

Position Paper
**Stabiele eurozone vereist
duurzame aanpak scheefgroei**

*Geschreven voor het rondetafelgesprek in de Tweede Kamer op
13 februari 2023 over de toekomst van de euro*

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM

Stabiele eurozone vereist duurzame aanpak scheefgroei

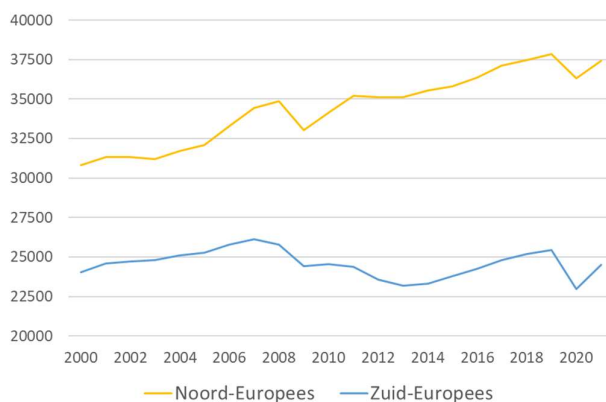
Voor een open economie en handelsland als Nederland is een stabiele economische en monetaire unie van groot belang. De eerste tien jaar van zijn bestaan leek de euro convergentie tussen eurolanden te ondersteunen. Sindsdien zijn economische verschillen tussen sommige eurolanden echter toegenomen, wat risico's voor de stabiliteit van de eurozone met zich meebrengt. Om de groei te versterken en kwetsbaarheden van de eurozone te verminderen is zowel nationaal als gezamenlijk beleid nodig.

De stand van zaken: scheefgroei

Nederland heeft als kleine open economie meer dan gemiddeld baat bij de Europese interne markt. De euro heeft het succes van de interne markt en de welvaart die daarmee gepaard gaat verankerd.¹ De gemeenschappelijke munt betekent een enkel renteniveau en één monetair beleid in de hele eurozone. De zekerheid van een vaste wisselkoers maakt het aantrekkelijker om te investeren, stimuleert handel en bevordert concurrentie.

Bij de introductie van de euro was bovendien het idee dat de eurolanden economisch gezien geleidelijk naar elkaar toe zouden groeien (ofwel, convergentie). In de eerste tien jaar leek de euro convergentie tussen eurolanden te ondersteunen. Nog steeds is dit het geval voor Oost-Europese landen. Figuur 1 laat echter zien dat het verschil in welvaart tussen Noord- en Zuid-Europese landen niet kleiner maar groter is geworden. Het verder uiteenlopen van welvaartsniveaus noemen we scheefgroei (ofwel, divergentie).

Figuur 1. Reëel bbp per capita
Jaarlijks, in euro



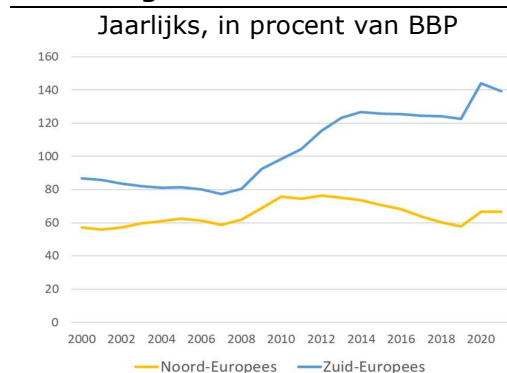
Noot: Noord-Europees is het gewogen gemiddelde van Duitsland, Luxemburg, Nederland, Oostenrijk en Finland. Zuid-Europees is het gewogen gemiddelde van Griekenland, Spanje, Italië, Portugal en Cyprus

Scheefgroei is om verschillende redenen problematisch. Ten eerste impliceert het dat niet alle eurolanden op vergelijkbare wijze profiteren van lidmaatschap van de EMU. Ten tweede kan aanhoudende scheefgroei leiden tot macro-economische onevenwichtigheden zoals oplopende private en publieke schulden (figuren 2 en 3) of structurele tekorten op de lopende rekening (figuur 4). Bij de introductie van de euro hadden de eurolanden met een lagere welvaart gemiddeld genomen al een hogere schuld. Achterblijvende groei maakt het voor overheden met hoge schulden

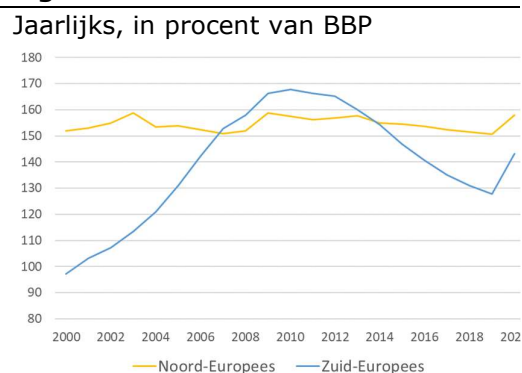
¹ De kosten en baten van de euro zijn moeilijk te kwantificeren. De geschatte welvaartswinst van de interne markt voor Nederland ligt tussen de 4 en 17 procent van BBP, zie Straathof et al. (2008); Mayer et al. (2019); Felbermayer et al. (2018).

lastig om hun schuldhoudbaarheid te verbeteren. Deze landen kampen én met hogere rentelasten, én profiteren minder van het zogenoemde noemereffect (waarbij de schuld als percentage van het bbp daalt door economische groei). Zij moeten deze nadelen compenseren met een hoger primair begrotingsaldo (saldo exclusief rentelasten).² Naast hoge publieke schulden zijn hoge private schulden, die uiteindelijk op de overheidsbalans terecht kunnen komen tijdens een crisis, ook een risico. Hoewel de architectuur van de muntunie sinds de eurocrisis robuuster is geworden, vormen macro-economische onevenwichtigheden nog steeds een risico voor de transmissie van het monetaire beleid en de financiële stabiliteit in de gehele eurozone. Ten derde kan scheefgroei de effectiviteit van monetair beleid verminderen. Bij grote economische verschillen is het lastiger om een gepast renteniveau voor alle eurolanden te bepalen, bijvoorbeeld omdat een bepaald renteniveau te laag is voor de lidstaten met hoge groei en juist te hoog is voor landen met lage groei.

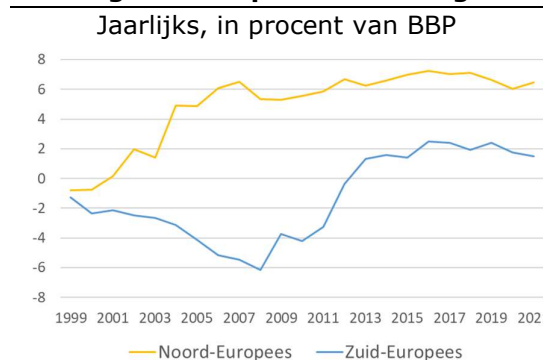
Figuur 2. Staatsschuld



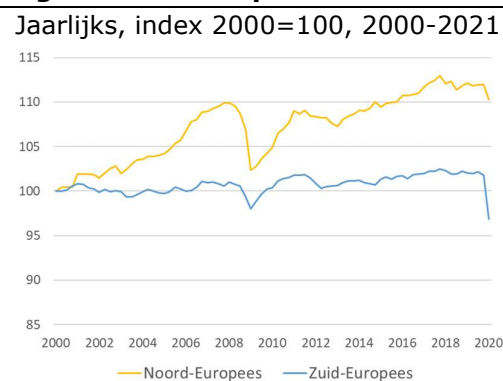
Figuur 3. Private schuld



Figuur 4. Lopende rekening



Figuur 5. Arbeidsproductiviteit



Noot: Noord-Europees is het gewogen gemiddelde van Duitsland, Luxemburg, Nederland, Oostenrijk, en Finland. Zuid-Europees is het gewogen gemiddelde van Griekenland, Spanje, Italië, Portugal en Cyprus

Oorzaken van scheefgroei

Waarom is er binnen het eurogebied convergentie tussen sommige landen en scheefgroei tussen andere landen? Om die vraag te kunnen beantwoorden is een duidelijk beeld nodig over de onderliggende oorzaken van scheefgroei. Allereerst kan scheefgroei het gevolg zijn van landspecifieke oorzaken die leiden tot een verschil in productiviteit (figuur 5). Zo valt te denken aan demografische ontwikkelingen en institutionele kwaliteit zoals de rechtsspraak, maar ook

² Ter illustratie: Italië heeft de afgelopen 20 jaar gemiddeld genomen een hoger primair saldo laten zien dan Nederland, maar toch zijn verschillen in schuldniveau toegenomen.

beleidskeuzes t.a.v. de arbeidsmarkt of sociale voorzieningen kunnen van invloed zijn op de productiviteit. Naast landspecifieke oorzaken kan ook monetaire integratie zelf scheefgroei in de hand werken.

Monetaire eenwording kan effect hebben op de (in)efficiëntie van de allocatie van kapitaal en zo een oorzaak zijn van scheefgroei.³ De introductie van de euro zorgde voor een scherpe daling van financieringskosten in met name Zuid-Europa, waardoor het goedkoper werd om te lenen en te investeren. Dit leidde tot grote grensoverschrijdende kapitaalstromen. Deze leken in eerste instantie economische groei en convergentie te bevorderen. Later werd duidelijk dat de kapitaalinstream vooral had geleid tot groei van de minder productieve, binnenlands georiënteerde sectoren, zoals de huizenmarkt. De afwikkeling van macro-economische onevenwichtigheden tijdens de financiële- en eurocrisis maakte duidelijk dat de introductie van de euro niet in alle landen tot duurzame groei heeft geleid.

Op langere termijn kan een gemeenschappelijke wisselkoers verschillen in concurrentievermogen bovendien vergroten. Dit werkt als volgt. De onderlinge wisselkoersen van eurolanden zijn bij de invoering van de euro in 1999 als het ware bevroren. Sindsdien is de productiviteitsgroei in Noord-Europa hoger geweest dan in Zuid-Europa. Om concurrerend te blijven, zullen de economieën in Zuid-Europa goedkoper moeten worden. Doordat de wisselkoersen vast staan, kan dat alleen via lagere lonen en prijzen. In de Noord-Europese landen met hogere groei lag de loongroei sinds de invoering van de euro tot aan de financiële crisis gemiddeld echter al niet hoog, zo rond de 2%. Dit was ongeveer gelijk aan de inflatie. Dit maakte het voor economieën met een lagere productiviteitsgroei lastig om hun concurrentiepositie te verbeteren, omdat er voor hen maar weinig ruimte lag voor een (nog) lagere loon- en prijsgroei: om concurrerend te blijven, had de loongroei in Zuid-Europa structureel ruim onder de 2% moeten liggen. Het uitblijven van volledige relatieve wisselkoersaanpassingen leidt niet alleen tot scheefgroei door een zwakkere concurrentiepositie van minder productieve eurolanden. Het levert ook een navenant competitief voordeel op voor productievere eurolanden. Dit effect bestaat, via de wisselkoers van de euro, ook richting handelspartners buiten het eurogebied.

De toekomst van de euro: oplossingsrichtingen uit welbegrepen eigenbelang

Voor een open economie en handelsland als Nederland is een stabiele economische en monetaire unie van groot belang. Om dit te bewerkstelligen is robuuste en breed gedragen economische groei nodig, om verdere scheefgroei en schuldopbouw te voorkomen en kwetsbaarheden te verminderen. Dit is in het belang van alle lidstaten van de eurozone en daarmee een gezamenlijke verantwoordelijkheid. Binnen het huidige kader is het echter moeilijk gebleken om dit klaar te spelen. Om te komen tot een duurzame oplossing voor scheefgroei zijn verschillende oplossingsrichtingen denkbaar.

Om te beginnen moeten we in Europa tot een realistische aanpak komen voor hoge publieke schulden. Een belangrijke eerste stap hierbij zijn nieuwe begrotingsregels. De huidige regels pakken procyclisch uit. Hierdoor houden lidstaten bij slecht economisch weer de hand op de knip, wat ten koste gaat van investeringen die

³ Zie ook de DNB Occasional Study "Munt slaan uit de EMU" (2017) en de referenties daarin.

belangrijk zijn voor de economische groei. Daarnaast zijn de regels te complex en in sommige gevallen onrealistisch. Mede hierdoor hebben de naleving en handhaving te wensen overgelaten. De voorstellen van de Europese Commissie om deze regels meer te oriënteren op schuldafbouw op de middellange termijn zijn zeer welkom, al verdienen ze nog nadere uitwerking. Zo is nog onduidelijk hoe de Commissie zal vaststellen wat een aanvaardbaar schuldafbouwtempo is, en hoe investeringen en hervormingen hier op een transparante manier in worden meegenomen. Een grotere rol voor onafhankelijke instellingen (nationale begrotingscomités en het Europees Begrotingscomité) zou hier een bijdrage aan kunnen leveren. Naast het versterken van de begrotingsregels is ook versterking van private risicodeling gewenst, omdat dit Europese economieën (en daarmee indirect ook de overheidsfinanciën) robuuster maakt tegen schokken. Hiervoor is voortgang op de kapitaalmarktunie en de afronding van de bankenunie van groot belang.

Verder is het van belang dat minder productieve economieën hervormingen doorvoeren die hun productiviteit en concurrentiekracht verhogen. Sterkere economieën zouden hier ook hun steentje aan kunnen bijdragen. Zo zouden de lonen in landen met hoge productiviteitsgroei in de toekomst in grotere mate mee kunnen stijgen met de productiviteitsgroei dan in het verleden het geval is geweest. Dit draagt, naast het afbouwen van macro-economische onevenwichtigheden, bij aan een grotere bestedingsruimte voor huishoudens in bijvoorbeeld Nederland.

Naast nationaal beleid speelt Europees beleid ook een rol bij het versterken van het groeipotentieel van de eurolanden. Er liggen grote uitdagingen op het gebied van digitalisering, het klimaatneutraal maken van de economie, de energievoorziening en veiligheid. Gezien het grensoverschrijdende karakter van deze thema's ligt een vorm van Europese coördinatie voor de hand. Tegelijkertijd kunnen hoge schulden een belemmering zijn voor de hiervoor benodigde extra investeringen op nationaal niveau. Om toch voortgang te boeken op deze belangrijke thema's is het zinvol te onderzoeken welke Europese samenwerkingsvormen verstandig beleid op deze gebieden belonen, structurele hervormingen en investeringen bevorderen en het groeipotentieel versterken. Zo kan ook directer tegenwicht worden geboden aan de scheefgroei.

De bovenstaande oplossingsrichtingen vergen deels verdere samenwerking en risicodeling tussen lidstaten. Hier krijgen we als Nederland ook iets belangrijks voor terug: een muntunie die stabiel en welvarender is, waar de balans tussen lusten en lasten voor alle landen positief is, en waar Nederland als exportgericht land nadrukkelijk van profiteert.