



Optimale valuta voor Mundell

Auteur(s):

Huizinga, H.P.

*Katholieke Universiteit Brabant. Met dank aan Ad van de Gevel voor commentaar.***Verschenen in:**

ESB, 84e jaargang, nr. 4227, pagina 800, 29 oktober 1999

Rubriek:

vakontw ikkeling

Trefwoord(en):

nobelprijs

De Nobelprijs economie gaat dit jaar naar Robert Mundell, de man van het Mundell-Fleming model en, vooral, van de optimale valutagebieden.

Dit jaar ontvangt Robert Mundell de Nobelprijs voor economie. Mundell (1932), een Canadees werkzaam aan Columbia University in New York, krijgt de prijs voor zijn analyse van monetair en budgettair beleid in open economieën, en zijn theorie van het optimale valutagebied¹. Zijn pionierswerk op het gebied van macro-economische stabilisering is wellicht invloedrijker geweest dan zijn essay over de wenselijkheid van een gemeenschappelijke munt getiteld 'A theory of optimal currency areas' uit 1961². Dit artikel won echter aan glans toen de EMU in zicht kwam. Met de geboorte van de euro heeft de geschiedenis Mundell gelijk gegeven, dat hij inderdaad een interessant onderwerp bij de hoorns had. De Nobelprijs is dan ook verdiend. Bovendien werd het na Paul Samuelson en James Meade weer tijd dat de prijs toegekend werd aan een internationaal econoom.

Mundell had het geluk of de wijsheid, dat enkele van zijn leerlingen uit zijn Chicago-tijd (1966-1971) later leidende figuren in de wetenschappelijke professie zijn geworden. Twee voorbeelden zijn Rudiger Dornbusch en Jacob Frenkel. Mundells studenten hebben zich bereid getoond hun leermeester te blijven promoten. Een reden hiervoor is dat hij, naar verluidt, ongewoon vrijgevig is met goede onderzoeksideeën.

Dit artikel bespreekt eerst Mundells werk op het gebied van macro-economische stabilisering. Vervolgens wordt een schets gegeven van zijn theorie van het optimale valutagebied en van de ontstaansgeschiedenis van dat essay. Europa is het belangrijkste toepassingsgebied van deze theorie, en Mundell heeft decennia lang deelgenomen aan de discussie rond de EMU. Dit artikel eindigt met een weergave van meer recente inzichten van Mundell op dit gebied.

Het Mundell-Fleming model

Het bekende IS-LM model, ontwikkeld door John Hicks, analyseert monetair en budgettair beleid in een gesloten economie. De productie in dit Keynesiaanse model is vraagbepaald, omdat de prijzen constant zijn en er onderbezetting is. In 1963 breidt Mundell het model uit naar een kleine, open economie: hier stijgt de vraag als de wisselkoers deprecieert en zorgt kapitaalmobiliteit voor gelijke binnen- en buitenlandse rentes³. De invloed van monetair en budgettair beleid op de totale vraag, zo blijkt, hangt cruciaal af van het vigerende wisselkoerssysteem.

Onder vaste wisselkoersen heeft monetair beleid geen invloed op de vraag, omdat het erop gericht is de wisselkoers constant te houden. Hogere overheidsuitgaven verhogen juist wel de totale vraag onder vaste wisselkoersen, omdat een budgettaire expansie per definitie niet teniet wordt gedaan door een appreciatie van de wisselkoers. Onder vaste wisselkoersen zijn monetair beleid en budgettair beleid dus respectievelijk niet en wel effectief. Deze situatie is precies omgekeerd onder zwevende wisselkoersen: dan is monetair beleid juist zeer effectief via het directe effect op de zwevende wisselkoers, terwijl een budgettaire expansie ineffectief is omdat deze wordt gevolgd door een appreciatie van de wisselkoers (in het standaardmodel van de kleine, open economie volgt volledige 'crowding out' ofwel verdringing van de verhoogde overheidsvraag door de gedrukte netto uitvoer). Deze zwart-wit beschrijving van de effectiviteit van monetair en budgettair beleid wordt genuanceerd, als uitgegaan wordt van minder dan volledige kapitaalmobiliteit of van grote in plaats van kleine landen. Mundells papers op dit gebied zijn gebundeld in zijn boek getiteld *International Economics*⁴.

Mundells analyse, bekend aan generaties van studenten onder de benaming Mundell-Fleming model, vertoont alle tekortkomingen van de vroege Keynesiaanse modellen, zoals gebrekkige microfunderingen van de prijsvorming en statische wisselkoersverwachtingen⁵. Kapitaalmobiliteit leidt tot gelijke binnen- en buitenlandse rentes vanwege de statische wisselkoersverwachting, maar dit is direct tegenstrijdig met de analyse van een zwevende wisselkoers zelf. De veronderstelling van volledige kapitaalmobiliteit was in de jaren zestig bovendien verre van correct, maar wat dat betreft heeft de realiteit het model deels ingehaald.

Rudiger Dornbusch en Pentti Kouri, leerlingen van Mundell, verbeterden de microfunderingen van de Mundell-Fleming modellen, met de introductie van dynamische prijsaanpassingen en rationele wisselkoersverwachtingen. Zo kan Dornbusch het idee van 'wisselkoers overshooting' formaliseren, dat al te vinden is in Mundells eigen werk⁶. Mundell zelf nam na de jaren zestig niet deel aan de zoektocht naar betere modelspecificaties. Hiermee plaatste hij zich buiten de mainstream, en zijn onwil op dit punt heeft de toekenning van de

Nobelprijs aan hem wellicht vertraagd. Zijn invloed op de latere internationale macro-economie is echter onbetwist.

Het optimale valutagebied

Mundell wordt met recht gezien als de vader van de theorie van het optimale valutagebied. Zijn klassieke paper hierover uit 1961 bracht al rap een stroom van vervolgstudies op gang. In de jaren tachtig was het optimale valutagebied als wetenschappelijk onderwerp echter zo goed als dood, maar na de tekening van het Verdrag van Maastricht in 1991 kwam een hernieuwde en brede stroom publicaties op gang. Ook na 1991 bestond er echter nog jaren onzekerheid over de ratificatie van het Verdrag door de afzonderlijke EU-lidstaten, en over het aantal EU-leden dat zich zou kwalificeren voor toetreding tot de EMU. Pas halverwege vorig jaar kwam hierover volledige duidelijkheid, maar voor de goede orde moest Mundell nog een extra jaartje op zijn Nobelprijs wachten.

Het artikel 'A theory of optimum currency areas' verscheen in 1961 tijdens de hoogtijdagen van het Bretton Woods systeem, dat landen verplichtte hun wisselkoers vis-à-vis de dollar constant te houden. In een dergelijk 'common currency area' is monetaire politiek, volgens Mundell, ondoeltreffend als instrument voor stabilisering. Een vraagverschuiving van, bijvoorbeeld, Duitsland naar Italië leidt dan tot inflatie in Italië of werkloosheid in Duitsland (of beide), tenzij er tussen Duitsland en Italië arbeidsmobiliteit bestaat (zodat arbeid van Duitsland naar Italië verhuist). Bij gebrek aan arbeidsmobiliteit zijn beide landen gebaat bij een eigen munt, zodat de munt van Italië kan appreciëren ter voorkoming van inflatie aldaar en werkloosheid in Duitsland. Mundell definieert een optimaal valutagebied dan ook aan de hand van interne factormobiliteit en externe factorimmobiliteit. Optimale valutagebieden komen, volgens Mundell, zelden overeen met naties, maar eerder met regio's binnen of over landsgrenzen.

Het aantal gewenste valuta's in de wereld wordt volgens Mundell gelimiteerd door het feit dat geld als rekeneenheid en ruilmiddel minder nuttig wordt als er meer valuta's gecreëerd worden. Enkel lettend op deze aspecten van geld komt hij tot de conclusie, dat de gehele wereld één enkel optimaal valutagebied is. Mundell citeert met instemming John Stuart Mill, die het barbaars noemt dat landen steevast hun onafhankelijkheid tot uitdrukking brengen door een eigen geldeenheid in te voeren. Een tweede limiterende factor aan het aantal valuta's is dat een valutagebied niet zo klein mag zijn, dat een enkele speculant (met uitzondering van de centrale bank) invloed heeft op de wisselkoers. Een derde probleem met kleine valutagebieden is, dat deze erg afhankelijk zullen zijn van de invoer. Bij veel invoer zullen werknemers alert zijn op het effect van een nominale wisselkoersaanpassing op de inflatie en dus het reële loon. Dit doet de 'geldillusie' teniet, die ervoor zorgt dat macro-economische stabilisatie middels monetaire politiek überhaupt mogelijk is.

Peter Kenen, Ronald McKinnon en anderen hebben aanvullende criteria toegevoegd aan het debat over optimale valutagebieden. Hoe eenzijdiger het productiepatroon, bijvoorbeeld, hoe zinvoller een eigen munt is om via de wisselkoers vraag- en aanbodschokken op te kunnen vangen. Hoe belangrijker monetaire schokken (bijvoorbeeld in de geldvraag), hoe nuttiger een gemeenschappelijke munt, omdat in dat geval (locale) monetaire schokken relatief weinig invloed hebben op de rente, het prijsniveau en dus de vraag. Verder van belang is of er een budgettair systeem in een muntunie bestaat dat de effecten van economische schokken op inkomens in deelgebieden deels kan compenseren middels interne overdrachten.

Hoe kwam Mundell er eigenlijk toe over het optimale valutagebied te gaan schrijven? Uit een recente paper vernemen we dat zijn artikel hierover een lange ontstaansgeschiedenis van vijf jaar had⁷. Vanaf midden jaren vijftig bracht Mundell één of enkele jaren door aan achtereenvolgens de London School of Economics, de Universiteit van Chicago en Stanford, en had daar discussies over de merites van vaste en zwevende wisselkoersen met onder andere James Meade, Milton Friedman, en Tibor Scitovsky. In het academisch jaar 1958-59 bood Mundell een overvol artikel aan de *Economic Journal* aan (met een dynamisch wisselkoersmodel, elementen van de Mundell-Fleming analyse, en een betoog over het optimale valutagebied), dat prompt door redacteur Roy Harrod werd afgewezen. Achteraf stelt Mundell, dat hij hiervoor Harrod dankbaar moet zijn. In de periode 1959-60 schaaftde Mundell verder aan zijn artikel over 'optimal currency areas', en stuurde hij het naar *Economica* om wederom een afwijzing te krijgen. Uiteindelijk stuurde hij het naar de *American Economic Review*, waar Bernard Haley, een "wonderful friend and great editor", het stuk enthousiast accepteerde in de vorm die we nu kennen.

Mundell en EMU

Mundell ziet het in 1961 als nauwelijks denkbaar, dat naties ooit hun nationale munten op zouden geven ten gunste van een gemeenschappelijke munt. Toch gaat hij in *Optimal currency areas* in op de mogelijkheid van een gemeenschappelijke munt voor de zes oorspronkelijke ondertekenaars van het Verdrag van Rome uit 1957. Hij haalt Meade en Scitovsky aan, die de toenmalige arbeidsmobiliteit in Europa laag noemen, maar stellen dat de invoering van een gemeenschappelijke munt de factormobiliteit kan verhogen. Mundell zelf ziet het als een puur empirische vraag of de feitelijke arbeidsmobiliteit in Europa hoog genoeg is om een enkele munt in te kunnen voeren. Eind jaren zestig schijnt Mundell echter tot de conclusie te zijn gekomen dat een monetaire unie in Europa inderdaad een goed idee is. In 1969 schrijft hij 'The case for a European currency', een essay dat een voorstel presenteert voor een gemeenschappelijke Europese munt (de 'europa'). Hierop wordt Mundell in 1970 door de Europese Commissie uitgenodigd om enige tijd in Brussel te werken aan alternatieve scenario's voor een Europese munt.

De EMU is inmiddels een feit, ook al is deze wellicht niet tot stand gekomen op grond van de economische argumenten die Mundell en anderen hebben aangedragen. Nationaal-politieke, en niet economische, afwegingen hebben bij de besluitvorming rond de EMU de doorslag gegeven⁸.

Wat vindt Mundell nu van de EMU en de euro? Mundell realiseert zich terdege de politieke dimensie van monetaire aangelegenheden, en stelt dat grote munten en grote machten samengaan. Kort geleden beschreef Mundell een aantal eigenschappen van 'grote munten', en evalueerde hij in hoeverre de euro deze kenmerken bezit⁹. Een eerste belangrijke eigenschap is de grootte van het transactiedomein van de munt. De EU-11 en EU-15 hebben samen een bbp van respectievelijk 6,6 biljoen en 8,4 biljoen dollar, en zijn daarmee vergelijkbaar met het Amerikaanse bbp van 8,5 biljoen dollar. Dit belooft veel goeds voor de euro. Een tweede vereiste is stabiliteit van het monetair beleid, omdat daarmee de vraag naar een valuta toeneemt. Ook op dit punt zijn volgens Mundell de vooruitzichten voor de euro gunstig, omdat het Verdrag van Maastricht ondubbelzinnig stelt dat prijsstabiliteit hoofddoel van het monetaire beleid is. Een volgende vereiste voor valutaire grootheid is de aanwezigheid van voldoende kracht en continuïteit van de staat. Hier ziet Mundell een potentiële zwakte voor de euro, omdat de besluitvorming in Brussel alles behalve kracht uitstraalt vergeleken met de besluitvaardigheid van Washington. Als laatste punt stelt Mundell dat de euro, evenals de dollar, helaas slechts 'vertrouwensmunten' zijn zonder inherente waarde. De euro

behoudt dus alleen zijn waarde zolang de Europese instituties, zoals we die nu kennen, blijven bestaan. Deze tekortkoming van de euro kan ondervangen worden door de euro aan bijvoorbeeld goud te koppelen, maar zelfs Mundell is geen pleitbezorger van een hernieuwde goudstandaard voor Europa.

De monetaire toekomst

Hoe gaat het volgens Mundell nu verder met het internationale monetaire systeem en de euro als onderdeel daarvan? In januari van dit jaar stelde Mundell, dat Denemarken, Griekenland, het Verenigd Koninkrijk, en Zweden in 2002 zullen toetreden tot euroland. Hierop volgt toetreding van vijf landen in Oost- en Midden-Europa (Estonië, Hongarije, Polen, Slovenië, en Tsjechië) in 2005, en nog eens zes Europese naties uit deze regio in 2010. Landen in Noord-Afrika en het Midden-Oosten zullen naar verwachting opteren voor stabiele wisselkoersen vis-à-vis de euro, en dus de facto eveneens toetreden tot de eurozone.

In reactie hierop zal het dollargebied zich, volgens Mundell, uitbreiden naar Midden- en Zuid-Amerika, want "bigness begets bigness". De situatie in Azië is gecompliceerder. De twee belangrijkste Aziatische landen, China en Japan, lopen politiek te veel uiteen om te kunnen besluiten tot een gemeenschappelijke munt. Dit duidt op een blijvende rol voor de dollar in dit werelddeel, wellicht met serieuzere pogingen om te komen tot een stabiele dollar-yen koers. In de volgende decennia zien we dus twee of drie valutagebieden, die zich verder zullen consolideren. Een enkele wereldvaluta zit er voorlopig nog niet in. Mundell flirt als geen ander graag met het idee van één enkele wereldvaluta. Maar ook hij moet erkennen dat zijn theorie uit 1961 een enkele globale valuta voorlopig uitsluit: aan de voorwaarde van wereldwijde arbeidsmobiliteit is vooralsnog niet voldaan

1 Ander belangwekkend werk van Mundell betreft onder meer het richten van economische beleidsinstrumenten op specifieke economische doelstellingen, en de relatie tussen inflatie en kapitaalaccumulatie.

2 *American Economic Review*, 1961.

3 R. Mundell, Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates, *Canadian Journal of Economics*, 1963.

4 Gepubliceerd door Macmillan in 1968.

5 Mundell en Fleming werkten ongeveer gelijktijdig aan de theorie van stabilisering in open economieën, maar het Nobelcomité stelt dat Mundells analyse diepgravender was. Fleming overleed in 1976. Zie <http://www.nobel.se>

6 R. Dornbusch, Expectations and exchange rate dynamics, *Journal of Political Economy*, 1976.

7 Zie R. Mundell, *Optimum Currency Areas*, manuscript, Columbia University, 1997.

8 Zie A. Szász, *The road to European Monetary Union*, Macmillan, 1999.

9 Zie R. Mundell, *The euro and the stability of the international monetary system*, manuscript, Columbia University, januari 1999.