

De euro; was het een goed idee of niet?

Een analyse van literatuur over de kosten en baten van de invoering

ERASMUS UNIVERSITEIT ROTTERDAM

Erasmus School of Economics

Financial Economics

Supervisor: Nel Hofstra

Naam: Justus Hollander

Student nummer: 323034

E-mail adres: jaj.hollander@gmail.com

Studie: Economie & Bedrijfseconomie

Scriptie: Bachelor

Inhoud

1.	Inleiding	3
2.	Achtergrond	6
2.1	De weg naar de Economische & Monetaire Unie	6
2.1.1	Tweede Wereldoorlog tot 1970	6
2.1.2	Werner Rapport 1970 & ‘de slang’	8
2.1.3	European Monetary System	9
2.1.4	Delors Rapport 1989	11
2.1.5	Politieke agenda	12
2.2	Economische achtergrond: Optimum Currency Areas	12
2.2.1	Opbrengsten	14
2.2.2	Kosten	15
2.2.3	Voorwaarden	16
3.	Vóór de invoering van EMU	19
3.1	Europese Commissie 1990	19
3.1.1	Mechanismen	21
3.2	Eichengreen 1992	26
3.2.1	Opbrengsten	26
3.2.2	Kosten	29
3.3	Krugman 1992	30
3.4	Kenen 1995	32
3.5	Tussenconclusie	34
4.	Na de invoering van EMU	36
4.1	Europese Centrale Bank 2008	36
4.2	Mongelli 2008	39
4.3	Mongelli & Wyplosz 2008	41
4.4	De Grauwe 2008	42
4.5	Tussenconclusie	44
5.	Conclusie	46
6.	Evaluatie	48
7.	Literatuur	49

1. Inleiding

Voormalig CPB-directeur Coen Teulings raakte in opspraak, nadat hij op zaterdag 17 mei 2014 een interview in de Telegraaf had gegeven, waarin hij een uitspraak deed over de opbrengst van de invoering van de euro. In 2011 had het CPB in het boek *Europa in Crisis. Het Centraal Planbureau over schulden en de toekomst van de Eurozone* de uitspraak gedaan dat de opbrengst van de invoering van de euro per Nederlander ongeveer een weksalaris bedroeg. Nu had Teulings in de Telegraaf aangekaart dat dit weksalaris eerder ‘naar boven afgerond dan naar beneden’ was, dat ‘het meeste onderzoek suggereert dat je de voordelen zonder één munt wel kunt halen’ en dat de economische voordelen van in de invoering ‘niet zo duidelijk’ zijn. Dit tot grote verbazing van politici en anderen die hun verbazing en ergernis via de media uitten. In de discussie die vervolgens ontstond in de media en de politiek, stond de vraag centraal hoe het CPB deze opbrengsten heeft berekend in het boek *Europa in Crisis. Het Centraal Planbureau over schulden en de toekomst van de Eurozone*. Minister Kamp werd gevraagd een brief over de kwestie aan de Tweede Kamer te sturen en het leidde tot een officiële notitie van het CPB op 21 mei 2014, waarin de berekening van de opbrengsten werd toegelicht.

In een uitzending van ‘De Slag om Europa’ van de VPRO op 3 december 2013 antwoordde Jeroen Dijsselbloem op de vraag of de ontwerpers van de euro de euro niet wat steviger hadden moeten ontwerpen:

“Achteraf gezien vind ik dat alle politici die toen verantwoordelijk waren dat verder hadden moeten doordenken en die risico’s beter hadden moeten inschatten; (...) met wijsheid achteraf moet je toch vaststellen dat er lichtvaardig, toen, is besloten de euro in te voeren”

In diezelfde uitzending zegt Ruud Lubbers, de premier die aan de wieg stond van de invoering van de euro en het Verdrag van Maastricht sloot in 1992:

“Ik kan moeilijk ontkennen dat ook ik het beter had gevonden dat in Maastricht een begin was gemaakt aan een politieke unie” (...) “Ik ben het eens met wat Jeroen Dijsselbloem zegt; achteraf is het een riskant avontuur gebleken die euro; (...) maar de kern waar het uit de hand is gelopen is niet in Maastricht, maar het moment waarop de euro echt in is gevoerd”

Dit doet de vraag rijzen waarom de euro precies is ingevoerd, nu zeker niet vast lijkt te staan dat aan alle voorwaarden was voldaan om het project tot een succes te maken. Wat wilde men ermee bereiken? Wat waren de verwachte gevolgen? Wat zeiden voorstanders over mogelijke

voor- en nadelen? En wat zeiden critici?

Daarbij hebben we nu de mogelijkheid en de luxe te beschouwen hoe men nu tegen al deze aspecten aan kijkt. Zoals zal blijken was onzekerheid over de mogelijke gevolgen de basis van veel scepsis voorafgaand aan de invoering. Wellicht is deze onzekerheid nu afgenomen en is men in staat de effecten te meten en een nauwkeurige(re) kosten-baten analyse uit te voeren. Oftewel, hebben de gevolgen van de invoering zich voorgedaan zoals verwacht? Hoe kijken voor- en tegenstanders nu tegen de invoering aan? Is meer bekend over de voor- en nadelen en kunnen deze inmiddels in getallen worden uitgedrukt?

Het zal niet makkelijk zijn bovenstaande vragen te beantwoorden, getuige het feit dat de topeconomen het bij het CPB al niet eens zijn over de berekeningen van de opbrengsten van de euro. Toch wil ik in deze scriptie een poging wagen. Hiertoe voer ik een vergelijkend literatuuronderzoek uit, waarbij de situatie vóór en ná de invoering van de Europese en Monetaire Unie (EMU) wordt vergeleken.

De centrale vraagstelling die hierbij gehanteerd wordt is of de euro-landen baat hebben gehad bij de invoering van de euro. Om deze vraag te beantwoorden, dient in hoofdstuk 3 en 4 een aantal deelvragen te worden gesteld en beantwoord. Allereerst wordt in hoofdstuk 2 achtergrondinformatie gegeven. Enerzijds is dit een beschrijving van de politieke geschiedenis voorafgaand aan de invoering van de euro. De euro wordt vaak gezien als een politiek project en bij de evaluatie van de voor- en nadelen wordt vaak de vergelijking gemaakt met de economische situatie van de verschillende landen voordat zij de euro invoerden. Anderzijds wordt de economisch theorie die ten grondslag ligt aan de invoering van EMU besproken. Zo kunnen de standpunten van de Europese instellingen en economen beter worden begrepen en in hun context worden geplaatst. In hoofdstuk 3 wordt de vraag beantwoord wat de doelstellingen en de verwachte voordelige en nadelige gevolgen van EMU waren voorafgaand aan de invoering. In hoofdstuk 4 wordt gekeken in hoeverre deze verwachtingen zijn uitgekomen en of zich andere gevolgen hebben voorgedaan die in eerste instantie niet werden verwacht. Hierbij wordt gebruik gemaakt van artikelen uit 2008. Dit was 10 jaar na de invoering van EMU; een moment waarop veel literatuur is verschenen over de kosten en baten van EMU. Zo kan de literatuur enigszins vergeleken worden en vormen bepaalde gebeurtenissen zoals de financiële crisis niet een bias literatuur doordat de artikelen ongeveer in dezelfde periode zijn geschreven. In zowel hoofdstuk 3 als 4 zal de situatie worden gezien vanuit een invalshoek van de Europese samenwerking (in de vorm van de Europese Commissie en de Europese Centrale Bank) die logischerwijs vaak een positief verhaal vertellen, en vanuit het oogpunt van verschillende onafhankelijke en vooraanstaande

economen, die veelal kritischer zijn.

De nadruk ligt op concrete kosten en baten, zoals die door de verschillende auteurs ook als zodanig worden benoemd. Er is bewust voor gekozen geen indeling te maken naar bepaalde opbrengsten en kosten, om vervolgens per post te bespreken wat iedere auteur hierover zegt. Hier is niet voor gekozen omdat analyses van de auteurs niet altijd goed te vergelijken zijn; zij hanteren veelal net een andere invalshoek. Omwille van de lengte en breedte van de scriptie zal getracht worden fiscale, institutionele, overgangs- en internationale aspecten van de invoering EMU buiten beschouwing te laten. Desalniettemin bestaat veel overlap tussen kosten-baten analyses en deze aspecten, waardoor zij sporadisch ook aan bod zullen komen. Bij het rapport van de Europese Commissie uit 1990 bijvoorbeeld worden ook deze aspecten besproken, om een goed beeld van het rapport en de materie te geven, dat een basis legt voor de rest van de scriptie. In de tussenconclusies wordt getracht verbanden te leggen tussen bevindingen van verschillende auteurs; het doel is bepaalde patronen te herkennen en daaruit conclusies te trekken.

In hoofdstuk 5 volgt de conclusie, waarin de balans wordt opgemaakt van 16 jaar euro en wordt geconcludeerd of de Europese gemeenschap er al dan niet goed aan heeft gedaan de euro in te voeren. Tot slot het volgende citaat van Paul Krugman (1992) uit zijn artikel dat tevens in deze scriptie wordt besproken:

“EMU will solve problems and create others; we have basically no idea whether the problems it creates will be better or worse than the ones it solves. In fact, even in hindsight we may never know whether it was actually a good idea”

Naast dat het een voorbeeld is van de zojuist aangehaalde onzekerheid en scepsis voorafgaand aan de invoering, geeft het ook de strekking weer van deze scriptie. Het doel is zijn ongelijk aan te tonen en in de conclusie wel te kunnen zeggen of de invoering van EMU al dan niet iets goeds is geweest voor de euro-landen.

2. Achtergrond

2.1 De weg naar de Economische en Monetaire Unie

“President Mitterand van Frankrijk dacht ‘hé even oppassen, Duitsland gaat groter en machtiger worden, die moeten we insnoeren in Europa; dat kan ik bevorderen door de invoering van één munt’ (...) daar speelt duidelijk een politieke dimensie in”

Bovenstaande uitspraak deed Lubbers eveneens in de in de inleiding genoemde uitzending van De Slag om Europa. Ook Teulings stelt in zijn boek dat EMU bij haar oprichting meer een politiek dan een economisch project was. Hij leidt de aanleiding van de invoering van EMU (waarmee hetzelfde wordt bedoeld als de invoering van de euro; beide termen zullen afwisselend gebruikt worden) terug naar de jaren volgend op de Tweede Wereldoorlog (Teulings e.a. 2011, p. 11 en 32 e.v.).

2.1.1 Tweede Wereldoorlog tot 1970

Economische samenwerking moest een vierde oorlog na drie oorlogen in 80 jaar tijd voorkomen. Zo werd in 1952 de Europese Gemeenschap van Kolen en Staal opgericht en vielen Engelse en Franse troepen Egypte in 1956 binnen om hun belangen rond het Suezkanaal veilig te stellen. De Amerikaanse President Eisenhower was echter niet geïnformeerd over de inval en moest er niets van hebben. Hij beval beide landen zich terug te trekken, hetgeen ze deden met de staart tussen de benen. De rol van Amerika als internationale supermacht was bevestigd en Engeland besloot een bondgenootschap met Amerika veilig te stellen om zo een in de toekomst ook een politieke rol op het wereldtoneel te kunnen blijven spelen. Daardoor had Engeland de strategie niet deel te nemen aan de Europese initiatieven die volgden in de decennia na de Tweede Wereldoorlog (zie tevens Szász 1999, p. 1-6).

Frankrijk was echter te trots om tweede viool naast Amerika te spelen en wilde binnen Europa een leidende rol hebben. Indien Europa als internationale mogendheid tegenwicht wilde bieden aan Amerika en Engeland, moest het meer inhoud krijgen en moesten de Europese landen naar elkaar toegroeien. Om deze Europese integratie te bewerkstelligen leek Duitsland als bondgenoot daarvoor een noodzakelijke voorwaarde. De ‘Frans-Duitse as’ was geboren en volgens Teulings hebben deze uiteenlopende strategische keuzes van Engeland en Frankrijk hebben tot op heden de politieke verhoudingen in Europa bepaald’, aldus Teulings.

In 1958 volgde de Europese Economische Gemeenschap (EEG). Monetaire integratie

was geen onderwerp van discussie in de EEG en de betrokken lidstaten gingen niet verder dan het slechts coördineren van hun monetaire beleid. Begin jaren '60 kwam de kwestie van monetaire integratie echter wel ter sprake, om vervolgens niet meer uit het politieke debat te verdwijnen. Hier waren drie redenen voor aan te wijzen. De EEC had een gemeenschappelijk landbouwbeleid, dat door wisselkoers aanpassingen kon worden verstoord, wegens weinig effectieve economische coördinatie tussen lidstaten. Ten tweede werd monetaire integratie gezien als een 'technische' maatregel om de Europese eenheid te bevorderen, die makkelijker was door te voeren dan bijvoorbeeld budgettaire discipline, waarmee de soevereiniteit van een land in de kern wordt aangetast en politiek dus gevoeliger lag. Tot slot zou monetaire integratie een oplossing kunnen zijn voor de vraag of het land met het overschot of met het tekort de kosten van de aanpassingen van de handelsbalans moet dragen. Als bijvoorbeeld de totale vraag in Frankrijk is gezakt, ontstaat een tekort op de handelsbalans, terwijl Duitsland bijvoorbeeld een overschot op de handelsbalans heeft. Om hiervoor te corrigeren kan Frankrijk zijn munt depreciëren of Duitsland zijn munt appreciëren. Kosten gaan echter gepaard met het beïnvloeden van de wisselkoers, aangezien sommige sectoren of regio's in het land negatief worden beïnvloed door de aanpassing (in Frankrijk kan de ingreep in bepaalde sectoren of regio's de inflatie ongewenst aanwakkeren en in Duitsland de vraag te ver weg laten vallen, hetgeen leidt tot druk op de lonen en werkloosheid). Na monetaire integratie vallen deze beperkingen van handelsbalansen weg, waardoor het probleem door 'monetaire solidariteit' wordt opgelost (Szász 1999, p. 8-14).

In 1969 kwamen de zes leden van de EEG de oprichting van de Economische en Monetaire Unie (EMU) overeen. Deze moest in fasen gerealiseerd worden en de ontwikkeling van monetaire samenwerking moest gebaseerd zijn op geharmoniseerd economisch beleid. Dit alles werd uiteengezet in het Werner Rapport, waarover hieronder meer. De aanleiding tot EMU waren spanningen binnen het internationale monetaire systeem en binnen de EEG en de relaties tussen het Westen en Oosten in Europa. Het Bretton Woods systeem, een systeem van vaste wisselkoersen ten opzichte van de dollar, die ook een vaste wisselkoers had tegen de goudvoorraad van de Federal Reserve, stortte begin jaren '70 mede wegens speculatieve aanvallen op Europese valuta's in elkaar. De Verenigde Staten speelden in dit systeem een leidende rol, maar de ineenstorting raakte de Europese Gemeenschap en leidde tot een verschuiving in de trans-Atlantische verhoudingen. Men wilde een Europese oplossing om de internationale monetaire positie te verbeteren en te controleren. Daarbij werd de Duitse mark steeds sterker, dat druk zette op de Frans-Duitse samenwerking (Krugman & Obstfeld 2009, p. 515-517 en Szász 1999, p. 15-29.).

2.1.2 Werner Rapport 1970 en ‘de slang’

Op de Europese Top in Den Haag in 1969, bereikten de Europese regeringsleiders een akkoord over de geleidelijke vorming van een economische en monetaire unie. Hiertoe stelden de regeringsleiders een commissie aan onder leiding van Pierre Werner, Minister-president en Minister van Financiën van Luxemburg, met als taak een rapport te schrijven met een plan voor een economische en monetaire unie. Het rapport moest ook de verschillende haken en ogen identificeren die verbonden zijn aan de verschillende fasen. Volgens het rapport moest de monetaire unie in 1980 gereed zijn en bestond het traject daar naartoe uit drie fasen, waarvan de eerste twee gedetailleerd waren uitgewerkt in het rapport. De eerste fase zou drie jaar duren, waarin het monetair en fiscaal beleid van de lidstaten naar elkaar toe moest groeien. Vervolgens diende wisselkoersfluctuaties te worden beperkt en zou een fonds voor monetaire samenwerking worden opgericht om tekorten op de handelsbalans voor de korte termijn aan te vullen. Uiteindelijk zouden wisselkoersen worden vastgelegd, kapitaalrestricties volledig worden opgeheven, zou een Europese centrale bank monetair beleid voeren en zouden en zou de grootte en financiering van nationale begrotingen worden vastgesteld op Europees niveau (Kenen 1995, p. 5).

De lidstaten gaven op basis van het Werner Rapport hun centrale banken de opdracht wisselkoersfluctuaties van valuta van lidstaten binnen een bepaalde bandbreedte (‘de slang’) ten opzichte van de dollar te houden. Voor wisselkoersstabiliteit was economische en monetaire harmonisatie noodzakelijk, alhoewel dit geen bindende afspraken waren. De reden voor de centrale banken om ‘de slang’ aan te houden was onduidelijk; artikel 7 van het Werner Rapport stelde slechts dat dit moest worden gedaan om solidariteit binnen de EEG te versterken op het gebied van wisselkoersen. De slang was een eerste stap naar het verdwijnen van wisselkoersen en dus naar één munteenheid; het was een symbolische stap richting EMU. Meningsverschillen ontstonden voornamelijk tussen Frankrijk enerzijds, die de slang beschouwde als de monetaire identiteit van Europa en Duitsland en Nederland anderzijds, die de slang zagen als een systeem van stabiele maar aanpasbare wisselkoersen op regionale schaal. Al snel kwamen eerdere discussies over uiteenlopend economisch beleid en wie de lasten moest dragen van de correcties van de handelsbalans terug op het politieke toneel (A. Szász 1999, p. 36-45). Dit werd mede veroorzaakt door de wereldwijde verschuiving naar flexibele wisselkoersen, wat het kostbaarder maakte om deel te nemen aan de slang. Ondanks dat andere aanbevelingen van het Werner rapport tussen 1970 en 1974 werden aangenomen door de Europese regeringsleiders, groeide het monetair en fiscaal beleid van lidstaten echter

uit elkaar in plaats van naar elkaar toe, doordat lidstaten verschillend reageerden op de olie crisis in 1973 en 1974. De stijging van inflatie en werkloosheid verschilde per land en de focus lag niet langer op institutionele veranderingen ten behoeve van de monetaire unie op de lange termijn. Doordat het monetaire beleid van lidstaten uiteen liep was het niet mogelijk een systeem met min of meer vaste wisselkoersen te hanteren. Men stapte af van het Werner rapport en op initiatief van Frankrijk en Duitsland ontstond het plan om een zone van monetaire stabiliteit te creëren, waarna in 1979 het European Monetary System (EMS) werd gevormd (Kenen 1995, p. 5-6).

Het feit dat de lidstaten uit hadden gesproken een economische en monetaire unie op te willen richten, betekende echter niet dat zij voor ogen hadden hoe deze er precies uit diende te zien en hoe deze opgericht diende te worden. Onenigheid concentreerde zich rondom drie kwesties, te weten de prioriteit die diende te worden gegeven aan prijsstabiliteit, de keuze tussen supranationale of intergouvernementele afspraken en het verschil in inzicht tussen de zogenaamde ‘monetaristen’ en ‘economisten’. Wat betreft dit laatste punt, waren monetaristen van mening dat monetaire integratie eerst moest worden bewerkstelligd, omdat dit politiek meer haalbaar was. Vervolgens zou dit integratie op andere gebieden, zoals budgettaire discipline, één centrale bank en gemeenschappelijk monetaire beleid, forceren. Economisten stelden dat eerst economische integratie diende plaats te vinden en dat hierna pas een monetaire unie kon volgen, als sluitstuk van het proces tot vorming van EMU (A. Szász 1999, p. 30-35 en p. 9-10).

Het Werner Verdrag was een compromis; niet in de zin dat landen elkaar tegemoet kwamen, maar in de zin dat hetgeen zij overeen waren gekomen, hen nog de mogelijkheid bood hun eigen zin door te drukken in de toekomst. De compromis bleek dan ook uit een aantal onbesproken gebleven prangende probleemstukken, zoals de organisatie van centrale banken, de institutionele gevolgen van supranationaal begrotingsbeleid en welke aanpassingen van het Verdrag (van Rome, tot oprichting van de Europese Economische Gemeenschap uit 1958) noodzakelijk waren. Lidstaten durfden het dus nog niet aan concrete verdragswijzigingen door te voeren ten behoeve van de EMU.

2.1.3 European Monetary System

Na het falen van het Bretton Woods systeem en de slang, wilde men een weerbaardere en flexibelere wisselkoersregeling. Tevens moest deze meer ‘symmetrisch’ zijn, hetgeen inhield dat het systeem niet gebaseerd diende te zijn op één valuta, zoals dit het geval was gedurende

het Bretton Woods tijdperk. Waarbij ieder land dat deelnam aan de slang zijn wisselkoers binnen een bepaalde bandbreedte te houden ten opzichte van de dollar moest houden, diende ieder land dat participeerde in het 'Exchange Rate Mechanism' (ERM) van het European Monetary System (EMS) zijn wisselkoers binnen een bandbreedte van 2,25% ten opzichte van andere Europese valuta te houden. Wanneer de wisselkoers de grens van die bandbreedte bereikte, dienden beide betrokken landen op de wisselkoersmarkt in te grijpen. Zo werd de last van de ingreep ook verdeeld over zowel de landen met een sterke als een zwakke wisselkoers. Tussen 1979 en 1987 waren 12 van dit soort wisselkoersaanpassingen nodig. Doordat kapitaalrestricties steeds meer werden opgeheven, werkten deze wisselkoersaanpassingen meer destabiliserend wegens mogelijke speculatieve aanvallen; landen gingen het monetair beleid van Duitsland volgen omdat Duitsland de inflatie het best wist te beperken en de Bundesbank het meest geloofwaardig was als onafhankelijke centrale bank. De facto gaven lidstaten hierdoor hun monetaire beleidsvrijheid en vanaf 1987 groeide het inflatie niveau van de verschillende landen iets naar elkaar toe. Hierdoor was het oorspronkelijke symmetrische systeem veranderd in een asymmetrisch systeem, waarbij de valuta gekoppeld waren aan de Duitse mark.

Dit ging goed, totdat de inflatie steeg na de hereniging van Duitsland en de Bundesbank besloot de rente te verhogen, terwijl de veel andere Europese landen zich in een recessie bevonden en de Bundesbank hierin niet volgden. Duidelijk werd dat de Bundesbank niet de belangen van alle Europese landen kon dienen. Dit leidde, mede door de opheffing van kapitaalrestricties in 1990 als onderdeel van de gemeenschappelijke markt, tot speculatieve aanvallen op de valuta van andere Europese landen dan Duitsland (veroorzaakt door de verwachting van een devaluatie door de verslechterde concurrentiepositie en tekorten op de handelsbalans van die landen). De genadeklap werd gegeven door de fragiele ratificatie van het Verdrag van Maastricht in 1992, doordat Denemarken het Verdrag wegstemde en er negatieve peilingen waren in Frankrijk. Men zag de kans op EMU verkleinen en meer speculatieve aanvallen volgden. Engeland en Italië waren genoodzaakt uit het ERM te stappen en de bandbreedte van EMS werd vergroot naar 15%, waardoor praktisch een systeem met flexibele wisselkoersen ontstond. Duidelijk werd dat door de opheffing van kapitaalrestricties een systeem met wisselkoersafspraken zeer riskant is. Dit wordt mede veroorzaakt door het 'onmogelijke drie-eenheid principe', dat stelt dat volledige kapitaalvrijheid, vaste wisselkoersen en autonoom monetair beleid van de betrokken landen niet alle drie tegelijk samengaan; slechts twee van de drie kunnen tegelijk functioneren. Een mogelijke oplossing

was monetaire integratie zonder verschillende valuta: de Economische en Monetaire Unie (Kenen 1995, p. 177-179 en Baldwin & Wyplosz 2012, p. 361-367 en 390-391).

2.1.4 Delors Rapport 1989

De oorsprong van EMU ligt in het Delors rapport, dat in 1989 werd gepresenteerd. In 1986 werd de 'European Single Act' aangenomen; een amendement op het Verdrag van Rome uit 1957 dat als doel stelde dat de gemeenschappelijke markt in 1992 gecompleteerd moest zijn inclusief de opheffing van alle mogelijke kapitaalrestricties. Tijdens de aanneming van de European Single Act hadden de lidstaten ook het doel bevestigd om op progressieve wijze een economische en monetaire unie te bewerkstelligen. Hiertoe stelden zij een commissie aan onder leiding van Jacques Delors, destijds president van de Europese Commissie, die diende te onderzoeken hoe deze unie in fasen gevormd kon worden. Het mandaat dat de commissie kreeg vertoont dus veel overlap qua opzet en doel met het Werner rapport. Het verschil is echter dat nu niet zozeer het onderzoeken van de wenselijkheid van een economische en monetaire unie centraal stond, maar dat de nadruk lag op de implementatie ervan. Het rapport stelde onder andere dat een economische unie en een monetaire unie parallel ingevoerd dienden te worden en dat hierbij nationaal monetair en macro-economisch beleid voor een groot deel over dienden te worden geheveld naar een centraal orgaan op Europees niveau. De daarbij op te richten Europese Centrale Bank (ECB) diende volledig onafhankelijke te zijn van nationale lidstaten en had als voornaamste doel prijsstabiliteit en algemeen economisch beleid van de Europese Gemeenschap na te streven (A. Szász 1999, p. 111-118). In de eerste fase werd de gemeenschappelijke interne markt volledig gerealiseerd en werd een raamwerk opgericht om economisch beleid van nationale lidstaten te controleren en coördineren. Alle lidstaten gingen deelnemen aan het ERM en financiële integratie en monetaire samenwerking dienden te worden bewerkstelligd. In fase twee werd het toezicht op nationaal economisch beleid versterkt en werden precieze regels voor nationale begrotingen gesteld. Het Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB) werd opgericht; een samenwerkingsverband van de centrale banken van de lidstaten van de Europese Unie waar later ook de ECB deel van uit zou gaan maken, met als doel een gemeenschappelijk monetair beleid. De derde fase hield het onomkeerbaar vastzetten van de wisselkoersen in, het volledig verplaatsen van de monetaire bevoegdheid naar de ESCB en uiteindelijk het vervangen van alle verschillende valuta door één gemeenschappelijke munt.

In juni 1989 werd het Delors Rapport aangenomen door de Europese lidstaten, waarmee een eerste stap werd gezet naar het Verdrag van Maastricht. De eerste fase zou

ingaan in juli 1990 en andere werkzaamheden van commissies werden in gang gezet om de volgende fasen voor te bereiden. Hierbij speelde het uiteenvallen van de Sovjet-Unie een rol; besloten werd eerst een monetaire unie te vormen, voordat bekeken werd of Oost-Europese staten konden worden toegelaten (Kenen 1995, p. 13-18). De vorming van EMU werd uiteindelijk vastgelegd in het Verdrag van Maastricht, dat in 1992 werd ondertekend en in 1993 geratificeerd, ondanks de opstartproblemen bij de ratificatie die leidden tot de hierboven omschreven crisis en de afgezwakte versie van het EMS.

2.1.5 Politieke agenda

Bovenstaande aanloop naar EMU duidt voor een groot deel op economische argumenten voor de invoering van de euro, gezien de gebrekkige werking van eerdere wisselkoersmechanismen. Om nogmaals het politieke aspect van EMU te benadrukken, zijn de volgende passages noemenswaardig.

Volgens Teulings wilde Frankrijk Duitsland inbedden in Europa zonder dat Duitsland de overhand kreeg. Duitsland wilde de Duitse eenwording bereiken zonder daarbij de overige West-Europese landen tegen de haren te strijken. Hierdoor was EMU onontkoombaar (Teulings e.a. 2011, p. 36):

“Voor Kohl en Mitterand stond het einddoel vanaf dat moment echter vast (...) Duitsland moest onomkeerbaar onderdeel worden van West-Europa. Geen enkel economisch argument kon Kohl en Mitterand nog van dat grotere doel afhouden”

Kohl was destijds bondskanselier van Duitsland en Mitterand president van Frankrijk. Dat EMU bij haar oprichting meer een politiek dan een economisch project was, blijkt ook uit het volgende citaat van president Mitterand op de Franse radio (Szász 1999, p. 108):

“Today the strongest currency in Europe is West Germany’s... should we live in a mark zone where only the Germans would express themselves? (...) I would prefer an assembly, a meeting, a permanent conference of the different authorities where France could have its say on all aspects of economic policy”.

2.2 Economische achtergrond: Optimum Currency Areas

Het rapport van de Europese Commissie in 1990 inzake de analyse van de voor- en nadelen van de invoering van de euro, stelt dat de analyse niet kan worden gemaakt met behulp van een simpele, kant en klare theorie waarin de voordelen van monetaire integratie zijn verwerkt

(Europese Commissie 1990, p. 44). Dit komt doordat de economische theorie de kwesties van economische integratie, dat voornamelijk terugvalt op veronderstellingen van Adam Smith en David Ricardo, en monetaire integratie, dat aanleiding geeft tot meer complexe theoretische en empirische problemen, verschillend benadert. Er is echter één theorie die de analyse van monetaire integratie tot doel stelt: the theory of optimum currency areas. Deze theorie is door Nobelprijswinnaar Robert Mundell ontwikkeld in 1961 en uitgebreid door Robert McKinnon in 1962 en Peter Kenen in 1969. Het rapport van de Europese Commissie gebruikt de inzichten die deze theorie verschaft als basis voor het rapport uit 1990, maar stelt wel dat een precieze en alomvattende vaststelling van de opbrengsten en kosten niet door deze theorie kan worden gegeven (Europese Commissie 1990, p. 45). Één van de voornaamste conclusies, inhoudende dat volledige arbeidsmobiliteit een essentiële voorwaarde is voor het succes van een monetaire unie, wordt door het rapport in zekere zin gebagatelliseerd en het rapport stelt dat de theorie een te beperkte basis biedt om alle gevolgen van de invoering van de euro in kaart te brengen:

“The most well-known conclusion of this approach, namely that labour mobility across an area is the essential criterion for deciding whether monetary union is desirable, appears to be largely overstated in early formulations of the theory, at least as regards the EC. (...) Thus, the analysis of EMU does not need to be limited to this rather narrow approach”

Het rapport noemt zes redenen waarom de theorie van Mundell een beperkt raamwerk biedt voor een adequate analyse. De micro-economische voordelen van een monetaire unie zouden zonder verdere verkenning simpelweg worden aangenomen en wat betreft arbeidsmobiliteit, volgens Mundell één van de belangrijkste voorwaarden voor het succes van een monetaire unie, zou in de jaren '90 de fysieke en met name de financiële mobiliteit aanzienlijk hoger liggen dan in de jaren '60. Daarbij gaat Mundell uit van starre lonen en prijzen, een aanname die volgens het rapport wellicht te strikt is, en bevat zijn theorie de aanname dat geen inefficiënties ontstaan door een flexibele wisselkoers, hetgeen het rapport betwist in het licht van recente ontwikkelingen. Tot slot zou zijn theorie geen rekening houden met kwesties inzake de geloofwaardigheid van beleid en de externe effecten voor de rest van de wereld van monetaire integratie. Volgens het rapport zijn empirische toepassingen van de theorie schaars en weinig doorslaggevend (Europese Commissie 1990, p. 46).

In het rapport wordt vervolgens een aantal recente ontwikkelingen binnen verschillende takken van de economie gegeven, die allen een benadering bieden voor delen van de alomvattende analyse van de kosten en opbrengsten van de EMU, waarover in

paragraaf 3.1 meer. Desalniettemin biedt de theorie van de optimum currency areas volgens het rapport nuttige inzichten en vormt de belangrijkste opvatting van de theorie, namelijk dat de invoering van een enkele munt een uitwisseling met zich meebrengt tussen de voordelen van een monetaire unie en de nadelen ten gevolge van het verliezen van de wisselkoers als macro-economisch instrument, de basis voor de studie van de Europese Commissie. Daarbij maakt deze theorie onderdeel uit van ieder ander artikel dat in deze scriptie wordt besproken. Daarom volgt hieronder een korte uiteenzetting van deze theorie, waarbij de opbrengsten en kosten van een monetaire unie worden besproken.

Mundell (1961) stelde dat het voor de hand ligt dat tijdelijke crises ten gevolge van een onevenwichtige handelsbalans zullen blijven bestaan, zolang vaste wisselkoersen en starre lonen en prijzen voorkomen dat de handel haar natuurlijke rol in het aanpassingsproces vervult. Een mogelijke oplossing is een systeem van nationale geldeenheden die verbonden zijn door flexibele wisselkoersen. Een waardevermindering van de een munt kan in het land van die munteenheid werkloosheid bestrijden en een waardestijging kan inflatie tegengaan. Mundell vraagt zich af of alle nationale munteenheden een flexibele wisselkoers moeten hanteren, of dat een 'single currence area' de voorkeur heeft, waarbij meerdere landen dezelfde geldeenheid hanteren of in een land meerdere geldeenheden worden gebruikt. Of op andere manier gesteld; hij vraagt zich af wat het passend domein c.q. de grootte is en wat de voorwaarden zijn voor een optimum currency area (Mundell 1961, p. 657). Voordat de verschillende criteria opgesteld door Mundell en aangevuld door McKinnon en Kenen worden behandeld, volgt eerst een overzicht van de kosten en opbrengsten van een monetaire unie zoals omschreven door Mundell in 1961, zodat de gevolgen van het al dan niet voldoen aan de criteria sneller duidelijk worden (Baldwin & Wyplosz 2012, p. 404-410).

2.2.1 Opbrengsten

Transactiekosten

Transactiekosten die gepaard gaan met een systeem van meerdere valuta vallen logischerwijs weg wanneer verschillende landen overgaan op één munteenheid. Wisselkantoren, banken en andere financiële instellingen rekenen een commissie voor iedere transactie waarbij de ene valuta voor andere moet worden omgewisseld. De Europese Commissie (1991) schat deze kosten in Europa op 0,5% van het BNP.

Micro-economische efficiëntie

Daarbij wordt het makkelijker voor consumenten om prijzen te vergelijken, hetgeen de

concurrentie bevordert wat ten goede komt van de consument. Dit bevordert micro-economische efficiëntie en maakt het mogelijk de volle vruchten te plukken van de gemeenschappelijke markt.

Wisselkoers onzekerheid

Bij afwezigheid van een wisselkoers bestaat ook geen onzekerheid meer die daarmee gepaard gaat. Daardoor is de aanschaf van financiële producten ter bescherming tegen wisselkoersrisico niet meer nodig. Buitenlandse investeerders worden daarbij niet afgeschrikt door wisselkoersrisico wat hen er mogelijk toe aanzet sneller te investeren, omdat hun rendementseisen lager zijn wegens de afwezigheid van dit risico.

Kwaliteit van monetair beleid

Wanneer de centrale bank van een land een twijfelachtige reputatie heeft in de uitvoering van haar taak, is het van meerwaarde wanneer de monetaire autonomie wordt overgedragen aan een bank die monetair beleid voert over de landen die deel gaan uitmaken van de te vormen monetaire unie. Centrale banken met een twijfelachtige reputatie doen zich voor in landen waarin de centrale bank niet onafhankelijk is, waardoor politici invloed uit kunnen oefenen om bijvoorbeeld begrotingstekorten weg te werken door geld bij te drukken. Dit ligt minder voor de hand bij één centrale bank voor meerdere landen, omdat ieder land zal voorkomen dat de bank handelt in het voordeel van het ene land ten koste van een ander land.

2.2.2 Kosten

Wisselkoers als macro-economisch instrument

Één munteenheid betekent één centrale bank en die centrale bank kan niet reageren op iedere lokale kwestie binnen de monetaire unie. Wanneer een land getroffen wordt door een asymmetrische economische schok, dat wil zeggen een schok die alleen plaatsvindt in één land, is de wisselkoers een zeer nuttig instrument dat een land kan gebruiken om herstel van de schok te bevorderen en vooral om werkloosheid te bestrijden. Ten gevolge van een asymmetrische schok kan bijvoorbeeld de vraag naar een bepaald product wegvallen, hetgeen dient te leiden tot kostenreducties om prijzen en vraag weer tot een niveau met volledige werkgelegenheid terug te brengen. Het depreciëren van de nationale munt is een vrij gemakkelijke manier om hetzelfde resultaat te bereiken; de internationale concurrentiepositie verbetert, waardoor de vraag stijgt (Eichengreen 1992, p. 12). Als de nationale munteenheid wordt opgegeven voor een monetaire unie, geeft het land tevens dit macro-economische instrument op. Wanneer zich vervolgens een asymmetrische schok voordoet, staat de centrale

bank van de monetaire unie voor een dilemma. Indien de vraag in het land waar de schok plaatsvindt wegvalt, kan de centrale bank beslissen de munt in waarde te laten verminderen. Door de verbetering van de concurrentiepositie stijgt echter ook de vraag naar producten uit andere landen in de monetaire unie, terwijl zich daar geen schok heeft voorgedaan. Dit wakkert in die landen ongewenst de inflatie aan. In geval van een asymmetrische schok is hetgeen dat voordelig is voor het ene land binnen de monetaire unie, schadelijk voor het andere. Wanneer de gemeenschappelijke wisselkoers flexibel is, zal de wisselkoers iets dalen wegens de schok, maar wegens de landen waar de schok niet plaatsvindt, niet zo ver als bij afwezigheid van de monetaire unie. De wisselkoers is voor de gehele monetaire unie 'juist', maar voor het ene land te hoog en voor het andere te laag (Mundell 1961, p. 658-660) en Baldwin & Wyplosz 2012, p. 409).

2.2.3 Voorwaarden

In zijn paper stelde Mundell dat een flexibele wisselkoers alleen zinvol is en goed werkt, wanneer de valuta wordt gebruikt een unitair land; oftewel, een land dat niet bestaat uit verschillende regio's die ieder getroffen kunnen worden door asymmetrische schok. Daarbij stelde hij als voorwaarde dat binnen dat land voldoende arbeidsmobiliteit is en er ten opzichte van het buitenland weinig arbeidsmobiliteit bestaat (Mundell 1961, p. 664), waarover hieronder meer. Daarnaast vulden Robert McKinnon (1962) en Peter Kenen (1969) de theorie aan met meer voorwaarden. De drie hoofdcriteria worden uiteengezet met behulp van Baldwin & Wyplosz 2012 (p. 410-415) en de betreffende artikelen van genoemde economen.

Mundell

Mundell stelde dat de mobiliteit van productiefactoren een voorwaarde is voor het goed functioneren van een monetaire unie. Daar waar kapitaal doorgaans mobiel wordt verondersteld, kan het ontbreken van arbeidsmobiliteit een belemmering vormen. Als het ene land met werkloosheid en het andere land in dezelfde monetaire unie met te hoge inflatie te kampen heeft, kunnen beide problemen in één keer opgelost worden wanneer werknemers zich van het land met werkloosheid verplaatsen naar het land waar de prijzen onder druk staan; de werkloosheid daalt in het ene land en in het andere land worden de lonen en daarmee de prijzen geremd in hun stijging door het toegenomen arbeidsaanbod.

Deze gewenste arbeidsmobiliteit kan beperkt worden door verschillende factoren, zoals taal-, cultuur en institutionele barrières. Daarnaast kunnen bijvoorbeeld

opleidingsverschillen of volledig benutte productiecapaciteit in het land met inflatie werknemers verhinderen zich te verplaatsen.

McKinnon

Het criterium dat McKinnon in 1962 toevoegde houdt in dat een land zeer open en veel handel dient te drijven met andere landen om samen een 'optimum currency area' te vormen. De gedachte hierachter is dat het niet van belang is hoe de stand van de wisselkoers is in geval van identieke standaard producten die in beide landen worden geproduceerd. Doordat sprake is van een open economie en er daardoor veel handel plaatsvindt, leidt een verandering van de wisselkoers simpelweg tot een verandering van de prijs van het product in één van de landen, zodat de reële prijzen niet veranderen. Als dit het geval is, kan een schok dus worden opgevangen doordat de prijzen zich aanpassen; oftewel, wanneer prijzen niet star zijn maar flexibel, is de wisselkoers als beleidsinstrument overbodig.

Punt van kritiek op deze voorwaarde is dat de verandering van de wisselkoers van invloed kan zijn op de winstmarges van de export of import. In geval van een deprecitatie zal de prijs van het goed, wanneer aan bovenstaand criterium is voldaan, stijgen. Dit heeft echter als gevolg dat export naar de rest van de wereld bij gelijke wisselkoers relatief aantrekkelijker is geworden wegens een gestegen winstmarge, waardoor bedrijven mogelijk hun activiteiten richten op de export. Een appreciatie heeft het tegenovergestelde gevolg, namelijk een daling van de winstmarge voor de export. Deze kritiek kan gepareerd worden door te stellen dat wanneer bijvoorbeeld de export aantrekkelijker wordt wegens een depreciatie en een prijsstijging van het betreffende product, de import logischerwijs duurder wordt. Wanneer producten bestaan uit geïmporteerde onderdelen, wordt het effect van de hogere inkomsten uit de export weer opgeheven. Hierdoor is er netto nauwelijks een effect van de verandering van de wisselkoers.

Kenen

Kenen voegde hier in zijn paper uit 1969 aan toe dat de productie en export van een land in een monetaire unie breed gediversifieerd en grotendeels gelijk aan andere landen dient te zijn. Hij redeneerde dat asymmetrische schokken problematisch zijn voor een land en dat de omvang van dat nadeel afhangt van de frequentie van dergelijke schokken. Allereerst stelde hij vast dat schokken gerelateerd aan uitgave patronen, zoals consumenten die zich definitief verschuiven van laptops naar tablets, waarschijnlijk het grootst zijn en het langst duren. Deze schokken vinden dan echter plaats in een specifieke industrie en hij redeneerde dat wanneer de totale productie en export voldoende gediversifieerd is, een land weinig zal merken van

een dergelijke schok of dat het om een symmetrische schok gaat zolang een land soortgelijke producten produceert als andere landen van de monetaire unie. Wanneer een land slechts een aantal producten op grote schaal produceert, zoals sommige Afrikaanse landen, zal het veel last ondervinden van een grote, asymmetrische schok.

3. Vóór de invoering van EMU

3.1 Europese Commissie 1990

In 1990 bracht de Europese Commissie ‘One Money One Market’ uit, een rapport dat de potentiële economische gevolgen van EMU met één munteenheid in kaart moest brengen. Als referentiekader gebruikt de Europese Commissie een Europese Gemeenschap waarin de gemeenschappelijke Europese markt gecompleteerd was, inclusief het juridische kader dat het vrij verkeer van goederen, personen en kapitaal mogelijk maakte (ook wel aangeduid als ‘1992’, naar het jaar waarin dit gerealiseerd moest zijn volgens het Delors rapport, zie paragraaf 2.1), plus het lidmaatschap van het European Monetary System (EMS) van alle lidstaten. Oftewel, met ging uit van een volledige gemeenschappelijke markt en een systeem met min of meer vaste wisselkoersen, die ten opzichte van elkaar fluctueerden in een bandbreedte van 2,25%.

Wegens de invoering van EMU zullen volgens het rapport verschillende ‘mechanismen’ worden geactiveerd en van invloed zijn op elkaar. Het rapport probeert een gestructureerd conceptueel raamwerk te creëren waarin deze verschillende mechanismen in detail kunnen worden besproken. De ketting van oorzaak en gevolg die ontstaat na invoering van de EMU verdeelt het rapport in verschillende fasen. De eerste fase betreft systematische veranderingen, inhoudende het invoeren van een enkele munteenheid, het oprichten van een Europese Centrale Bank, het completeren van één Europese markt (‘1992’) en regels voor nationale begrotingen. De tweede fase houdt de aanpassing in monetair en economisch beleid van lidstaten in, zoals de gemeenschappelijke toewijding aan prijsstabiliteit en het opvolgen van de restricties die gelden voor het begrotingsbeleid. In de derde fase zullen bedrijven, vakbonden, consumenten, financiële markten en andere economische agenten hun gedrag aanpassen aan de ontwikkelingen van fasen één en twee. De vierde en laatste fase kenmerkt zich door drie doelstellingen van economisch beleid, te weten micro-economische efficiëntie, macro-economische stabiliteit en gelijkheid wat betreft de verdeling tussen landen en regio’s van de gevolgen van EMU. De veranderingen die plaatsvonden in de eerste drie fasen leiden allen tot één of meer van deze drie doelstellingen; de eerste drie fasen komen dus samen in de laatste fase (Europese Commissie 1990, p. 17-20).

Het rapport onderscheidt zestien mechanismen die worden geactiveerd ten gevolge van de veranderingen die plaatsvinden in bovenstaande fasen. Aan de hand van deze

mechanismen wordt vervolgens de uiteindelijke analyse gemaakt die de opbrengsten en kosten van de EMU in kaart brengt. Benadrukt wordt dat de gevolgen van de EMU complex en verschillend van aard zijn; er zijn zowel opbrengsten als kosten, directe als indirecte effecten en zowel automatische als voorwaardelijke effecten. Het betrouwbaar uitdrukken in cijfers van de gevolgen is daarom, zeker voorafgaand aan de invoering, slechts mogelijk in sommige gevallen. Het rapport geeft daarom aan dat het, los van het feit dat het al lastig is de effecten van verschillen aard samen mee te wegen, niet mogelijk is een totale kwantitatieve inschatting te maken van de netto voordelen van EMU.

De mechanismen worden verdeeld in vijf groepen: efficiëntie en groei, prijsstabiliteit, overheidsfinanciën, aanpassingen aan de economie zonder de wisselkoers te kunnen veranderen en het internationale systeem. De eerste twee groepen bevatten de belangrijkste directe gevolgen van EMU. De derde en vierde groep bevatten belangrijke indirecte gevolgen en tevens voorwaarden voor het succesvol functioneren van EMU. De laatste groep bevat de gevolgen voor de internationale economie en het internationale monetaire stelsel, in de vorm van de implicaties voor macro-economische stabiliteit en op micro-economisch niveau voor het bedrijfsleven en banken.

De verschillende mechanismen worden in het rapport uitgebreid uitgewerkt, inclusief de achterliggende theorie en het gebruik van data en relevant onderzoek. Dit neemt in het rapport ruim 140 pagina's in beslag, waardoor het tot in detail bespreken van deze mechanismen lastig is. Ze worden daarom hieronder kort toegelicht. Veel gevolgen zijn niet of lastig te kwantificeren; waar het rapport dit doet wordt dit uiteraard vermeld. Dertien van de zestien mechanismen worden als positieve ontwikkelingen beschouwd, één als een nadelig effecten (nummer 11) en van twee mechanismen wist men niet of deze tot voordelen of nadelen zouden leiden ten gevolge van de invoering van EMU (nummers 8 en 12). De grootte van het effect kan tevens verschillen per de hierboven omschreven fasen.

Het rapport stelde als doel een conceptueel raamwerk te bieden waarmee een analyse van de economische gevolgen van EMU gemaakt kon worden, maar gezien de hoeveelheid positieve mechanismen en vanwege een aantal passages, merk je als lezer al snel dat de uitkomst ten gunste van de invoering van EMU gaat uitvallen. Een voorbeeld is hoe mechanisme 11 wordt benaderd, één van de grootste nadelige effecten, te weten het verlies van de nominale wisselkoers als macro-economisch instrument. Het wordt direct gebagatelliseerd: *“The loss of the nominal exchange rate instrument implied by EMU is the most important economic cost involved, but this should not be exaggerated for several reasons”* (Europese Commissie 1990,

p. 24). Vervolgens worden drie redenen voor deze stelling gegeven, die hieronder bij mechanisme 11 uiteen worden gezet.

3.1.1 Mechanismen

Efficiëntie en groei

1. Het verdwijnen van wisselkoers variabiliteit en onzekerheid

Door de invoering van de euro verdwijnt de wisselkoers, waardoor ook de daarmee samenhangende variabiliteit en onzekerheid tot het verleden behoort. Variabiliteit en onzekerheid is schadelijk voor de economie. Volgens het rapport doen wisselkoers premies zich ook voor in geval van zo goed als vaste wisselkoersen (zoals in geval van EMS), waardoor een overgang naar EMU zeer voordelig zou zijn wegens het wegvallen van die premies. Bewijs duidt op een toename van buitenlandse investeringen en uit een enquête blijkt dat bestuurders van grote bedrijven positief reageren op het wegvallen van het wisselkoersrisico; wisselkoersonzekerheid wordt ondanks mogelijkheden tot hedgen nog gezien als een handelsbarrière. Daarbij wordt aangegeven dat hedgen voor kleinere bedrijven vaak te duur of ingewikkeld is. Dit gevolg is lastig te kwantificeren omdat economische theorie de relatie tussen wisselkoersonzekerheid en handel of investeringen definieert (Europese Commissie 1990, p. 68). Het rapport bespreekt eerst de theoretische aspecten en het ontbreken van empirische eenduidigheid; het stelt dat het daardoor lastig is uitspraken te doen over de grootte van het effect. Daarom wordt gekeken naar de directe economische voordelen die het wegvallen van het wisselkoersrisico kan bewerkstelligen; te weten het kosteloos hedgen van alle handel en kapitaaltransfers. Desalniettemin wordt ook hier geen uitspraak gedaan of de grootte van de opbrengst; wegens de vele soorten en maten van hedgen en het feit dat veel bedrijven niet overgaan tot hedgen maakt kwantificeren alsnog lastig (Europese Commissie, p. 74-75).

2. Het verdwijnen van transactiekosten

Dit is het effect dat direct zijn intrede zal doen en waarvan het meest precies kan worden geschat hoe groot de opbrengsten zullen zijn. Transactiekosten worden door banken in rekening gebracht bij het omwisselen van valuta. Dit gebeurt bij zowel interbancaire (0,1%) en commerciële (0,3%) transacties en private transfers (12%). Wanneer bij een bank een grote valuta voor een kleine valuta wordt ingewisseld of vice versa kunnen de kosten zelfs oplopen tot 25%. In buitenlandse Europese markten worden transactiekosten op 4% van de winst op verkopen geschat. Het rapport schat de totale besparing op 0,5% van het Europees BNP. Dit

percentage ligt hoger in kleine, open economieën (1%) en lager in grote, op zichzelf staande economieën (0,25%). Tot slot wordt gewezen op de inefficiënties van verschillende internationale betaalsystemen en de kosten die banken daarvoor rekenen; die kunnen alleen met één munteenheid worden opgeheven.

3. Meer voordelen halen uit de gemeenschappelijke markt ('1992')

Dit mechanisme heeft betrekking op de 'E' in EMU; met de Economische Unie wil de Europese Commissie '1992' verder uitbouwen, om de economische opbrengsten van de gemeenschappelijke markt te vergroten. Voorbeelden zijn energie- en transportmarkten verder liberaliseren, investeringen in de infrastructuur, concurrentievervalsing in de vorm van staatssteun tegengaan en in zekere mate harmonisatie op het gebied van onderzoek en ontwikkeling en belastingheffing. Omdat dit geen gevolg is van de invoering van een monetaire unie met één munteenheid zal hier en in stukken van andere economen niet verder op dit gevolg worden ingegaan.

4. Blijvende positieve economische trends

Volgens het rapport toont onderzoek (Baldwin, 1989 en 1990) aan dat de invoering van 1992 en van EMU niet slechts leidt tot eenmalige baten, maar tot een stijging van de onderliggende groei van de economie. Door 1992 en meer investeringen wegens een lager geëist rendement nadat het wisselkoersrisico weg is gevallen, neemt de economische groei toe. Een vermindering van 0,5% van een risicopremie ten gevolge van wisselkoersonzekerheid en onzekerheid van onafhankelijk monetair beleid van verschillende staten, kan het inkomen van de Europese Gemeenschap op termijn met 5-10% doen toenemen (waarmee niet gezegd is dat EMU dit zal bewerkstelligen). Daarbij wordt het 'hysteresis' effect genoemd, duidend op meer optimistische verwachtingen die de economie naar een hoger plan tillen en een hoger werkgelegenheidsevenwicht wordt bereikt. Optimistische verwachtingen gecreëerd door geloofwaardig beleid ten opzichte van het bedrijfsleven kan daardoor 'self-fulfilling' worden. Ondanks dat dit speculatieve argumenten zijn, stelt het rapport dat dit goed mogelijk is gezien de positieve reacties van het bedrijfsleven op 1992 en nu op EMU (Europese Commissie 1990, p. 63-85).

Prijsstabiliteit:

5. De voordelen van prijsstabiliteit

Onder dit mechanisme zet het rapport de voordelen van prijsstabiliteit uiteen en brengt het de economische theorieën in kaart waaruit de economische opbrengsten blijken. Geen bewijs bestaat dat inflatie kan leiden tot groei, werkgelegenheid en inkomen per capita. Alleen op de

korte termijn blijkt theoretisch en empirisch bewijs te staan voor een correlatie tussen hoge inflatie en lage werkloosheid (de Phillips curve). Wel is er enig bewijs dat duidt op een positieve relatie tussen lage inflatie en een goede prestatie van de reële economie. De naoorlogse macro-economische ervaring leert dat landen met hoge inflatie ook een hoge werkloosheid en een laag inkomen per inwoner kennen. Onverwachte inflatie kan leiden tot een vermindering van publieke schuld in reële termen, maar het nadeel is dat markten een premie rekenen voor overheden die er niet om bekend staan prijsstabiliteit na te streven. Daarbij leidt hoge inflatie tot meer variabiliteit en onzekerheid, dat efficiënte bedrijfsstrategieën bemoeilijkt. Het rapport doet geen specifieke uitspraken over de inflatie in de Eurozone, maar uit standaard micro-economische theorie volgt dat verwachte inflatie van 10% leidt tot een direct welvaartsverlies van 0,3% van het BNP.

6. Institutionele factoren (ECB) die prijsstabiliteit bewerkstelligen

Inherent aan een gemeenschappelijke munt is één centrale bank. Deze moet onafhankelijk en geloofwaardig zijn, zodat de markt vertrouwt dat de bank ten alle tijden prijsstabiliteit zal nastreven. Het kan namelijk verleidelijk te zijn de inflatie op te laten lopen, om bijvoorbeeld de productie op de korte termijn te stimuleren of de wisselkoers te devalueren ten behoeve van de productie en werkgelegenheid. Daarnaast betekent inflatie een lagere reële overheidsschuld. Het rapport stelt dat de ECB beter in staat is geloofwaardig en onafhankelijk te zijn dan de gemiddelde centrale bank en dat de ECB de reputatie van de Duitse en Zwitserse centrale bank zal nastreven.

7. Het omlaag brengen van kosten gerelateerd aan het beperken van inflatie

Het terugdringen van inflatie is vaak lastig, vanwege de kosten die daarmee gepaard gaan. Deze kosten worden enerzijds veroorzaakt door de starheid van lonen en prijzen en anderzijds doordat het moeilijk is geloofwaardig inflatie tegen te gaan, vanwege de onder 6 genoemde redenen. Deze kosten zouden geminimaliseerd worden bij een onafhankelijke en geloofwaardige centrale bank, zoals de ECB dat zou zijn. Deze kosten worden niet nader gekwantificeerd (Europese Commissie 1990, p. 87-98).

Overheidsfinanciën:

8. Herziening van nationaal macro-economisch begrotingsbeleid

Doordat nationaal monetair beleid wordt opgegeven, dienen lidstaten nog de mogelijkheid te hebben nationaal fiscaal beleid te gebruiken als macro-economisch instrument. Echter brengt EMU met zich mee dat betrokken landen zich geen buitensporig hoge schulden en tekorten op de betalingsbalans kunnen veroorloven. Flexibiliteit en autonomie is dus alleen mogelijk met

een begrotingstekort en een schuld die binnen de perken blijven. Wanneer dit niet het geval is, kan het land failliet gaan of is het genoodzaakt schuld te gelde te maken, dat een grote bedreiging is voor de stabiliteit van de monetaire unie. Fiscaal moet worden gecoördineerd wanneer wisselkoers of de handelsbalans gecorrigeerd dienen te worden. Toezicht moet grote begrotingstekorten en het uiteenlopen van de rente binnen de Eurozone voorkomen.

9. Directe effecten op uitgaven en inkomsten

EMU leidt tot eenmalige winsten ten gevolge van 'seigniorage' inkomsten; inkomsten ten gevolge van het verschil tussen de waarde van het gedrukte geld en de werkelijke intrinsieke waarde van de materialen waarmee het geld is gemaakt. Dit wordt niet nader gekwantificeerd, maar wel wordt gesteld dat tevens een aantal zuidelijke landen 'seigniorage' inkomsten zullen verliezen ten gevolge van de hogere inflatie en hogere bank reserves. Deze inkomsten zullen tussen 0,5% en 1% van het BNP lager zijn.

10. Indirecte effecten op uitgaven en inkomsten

Door de verhoogde competitieve druk op publieke uitgaven en belastingen zal de efficiëntie in de publieke sector toenemen. Men moet echter oppassen dat publieke goederen niet meer in voldoende mate worden verstrekt en de erosie van belastingheffingen. Ook op dit gebied is coördinatie nodig. Deze effecten worden niet gekwantificeerd (Europese Commissie 1990, p. 100-134).

Aanpassingen economie zonder wisselkoers:

11. Verlies van de wisselkoers aan macro-economisch instrument

Alleen het verlies van het aanpassen van de wisselkoers als macro-economisch instrument (mechanisme 11) wordt expliciet als een nadelig effect van EMU genoemd, maar dit wordt direct gerelativeerd: *"The loss of the nominal exchange rate instrument implied by EMU is the most important economic cost involved, but this should not be exaggerated for several reasons"* (Europese Commissie 1990, p. 24). Vervolgens worden drie redenen voor deze stelling gegeven. Allereerst is de wisselkoers van de euro ten opzichte van de rest van de wereld nog flexibel. Ten tweede hebben deelnemers aan het ERM al de facto afstand gedaan van de mogelijkheid aanpassingen te doen aan de nominale wisselkoers. Ten derde zeggen nominale wisselkoersen niet alles over reële wisselkoersen die ontstaan ten gevolge van verschillen in loonkosten en concurrentiekracht. Nominale wisselkoersen dienen dus slechts om te compenseren voor verschillen in inflatie tussen landen. Tot slot kan het aanpassen van de wisselkoers en daarmee het verbeteren van de concurrentiepositie voor een korte periode

de effecten van een asymmetrische schok opvangen, maar dit heeft inflatie en afvlakking van de baten op het gebied van werkgelegenheid tot gevolg.

12. Mogelijkheid tot aanpassing reële wisselkoers

De reële wisselkoers kan nog steeds worden aangepast, doordat lonen en bepaalde prijzen, zoals die van huizen en vastgoed, nog kunnen variëren tussen regio's. Daarbij zouden de afgelopen twee decennia niet hebben aangetoond dat verschillen in reële wisselkoersen geen verschillen in groei konden verklaren. Hierdoor zou het niet direct noodzakelijk zijn om de mogelijkheid te hebben die reële wisselkoers aan te kunnen passen.

13. Minder land specifieke schokken

Volgens het rapport is de kans op land specifieke schokken in de toekomst lager. Allereerst wordt dit veroorzaakt doordat de industriële handel en investeringen binnen de Eurozone meer verweven worden en veel landen veel producten importeren en exporteren. Hierdoor komt het minder vaak voor dat een land zich in een paar producten specialiseert, waardoor schokken minder regio- of land specifiek worden en daarmee minder asymmetrisch (zie ook het criterium geïntroduceerd door Kenen in paragraaf 2.2.3). Ten tweede zorgt een geloofwaardige monetair beleid ervoor dat loononderhandelaars terughoudender zijn een slechtere concurrentiepositie te veroorzaken, nu een devaluatie in de toekomst geen optie is. Ten derde zorgt EMU ervoor dat land specifieke asymmetrische schokken ten gevolge van bewegingen in de wisselkoers van landen verdwijnen.

14. Beschikbaarheid financiële stromen om schokken op te vangen

Restricties ten gevolge van de betalingsbalans behoren tot het verleden, doordat private markten alle leners zullen financieren en spaargelden en investeringen zullen niet langer de restrictie vormen op nationaal niveau (Europese Commissie 1990, p. 136-176)

Internationale systeem:

15. De Europese munt als grote internationale valuta

Doordat de euro wereldwijd een veelgebruikte valuta wordt bespaart dit de Euro-zone nog eens 0,05% van het BNP aan transactiekosten. De euro wordt ook gebruikt om bezittingen en schulden in uit te drukken, mogelijk zo'n 5% van de wereld portfolio. Seigniorage opbrengsten worden geschat op een eenmalige 35 miljoen dollar. Reserves in euro's van niet-Europese centrale banken zullen toenemen.

16. Sterkere positie binnen internationale samenwerking

EMU versterkt de positie van Europa in internationale forums. Europa kan op die manier makkelijker effectief monetair beleid naar haar belangen op wereldlijk niveau beïnvloeden.

Zo ontstaat een gebalanceerd monetair regime met drie grote pijlers (Europese Commissie 1990, p. 178-199)

3.2 Eichengreen 1992

Als basis voor een kritische kijk op EMU wordt de paper ‘Should the Maastricht treaty be saved?’ van Barry Eichengreen besproken. Eichengreen schreef zijn paper in 1992, nadat het enthousiasme voor het Verdrag van Maastricht en EMU in korte tijd behoorlijk was afgezwakt. Het verdrag werd in Denemarken door middel van een referendum weggestemd en in Frankrijk werd het verdrag met een nipte meerderheid aangenomen. Het Franse referendum werd daarbij voorafgegaan door een crisis op de wisselkoersmarkt. Dit gaf de twijfel weer die de markt had in de geloofwaardigheid van Europese staten inzake hun toewijding aan het vastpinnen van hun wisselkoersen en daarmee gaf het de twijfel weer aan de levensvatbaarheid van het Verdrag van Maastricht. Eichengreen stelde zich de vraag of het Verdrag van Maastricht en daarmee EMU gered moest worden. Hiertoe maakte hij onder andere een kosten-batenanalyse van EMU. Daarnaast bracht hij andere aspecten van EMU, zoals de gevolgen voor fiscaal beleid en de rol van de ECB in kaart, waar hier niet verder op in zal worden gegaan, tenzij dit voor de hand ligt in de context van de kosten-batenanalyse. Hij maakte dus een analyse die qua inhoud een grote overlap vertoont met het rapport van de Europese Commissie uit 1990. Hieronder volgt een overzicht van zijn analyse. In tegenstelling tot het rapport van de Europese Commissie, verdeelt Eichengreen de gevolgen van EMU wel in opbrengsten en kosten.

3.2.1 Opbrengsten

Eichengreen brengt de opbrengsten terug tot drietal mogelijk positieve gevolgen: het verdwijnen van transactiekosten ten gevolge van wisselkoersen, de toegenomen geloofwaardigheid van betrokken lidstaten voor wat betreft hun toewijding aan prijsstabiliteit en de hogere efficiëntie in de allocatie van bronnen wegens het wegvallen van wisselkoersonzekerheid, ofwel het stimuleren van marktintegratie en de gemeenschappelijke markt.

Transactiekosten

Eichengreen is vrij bondig over de transactiekosten. De Europese Commissie stelt dat de hoogte van de transactiekosten per lidstaat kan variëren van 0.1% tot 1% van het BNP, afhankelijk van o.a. de grootte en de openheid van de economie van de lidstaat, en dat het

gemiddelde van de Europese lidstaten op 0.4 % van het BNP ligt. Eichengreen vindt dit, zelfs wanneer de voordelen die versimpeling van accounting en cash-management procedures met zich meebrengt worden meegewogen, simpelweg een lage opbrengst wanneer wordt gekeken naar de onzekerheden en valkuilen die gepaard gaan met het proces dat moet leiden tot EMU.

Prijsstabiliteit

Wat betreft prijsstabiliteit stelt Eichengreen dat het European Monetary System (EMS) niet de oorzaak is van de prijsstabiliteit in de bij EMS betrokken landen. De inflatie in verschillende landen daalde en groeide naar elkaar toe in de jaren '80, maar dit zou zijn veroorzaakt door een veranderde houding van staten jegens prijsstabiliteit. Eichengreen baseert zijn uitspraken op onderzoek (Collins, 1988 en Collins en Giavazzi, 1993), waarbij een regressie werd uitgevoerd van geld groei, BNP groei en veranderingen in inflatie op inflatie en een dummy werd opgenomen voor lidmaatschap van EMS. In verschillende regressies blijkt het lidmaatschap van EMS niet van significante invloed te zijn op de inflatie. Het nadeel van EMS is dat landen nog altijd de optie hebben om eruit te stappen, een expansief economisch beleid te voeren en de munt te devalueren (Eichengreen 1992 p. 5, ontleend aan Frankel en Philips, 1991). Door de invoering van EMU zou dit nadeel worden weggenomen. Eichengreen redeneert echter dat het niet van invloed zijn van EMS op de inflatie impliceert dat het nadeel van mogelijke uittreding van landen geen reden is om over te gaan tot een monetaire unie. Zolang de toewijding van landen om prijsstabiliteit na te streven aanwezig en geloofwaardig is, kan de gewenste prijsstabiliteit worden bewerkstelligd. Immers, het onderzoek van Collins suggereert dat de houding van overheden jegens inflatie de prijsstabiliteit heeft veroorzaakt.

Marktintegratie

Eichengreen ziet als laatste mogelijke voordeel van EMU de bijdrage die zij kan leveren aan verdere marktintegratie. Het wegvallen van wisselkoersrisico zou handel tussen landen kunnen bevorderen, ook al is daar volgens Eichengreen in 1992 nog weinig bewijs voor gevonden in onderzoek. Daarbij noemt hij onderzoeken (McKinnon, 1963 en Kenen, 1979) waarin weinig tot geen bewijs wordt gevonden voor de negatieve invloed die wisselkoersrisico zou hebben op investeringen. Hij haalt zelfs onderzoek aan (Cushman, 1988), waaruit een positieve invloed blijkt van wisselkoersvariabiliteit op investeringen, dat door Cushman wordt verklaard door portfolio diversificatie toe te passen over verschillende valuta, om het risico te beperken. Tot slot bekritiseert Eichengreen het argument van de Europese Commissie in haar rapport uit 1990 dat monetaire unificatie een noodzakelijk vereiste is voor het volbrengen van de gemeenschappelijke markt ('1992'). De Europese

Commissie stelde dat de leden van EMS in de jaren '80 de vruchten hebben geplukt van een lange tijd van wisselkoersstabiliteit. Periodieke aanpassingen aan de wisselkoers veroorzaken doorgaans serieuze concurrentie problemen, maar dit was wel mogelijk, doordat kapitale restricties de reserves van banken beschermden tegen speculanten die een wisselkoersaanpassingen verwachtten. Kapitale restricties werden ten gevolge van 1992 opgeheven, waardoor monetaire unificatie onvermijdelijk zou volgen ter bescherming tegen speculatieve aanvallen. Eichengreen stelt echter dat een vrije wisselkoers ook een optie is nadat de kapitale restricties zijn opgeheven en noemt als voorbeeld de North American Free Trade Agreement (NAFTA) tussen de Verenigde Staten, Canada en Mexico, waarbij nauwelijks discussie heeft plaatsgevonden over monetaire unificatie of wisselkoersstabiliteit en waarbij het niet overduidelijk is dat vrije wisselkoersen een belemmering vormen voor integratie van de markten van deze drie landen. Dit zou volgens het 'onmogelijke drie-eenheid principe' (zie paragraaf 2.1.3) inderdaad mogelijk moeten zijn; autonoom monetair beleid en geen kapitaalrestricties, met flexibele wisselkoersen.

Ten tweede is het volgens Eichengreen niet gezegd dat het opheffen van kapitaalrestricties een bedreiging vormt voor stabiele wisselkoersen. Als voorbeeld noemt hij de wisselkoers tussen de Belgische en Luxemburgse Franc, die al ruim vijftig jaar vast stond. Het standaard antwoord waarom de landen van de EEG dit niet konden doen is dat Luxemburg geen centrale bank heeft en niet monetair onafhankelijk is in tegenstelling tot landen van de EEG en dat een nationale bank nooit volledig geloofwaardig kan zijn wanneer zij stelt ten koste van alles wisselkoers stabiliteit na te streven. Volgens Eichengreen staat deze stelling niet zonder meer vast en is er onderzoek dat aantoont dat Europese centrale banken ook in afwezigheid van kapitaalrestricties wisselkoersen kunnen vastzetten, omdat kapitaal eerder naar stabiele dan naar instabiele regio's vloeit (dit zou weer niet overeenkomstig het 'onmogelijke drie-eenheid principe' zijn). Daarbij geeft hij nog een voorbeeld van de negentiende eeuw, waarin landen hun valuta geloofwaardig koppelde aan de goud standaard (ontleend aan McKinnon, 1993), ook al bestonden er wel verschillen tussen de situatie toen en nu.

Eichengreen concludeert dat het verleden uitwijst dat veel voordelen van monetaire unificatie ook bereikt kunnen worden door min of meer vaste wisselkoersen te hanteren tussen verschillende valuta. Wel maakt hij daarbij de kanttekening dat een aantal randvoorwaarden aanwezig bij de voorbeelden die hij noemt uit het verleden, niet aanwezig zijn in het Europa van de jaren '90.

3.2.2 Kosten

Verlies wisselkoers als macro-economische instrument

Eichengreen ziet als meest evidente nadeel het verlies van de nationale wisselkoers als macro-economisch instrument, zoals beschreven in paragraaf 2.2.2 en 3.1.1 als nadeel van EMU. Hij analyseert de verschillende facetten en beziet hoe groot dit nadeel is gezien de macro-economische kenmerken van de EEG.

Volgens Eichengreen hangt de waarde van het hebben van een vrij wisselkoers als land af van de frequentie waarmee asymmetrische schokken zich voordoen. Logisch, aangezien in geval van een asymmetrische schok duidelijk wordt dat het niet hebben van een vrije wisselkoers nadelig is; hoe meer schokken, hoe groter het nadeel van EMU en het niet hebben van een eigen wisselkoers als land. Hiertoe onderzocht hij de correlatie van productie variabiliteit en inflatie tussen EEG lidstaten en tussen regio's in de Verenigde Staten. De correlatie tussen regio's in de Verenigde Staten blijkt hoger te zijn dan tussen EEG landen, hetgeen suggereert dat binnen de EEG zich meer asymmetrische schokken voordoen dan in de Verenigde Staten. Ceteris paribus impliceert dit dat een monetaire unie zich minder goed leent voor de EEG dan voor de Verenigde Staten. Tevens stelt Eichengreen dat de regionale specialisatie ten gevolge van marktintegratie door 1992 het nadeel van het ontbreken van wisselkoersbeleid als macro-economisch instrument vergroot. Door regionale specialisatie stijgt immers de concentratie van een bepaalde sector in een regio; wanneer zich een economische schok voordoet, zal deze meer van asymmetrische aard zijn dan wanneer deze sector nog was verspreid over meerdere regio's, bijvoorbeeld over verschillende EEG landen. Opmerkelijk is dat de Europese Commissie op dit punt juist de andere kant op redeneert; door de marktintegratie gaat een land meer producten in- en exporteren, waardoor de relatieve specialisatie en het aantal asymmetrische schokken afneemt.

Geen monetaire autonomie

Eichengreen stelt dat naast het wegvallen van de nationale wisselkoers, een EEG lidstaat na invoering van de monetaire unie ook geen expansief monetair beleid, zoals het verhogen van de rente of het geldaanbod verhogen door leningen op te kopen, kan voeren, omdat deze bevoegdheden over zijn gedragen aan de Europese Centrale Bank. Vervolgens kijkt hij naar andere mechanismen die mogelijk de werkloosheid kunnen drukken bij een asymmetrische schok, te weten het verlagen van de lonen en prijzen, arbeidsmigratie, kapitaalverplaatsing en fiscale transfers. Onderzoek van Bayoumi en Eichengreen (1993c) toont aan dat EEG lidstaten zich langzamer herstellen van economische schokken dan Amerikaanse staten, dat

suggereert dat bovenstaande vier mechanismen relatief traag in werking worden gezet.

Wat betreft lonen is het algemeen bekend dat zij minder flexibel zijn in Europa dan in de Verenigde Staten. Dit betekent dat de overgang tot een monetaire unie dus kostbaarder kan zijn dan in bijvoorbeeld de Verenigde Staten. Doordat monetaire macro-economische instrumenten wegvallen voor lidstaten, accepteren werknemers in de toekomst wellicht sneller loon flexibiliteit. Daartegenover stelt Eichengreen dat de economische en monetaire unificatie van Duitsland aantoont dat een monetaire unie niet noodzakelijkerwijs leidt tot meer loon flexibiliteit, omdat men in Oost-Duitsland met veel werkloosheid hogere lonen eisten, in plaats dat zij vanwege de werkloosheid lagere lonen accepteerden.

Arbeidsmigratie is ondanks de creatie van een gemeenschappelijke markt door 1992 minder aanwezig, wegens culturele en taal barrières. Eichengreen citeert onderzoek waaruit blijkt dat de arbeidsmigratie *binnen* Europese landen zelfs lager is vergeleken met de Verenigde Staten (ontleend aan De Grauwe en Vanhaverbeke, 1991).

Het wegvallen van wisselkoersrisico heeft mogelijk als gevolg dat kapitaalmobiliteit stijgt wegens de verlaging van het risico. In geval van een zwakke betalingsbalans van een EEG land zonder monetaire unie, wordt de instroom van kapitaal beperkt, stijgt de rente verder nadat deze al was gestegen door het tekort op de betalingsbalans en ontmoedigt dit uiteindelijk investeringen wegens het risico op devaluatie, terwijl investeringen juist nodig zijn voor economisch herstel. Dit wordt voorkomen in een monetaire unie, ook al stelt Eichengreen dat EEG landen nog altijd de formele bevoegdheid hebben uit de unie te stappen, waardoor het devaluatie risico voor investeerders in theorie blijft bestaan.

3.3 Krugman 1992

Krugman was net als Eichengreen sceptisch over de invoering van EMU. Hij stelde zich twee vragen; of EMU Europa iets goeds zou brengen en hoe de overgang plaats zou moeten vinden. Hier zal zijn antwoord op de eerste vraag worden besproken. Hij maakt hierbij een minder uitgesproken indeling in opbrengsten en kosten. Krugman stelt allereerst vast dat de theorie van Optimal Currency Areas intellectueel zeer bruikbaar is, maar lastig te toetsen in de praktijk. Volgens hem is een schatting van de kosten van een muntunie nog enigszins te maken, maar kan men de voordelen van een muntunie simpelweg niet meten.

Vergelijking met Verenigde Staten

Hij vindt de vergelijking van de Europese Gemeenschap met de Verenigde Staten van Amerika, zoals Eichengreen die maakt, geen gelukkige. Asymmetrische schokken zijn groter

in Europa dan in de Verenigde Staten, ondanks dat over dat punt onenigheid bestaat in de literatuur; bepaald onderzoek (Eichengreen en Bayoumi, 1992) wijst op substantieel grotere asymmetrische schokken in Europa, maar zelf heeft hij in eerder onderzoek betoogt dat de specialisatie van Amerikaanse regio's hen blootstelt aan grotere schokken. In ieder geval staat vast dat de Europese economie zeer divers is, waardoor landen gebaat zijn bij een flexibel wisselkoersmechanisme. Ook kaart hij net als Eichengreen de kwestie van het verschil in arbeidsmobiliteit aan tussen Amerika en Europa. Europeanen lijken zelfs in hun eigen land aanzienlijk minder bereid te verhuizen ten behoeve van hun werk dan Amerikanen. Tot slot wijst hij op het gebrek aan politieke eenheid in Europa, dat consequenties heeft voor fiscaal beleid. In de Verenigde Staten vangt het systeem met een federale overheid al voor een groot deel asymmetrische schokken op. Dit komt doordat sociale verzekeringen, defensie en andere hulpprogramma's centraal zijn geregeld, waardoor automatisch kapitaal stroomt naar staten die in slecht weer verkeren. Het budget van de Europese Gemeenschap is te klein om dezelfde stabiliserende rol te vervullen.

Micro-economische gevolgen

Daarnaast kijkt Krugman naar de micro-economische gevolgen van EMU. Hij stelt dat het algemeen beeld is dat naast het wegvallen van transactiekosten, meerdere baten zich voordoen bij een overgang van een flexibele op een vaste wisselkoers of op een muntunie. Deze baten zouden onder andere bestaan uit het wegvallen van informatiekosten en kosten gerelateerd aan het maken van beslissingen, veroorzaakt door verschillende valuta's en onvoorspelbare wisselkoersen. Oftewel, één munteenheid maakt het makkelijker om bijvoorbeeld prijzen te vergelijken, hetgeen beslissingen maken makkelijker maakt en de efficiëntie bevordert. Krugman stelt echter dat het praktisch onmogelijk is deze laatste kostensoort te meten. Hij betoogt zelfs dat deze informatiekosten, hoe hoog of laag ze ook mogen zijn, de afgelopen decennia eerder gedaald dan gestegen zijn. Dit is vanwege de snelle vooruitgang op het gebied van informatie verwerking; als voorbeeld noemt hij het gebruik van een credit card en een bank die de juiste wisselkoers uitrekent, zonder dat je zelf hoeft te rekenen en je geld moet wisselen. De transactiekosten die gepaard gaan met verschillende valuta zijn uiteraard wel meetbaar en schattingen liggen op ongeveer 3 procent van de totale handelswaarde. Dit is niet insignificant, maar volgens Krugman niet genoeg reden om toe te treden tot een muntunie.

Prijstabiliteit

Krugman constateert dat veel enthousiasme voor EMU wordt verklaard door het succes van

de European Monetary System of door het Exchange Rate Mechanism (EMS en ERM, zie paragraaf 2.1.3). Economen hebben als gevolg daarvan hun aandacht verplaatst naar de discipline en geloofwaardigheid van staten op het gebied van monetair beleid. Krugman betwist dat het toetreden tot EMS heeft geleid tot meer discipline en geloofwaardigheid, maar zelfs wanneer men veronderstelt dat EMS de inflatie naar beneden heeft gebracht in Europa, vindt hij dit geen argument om over te gaan tot EMU. In zijn ogen was het succes van ERM afhankelijk van het feit dat het bestrijden van inflatie destijds de hoogste prioriteit was en de centrale rol die Duitsland met zijn Bundesbank daarin speelde. In geval van EMU is van deze succesfactoren geen sprake; minder nadruk lag inmiddels op het bestrijden van inflatie en de Bundesbank zal geen leidende rol kunnen spelen. Krugman denkt daarom dat EMU niet tot het inflatieniveau leidt van het land met de laagste inflatie (Duitsland). Volgens hem is er geen reden te veronderstellen dat het collectief geloofwaardiger is dan wel dat EMU leidt tot een lagere inflatie dan een gemiddelde van alle landen.

Hij concludeert dat het afgelopen decennium geen nieuw bewijs naar voren is gekomen waaruit zou blijken dat EMU een beter idee is dan het was in het verleden. Ook Krugman stelt dat de overgang tot EMU niet kan worden gerechtvaardigd op economische gronden. Politieke beweegredenen blijven dan over. EMU is een politiek gebaar; bij een centraal bestuurde politieke eenheid hoort één munteenheid.

3.4 Kenen 1995

Van 'hard' naar 'zacht' EMS

In zijn kosten en baten analyse neemt Kenen als vertrekpunt de crisis van 1992-1993, waarin speculatieve aanvallen plaatsvonden op de Italiaanse lira en de Britse pond (zie paragraaf 2.1.3). Als gevolg van de crisis werd de bandbreedte door landen die nog participeerden in het ERM verhoogd naar 15%. Hierdoor veranderde het ERM praktisch in een mechanisme dat flexibele wisselkoersen hanteerde. Voorheen, zoals in het rapport van de Europese Commissie (1990), werden de kosten en baten van EMU vergeleken met de 'harde' versie van EMS met een bandbreedte van 2,25%, waarin de wisselkoersen mochten fluctueren. De bandbreedte van het nieuwe EMS had als gevolg dat landen nu de facto weer autonoom waren in hun monetair beleid. Dit in tegenstelling tot het 'harde' EMS, waarbij landen hun eigen monetair beleid in de praktijk hadden opgegeven doordat zij dat van Duitsland en de Bundesbank volgden. In zijn analyse benadrukt hij het verschil tussen vergelijking met het oude en nieuwe EMS; volgens Kenen werden door deze ontwikkeling de voordelen van EMU ten opzichte

van EMS groter.

Het toonde allereerst aan dat een systeem van vaste wisselkoersen niet immuun was voor speculatieve druk. Ten tweede liet het zien dat de grootste leiders ook fouten maken, toen Duitsland besloot de rente te verhogen en andere landen niet volgden, met grote kosten voor verschillende economische partners als gevolg. Een dergelijk systeem kan niet overleven wanneer de doelstellingen van de leider zich beperken tot het domein van de leider, waardoor te weinig rekening wordt gehouden met belangen van andere participerende landen. Op basis van deze twee argumenten zou EMU een aanzienlijke verbetering zijn ten opzichte van EMS. Kenen vergelijkt een aantal kosten en baten met zowel het harde als het zachte EMS.

Kosten

Duitsland zou door EMU zijn monetaire leiderschap op moeten geven en daarmee zijn vrijheid van het nastreven van prijsstabiliteit in Duitsland. Het zou moeten kiezen tussen vertrouwen op de ECB of vertrouwen op buitenlandse wisselkoers markten om appreciatie van de Duitse mark te voorkomen. Tevens kan niet worden verwacht dat de ECB dezelfde geloofwaardigheid heeft als de Bundesbank; mogelijk lukt het de ECB niet prijsstabiliteit te bewerkstelligen of is dit kostbaarder in termen van productie en werkgelegenheid.

Opbrengsten

Vervolgens noemt Kenen twee vaak genoemde baten ten opzichte van EMS, te weten de eliminatie van transactiekosten (door de Europese Commissie (1990) geschat op 0,5% van het BNP) en het wegnemen van wisselkoersrisico. Dit tweede aspect zou allereerst moeten leiden tot meer geïntegreerde kapitaalmarkten, waarbij de rente op de lange termijn van landen met een zwakke munteenheid zou dalen. Ten tweede zou de handel tussen EMU landen moeten toenemen en investeringen moeten vergroten. Echter is volgens Kenen zeer weinig bekend over de grootte van deze effecten. Daarbij is hij kritisch over de manier waarop de Europese Commissie (1990) deze effecten heeft gemodelleerd; hij refereert aan onderzoek waaruit volgt dat bij gebruik van meer conservatieve methoden de voordelen ten opzichte van ERM lager uitvallen. Ook is volgens hem de invloed op handel en investeringen onderwerp van discussie. Uit een aantal onderzoeken blijkt dat het wegvallen van de wisselkoers een positieve invloed heeft, maar hierbij wordt de nadruk gelegd op korte termijn wisselkoers fluctuaties, terwijl dat risico makkelijk af te dekken is. In ieder geval kan niet gezegd worden dat het grote voordelen oplevert ten opzichte van het harde EMS, omdat daarbij ook redelijke zekerheid bestond over de renteontwikkeling in de toekomst.

Dit is echter veranderd door de crisis en de bandbreedte van 15%. Hierdoor is het wisselkoersrisico weer reëel en toegenomen. De kosten van een flexibele wisselkoers zijn dus groter dan onder EMS; ongeacht het feit dat de precieze grootte niet bekend is. Ondanks dat landen met de grotere bandbreedte autonomie hadden teruggewonnen wat betreft monetair beleid, maakten ze hier nauwelijks gebruik van. Desalniettemin doet een land dat prijsstabiliteit nastreeft er goed in toe te treden tot EMU. Immers, zeker bij een bandbreedte van 15% bestaat de mogelijkheid dat overheden bezwijken onder de druk ten gevolge van bijvoorbeeld hoge werkloosheid en hun munt depreciëren of de inflatie anderszins aanwakkeren. Ook zouden flexibele wisselkoersen mogelijk een bedreiging vormen voor de gemeenschappelijke markt. Als laatste voordeel citeert Kenen een artikel van de Financial Times waaruit blijkt dat bestuurders van grote bedrijven overwegend denken dat een enkele munteenheid de concurrentie verbetert, in tegenstelling tot de invloed van de gemeenschappelijke markt. Hij onderschrijft dit voordeel, maar benadrukt dat het kwantificeren van dit effect lastig tot onmogelijk is.

Daarentegen noemt Kenen onderzoek van Ghosh en Wolf (1994) waaruit volgt dat het verschil in BNP tussen EMU en een systeem van flexibele wisselkoersen 2,5% bedraagt. Oftewel, met een flexibele wisselkoers en zonder EMU produceren de betrokken landen 2,5% meer. Dit zijn weliswaar ruwe schattingen gebaseerd op sterke aannames, zoals dat een verandering van de wisselkoers elke asymmetrische schok kan opvangen.

3.5 Tussenconclusie

Gebleken is dat de Europese Commissie voorafgaand aan de invoering van EMU ervan overtuigd was dat de baten groter waren dan de kosten, althans op papier. Alleen het wegvallen van de nominale wisselkoers als macro-economisch instrument werd gezien als een serieus nadelig gevolg, dat overigens direct gerelativeerd en niet gekwantificeerd wordt. Alle andere 15 effecten ('mechanismen') ten gevolge van EMU kunnen in potentie voordelig zijn ten opzichte van EMS, het wisselkoersregime voorafgaand aan EMU. Een aantal van deze gevolgen, zoals het wegvallen van wisselkoersvariabiliteit en onzekerheid, kwantificeert de Europese Commissie niet. Het enige gevolg dat echt concreet wordt gekwantificeerd is het wegvallen van de transactiekosten (0,5% van BNP). Een laatste groep gevolgen wordt in algemene termen gekwantificeerd, zoals het ontbreken van prijsstabiliteit (een verwachte inflatie van 10% leidt tot een direct welvaartsverlies van 0,3% van het BNP). Concluderend leidt EMU tot meer handel en investeringen, geen transactiekosten, een beter presterende economie, een hoger (Europees) BNP, meer prijsstabiliteit, meer gecontroleerde

overheidsfinanciën en een betere internationale monetaire positie voor Europa. Dit gaat ten koste van de wisselkoers als macro-economisch instrument, maar volgens het rapport kan de reële wisselkoers nog worden aangepast, zal de hoeveelheid asymmetrische schokken afnemen en kunnen schokken makkelijker opgevangen worden.

Eichengreen onderschrijft het wegvallen van transactiekosten. Over andere baten is hij minder positief; hij betwist dat EMU tot meer prijsstabiliteit zal leiden. Daarnaast kent hij geen onderzoek dat bewijst dat het wegvallen van wisselkoersrisico tot meer handel en investeringen leidt. EMU is om verschillende redenen niet nodig om de gemeenschappelijke markt te volbrengen. Wat betreft de kosten gaat Eichengreen in tegenstelling tot de Europese Commissie uit van meer asymmetrische schokken met EMU en dus is het verlies van de wisselkoers kostbaarder. Door het wegvallen van monetaire autonomie moeten euro-landen via lonen en prijzen, arbeidsmigratie, kapitaalverplaatsing en fiscale transfers schokken opvangen, wat op iedere manier behalve kapitaalverplaatsing minder makkelijk gaat dan in de Verenigde Staten. Eichengreen bevestigt alleen het wegvallen van de transactiekosten en ontkracht hij of relativeert hij alle overige mogelijke opbrengsten.

Krugman duidt ook op de verschillen met Amerika waardoor schokken lastig opgevangen kunnen worden. De micro-economische efficiëntie (prijstransparantie en meer concurrentie) relativeert hij en het wegvallen van transactiekosten acht hij net als Eichengreen niet een groot genoeg voordeel. Hij verwacht niet dat EMS tot meer prijsstabiliteit zal leiden.

Kenen is positiever en betoogt dat sinds de crisis in 1992-1993 de voordelen van EMU ten opzichte van EMS groter zijn geworden. Ook hij onderschrijft het verlies van transactiekosten en stelt dat over de gevolgen voor handel en investeringen weinig bekend is.

Geconcludeerd kan worden is dat alleen over het wegvallen van de transactiekosten als positief gevolg overeenstemming bestond in de literatuur voorafgaand aan de invoering van EMU. Overige beweerde positieve gevolgen voor bijvoorbeeld micro- en macro-economische efficiëntie en prijsstabiliteit worden door verschillende auteurs betwist.

4. Na de invoering van EMU

De invoering van de euro 1998 bleek de eerste jaren een groot succes; over het algemeen werd prijsstabiliteit bereikt en waren rentestanden laag, hetgeen de inwoners van de eurozone ten goede kwam (Mongelli & Wyplosz 2009, p. 24). De financiële crisis maakte echter een einde aan de euforie; de zwakheden van EMU werden zichtbaar en de discussies die werden gevoerd voorafgaand aan de invoering laaiden weer op. In dit hoofdstuk zal een blik worden geworpen op recente literatuur waarin de invoering van EMU wordt geëvalueerd. Allereerst wordt wederom eerst gekeken naar het standpunt van de Europese Unie, door te kijken naar een evaluatie die in 2008, tien jaar na de invoering van de euro, door de ECB is gemaakt. Vervolgens wordt een blik geworpen op onafhankelijke evaluaties van economen.

4.1 Europese Centrale Bank 2008

Prijsstabiliteit

De ECB stelt dat de ECB en de EMU de eerste tien jaar goed gepresteerd hebben. Het monetaire beleid van de ECB wordt goed begrepen en wordt gezien als geloofwaardig. Dit heeft mede tot gevolg gehad dat gedurende de eerste tien jaar de gemiddelde inflatie iets boven de 2% heeft gelegen ondanks een aantal exogene schokken en dat de inflatie in de meeste euro-landen aanzienlijk lager lag dan in de decennia voorafgaand aan de euro. Daarbij was de inflatie volatiliteit significant lager dan voorheen. Wegens de geloofwaardigheid van de ECB worden ook de inflatie verwachtingen voor de langere termijn als betrouwbaar en vast gezien door de markt, getuige obligatie yields en enquêtes. Dit is volgens de ECB een groot voordeel voor veel euro-landen, die dit zonder een onafhankelijke ECB niet hadden kunnen bereiken (Europese Centrale Bank 2008, p. 47-51).

Toegenomen handel en concurrentie

Volgens het rapport is de handel in goederen tussen euro-landen sinds 1998 sterk toegenomen; van 26% in 1998 naar 33% van het BNP in 2007. De 'handel' in diensten is in die periode gestegen van 5% naar 7% van het BNP. Daarbij constateert de ECB een verschil in handel tussen euro-landen onderling en met EU-landen die de euro niet hebben ingevoerd, te weten Denemarken, Zweden en het Verenigd Koninkrijk. Sinds de invoering van de euro ligt de gemiddelde jaarlijkse groei van de export naar die landen 3% lager dan de export tussen euro-landen en ligt de import vanuit die landen gemiddeld 2% lager dan de import vanuit andere euro-landen. Voor diensten geldt dit overigens niet; daar is de handel met de drie non euro-landen hoger dan de handel tussen euro-landen, hetgeen mogelijk wordt

verklaard door een sterkere specialisatie in diensten in het Verenigd Koninkrijk en een interne Europese markt voor diensten die nog erg gefragmenteerd is. Bovenstaande toename in de handel wordt toegeschreven aan het voordeel dat wordt behaald uit het wegvallen van wisselkoers variabiliteit. Bovenop deze handel wijst het rapport ook op toegenomen handel ten gevolge van het vormen van een monetaire unie, het zogenaamde Rose effect, genoemd naar de econoom Andrew Rose die deze toegenomen handel in een monetaire unie met een model in kaart bracht (Rose 2000). Veel empirisch onderzoek is gedaan naar het Rose effect; oorspronkelijk dacht men dat het effect erg groot was (Rose schatte een verdriedubbeling van de handel), maar in de loop der jaren is men redelijk tot de consensus gekomen dat het gaat om stijging van de handel van 2 tot 3 % (ontleend aan M. Bun en F. Klassen 2007). Waarschijnlijk heeft het Rose effect zich vooral voorgedaan in industrieën waarbij initiële exportkosten voorafgaand aan invoering van EMU hoog lagen, zoals in geval van zeer gedifferentieerde consumptiegoederen als voedsel. De ECB stelt op basis van enkele onderzoeken tot slot dat bedrijven minder dan tevoren verschillende prijzen in euro-landen hanteren en dat de prijzen in de eurozone convergeren. Over het algemeen, concludeert de ECB, lijkt de euro de transactie- en vaste kosten te hebben laten dalen en hebben de consumenten van deze daling geprofiteerd door lagere handelsprijzen (Europese Centrale Bank 2008b, p. 89-91).

De ECB geeft ook aan dat de concurrentie is gestegen doordat de invoering van de euro heeft bijgedragen aan de integratie van de gemeenschappelijke markt. Als reden wordt gegeven dat euro-landen worden gezien als prettig export gebied; meer bedrijven leidt tot meer concurrentie, wat gepaard gaat met schaalvergroting, dalende marginale kosten, een grotere variëteit aan producten, hogere productiviteit en lagere prijzen (Europese Centrale Bank 2008b, p. 91-92, ontleend aan Ottaviano, Taglioni en di Mauri, 2007).

Toegenomen kapitaalstromen

De buitenlandse investeringen, in de vorm van fusies en overnames en portfolio investeringen, zijn volgens het rapport toegenomen. Tussen euro-landen zijn de investeringen als percentage van de totale buitenlandse investeringen toegenomen van 35% in 1999 naar 45% in 2006. Dit gaat vooral op voor goederen; diensten laten ook wat betreft buitenlandse investeringen een daling zien tussen euro-landen onderling. De ECB stelt dat EMU verantwoordelijk kan zijn voor deze ontwikkelingen, wegens de verlaging van transactie- en vaste kosten, de verlaging van kosten van aandelenkapitaal en obligaties en de invloed van handel op buitenlandse investeringen. Het rapport maakt uit verschillende onderzoeken op dat

het gemiddelde positieve effect van de euro op buitenlandse investeringen van euro-landen 15% en van landen buiten EMU 7% is. De euro lijkt het meest van invloed te zijn op goederen, in tegenstelling tot diensten.

Het wegvallen van wisselkoersrisico heeft investeerders gestimuleerd hun portfolio's buiten de landsgrenzen te diversifiëren. De portfolio bezittingen in euro-landen als percentage van alle internationale portfolio bezittingen van euro-landen is tussen 1997 en 2006 met 16% gestegen voor wat betreft aandelen en met 46% voor wat betreft vastrentende effecten. Daarbij hebben alle regio's in de wereld hun percentage bezittingen in euro-landen vergroot. Dit suggereert dat de euro portfolio transacties tussen euro-landen heeft gestimuleerd, wat naast het wegvallen van het wisselkoersrisico mogelijk verklaard kan worden door minder technische handelsdrempels, maar ook doordat dit percentage in 1998 al aan de lage kant was. Wanneer dergelijke variabelen worden geïsoleerd, komt de totale impact van de euro op bilaterale transacties tussen euro-landen uit op geschatte stijging van 3,5% voor aandelen en 4,2% voor leningen van hun totale internationale bezittingen. Tevens hebben non euro-landen gemiddeld hun relatieve investeringen in leningen van euro-landen verhoogd. De ECB concludeert dat de euro in het algemeen kapitaalstromen tussen euro-landen heeft bevorderd (Europese Centrale Bank 2008b, p. 92-96).

Internationale rol

Doordat de euro 11 bestaande valuta, waaronder de sterke Duitse Mark en Franse Franc, verving, speelde de euro direct na de invoering een internationale rol en diende bijvoorbeeld vanaf het begin direct als reserve valuta voor centrale banken en als ijkpunt voor het wisselkoersbeleid van een aantal landen. Het totale aandeel dat de euro heeft in officiële reserves is hoger dan de som van de valuta die de euro heeft vervangen; dit percentage is gestegen van 18% naar 25% in 2003, waarna dit percentage redelijk stabiel is gebleven. Daarbij is het percentage buitenlandse schuld (i.e. schuld van bedrijven uit landen niet zijnde euro-landen) dat wordt genoteerd in euro's toegenomen van 24% naar 31%. Tot slot heeft de euro een regionaal karakter, hetgeen inhoudt dat landen rondom het eurogebied de euro kiezen als valuta om financieringen mee te bekostigen. Als voorbeeld wordt genoemd dat uitgevers van schuld in Denemarken, Zweden en het Verenigd Koninkrijk dit voor een groot deel in euro's doen en dat de euro zich in Londen naast de dollar heeft ontwikkeld tot valuta waarin een groot deel van de transacties plaatsvinden (Europese Centrale Bank 2008b, p. 96-99).

Financiële integratie

De ECB stelt financiële integratie van de euro-landen om meerdere redenen na te streven. Zo zorgt financiële integratie voor een soepele overgang van het monetaire beleid en draagt het bij aan financiële stabiliteit, door het delen en diversifiëren van risico mogelijk te maken en de liquiditeit over financiële markten te vergroten. Daarbij zorgt een financieel geïntegreerd systeem voor spill-over effecten in aangrenzende landen en helpt het de betalingssystemen efficiënter en effectiever te functioneren. Tot slot draagt de financiële integratie bij aan de juiste verdeling van middelen, zodat marktdeelnemers met een tekort worden gefinancierd door overschotten van anderen, hetgeen uiteindelijk moet leiden tot een hogere en duurzame economische groei.

In 2008 varieerde de mate van integratie per marktsegment. Geldmarkten zijn zo goed als volledig geïntegreerd, maar voor aandelenmarkten geldt het tegenovergestelde wegens een zeer gefragmenteerde marktinfrastructuur. Wat betreft de markt voor staatsobligaties is de integratie ver gevorderd, maar dit geldt weer niet voor de markt voor bedrijfsschuldpapieren. Tot slot verschilt de integratie van de markt voor banken ook per onderdeel; de integratie van bankactiviteiten voor het midden- en groot bedrijf en voor activiteiten gerelateerd aan de kapitaalmarkt zijn redelijk tot ver gevorderd. Bankactiviteiten op het gebied van consumenten (retail banking) zijn echter weer nauwelijks geïntegreerd (Europese Centrale Bank 2008b, p. 101-116).

4.2 Mongelli 2008

In zijn artikel 'European Economic and Monetary Integration, and the Optimum Currency Area Theory' uit 2008 wijdt Mongelli een hoofdstuk aan de opbrengsten en kosten van EMU. Zijn bevindingen lijken voor een groot deel overeen te komen met die van de ECB zoals hierboven beschreven; hij weidt iets verder uit en vergezelt vaker de gevolgen van cijfers of percentages. Zo onderschrijft hij dat de geloofwaardigheid van de ECB tot stabiele inflatieverwachtingen heeft geleid en dat dit voor veel euro-landen zonder de ECB niet mogelijk was geweest. Daarbij noemt hij de toegenomen handel ten gevolge van de euro op basis van verschillende onderzoeken, waarbij de positieve invloed op de handel varieert van een groei van 3 tot 20%. Mongelli onderschrijft ook de toegenomen buitenlandse investeringen (7% toename blijktens onderzoek van Petroulas in 2007) en grensoverschrijdende fusies en overnames (50% toename op basis van onderzoek van Coeurdacier, De Santis en Aviat in 2007) en hij kaart aan dat dit niet voor diensten geldt wegens nog bestaande belemmeringen op de Europese markt. Verdere financiële integratie

kan leiden tot een verlaging van 0,5% van de gemiddelde kosten van aandelenvermogen, verlaging van 0,4% van de gemiddelde kosten van leningen en 0,2% verlaging van de kosten van bankfinancieringen. Tevens kan het BNP van de meeste EU lidstaten door financiële integratie groeien met 0,9 tot 1,2% (ontleend aan onderzoek van London Economics 2002). Volgens Mongelli leidt de integratie van financiële markten tevens tot meer mogelijkheden om risico's en schulden te spreiden, hetgeen helpt bij de bestrijding tegen asymmetrische schokken. Dit zou het argument tegen EMU dat nationale lidstaten geen instrument hebben om schokken tegen te gaan afzwakken. Sterker nog, Mongelli stelt dat het eurogebied meer weerstand kan bieden aan externe schokken dan dat de staten dat zelf konden zonder de euro. Grote schokken in de eerste 10 jaar zijn niet van significante invloed geweest op de productie en hebben niet bijgedragen aan economische afwijkingen tussen lidstaten. Wat betreft de internationale rol heeft het eurogebied geprofiteerd van 'seignorage' (het verschil tussen de marktwaarde van geld en de productiekosten om het geld te maken) en zijn internationale transacties goedkoper geworden. Onderzoek (Kannan 2007) wijst uit dat een stijging van 1.7 tot 2.1% in consumptie kan worden bewerkstelligd doordat de koper en verkoper in verschillende landen dezelfde geldeenheid gebruiken. Tot slot stelt Mongelli dat een aantal opbrengsten zich nog niet heeft gematerialiseerd, zoals de gevolgen voor de concurrentie wegens een hogere prijstransparantie. De opbrengsten van de Diensten Richtlijn, waarmee de dienstensector ook dient te profiteren van de gemeenschappelijke markt en EMU, wordt door consultants van Copenhagen Economics geschat op een stijging van 0,3% van het BNP en 0,7% in werkgelegenheid. De Europese Commissie schat dit op 1,8% en 2,5 miljoen extra banen (Mongelli 2008, p. 48-50).

Mongelli geeft aan dat de kosten die het verlies van de nationale wisselkoers met zich meebrengt afhangen van de economische flexibiliteit en het aanpassingsvermogen van een land, maar hij kwantificeert deze kosten niet. Daarnaast noemt hij administratieve, juridische en hardware kosten die gepaard gingen met de invoering en psychologische kosten doordat in de perceptie van veel mensen de prijzen zijn gestegen door de invoering. Tot slot stelt hij dat de grootste kostenpost bestaat uit de onmogelijkheid van landen om zich aan te passen. Wanneer economische hervormingen uitblijven, leidt dit tot verslechtering van de concurrentiepositie en verlies van marktaandeel ten opzichte van andere euro-landen. Volgens Mongelli is nog te weinig onderzoek gedaan naar deze kosten (Mongelli 2008, p. 50-52).

4.3 Mongelli & Wyplosz 2008

Mongelli en Wyplosz kijken in hun artikel ‘The Euro at ten – unfulfilled threats and unexpected challenges’ naar de prestaties van de euro, naar nadelen die zich in hun ogen niet hebben geopenbaard en nieuwe onverwachte uitdagingen. Hier zal het eerste onderdeel worden besproken, waarin de meest concrete voordelen of prestaties van de euro naar voren komen. Het tweede onderdeel, de niet uitgekomen nadelen, hebben voornamelijk betrekking op de geloofwaardigheid van de ECB, nationaal budgettair beleid (Stabiliteits- en Groei Pact) en het uiteenlopen van inflatie wegens één gemeenschappelijk rentetarief. Hierop wordt hier verder niet ingegaan. Ook het laatste onderdeel wordt hier buiten beschouwing gelaten; het betreft het communicatiebeleid van de ECB en de uiteenlopende begrotingsoverschotten- en tekorten van Europese landen.

Mongelli & Wyplosz zijn aanzienlijk positiever over de resultaten van de invoering van de euro dan de Grauwe. Ook zij constateren het gunstige inflatieverloop en zien daarbij dat de inflatie van Europese landen convergeert, terwijl zij om verschillende redenen divergerende inflatie hadden verwacht. Zij vragen zich af of de inflatie van het afgelopen decennium volledig op conto komt van de ECB, maar zij stellen niet dat de ECB heeft gefaald doordat ze haar M3 doelen niet heeft gehaald. Als mogelijke verklaring geven ze de lage productievolatiliteit die het decennium na de invoering van de euro kenmerkend is voor de wereldeconomie. De afwezigheid van grote schokken kan de oorzaak zijn voor de stabiele inflatie en de auteurs stellen dat de ECB het goed, maar niet beter heeft gedaan dan andere centrale banken.

De groei van het BNP van de euro-landen wordt in kaart gebracht en vergeleken met de afgelopen decennia. De resultaten verschillen sterk per land; per saldo lijken ongeveer evenveel landen een hogere en lagere groei te laten zien. Niet kan worden gezegd dat vergeleken met vorige decennia de invoering van de euro tot meer of minder groei van het BNP heeft geleid.

Volgens Mongelli & Wyplosz is de handel tussen euro-landen aanzienlijk toegenomen sinds de invoering van de euro. Ze refereren aan onderzoek van Baldwin (2008), waaruit blijkt dat de handel is toegenomen met 5%. Dit is volgens de auteurs substantieel, omdat de 50 jaar ervoor de handel al onafgebroken is toegenomen en een dergelijke stijging dus opmerkelijk is. Import en export binnen het euro-gebied is toegenomen van 26% naar 33% tussen 1998 en 2007. Daarbij is de groei van export naar niet-euro-landen, zoals het Verenigd Koninkrijk en Denemarken, gemiddeld 3% lager dan de groei binnen het euro-gebied.

Ook de buitenlandse investeringen zouden zijn toegenomen ten gevolge van de invoering van de euro; een toename van 15% van investeringen afkomstig van binnen het euro-gebied en 7% van investeringen van niet-euro-landen. Ook grensoverschrijdende portfolio investeringen zijn toegenomen; 3,5% voor wat betreft aandelen en 4,2% aan schuldpapieren.

De euro heeft zich als internationale munteenheid gevestigd, dat ook zijn gevolgen heeft gehad voor de internationale financiële wereld. Zo worden buiten het euro-gebied schuldpapieren uitgegeven in euro en wordt de euro gebruikt als financieringsvaluta. Veel schulden in euro-aangrenzende landen, zoals het Verenigd Koninkrijk maar ook landen in Oost-Europa, zijn in euro genoteerd.

Mongelli en Wyplosz doen vervolgens algemene uitspraken over de toename in welvaart ten gevolge van de euro. Zo zou de lage inflatie tot lage rentes hebben geleid, waar iedereen van geprofiteerd heeft. Geen risico bestaat meer op speculatieve aanvallen op nationale munteenheden. Nogmaals wordt herhaald dat het opgeven van de wisselkoers als macro-economisch instrument een belangrijke kostenpost is. Deze aspecten worden niet nader gekwantificeerd en de auteurs stellen slechts dat landen er goed aan doen structurele hervormingen op goederen-, diensten- en arbeidsmarkten door te voeren.

4.4 De Grauwe 2008

De Grauwe (2008) stelt dat de inflatie zich erg goed heeft ontwikkeld in de periode 1999 tot 2008 door rond de 2% te schommelen. Dit is volgens hem echter geen verdienste van de ECB. De ECB gebruikt als instrument om de inflatie te beïnvloeden de M3 geldhoeveelheid (dit is de meest brede definitie van geld, inclusief meer illiquide geldbronnen, die voornamelijk ter beschikking staan van financiële instituties in plaats van individuen en bedrijven). De doelen voor de M3 geldhoeveelheid die de ECB heeft gesteld zijn echter nooit gehaald in de jaren na de invoering van de euro; volgens de Grauwe is het inflatieniveau van rond de 2% toe te schrijven aan een onverwacht hoge daling van de omloopsnelheid van geld van 3%. Hij betoogt tevens dat het gebruik van M3 als indicator van toekomstige inflatie niet geschikt is, maar dit is voor nu minder relevant. De Grauwe gaat ook in op de vermeende inflatie ten gevolge van de invoering van de euro. Hier is inderdaad bewijs voor gevonden; de prijzen van bijvoorbeeld voedsel zijn in een aantal landen met 20 tot 50% gestegen. Tevens is de inflatie *perceptie*, dat wil zeggen de ervaren inflatie ten opzichte van de werkelijke inflatie, sinds 2002 systematisch hoger dan de werkelijke inflatie.

Volgens de Grauwe zijn prijzen nauwelijks transparanter geworden door de euro. Hij

noemt twee onderzoeken waaruit blijkt dat prijzen van producten in verschillende Europese landen na de invoering niet zijn geconvergeerd. Hij verklaart dit doordat de transactiekosten hoog zijn; iemand uit Amsterdam gaat niet naar Parijs omdat de pindakaas daar goedkoper is. Daarnaast stelt hij dat supermarkten voornamelijk nationale organisaties zijn, die de prijzen zetten voor de gehele markt. Regelgeving en cultuurbarrières zijn redenen waarom deze supermarkten niet snel de grens overgaan om hun producten daar goedkoper aan te bieden.

De Grauwe toont voorts aan dat de invoering van de euro niet heeft geleid tot de door de Europese Commissie (1990) voorspelde groei van het nationaal product. Uit een staafdiagram dat de reële groei van het BNP weergeeft in de perioden 1992-1998 en 1999-2006 blijkt niet dat Europese landen systematisch meer of minder groei hebben laten zien dan de Verenigde Staten, Japan en Europese landen die niet de euro als munteenheid hebben. De Grauwe weerlegt het argument dat dit mogelijk veroorzaakt is door een verschillende mate van regelgeving in de Europese landen (hoe meer regelgeving, hoe lager de productiviteitsgroei en hoe lager de groei van de economie). Dit doet hij door regressies uit te voeren met de productiviteitsgroei als afhankelijke variabele en een index die de mate van regelgeving weergeeft als onafhankelijke variabele. De index heeft noch het verwachte teken, noch is hij significant. Door het initiële niveau van BNP per inwoner als verklarende variabele toe te voegen (wanneer het BNP per inwoner laag is, is het de productiviteitsgroei vaak hoog, bij mogelijk ook een hoge waarde van de regelgevingindex), geeft de regressie wel het verwachte teken, maar ook nu is de verklarende index variabele niet significant. Oftewel, er is weinig aanleiding te veronderstellen dat het gebrek aan economische groei door de invoering van de euro is te wijden aan een uiteenlopende mate van regelgeving tussen de verschillende landen.

De Grauwe gaat ook in op de volgens hem gebrekkige beleidscoördinatie tussen Europese landen en institutionele zwakheden van EMU. Dit heeft onder andere onverwachts geleid tot uit elkaar lopende concurrentieposities; de Grauwe toont aan de reële wisselkoersen zijn gedivergeerd in plaats van geconvergeerd. Dit is voornamelijk veroorzaakt door een verschil in stijging van de loonkosten. Deze zijn bijvoorbeeld in Duitsland aanzienlijk minder hard gestegen, hetgeen zal leiden tot een asymmetrische schok die zal moeten worden gecorrigeerd. Dit laatste zal pijnlijk zijn, doordat andere landen de loonstijging moeten beperken, dat leidt tot lage groei van consumptie en investeringen en toenemende werkloosheid. Doordat landen in verschillende tempo's structurele hervormingen op verschillende tempo's doorvoeren, zullen in de toekomst meer asymmetrische schokken zich voordoen, met politieke spanningen binnen de unie als gevolg.

Deze politieke spanningen zullen ook toenemen wegens de institutionele instabiliteit. De Grauwe kaart aan dat de Europese Commissie, die belast is met de uitvoering van economisch beleid, geen verantwoording aflegt, dat duidt op een gebrek aan democratische legitimiteit. Terwijl de macro-economische instrumenten zijn overgedragen aan Europa, worden nationale regeringen wel afgerekend op macro-economische beslissingen die op Europees niveau worden gemaakt en daar ten uitvoer worden gelegd. Tegelijkertijd hebben nationale overheden nog beleidsvrijheden zoals loon- en sociaal beleid, die asymmetrische schokken kunnen veroorzaken. Volgens de Grauwe is meer politieke eenheid noodzakelijk om EMU levensvatbaar te houden in de toekomst. Zo vindt hij dat Europese instituties met macro-economische bevoegdheden verantwoording dienen af te leggen aan de kiezer. Tevens dient een aantal verantwoordelijkheden overgedragen te worden aan Europese instituties, waarna meer coördinatie plaats moet vinden tussen de landen op Europees niveau. Hij pleit voor een budgettaire unie die belasting kan uitgeven en innen. De ECB dient daarbij doelen na te streven die door democratisch gekozen politici zijn gesteld. Nu is het zo dat de ECB zich min of meer heeft ontdaan van andere doelstellingen dan prijsstabilisatie, door te stellen dat andere doelen, zoals een lage werkgelegenheid, vanzelf worden behaald door prijsstabiliteit na te streven.

De Grauwe stelt tot slot dat een gemeenschappelijk doel ontbreekt in Europa. Dit is absoluut noodzakelijk voor meer politieke eenheid, dat volgens hem de enige manier is waarop een monetaire unie op termijn kan slagen. Als voorbeeld noemt hij Oost- en West-Duitsland, die in korte tijd een succesvolle monetaire unie vormden doordat alle belangrijke macro-economische instrumenten en bevoegdheden naar een centraal niveau werden overgeheveld. Hij concludeert dat EMU zonder een politieke unie weinig kans van overleving heeft.

4.5 Tussenconclusie

De ECB is zeer positief over de eerste 10 jaar van de euro. De goede inflatie ontwikkeling wordt aan de ECB toegeschreven. De handel in goederen en diensten is toegenomen, zowel als percentage van het BNP als absoluut, vanwege het Rose effect. De concurrentie is toegenomen en transactie- en vaste kosten zijn gedaald, dat geleid heeft tot lagere handelsprijzen voor consumenten. Kapitaalstromen en investeringen zijn toegenomen, zowel tussen Europese landen als investeringen van buitenaf. De euro heeft zich internationaal weten te vestigen en speelt een belangrijke rol op het wereldtoneel. Financiële integratie verschilt per marktsegment; een gevolg dat niet gekwantificeerd wordt.

Mongelli zijn visie komt redelijk overeen met die van de ECB. Hij vult aan dat verdere financiële integratie kan leiden tot kostenverlagingen en een groei van het BNP. Hij stelt dat het eurogebied meer weerstand kan bieden tegen externe schokken dan voorheen. Door het gebruik van dezelfde valuta stijgt de consumptie in het eurogebied. Mongelli noemt een aantal nog niet gematerialiseerde opbrengsten. Over de kosten doet hij geen concrete uitspraken, slechts dat het wegvallen van de wisselkoers nadelig is en dat landen om deze reden structurele hervormingen door moeten voeren.

Mongelli is samen met Wyplosz ook positiever en zij onderschrijven de gunstige prijsstabiliteit, zonder dit specifiek toe te schrijven aan de ECB. Het BNP is ten gevolge van EMU niet meer gestegen. De handel en investeringen zijn toegenomen, met vergelijkbare percentages als in de artikelen van de ECB en Mongelli. De internationale positie van de euro is versterkt en de welvaart zou zijn toegenomen door o.a. lage rentes. De kosten die gepaard gaan met het opgeven van de wisselkoers worden niet nader gekwantificeerd.

De Grauwe stelt dat de ECB heeft gefaald en dat de prijsstabiliteit niet aan de ECB kan worden toegeschreven. Volgens hem zijn prijzen niet transparanter geworden en is het BNP niet gegroeid. Hij verwacht in de toekomst meer asymmetrische schokken en hij ziet een grondige fout in de institutionele basis van EMU, die EMU in de toekomst kan opbreken. Zonder meer politieke eenheid en een gemeenschappelijk doel ziet hij de toekomst van de euro zeer somber tegemoet.

Geconcludeerd kan worden dat niet zeker is dat de prijsstabiliteit is veroorzaakt door handelen van de ECB en daarmee EMU. Er lijkt een aanzienlijke hoeveelheid bewijs te bestaan voor de toename van handel en investeringen ten gevolge van EMU. Over een mogelijke groei van het BNP en een toename van de prijstransparantie lijkt minder overeenstemming te bestaan. De auteurs zijn zeer uiteenlopende meningen toegedaan over de toekomst van de euro; variërend van het materialiseren van meer opbrengsten in de toekomst tot het uiteenvallen van EMU zonder meer politieke eenheid.

5. Conclusie

De Europese Commissie had grote verwachtingen van EMU; het zou tot praktisch alleen maar voordelen moeten leiden en het grootste nadeel kon worden gerelativeerd. Door verschillende economen werden bijna alle vermeende opbrengsten echter betwist en de kosten benadrukt. Daarbij was een groot deel van deze gevolgen voor invoering van EMU echter niet of nauwelijks te kwantificeren; slechts bij het wegvallen van transactiekosten werden concrete percentages genoemd. Het wegvallen van de transactiekosten is eigenlijk de enige bate waarover redelijke overeenstemming lijkt te zijn geweest tussen de Europese Commissie en verschillende onafhankelijke economen. De gevolgen voor prijsstabiliteit, het BNP, de economie, handel en investeringen worden door economen op verschillende wijzen betwist, veelal door tegenstrijdige onderzoeken aan te halen.

Logischerwijs is 10 jaar na de invoering van EMU meer bekend over de gevolgen en de grootte daarvan. De inflatie heeft zich over die periode gunstig ontwikkeld, dicht in de buurt van de doelstelling van 2%. Dubieus is echter in hoeverre dit toe kan worden geschreven aan het beleid van de ECB en dus in hoeverre het kan worden toegeschreven aan EMU. Onderzoeken duiden op een toename van de handel en investeringen ten gevolge van EMU. De grootte van het effect varieert, maar lijkt weinig te worden weerlegd. Wel bestaat meer onenigheid over de groei van het BNP en de toename van prijstransparantie en concurrentie ten gevolge van EMU. De belangrijkste kostenpost, het opgeven van de nationale wisselkoers en daarmee een instrument om asymmetrische schokken te bestrijden, wordt ook nu niet gekwantificeerd. Slechts wordt volstaan met het vermelden van de noodzaak voor landen om structurele hervormingen door te voeren ten gevolge hiervan. Ook bestaat onenigheid over de toekomst van de euro; waar Europese instituties positief zijn, zien bepaalde economen deze zeer somber in, wanneer verdere politieke integratie uitblijft.

Wanneer wordt gekeken of de euro-landen baat hebben gehad bij de invoering van de euro, kan overwegend worden gesteld dat dit zo is geweest. Geconcludeerd kan worden dat de transactiekosten zijn weggevallen en dat dit voordelig is geweest voor de euro-zone omdat het heeft geleid tot kostenbesparingen. Veel andere vermeende gevolgen worden net als voorafgaand aan de invoering van EMU door verschillende economen betwist. Het is hierin voor nu niet mogelijk te bepalen wie het gelijk aan zijn zijde heeft; economen gebruiken zeer uiteenlopende en verschillende onderzoeken ter ondersteuning van hun onderzoeken. Wel lijkt de invoering van de euro tot een toename van handel en investeringen te hebben geleid, maar ook hiervoor geldt dat nu geen uitspraak kan worden gedaan over welk onderzoek de

meest precieze schatting van de grootte van dat effect laat zien. Tot slot is geen recente kwantificering van de grootste kostenpost, het wegvallen van de nationale wisselkoers als instrument, gevonden.

6. Evaluatie

De centrale vraagstelling is wellicht wat breed; het is lastig zo niet onmogelijk om in een bachelorscriptie een goed afwogen en onderbouwd verhaal neer te zetten dat vertelt of de invoering van de euro een goede zaak was. Een schrale troost; in een heel boek zou men dit mogelijk ook niet kunnen doen. De hoeveelheid economische theorieën die relevant zijn voor deze vraag is namelijk aanzienlijk; veel aspecten van micro- en macro-economie komen aan bod en het betreft vaak lastige en gedetailleerde materie. Helaas was het niet mogelijk theoretische toelichting te geven bij al deze onderwerpen. Dit heeft er mogelijk toe geleid dat een lezer met minder kennis van een economisch onderwerp bepaalde delen van de scriptie minder snel begrijpt en het minder makkelijk leest.

De gebruikte onderzoeksmethode, een vergelijkend onderzoek door middel van literatuuronderzoek, werkt enerzijds goed, doordat het werk en de mening van vooraanstaande economen kan worden bestudeerd en vergeleken, onderbouwd met onderzoeken. Problematisch is echter de zeer grote hoeveelheid van onderzoek op deze gebieden, die elkaar veelal tegenspreken. Het is niet mogelijk voor scheidsrechter te spelen en per onderwerp te bepalen welke econoom het bij het juiste eind heeft of welk onderzoek betere resultaten levert. Deze losse onderwerpen kunnen mogelijk in verder onderzoek los en in meer detail worden bestudeerd. Ook is een aantal van de verwachte gevolgen voor zover ik heb kunnen vinden nog niet goed gekwantificeerd; ook hier kan in verder onderzoek naar gekeken worden.

De antwoorden die ik heb gevonden zijn bruikbaar in de zin van dat ze een algemeen beeld geven van de gevolgen van de euro. Dit is in mijn ogen van meerwaarde in tijden dat anti-Europese partijen groter worden in Europa en nationaal ook anti-Europa partijen veel steun krijgen. Het herinnert ons eraan dat de euro zich niet makkelijk laat reduceren tot een 'ja' of 'nee' kwestie; daarvoor is de realiteit te complex en het antwoord te genuanceerd. Men dient altijd kritisch te zijn, nu zelfs de grootste economen het over een groot deel van de gevolgen nog niet eens is. Een populistische documentaire die pleit voor afschaffing van de euro vertelt waarschijnlijk niet het hele of het juiste verhaal, maar de ECB die stelt dat de euro alleen maar goeds heeft gebracht en veel van de positieve economische ontwikkelingen toeschrijft aan de euro, heeft het waarschijnlijk ook niet bij het rechte eind.

7. Literatuur

Literatuur en onderzoek geciteerd door auteurs van gebruikte artikelen in hoofdstuk 3 en 4 wordt hieronder niet weergegeven omdat die secundaire literatuur veelal niet verder bestudeerd is; zie voor die literatuur de betreffende artikelen besproken in hoofdstuk 3 en 4.

Baldwin 2006

R. Baldwin, 'The Euro's trade effects', *ECB Working Paper Series*, 2006, nr. 594.

Baldwin e.a. 2008

R. Baldwin, V. DiNino, L. Fontagné, R.A. De Santis & D. Taglioni, 'Study on the Impact of the Euro on Trade and Foreign Direct Investment', *European Economy*, 2008, nr. 321.

Baldwin & Wyplosz 2012

R. Baldwin & C. Wyplosz, *The Economics of European Integration*, vierde druk, Londen: McGraw-Hill Education 2012.

De Grauwe 2003

P. de Grauwe, *Economics of Monetary Union*, vijfde druk, Oxford: Oxford University Press 2003.

De Grauwe 2008

P. de Grauwe, 'The Euro at ten: achievements and challenges', *Empirica*, 2009, nr. 36, p. 5-20.

Eichengreen 1992

B. Eichengreen, 'Should the Maastricht treaty be saved?', *Princeton Studies in International Finance*, 1992, nr. 74.

Europese Centrale Bank 2008a

G. Cafiso, 'The Euro's influence upon trade; Rose effect versus Border effect', *Working Paper Series*, 2008, nr. 941.

Europese Centrale Bank 2008b

Europese Commissie, '10th anniversary of the ECB', *Monthly Bulletin*, Frankfurt am Main: European Central Bank 2008.

Europese Commissie 1990

Emerson, Gros & Italianer, 'One Market, One Money: An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union', *European Economy*, 1990, nr. 44.

Frankel & Rose 1997

A. Frankel & A. Rose, 'The endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria', *The Economic Journal*, 1998, nr. 108, p. 1009-1025.

Kenen 1969

P. Kenen, 'The theory of optimum currency areas: an eclectic view', *Monetary Problems of the International Economy*, edited by R.A. Mundell and A.K. Swoboda, Chicago: Chicago University Press 1969.

Kenen 1995

P. Kenen, *Economic and Monetary Union in Europe: Moving Beyond Maastricht*, Cambridge: Cambridge University Press 1995.

Krugman 1992

P. Krugman, 'Second thoughts on EMU', *Japan and the World Economy*, 1992, nr. 4, p. 187-200.

Krugman & Obstfeld 2008

P. Krugman & M. Obstfeld, *International Economics: Theory and Policy*, 8ste druk, 2008, New Jersey: Prentice Hall.

McKinnon 1962

R. McKinnon, 'Optimum currency areas', *American Economic Review*, 1962, nr. 53, p. 717-725.

Mongelli 2008

F.P. Mongelli, 'European economic and monetary integration and the optimum currency area theory', *European Economy*, 2008, nr. 302.

Mongelli & Wyplosz 2008

F.P. Mongelli & C. Wyplosz, 'The euro at ten: unfulfilled threats and unexpected challenges', in B. Mackowiak, F.P. Mongelli, G. Noblet en F. Smets, *The Euro at ten – Lessons and Challenges*, p. 24-57, Frankfurt am Main: European Central Bank 2008.

Mundell 1961

R. Mundell, 'A theory of optimum currency areas', *American Economic Review*, 1961, nr. 51, p. 657-665.

Reuten, Vendrik & Went 1998

G. Reuten, K. Vendrik & R. Went, *De prijs van de euro*, Amsterdam: van Gennep Amsterdam 1998.

Rose 2000

Rose, Andrew K., 'One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade', *Economic Policy*, 2000, nr. 30, p. 9-45.

Szász 1999

A. Szász, *The Road to European Monetary Union*, London: MacMillian Press Ltd. 1999.

Teulings e.a. 2011

C. Teulings e.a., *Europa in crisis; het CPB over schulden en de toekomst van de Eurozone*, Amsterdam: Uitgeverij Balans 2011.

Wyplosz 2010

C. Wyplosz, 'Ten years of EMU: successes and puzzles' in J.F. Jimeno, *Spain and the Euro: The First Teen Years*, Madrid: Banco de España 2010.