

MONETAIR

# Hoog tijd om de monetaire unie te versterken

Het moment is daar om de monetaire unie te versterken via de lessen die in de crisis geleerd zijn. Een overzicht van de belangrijkste te nemen maatregelen.

**ANDRÉ  
KOLODZIEJAK**

*Econoom bij de  
Europese Commissie  
(EC)*

**GUUS  
MUIJZERS**

*Econoom bij de EC*

*De auteurs waren  
niet betrokken bij  
de totstandkoming  
van het witboek  
en de discussie-  
nota en schrijven op  
persoonlijke titel*

In de discussienota over de toekomst van Economische en Monetaire Unie (EMU) beschrijft de Europese Commissie (EC, 2017a) het succesverhaal van de EMU, met de euro als de valuta van 340 miljoen burgers, die bovendien de op een na belangrijkste valuta ter wereld is. Verder hebben maar liefst zestig landen en gebieden, met in totaal 175 miljoen inwoners, hun munt aan de euro gekoppeld. Toch is er volgens de Commissie geen ruimte voor zelfvoldaanheid of berusting: de crisis heeft immers aangetoond dat de huidige EMU in gebreke blijft, en tot op heden is alleen de 'M' van EMU voldoende uit de verf gekomen.

De Commissie stelt daarom dat het hoog tijd is om de EMU ingrijpend te hervormen en te versterken. De bereidheid daartoe lijkt momenteel nog beperkt, deels door de ideologische strijd tussen hen die meer solidariteit wensen en hen die meer zelfverantwoordelijkheid van de lidstaten eisen, maar ook door de recente verbetering in de algemene economische situatie.

Toch is nu het moment om te handelen, nu het *Witboek over de toekomst van Europa* (EC, 2017b) het belang van een sterke eurozone voor de toekomst van de Europese Unie (EU) weer eens onderstreept heeft en de *Verklaring van Rome* van 25 maart 2017 nogmaals de verplichting om de EMU te voltooien heeft vastgelegd

(EC, 2017c). We bespreken hier de mogelijke, door de Europese Commissie genoemde stappen, tot 2025, om de economische en monetaire unie te verdiepen en te voltooien, en hun economische motivatie hiervoor.

## HUIDIGE PROBLEMEN

De architectuur van de EMU is onder meer gebrekking gebleken omdat ze niet heeft kunnen voorkomen dat de moeizaam tot stand gebrachte convergentie tussen de economieën door de crisis weer deels teniet is gedaan, en omdat ze de economische schokken niet adequaat heeft kunnen opvangen.

Het bevorderen van convergentie is een belangrijke pijler van de EU. Artikel 121 lid 3 van het EU-Verdrag spreekt van de doelstelling om zich te verzekeren van zowel een nauwere coördinatie van het economisch beleid als een aanhoudende convergentie van de economische prestaties van de lidstaten. En de genoemde verklaring van Rome belooft tevens plechtig om te werken aan een Unie waarin de economieën convergeren.

Hernieuwde convergentie is nodig om alle burgers en bedrijven van de voordelen van de interne markt en de euro te laten profiteren. Andersom geldt ook dat divergentie leidt tot het ondermijnen van die interne markt en de euro, en uiteindelijk ook van de geloofwaardigheid en legitimiteit van het Europese integratieproces. Centrifugale krachten hebben bovendien een hoge politieke prijs.

De crisis heeft ook gezorgd voor een hoge werkloosheid en opgelopen schulden binnen zowel de publieke als de private sector. Doordat er schulden en tekorten afgebouwd moeten worden, blijven ook de consumptie en investeringen lange tijd onder druk staan. Dat



leidt weer tot lage groei- en inflatiecijfers, wat de schuldenafbouw opnieuw bemoeilijkt. Bij het Verdrag van Maastricht werd er, volgens de houdbaarheidsformule van Domar, nog uitgegaan van zestig procent overheidsschuld, drie procent overheidstekort, twee procent inflatie en drie procent reële groei (Domar, 1944; Kolodziejak en Muijzers, 1991). Inmiddels moeten we in de EU uitgaan van gemiddeld negentig procent overheidsschuld en drie procent nominale groei.

## De monetaire unie heeft divergentie niet voorkomen en economische schokken niet adequaat kunnen opvangen

Om de tekorten in de architectuur van de EMU te verhelpen, stelt de discussienota een reeks van maatregelen voor. We bespreken hier vier van de meest in het oog springende maatregelen: een Europese stabilisatiefunctie, Europese schuldtitels, een Europees Ministerie van Financiën, en een Europees Monetair Fonds.

### Europese stabilisatiefunctie

'Europese stabilisatiefunctie' is een containerbegrip voor een groep van instrumenten om de economische ontwikkeling te stabiliseren en EU-brede of land-specifieke economische schokken te dempen. Het idee van een Europees conjunctureel instrument is al oud (MacDougall, 1977) maar is door de economische crisis nieuw leven ingeblazen. Ontegenzeggelijk is er vanwege de crisis een algemene vraaguitval opgetreden die door een communautair conjunctureel instrument bestreden had kunnen worden. Hier gaat het echter niet om het opvangen van *symmetrische* schokken die alle landen treffen, maar om land-specifieke *asymmetrische* schokken. Daarbij wordt er gedacht aan een Europees stelsel voor investeringsbescherming (EIBS), waardoor bij een economische neergang de publieke investeringen gewoon doorgang kunnen vinden, en het voor ondernemingen en burgers gemakkelijker wordt om de crisis te boven te komen. Een tweede idee is een Europees herverzekeringstelsel voor werkloosheid. Claims op werkloosheidsuitkeringen reageren namelijk sterk op een economische neergang, terwijl de openbare

financiën dan juist onder druk staan om buitensporige tekorten te vermijden. In dat geval zorgt zo'n herverzekeringstelsel dan voor extra adem voor de nationale openbare financiën, en voor een snellere en sterkere transitie uit de crisis. Een derde optie is een zogenaamd *rainy day fund* (RDF) dat regelmatig middelen zou moeten vergaren en discretionair uitgeven om een grote schok op te kunnen vangen. Zo'n fonds zou ook moeten kunnen lenen om te vermijden dat het bij een grote schok al te snel uitgeput zou raken. Ten slotte is er nog de mogelijkheid van een herverdeling vanuit het EU-budget, maar de Commissie geeft daarbij zelf al aan dat dit misschien meer een doelstelling op langere termijn is.

### Europese schuldtitels

Ook de invoering van 'Europese schuldtitels' is een oud idee dat door de crisis nieuw leven is ingeblazen. Het oude idee is dat de EU eigen obligaties uitgeeft, waarvoor zij ook garant staat. In tijden van crisis kan er dan niet met de obligaties van landen in nood gespeculeerd worden, en komen de banken die veel van de problematische nationale staatsobligaties op de balans hebben staan ook niet in de problemen. Door zulke eurobonds houden landen steeds toegang tot de kapitaalmarkt, kunnen landen geherfinancierd worden en hoeft de begroting van de EU niet sluitend te zijn. Het voorstel in deze discussienota heeft een beperktere opzet, waarbij de schuld niet gecollectiviseerd wordt. Er komen – naar analogie van de Verenigde Staten – Europese veilige activa, hier in de vorm van door overheidsobligaties gedekte effecten voor de eurozone, ook wel synthetische eurobonds, Sovereign Bond-Backed Securities (SBBS) of European Safe Bonds (ESBies) genaamd. Deze activa, uitgedrukt in euro's en groot genoeg om de benchmark te worden voor de Europese financiële markten, zouden vele voordelen creëren voor de financiële markten en voor de Europese economie. Ze zouden ook helpen om de vermogenstitels van banken te diversifiëren, liquiditeit te vergroten, de transmissie van het monetaire beleid te verbeteren, en bijdragen aan een oplossing voor het probleem van de onderlinge verwevenheid van banken met hun 'thuisland'.

### Europees Ministerie van Financiën

De Commissie meent dat een thesaurie van de eurozone onder een Europese minister van Financiën nodig is omdat in de crisis gebleken is dat de financieel-economische taken van de EU over te veel instellingen verspreid zijn – waaronder het Europees stabiliteits-



mechanisme, dat geen communautaire instelling onderhevig aan EU-recht is. Het is tijd om de volgende taken te concentreren: de economische en budgettaire bewaking van de eurozone en haar leden (met hulp van de Europese Budgettaire Raad), de coördinatie van de uitgifte van Europese veilige activa, de macro-economische stabilisatiefunctie en het budget voor de eurozone, het Europees stabiliteitsmechanisme (of zijn opvolger, het Europees Monetair Fonds die op haar beurt weer de paraplu is van liquiditeitshulp aan de lidstaten) en het gemeenschappelijke waarborgfonds van de Bankunie. Als de economische, budgettaire en financiële integratie sterker wordt, kunnen ook de Europese budgettaire regels worden vereenvoudigd.

### Europees Monetair Fonds

De crisis heeft geleerd dat er behoefte is aan een Europees Monetair Fonds (EMF) dat ervaring heeft met landen in ernstige betalingsbalansproblemen, en dat bovendien autonoom kan opereren, los van andere internationale instellingen zoals het IMF (Kolodziejak, 2010). In een interne markt met de bijbehorende vaste wisselkoersen kunnen gemakkelijk betalingsbalansonevenwichtigheden

optreden. Binnen de relatief gesloten Europese economie is immers het tekort van het ene land per definitie het overschot van het andere land. Doordat betalingsbalansonevenwichtigheden kunnen worden opgevangen, neemt door een EMF de handel toe en wordt de interne markt versterkt.

### ECONOMISCHE WENSELIJKHEID

De economische wenselijkheid van de voorgestelde maatregelen kan vanuit drie invalshoeken worden bekeken. Volgens de theorie van het optimaal valutagebied (Mundell, 1961) moet een muntunie zoals de eurozone aan bepaalde voorwaarden voldoen om in stand te blijven. Landen in een muntunie kunnen immers niet meer devalueren om hun betalingsbalans in evenwicht te brengen en hun concurrentiepositie op peil te houden. In de plaats daarvan dienen in een muntunie de economieën eenzelfde cyclus door te maken, of moet er door een centrale herverdeling van middelen voor worden gezorgd dat land-specifieke of asymmetrische schokken worden opgevangen. Land-specifieke schokken kunnen ook worden opgevangen door een grote mate van arbeids- en kapitaalmobilititeit en door loonflexibiliteit. Vanuit dit perspectief is een Europees stabiliteitsfunct-



tie om asymmetrische schokken op te vangen evident in het belang van een sterke euro en een EMU, omdat de economische cyclus van de eurolanden nog niet gelijk loopt. Een Europees Ministerie van Financiën verbetert de kwaliteit van het macro-economisch toezicht, en geeft ook de gelegenheid zo nodig middelen te herverdelen tussen de lidstaten om zodoende landspecifieke schokken te dempen.

## De Verklaring van Rome van 25 maart 2017 belooft om te werken aan een Unie waarin de economieën convergeren

Een tweede invalshoek volgt uit het Fleming-Mundell-model (Boughton, 2002), het werkpaard van de internationale economische analyse, waarmee de uitkomsten van budgettair en monetair beleid in de EMU kunnen worden nagegaan bij vaste en flexibele wisselkoersen en wel of geen kapitaalmobiliteit. Volgens dit model is, bij kapitaalmobiliteit en een flexibele wisselkoers, het ruime monetaire beleid van de ECB effectief wat betreft het verhogen van de productie. Budgettair beleid ter bestrijding van een economische neergang is effectief, bij vaste wisselkoersen en kapitaalmobiliteit, wanneer een Europese thesaurie voor coördinatie van het nationaal budgettair beleid zorgt. De EMF en Europese veilige activa zijn wenselijk omdat daardoor de kapitaalmobiliteit kan toenemen.

Tot slot kan een eerlijke en effectieve interne markt die de handel vergroot, niet zonder een geheel voltwoide economische en monetaire unie (Molle, 2006). Het is voor een interne markt belangrijk dat kapitaal en arbeid mobiel zijn en handel niet belemmerd wordt door betalingsbalansonevenwichtigheden en vraaguitval. Vandaar dat een EMF belangrijk is voor een goede werking van de interne markt. Bij een interne markt horen ook vaste wisselkoersen, zoals artikel 107 van het EEG-Verdrag al vereiste, zodat concurrerende devaluaties en neerwaartse loonspiralen worden vermeden. Ook vanuit die optiek is een Europese stabilisatiefunctie goed, omdat deze toelaat dat landen zich specialiseren in bepaalde sectoren, waardoor ze kwetsbaarder worden voor asymmetrische schokken.

En Europese veilige activa zorgen ervoor dat banken zich meer over grenzen bewegen, hetgeen eveneens noodzakelijk is voor een goede werking van de interne markt.

### POLITIEKE FACTOREN

Uiteraard moeten we ook naar de haalbaarheid van voorgestelde maatregelen kijken. Die hangt af van de alternatieven die de diverse politieke actoren zien om reconvergentie en schokdemping te bereiken. Lidstaten die een snelle beëindiging van het opkopen van staatsobligaties bepleiten, zullen betogen dat in de eerste plaats structurele hervormingen – vooral van de arbeidsmarkt, en loonmatiging in de zuidelijke landen – nodig zijn. Zij gaan daarbij echter voorbij aan de volgorde van economische politiek in crisistijd volgens Tinbergen (1952, 1956): eerst stabilisatie, dan pas structurele hervormingen en ingrepen in de economische orde. Bovendien is loonmatigingsconcurrentie op de interne markt net zo misplaatst als concurrerende devaluatie. Ook zullen sommige lidstaten minder belang hechten aan asymmetrische schokken, maar die zorgen er juist voor dat zowel het draagvlak voor Europese integratie als de welvaart afneemt. Vanuit Europees perspectief is schokdemping niet zozeer een kwestie van solidariteit, als wel eerder een van welbegrepen eigenbelang.

Lidstaten dienen niet voorbij te gaan aan het feit dat het herstel van hun eigen economieën grotendeels te danken is aan de voor hen relatief gunstige eurokoers, het beleid van rentematiging van de ECB, en aan het feit dat in Europa momenteel meer de vraag dan het aanbod het overheersende probleem is. Loonmatiging in het noorden zorgt ervoor dat het voor de zuidelijke landen veel moeilijker is om hun concurrentiepositie te verbeteren, en dat leidt tot Europese vraaguitval en een te lage inflatie. Sinds de jaren zeventig is, door matiging van reële loonkosten per eenheid product, de winstquote in de EU praktisch verdubbeld en de arbeidsinkomensquote bijna gehalveerd, wat geleid heeft tot een overvloed aan kapitaal, beperking van de consumptie en hoge schulden voor zowel gezins- als overheidshuishoudingen. Een solide EMU-gebouw vereist daarom ook evenwichtige arbeidsverhoudingen op Europees niveau, in plaats van monopoliekapitalisme (Schouten, 2013; Piketty, 2013; EC 2017d), maar daarover rept de discussienota helaas niet.

Momenteel vindt op hoog niveau een ambitieus overleg plaats tussen Duitsland en Frankrijk over de versterking van de EMU, onder andere over een Europese

minister van Financiën (Ministerrat, 2017; Delcker, 2017), een Franse wens waarbij de Duitsers zich al schijnen te hebben neergelegd - al blijken de verschillende partijen daarmee inhoudelijk toch niet hetzelfde voor ogen te hebben (Schieritz, 2017). De noordelijke EU-lidstaten, waaronder Nederland, hebben steeds gepleit voor IMF-deelname aan reddingsoperaties en zullen daarom ook weinig voelen voor een EMF. Zoals de spanningen tussen de EU en het IMF in de Griekse landcrisis aantonen, ligt echter een Europees Monetair Fonds voor de hand.

### CONCLUSIE

De discussienota van de Europese Commissie stelt op basis van de crisiservaringen terecht dat de EMU binnen afzienbare tijd grote architectonische ingrepen nodig heeft. Deze ingrepen voldoen aan de vereisten die een optimaal valutagebied, effectiviteit van economisch beleid en een goed functionerende interne markt stellen. Het is in dat kader wel een gemis dat een flexibel loonbeleid, een grotere mobiliteit van arbeid en kapitaal en gemeenschappelijke eurobonds niet aan de orde komen. Desondanks lopen de genoemde architectonische ingrepen de kans geblokkeerd te worden. Echter, bij nadere beschouwing zijn de voorgestelde maatregelen – een Europese stabilisatiefunctie, Europese schuldtitels, een Europees Ministerie van Financiën en een Europees Monetair Fonds – het juiste antwoord op de lessen uit de crisis, en daarmee dus in het belang van *alle* EU-lidstaten. De belangrijkste bouwsteen van zowel de EMU als de gemeenschappelijke markt is een mondiaal geaccepteerde valuta (de euro) die door alle lidstaten gezamenlijk gedragen dient te worden. De Duitse economie, en zelfs die van alle de noordelijke lidstaten tezamen, is daarvoor te klein. Het is te hopen dat in de discussie over de voltooiing van de EMU, met name in de lopende Frans-Duitse besprekingen daarover, de crisislessen niet vergeten worden.

### LITERATUUR

- Boughton, J.M. (2002) *On the origins of the Fleming-Mundell Model*. IMF Working Paper, WP/02/107.
- Delcker, J. (2017) Germany and France join forces to boost eurozone. *Politico*, 22 mei 2017.
- Domar, E. (1944) The 'burden of debt' and the national income. *The American Economic Review*, 34(4), 798–827.
- EC (2017a) *Discussienota over de verdieping van de economische en monetaire unie*. COM(2017)291. Brussel: Europese Commissie.
- EC (2017b) *Witboek over de toekomst van Europa: beschouwingen en scenario's voor de EU-27 tegen 2025*. COM(2017)2025. Brussel: Europese Commissie.
- EC (2017c) *De Verklaring van Rome. Verklaring van de leiders van 27 lidstaten en van de Europese Raad, het Europees Parlement en de Europese Commissie*. Brussel: Europese Commissie.
- EC (2017d) *Discussienota over de sociale dimensie van Europa*, COM (2017) 206, Brussel: Europese Commissie.
- Kolodziejak, A.M.M. (2010) Europees Monetair Fonds goed nieuws voor Nederlanders. *ESB*, 95(4582), 219.
- Kolodziejak, A.M.M. en A.P.M. Muijzers (1991) *Het Verdrag van Maastricht*. *ESB*, 76(3837), 1209–1213.
- MacDougall (1977) *Report of the study group on the role of public finance in European integration*. Brussel: Europese Commissie. Rapport te vinden op [ec.europa.eu](http://ec.europa.eu).
- Ministerrat (2017) *Gemeinsame Erklärung zum Deutsch-Französischen Ministerrat*. 13 juli 2017. Verklaring te vinden op [www.bundesregierung.de](http://www.bundesregierung.de).
- Molle, W. (2006) *The economics of European integration: theory, practice, policy*. Abingdon: Routledge.
- Mundell, R. (1961) A theory of optimum currency areas. *The American Economic Review*, 51(4), 657–665.
- Piketty, T. (2013) *Le Capital au XXIe siècle*. Paris: Éditions du Seuil.
- Schieritz, M. (2017) Zuchtmeister oder Zahlmeister? Merkel, Macron, Juncker: Alle wollen einen europäischen Finanzminister – aber jeder versteht etwas anderes darunter. *Die Zeit*, 31 mei 2017.
- Schouten, D.B.J. (1980) *Macht en wanorde: een vergelijking van economische stelsels*. Leiden: Stenfert Kroese.
- Tinbergen, J. (1952) *On the theory of economic policy*. Amsterdam: North-Holland Publishing Company.

### In het kort

- ▶ De crisis heeft aangetoond dat de monetaire unie in gebreke blijft en verbetering behoeft.
- ▶ Het tijd is om de monetaire unie te verbeteren, ook al is het economische klimaat nog niet helemaal opgeklaard.
- ▶ Dit kan via een Europese stabilisatiefunctie, Europese schuldtitels en een Europees Ministerie van Financiën.