

Helpen Eurobonds om de houdbaarheid van de EMU te verbeteren?¹

Auteur
Peter Heemes MSc RBA²



De schuldbouw in de Economische en Monetaire Unie (EMU) wordt door analisten gezien als een bedreiging voor de economische groei, stabiliteit van de Europese muntunie en het

welvaartspeil op de lange termijn. Hoe staatschuld in een muntunie het beste kan worden vorm gegeven is onderdeel van een groter vraagstuk, namelijk aan welke voorwaarden moet worden voldaan om een optimale muntunie te vormen en te behouden. Grondlegger van de “Optimum Currency Area” (OCA) theorie is Mundell (1961). De EMU is het eerste voorbeeld in de geschiedenis van monetaire unies, waarbij het monetaire beleid centraal wordt gevoerd door één centrale bank, terwijl fiscale politiek nationaal wordt bedreven (Bordo, Jonung & Markiewicz., 2011). De kern van de eurocrisis is de verslechtering van het concurrentievermogen van met name een aantal Zuid-Europese economieën. Lonen en prijzen zijn in die regio decennialang te snel gestegen (relatief ten opzichte van de verandering in arbeidsproductiviteit). Dit resulteerde in groeiende tekorten op de lopende rekening. Deze onevenwichtigheden hebben zich versterkt met het uitbreken van de financiële crisis door verdergaande divergentie van macro-economische grootheden. Besmettingsgevaar naar andere landen van destabiliserende obligatiemarkten met nadelige gevolgen voor de kredietwaardigheid van een lidstaat zijn hier een belangrijke uiting van. Dit heeft geleid tot een scherpe tegenstelling tussen zwakke en sterke lidstaten van de EMU. Dit is uitmondend in een politieke crisis,

waarbij opvalt dat de Europese beleidsmakers moeite hebben de snelheid en dynamiek van financiële en economische ontwikkelingen bij te houden. Het gevolg is dat het transmissiemechanisme van de centrale bank hiermee verre van optimaal werkt en dat de zwakke lidstaten via interne devaluaties (daling lonen en prijzen) aan concurrentiekracht moeten winnen ten opzichte van Noord-Europa. Dit is een pijnlijk proces met veel sociale onrust, waarbij het een moeilijke combinatie is met de zwakke democratische legitimatie van Europa.

In onderstaande criteria tabel zijn de economische en politieke criteria (gedestilleerd uit literatuuronderzoek) die horen bij een optimale muntunie samengevat.

Met de gestelde criteria voor een optimale muntunie beoordelend op de huidige situatie van de EMU kan uiteindelijk worden geconcludeerd dat er een spanningsveld is tussen de theorie en de praktijk, en dat de EMU matig voldoet.

Eurobonds zijn obligaties die door een centraal Europees agentschap worden uitgegeven ter financiering van de overheidsschuld van de lidstaten van de EMU. Claessens, Mody en Vallee (2012) beschrijven verschillende voorwaarden kunnen Eurobonds de criteria die gesteld worden bij een optimale muntunie verbeteren voor de EMU. Hierdoor verbetert de geloofwaardigheid en de crisisbestendigheid van de EMU, wat de houdbaarheid van de muntunie verbetert. Zo kunnen Eurobonds voor een mechanisme van geldtransfers zorgen in de muntunie naar zwakke regio's welke een asymmetrische cyclische economische schok³ onderhouden. Ten tweede herstelt het monetaire

transmissiemechanisme van de centrale bank, waardoor macro-economische convergentie in de muntunie verder kan toenemen, zodat het hoofdcriterium van Mundell (gelijkheid en correlatie van economische schokken) beter wordt ingevuld. Bovendien zorgen Eurobonds voor een versnelling in het endogene OCA proces (na het vormen van een muntunie wordt in een bepaalde mate beter invulling gegeven aan de criteria die horen bij een optimale muntunie). Belangrijkste factoren hierin zijn noodzakelijke aanpassingen in het institutionele raamwerk en verdergaande politieke integratie, met als resultaat meer homogeniteit in de politieke voorkeuren, meer solidariteit onderling en een verbetering van de democratische legitimatie van de EMU. De geschiedenis van de ontwikkeling in muntunies leert, dat diepe economische crises nodig zijn om over te gaan tot moeilijke beslissingen. Daarnaast schrijven Bordo, Jonung & Markiewicz. (2011), dat het succes van monetaire unies afhangt van hoe er op moeilijke omstandigheden wordt gereageerd en hoe hiervan wordt geleerd. Euro-bills of ESBies zouden een goede eerste stap zijn in dit leerproces, waardoor in de tussentijd het democratisch tekort in Europa kan afnemen om uiteindelijk over te gaan naar volledige Eurobonds. Wanneer dit doel breed is gedragen door de Europese bevolking zorgt dit voor een federale spirit, aldus Friedrich (1968) en is de sleutel tot succes naar een houdbare monetaire en politieke unie volgens De Graauwe (2006). ■

Literatuurlijst

- Bordo, M., Jonung, L. en Markiewicz, A. (2011), “A fiscal union for the euro: Some lessons from history”. *NBER Working Paper No. 17380*.
- Claessens, Mody en Vallee (2012), “Paths to Eurobonds”. *IMF Working Paper, Volume 12-172*.
- De Graauwe (2006), “On monetary and political union”. *Catholic University of Leuven, Department of Economics, manuscript mei 2006*.
- Friedrich, C.J. (1968), “Trends of federalism in theory and practice”. *New York: Praeger*.
- Mundell, R. (1961), “A theory of Optimum Currency Areas”. *The American Review, Vol. 51, nr 4, September 1961, pp. 657 – 665*.

Noten

- 1 Dit artikel is gebaseerd op een VBA scriptie. In de scriptie is kwalitatief onderzoek gedaan naar Eurobonds in relatie tot de criteria die horen bij een optimale muntunie.
- 2 Vanaf 1 mei 2014 werkzaam als Vermogensbeheerder/beleggingsadviseur bij Rabobank Nederland (afdeling REVAD Breda).
- 3 Betekent een economische schok die cyclisch is van aard, waarbij de schok ongelijk is verdeeld over landen binnen de muntunie.

Tabel 1 Gestelde criteria tabel toegepast op de EMU

criterium	kwalificatie
A) Gelijkheid en correlatie van structurele economische schokken	+/-
A1) Factormobiliteit	+/-
A2) Symmetrie in de productiestructuur	+/-
A3) Convergentie in economische prestaties	+/-
B) Mechanisme van geldtransfers	-
C) Institutionele raamwerk	-
C1) ‘No-bailout’ clausule	-
C2) Homogene voorkeuren	-
C3) Solidariteit	-
C4) Democratische legitimatie	-
C5) Centraal fiscaal budget	-
D) Openheid van de economieën van de lidstaten	+/-
E) Relatie tussen fiscale politiek en het monetaire beleid	+/-