerkosten, sneller doorwerken, waardoor het

wisselkoers-instrument eveneens aan kracht verliest. Een geheel ander argument dat het verlies van het wisselkoersinstrument relatieveert, is dat de interne markt en de EMU katalyserend kunnen werken op de flexibilisering van de arbeidsmarkt, met name wat betreft de loonvorming.

Ook het functioneren van de financiële markten is van belang bij de beoordeling van het nut van het instrument van de nominale wisselkoers. Wisselkoersen worden gevoeliger voor asymmetrische monetaire schokken naarmate het internationaal kapitaalverkeer vrijer is. Deze financiële schokken staan vaak los van de reële factoren die een aanpassing van de reële wisselkoers wenselijk maken, de zogenaamde fundamentals<sup>1</sup>. Dit geldt met name voor landen met een traditie van zwakke monetaire discipline die in het verleden regelmatig gebruik hebben gemaakt van de optie om te devalueren. De optie om de nominale wisselkoers neerwaarts aan te passen kent dan ook een hogere prijs naarmate het internationale kapitaalverkeer verder groeit. Deze prijs bestaat uit meer onzekerheid over reële wisselkoersen, minder transparante prijzen, en hogere reële rentes.

### Het saldo van kosten en baten

De kosten en baten van de EMU zijn niet gelijk verdeeld over de potentiële deelnemers. De landen met relatief weinig monetaire en budgettaire discipline hebben in principe het meeste te winnen bij de EMU. Duitsland lijkt het minst gebaat te zijn bij de EMU omdat het reeds profiteert van een geloofwaardig monetair beleid dat bovendien is afgestemd om de specifieke behoeften van Duitsland. Bovendien loopt Duitsland het risico dat de sterke D-mark opgeeft voor een zwakkere euro.

Deze overwegingen hebben Duitsland een sterke positie gegeven in de onderhandelingen over de EMU. Omgekeerd hebben de landen die in principe de hoogste netto baten kunnen verwachten een zwakke onderhandelingspositie. Via de onderhandelingen over de institutionele vormgeving van de EMU is de verdeling van de netto baten dan ook evenwichtiger geworden. De sterke onderhandelingspositie heeft Duitsland namelijk de gelegenheid geboden om de risico's die aan het EMU-project zijn verbonden zoveel mogelijk te reduceren. De resultaten van die onderhandelingen zullen nu worden besproken.

### Waarom convergentie-criteria?

Het Verdrag van Maastricht legt een aantal criteria vast waaraan landen moeten voldoen alvorens ze kunnen toetreden tot de EMU. Met name de criteria voor de overheidsfinanciën zijn ernstig bekritiseerd. Ze zouden volstrekt arbitrair en onvoldoende flexibel zijn waardoor ongewenste procyclische effecten optreden. Door de criteria dreigen bovendien juist die landen die veel kunnen winnen bij de EMU buitengesloten te worden.

De achtergrond van de convergentie-criteria is dat het zonder meer toelaten van landen met een zwakke traditie van monetaire en budgettaire discipline een ernstig risico inhoudt voor de landen met een sterke traditie op dit terrein. Het is namelijk onzeker of de landen met een zwakke traditie de vereiste discipline binnen de EMU willen en kunnen overnemen. De eis van convergentie reflecteert het wantrouwen (en ook de macht) van de EU-landen met een sterke discipline jegens mogelijke EMU-partners. Door te voldoen aan de convergentie-criteria demonstreren de EMU-kandidaten hun daadwerkelijke bereidheid te willen handelen naar de eisen van een stabiel beleid, zelfs als dit pijnlijke keuzen vereist. Alleen door deze signalen kan het vertrouwen groeien bij de landen van het D-mark blok en de financiële markten dat de euro net zo sterk en stabiel zal zijn als de D-mark. De waarde van het geld staat of valt uiteindelijk met vertrouwen. Dit vertrouwen wordt verdiend door convergentie.

Verder biedt de convergentie-periode de landen met een zwakke traditie van financiële stabiliteit de gelegenheid hun instituties aan te passen aan de discipline die de EMU vereist. De criteria voor de overheidsfinanciën zijn van belang omdat gezonde overheidsfinanciën het risico verminderen dat er binnen de EMU een ernstig conflict ontstaat over het wenselijke monetaire beleid. Een dergelijk conflict zou de geloofwaardigheid van de ECB sterk kunnen schaden, met name wanneer de ECB tijdens de beginfase van de EMU zijn reputatie nog moet opbouwen.

De vragen die overblijven betreffen het arbitraire, rigide en prohibitieve karakter van de convergentie-criteria. Het arbitraire karakter van de criteria kan zonder meer worden erkend, zowel kwalitatief als kwantitatief. De economische wetenschap beschikt nu eenmaal niet over een algemeen aanvaarde theorie over optimale schuld- en tekortquoten, en evenmin over theorieën over optimale rente- en inflatieverhoudingen. Voor het doel van de criteria: een signaal afgeven dat landen met de discipline van de EMU willen en kunnen leven, lijkt dit geen al te groot probleem.

Wel van belang is dat de convergentie-criteria niet te streng of te zwak zijn. Met te strenge regels *kunnen* landen met een zwakke monetaire traditie niet toetreden. Met te zwakke regels *willen* de monetair sterke landen niet toetreden, omdat de risico's van de EMU te veel bij deze landen worden gelegd. Bovendien ondergraven zwakke regels het vertrouwen van burgers en financiële markten in een stabiele euro. De afruil tussen beide risico's is de inzet geweest van het politieke onderhandelingsproces rond de EMU. De invulling van de criteria bij het opstellen van het verdrag van Maastricht leek deze risico's goed af te wegen. Per criterium voldeden er steeds acht a negen landen (zie [tabel 1](#)).

**Tabel 1. EMU convergentie-criteria 1991 en 1995**

	Prijs-index		Lange rente		Vorderingen		Schuldquote		EMS-participatie
	mutatie	in%	niveau	in%	saldo	in% bbp	in%	bbp	
	1991	1995	1991	1995	1991	1995	1991	1995	1995
België	3,2	1,5	9,3	7,7	-6,7	-4,5	130,3	134,4	↓ ja
Denemarken	2,4	2,2	9,3	8,5	-2,1	-2,0	64,6	73,6	↓ ja
Duitsland	3,6	1,9	8,5	7,0	-3,3	-2,9	41,5	58,8	ja
Griekenland	19,6	9,7	..	17,9	-11,4	-9,3	85,4	114,4	- neen
Spanje	5,9	4,8	12,4	11,5	-4,9	-5,9	45,8	64,8	ja
Frankrijk	3,2	1,7	9,0	7,7	-2,2	-5,0	35,8	51,5	ja

Ierland	3,2	2,6	9,2	8,4	-2,2	-2,7	96,7	85,9	↓	ja
Italië	6,4	5,2	13,3	12,4	-10,2	-7,4	101,3	124,9		neen
Luxemburg	3,1	2,1	8,2	6,1	1,9	0,4	4,1	6,3	-	ja
Nederland	3,1	2,1	8,7	7,1	-2,9	-3,1	78,8	78,4	↓	ja
Oostenrijk	3,3	2,4	8,6	7,3	-2,4	-5,5	58,7	68,0		ja
Portugal	11,4	4,3	17,2	11,7	-6,6	-5,4	70,2	70,5		ja
Finland	4,3	1,2	11,8	9,2	-1,5	-5,4	23,0	63,2		neen
Zweden	9,7	2,9	11,7	10,7	-1,1	-7,0	53,0	81,4		neen
VK	6,8	2,8	10,1	8,3	-2,6	-5,1	35,7	52,5		neen
Gemiddelde	5,3	3,0	10,6	9,0	-4,3	-4,7	56,0	71,0		
Ref. waarde	4,4	3,0	10,7	10,2	-3,0	-3,0	60,0	60,0		

Bron: EMI, 1995

De pijltjes geven aan of de schuldquote de afgelopen twee jaar is gedaald of gestegen.)

## De spelregels van de EMU

Het verdrag van Maastricht regelt op hoofdlijnen de verantwoordelijkheden van de diverse actoren in de EMU. De spelregels waaraan de autoriteiten zich dienen te houden zijn bedoeld om de relaties tussen de instituten in goede banen te leiden, conflicten te voorkomen, en de condities voor een stabiel monetair en budgettair beleid te scheppen. Centraal hierbij staat dat de ECB haar belangrijkste doelstelling, het nastreven van prijsstabiliteit, zo goed mogelijk kan waarmaken. Daarvoor zijn vier spelregels ontworpen. Allereerst krijgt de Bank een onafhankelijke positie. Verder sluit de 'no bailout'-regel uit dat staten die door budgettair 'wangedrag' in problemen komen door de Bank uit de brand worden geholpen. In de derde plaats is monetaire financiering van overheidstekorten verboden. Tenslotte dienen EMU-landen, evenals tijdens de convergentieperiode, buitensporige tekorten te voorkomen. Indien nationale staten zich niet aan deze laatste regel houden, kunnen door Ecofin uiteindelijk zelfs boetes worden opgelegd.

Deze regels hebben veel discussie uitgelokt. De discussie heeft zich vooral geconcentreerd op de vraag of additionele spelregels voor het budgettaire beleid binnen de EMU nodig zijn. Waarom is een verdrag waarin de centrale bank een onafhankelijk mandaat krijgt voor prijsstabiliteit, monetaire financiering verboden is, en een 'no bailout' clause bestaat, geen voldoende garantie voor monetaire stabiliteit?

De reden is dat ook na convergentie het wantrouwen jegens de landen met een zwakke discipline nog niet geheel is weggenomen. Hierbij gaat het met name om de vraag of deze landen zich houden aan de spelregels die voor de start van de EMU zijn afgesproken. Zo is het maar de vraag of de no bailout-clausule voldoende geloofwaardig is. Bij de twijfel over de afdwingbaarheid van de spelregels speelt een rol dat de relatieve onderhandelingspositie van het D-mark blok na inwerkingtreding van de EMU waarschijnlijk zwakker zal zijn dan daarvoor. Als de landen met een sterke discipline onvoldoende garanties krijgen dat spelregels in de EMU daadwerkelijk gehandhaafd kunnen worden, steekt het 'hold-up' probleem de kop op: de EMU komt niet van de grond alhoewel het project in principe netto baten genereert. De buitensporige-tekorten-regel verzacht dit probleem door de geloofwaardigheid van de spelregels verder te versterken.

De buitensporige-tekorten-regel heeft veel kritiek uitgelokt. Allereerst laat de regel nauwelijks ruimte om conjuncturele schokken op te vangen middels het laten werken van automatische stabilisatoren. Hierdoor kan de druk toenemen om conjuncturele tegenvallers op te vangen via expansief monetair beleid. Bovendien kan worden betwijfeld of binnen Ecofin het politieke draagvlak aanwezig is om een dergelijke rigide regel te handhaven als een EMU-partner door een conjuncturele terugslag de regel overtreedt.

Om aan deze bezwaren tegemoet te komen heeft de Duitse minister van Financiën voorgesteld om via een zogenaamd Stabiliteitspact de buitensporige-tekorten-regel zowel te flexibiliseren als te verscherpen. De flexibiliteit wordt vergroot door het vorderingentekort niet op elk moment maar gemiddeld over de cyclus op een bepaalde waarde te stabiliseren. Door de gemiddelde waarde beneden het criterium uit het verdrag van Maastricht van 3% bbp vast te stellen wordt de regel tegelijkertijd verscherpt. De Duitse regering denkt daarbij aan een gemiddeld tekort van 1% bbp. Ter verhoging van de transparantie van het budgettaire proces in de EMU-landen zou voorts overwogen kunnen worden de berekening van de budgettaire saldi en de beoordeling van de vermogensposities te delegeren aan een onafhankelijke instantie. Dergelijke afspraken zou Ecofin in een gentlemen's agreement kunnen vastleggen. Door hun overheidsfinanciën verder te consolideren, creëren de EMU-landen de ruimte om automatische stabilisatoren gedurende een conjuncturele neergang hun werk te laten doen. Verder zal de effectiviteit van de automatische stabilisatoren kunnen toenemen omdat het pact het vertrouwen versterkt dat een oplopend tekort in een recessie de openbare financiën niet duurzaam zal ontregelen (en terugkoppelingen op de rente en de onderlinge wisselkoersen ontbreken).

De flexibilisering van de buitensporige-tekorten-regel maakt het bovendien waarschijnlijker dat Ecofin bereid zal zijn de regels te handhaven. De handhaafbaarheid van deze regel kan verder worden verbeterd door een semi-automatische procedure voor sancties. Ook het Stabiliteitspact biedt echter geen waterdichte garantie dat de spelregels gehandhaafd kunnen worden. Opnieuw geldt dat het uiteindelijk om vertrouwen gaat: in elkaars instituties en in een gedeelde voorkeur voor monetaire en budgettaire stabiliteit. Zolang daarover nog twijfel bestaat, zijn er strakke centraal opgelegde regels nodig. Naarmate de EMU beter functioneert en het onderlinge vertrouwen groeit, zal de noodzaak van regels afnemen: deze zijn dan geïnternaliseerd. Voorlopig is het echter nog niet zover.

## De relatie tussen de 'ins' en de 'outs'

De EMU is één van de eerste voorbeelden van 'variabele geometrie' in de EU. Dit betekent dat sommige EU-landen, de zogenaamde *ins*, direct gaan deelnemen aan de EMU, terwijl andere EU-landen, de zogenaamde *outs*, niet mee mogen doen, omdat ze nog niet hebben voldaan aan de convergentiecriteria, danwel er bewust voor kiezen om niet te participeren. De vormgeving van de relatie tussen de ins en de outs is van groot belang om te voorkomen dat de EMU de tweedeling tussen landen met een zwakke en een sterke monetaire

discipline bevestigt en versterkt en daarmee de interne markt onder druk zet.

Hoeveel hulp moeten de ins hierbij bieden aan de outs? De eerste vorm van steun is uitzicht geven op toetreding tot de EMU. Volgens het Verdrag van Maastricht kunnen de outs toetreden wanneer ze aan de convergentiecriteria voldoen. De combinatie van de criteria en de magneetwerking van de EMU vormt een krachtige stimulans om de overheidsfinanciën op orde te brengen en tegelijkertijd een gedisciplineerd monetair beleid te voeren.

De ins zouden daarnaast ook verplichtingen op zich kunnen nemen om de valuta's van de outs te ondersteunen, in de vorm van bijvoorbeeld interventies of renteverlagingen. Zij moeten hierbij twee risico's afwegen. Teveel verplichtingen aangaan ten behoeve van de outs kan risico's opleveren voor de reputatie van de ECB en de doelstelling van interne prijsstabiliteit. Omgekeerd kan een houding waarbij de outs grotendeels aan hun lot worden overgelaten de interne markt onder druk zetten via 'selffulfilling' valuta-onrust. De centrale bankiers tillen vaak zwaarder aan het eerste risico. Sociale partners, die belang hebben bij de interne markt, zullen het tweede risico meer benadrukken, vooral als ze geloven dat de outs hulp van buiten nodig hebben om de overstap naar financiële discipline te kunnen maken. De afruil tussen beide risico's speelt een belangrijke rol bij de concrete voorstellen die nu op tafel liggen.

Een van die voorstellen is om een nieuw wisselkoers-arrangement overeen te komen, een ERM-II. Terwijl ERM-I zich kenmerkte door een symmetrische interventieverplichting, is het waarschijnlijk dat ERM-II door het grote gewicht van de euro veel minder symmetrisch zal zijn. Anders gezegd: de outs zullen zich moeten aanpassen aan de ins in plaats van andersom. Veranderende sentimenten in de financiële markten kunnen de outs dan ook tot forse aanpassingen in hun renteniveaus kunnen dwingen. De landen met de valuta die het meest gevoelig zijn voor deze sentimenten, en de landen die hun monetaire soevereiniteit wensen te beschermen, zullen dan ook de voorkeur geven aan vrij brede fluctuatiemarges, met als prijs mogelijke spanningen binnen de interne markt.

Een uniforme regeling voor de relatie tussen de ins en de outs ligt dus niet voor de hand. De ins zullen de risico's rondom interne en externe stabiliteit van de euro anders inschatten voor elke niet-EMU munt. Verder denken de outs verschillend over de afweging tussen een onafhankelijk monetair beleid en wisselkoersstabiliteit.

## **De sociale gevolgen van de EMU**

De sociale gevolgen van de EMU betreffen de gevolgen van de convergentie-programma's voor de sociale zekerheid en, via mogelijke negatieve vraageffecten, voor de werkgelegenheid. Regeringen van sommige lidstaten suggereren een verband tussen de EMU en de sociale zekerheid wanneer zij de EMU-criteria gebruiken om de bevolking te overtuigen van de noodzaak om de sociale zekerheid te hervormen. Ook zonder de EMU zouden hervormingen op dit terrein echter vroeg of laat noodzakelijk zijn geweest<sup>2</sup>. De convergentiecriteria hebben dan ook vooral een katalyserende rol waardoor de benodigde aanpassingen eerder plaatsvinden. Hierbij moet worden bedacht dat de convergentie-criteria de landen veel vrijheid laten over de manier waarop gezonde overheidsfinanciën tot stand worden gebracht.

Desondanks staan de nationale regeringen van de potentiële EMU-lidstaten voor een dubbele opgave: de ratio van de EMU verdedigen plus de zelfstandige ratio van de gekozen lastenverzwaringen en/of ombuigingen. De mate waarin dit lukt, kan als een belangrijke testcase voor de EMU worden gezien. Wanneer de Franse regering erin slaagt de Franse bevolking te overtuigen van de noodzaak van de hervormingen in de sociale zekerheid, dan geeft dit de EMU-partners, en met name Duitsland, het vertrouwen dat Frankrijk bereid is te leven met de discipline die een stabiel monetair en budgettair beleid nu eenmaal vereist.

Momenteel voeren de meeste EU-landen een restrictief budgettair beleid om aan de budgettaire EMU-criteria te voldoen. Hoe moeten de effecten van dit beleid op de effectieve vraag en de werkgelegenheid worden beoordeeld?

Recente ervaringen van Denemarken en Ierland geven aan dat budgettaire consolidatie niet noodzakelijkerwijs tot vraaguitval leidt. De negatieve vraageffecten werden daar gecompenseerd door positieve effecten op de consumptie en de investeringen, in samenhang met vertrouwenseffecten en een lagere risicopremie op de rente. Deze effecten gelden met name wanneer de budgettaire aanpassingen structureel zijn, zodat ze het vertrouwen geven dat de overheidsfinanciën op orde komen. Dit neemt niet weg dat er risico's zijn dat budgettaire consolidatie tot vraaguitval kan leiden, met name als een aantal EU-landen tegelijkertijd hun tekorten terugbrengt op een conjunctureel ongunstig moment. Het gaat hierbij om een moeilijke afweging tussen twee risico's. Te weinig consolidatie ondergraaft het vertrouwen in de EMU. Teveel consolidatie ondergraaft het broze vertrouwen in een conjuncturele opleving.

Zeker op langere termijn zal een effectief werkende EMU via een lagere rente, minder onzekerheid, en een beter functionerende interne markt, positieve effecten bewerkstelligen voor groei, inkomen en werkgelegenheid, waardoor de sociale dimensie van de Europese Unie positief wordt beïnvloed. Mogelijke negatieve effecten die via extra beleidsconcurrentie optreden, kunnen in principe via coördinatie op EU-niveau worden ondervangen. Het politieke draagvlak voor deze coördinatie zou kunnen toenemen als het EMU-project slaagt. Daarnaast kan de EMU consequenties hebben voor het functioneren van de arbeidsmarkten in de lidstaten. Zo zou het wegvallen van het wisselkoersinstrument direct (via meer marktwerking) dan wel indirect (via meer coördinatie) kunnen bijdragen aan een flexibeler arbeidsmarkt en zo tot reductie van de werkloosheid kunnen leiden.

De relatie tussen de EMU en de werkloosheidsproblematiek is overigens tweezijdig. Een slecht functionerende arbeidsmarkt kan, evenals onevenwichtige overheidsfinanciën, een risicofactor vormen voor een stabiel monetair beleid. Hoge werkloosheid kan er immers toe leiden dat de ECB onder druk komt om een expansief monetair beleid te voeren. Dit laat zien dat de EU-landen via de EMU meer belang krijgen bij het goed functioneren van elkaars instituties. Naast de buitensporige-tekorten-regel ook een criterium voor het functioneren van de arbeidsmarkt opstellen is echter problematisch. Er bestaat namelijk minder consensus over wat goed arbeidsmarktbeleid inhoudt dan over de definitie van gedisciplineerd budgettair beleid. Eenduidige en goed meetbare criteria zijn ook moeilijk vast te stellen omdat de verschillende preferenties en instituties per land een specifieke aanpak in ieder land vereisen. Dergelijke criteria dreigen bovendien in conflict te komen met het subsidiariteitsprincipe.

## **Evaluatie**

De EMU beoogt in een interne markt gekenmerkt door vrij kapitaalverkeer wisselkoers- en prijsstabiliteit met elkaar te verzoenen. Door

het elimineren van interne wisselkoers-fluctuaties die de interne markt onder druk zetten, versterkt de EMU de interne markt. Prijsstabiliteit veronderstelt een *effectief werkende* EMU; deze veronderstelling is echter niet vanzelfsprekend in het licht van de uiteenlopende tradities en opvattingen op monetair terrein in de EMU-lidstaten. De waarde van geld in het algemeen, en de interne en externe stabiliteit van de euro in het bijzonder, is uiteindelijk een kwestie van vertrouwen. Het gaat met name om het vertrouwen:

van de EMU-landen in elkaar als partners: dat men op dezelfde lijn zit wat betreft de wenselijkheid van een gedisciplineerd financieel-economisch beleid en dat de politieke en economische instituties in de verschillende landen de discipline die een EMU vereist aankunnen;

» van de EMU-landen in de handhaafbaarheid van de spelregels binnen de EMU zodat de EMU-instituties goed kunnen functioneren;

» van de financiële markten en de Europese burgers dat de euro een stabiele munt wordt;

» van de derogatie-landen en de financiële markten dat deze landen de aansluiting bij de EMU niet permanent zullen verliezen;

» van de Europese burger en het bedrijfsleven dat het EMU-project van belang is voor het waarborgen van groei en werkgelegenheid.

Het Verdrag van Maastricht beoogt het vertrouwen op te bouwen gedurende een periode van convergentie waarin landen door concrete maatregelen het vertrouwen in elkaar versterken alsmede het vertrouwen verdienen van de Europese burgers en de financiële markten. Na de convergentie zou de EMU met een aantal centraal afgesproken spelregels van start kunnen gaan. Deze regels zullen stringent moeten worden gehandhaafd zolang er nog onvoldoende vertrouwen bestaat in elkaars instituties en in een gedeelde voorkeur voor monetaire en budgettaire stabiliteit.

De opzet om via convergentie-criteria en spelregels het vertrouwen voor de EMU te winnen van de Europese burgers en de financiële markten is tot nu toe slechts in beperkte mate gelukt. Door de recente groeivertraging is bovendien het vertrouwen in de haalbaarheid van de EMU ondermijnd. Gelukkig is er de komende tijd nog gelegenheid om het vertrouwen verder te versterken, omdat belangrijke beslissingen over de relatie tussen de ins en de outs en het Stabiliteitspact nog moeten worden genomen. Voorts kan ook een geloofwaardige werkgelegenheidsstrategie van de EU-landen bijdragen aan het draagvlak voor de EMU.

Alle grote Europese projecten, zoals de creatie van de interne markt, zijn tot op zekere hoogte een sprong in het duister, waarbij het onvermijdelijk is dat onzekerheden blijven bestaan. De spelregels die in het Verdrag van Maastricht zijn vastgelegd, zijn belangrijk, maar verdragen bieden geen waterdichte garantie dat de EMU goed zal functioneren. Uiteindelijk hangt de kwaliteit en de aard van de Europese instituties af van de preferenties en inzichten van de Europese bevolking. Het is dan ook van groot belang dat de grote Europese projecten, zoals de interne markt, een gezamenlijk monetair beleid gericht op prijsstabiliteit, en de uitbreiding van de EU naar Midden-Europa, gedragen worden door de bevolkingen van de EU-landen. Op dit terrein ligt dus nog een belangrijke taak voor economen en politici

---

<sup>1</sup> Zie R.A. Meese, Currency fluctuations in the post-Bretton Woods era, *Journal of Economic Perspectives*, 1990, blz. 117-131; zie ook P. Bofinger, *Is Europe an Optimum Currency Area?*, CEPR Discussion Paper, nr. 915, Londen, 1994.

<sup>2</sup> Bijvoorbeeld, OECD, *Jobs Study*, Parijs, 1994.