



# Position Paper

# Toekomst van de euro

Structurele verschillen tussen lidstaten vormen een uitdaging voor de stabiliteit van de EMU. De divergentie tussen lidstaten zet druk op de toekomstbestendigheid van de EMU. Het is belangrijk te sturen op een betere naleving van de Europese begrotingsregels. Ook kan verdere risicodeling gestimuleerd worden, maar de mate waarin landen solidair met elkaar willen zijn is uiteindelijk een politieke keuze.

Op verzoek van de vaste commissie voor Financiën van de Tweede Kamer neemt het Centraal Planbureau (CPB) deel aan het rondetafelgesprek 'De toekomst van de euro'. Deze notitie bevat de inbreng van het CPB voor dit gesprek.

CPB - februari 2023

## Inbreng CPB voor het Rondetafelgesprek “De toekomst van de euro”

- Dankzij de combinatie van de EU en de EMU zijn de handelskosten in de interne markt verlaagd. Dit leidde tot meer interne handel. Nederland is een van de landen die hiervan het meest profijt heeft.
- Structurele verschillen tussen lidstaten vormen een uitdaging voor de stabiliteit van de EMU. Het gaat hierbij zowel om verschillen in de ontwikkeling van de reële economieën van de individuele lidstaten alsook om verschillen in de ontwikkeling van overheidsschulden en de verwevenheid van commerciële banken en nationale overheden.
- Deze divergentie tussen lidstaten zet druk op de toekomstbestendigheid van de EMU. Het is belangrijk te sturen op een betere naleving van de Europese begrotingsregels. Ook kan verdere risicodeling via de bankenunie en kapitaalmarkt gestimuleerd worden, maar de mate waarin landen solidair met elkaar willen zijn is uiteindelijk een politieke keuze.

**Dankzij de combinatie van de Europese Unie (EU) en de Economische en Monetaire Unie (EMU) zijn de handelskosten verlaagd.** Bijna alle lidstaten profiteren van de positieve impact van de EU op de handel in goederen en diensten, met name recentere toetreders in Midden- en Oost-Europa. Dit heeft geleid tot meer handel binnen de EU. Ook in Nederland heeft dit een positief effect op het Nederlandse bbp. Het positieve effect van de EU-integratie is over de tijd toegenomen.<sup>1</sup> Ook de invoering van een gezamenlijke munt heeft een kleiner, maar wel positief effect gehad op de EU-handel (wegvallen van transactiekosten en wisselkoersfluctuaties); de Nederlandse export heeft vooral baat gehad bij een lage effectieve wisselkoers.

**Naast handelsbaten zijn er ook andere economische voordelen verbonden aan beleidscoördinatie in de EMU.** De coronacrisis en sterke stijging van de energieprijzen door de oorlog in Oekraïne hebben het belang van Europese beleidscoördinatie aangetoond. De coronacrisis raakte alle lidstaten van de EMU, maar sommige landen werden harder getroffen dan andere. Beleidscoördinatie werd ingezet om verdere verspreiding van het virus te voorkomen en negatieve economische spillovers tegen te gaan. Tijdens de energiecrisis bleek Europese beleidscoördinatie opnieuw belangrijk om de vraag naar energie in gezamenlijkheid te beperken en daarmee te voorkomen dat lidstaten in onderlinge concurrentie de prijzen nog verder zouden opdrijven.<sup>2</sup>

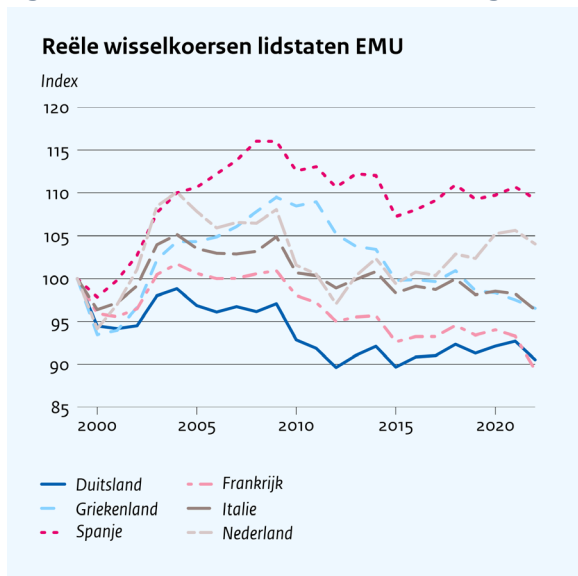
**Structurele verschillen tussen lidstaten vormen een uitdaging voor de stabiliteit van de EMU.** Het gaat dan zowel om verschillen in de ontwikkeling van de reële economieën als om verschillen in de overheidsschuld en verwevenheid tussen commerciële banken en nationale overheden. In de eerste jaren van de EMU heeft Nederland, samen met een aantal andere lidstaten een reële devaluatie doorgemaakt (zie figuur 1). Sindsdien zijn de structurele verschillen tussen lidstaten niet kleiner geworden, bijvoorbeeld op het gebied van loonontwikkeling en productiviteit. Daarom moet bij nieuw Europees beleid zorgvuldig bekeken worden hoe om te gaan met deze verschillen.

---

<sup>1</sup> Freeman, D., G. Meijerink en R. Teulings, 2022, Handelsbaten van de EU en de interne markt, CPB publicatie ([link](#)).

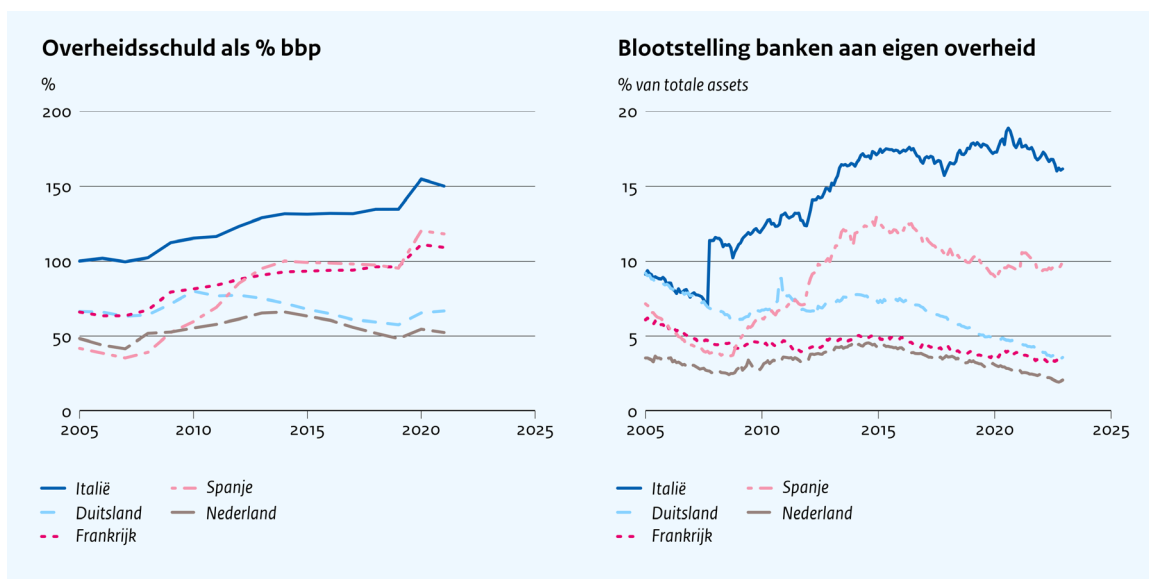
<sup>2</sup> Timmer, M.P., Een te ruim getimmerd energieprijzplafond overleeft de winter niet, ([link](#))

Figuur 1. Verschillen in ontwikkeling reële wisselkoersen in de EMU



**De EMU is nog steeds kwetsbaar door de verwevenheid tussen commerciële banken en nationale overheden.** De verwevenheid tussen banken en overheden is in de meeste eurolanden afgenomen maar nog niet verdwenen. In Italië bestaat de totale bankenbalans nu voor ongeveer 16% uit Italiaanse overheidsschuld (figuur 2, rechts). De opgelopen overheidsschulden hebben de risico's vergroot, met name de gevoeligheid voor oplopende rentes is toegenomen. De verschillen in overheidsschulden tussen lidstaten zijn toegenomen sinds de toetreding tot de EMU (zie figuur 2, links). De coronacrisis heeft dit nog verder versterkt. Doordat de bankenunie nog niet af is, en er dus een Europees depositogarantiestelsel ontbreekt, worden de risico's als gevolg van de verwevenheid tussen banken en overheden nog steeds vooral nationaal opgevangen. Dit kan voor landen met hoge schulden en grote blootstelling aan eigen banken problematisch zijn.

Figuur 2. Overheidsschulden in met name Zuid-Europese landen zijn hoog en sterk verweven met de bankensector



**De risicodeling tussen EMU-landen is relatief beperkt.** In de eurozone werkt een relatief groot deel van de landenspecifieke schokken door in de consumptie van het land waar de schok optreedt.<sup>3</sup> Dit komt door een lagere arbeidsmobiliteit in het eurogebied en ook doordat er minder risicodeling is via kapitaalmarkten. Daarnaast leveren begrotingsoverdrachten tussen lidstaten in de eurozone nauwelijks een bijdrage aan het dempen van landenspecifieke schokken. Ook is de bankenunie van de EMU nog niet voltooid, waardoor de verwevenheid tussen Europese banken en overheden nog steeds groter is dan nodig. De beperkte grensoverschrijdende schokabsorptie en grote verwevenheid tussen Europese banken en overheden vergroten de risico's op financiële instabiliteit.

**Meer risico's delen tussen Europese landen kan efficiënt zijn, maar de mate waarin landen solidair met elkaar willen zijn, is uiteindelijk een politieke keuze.** Een budgettaire stabilisatiefunctie kan een verzekering zijn tegen grote landspecifieke schokken. Een verzekeringsmechanisme, mits zo vormgegeven dat het risico op moreel gevaar minimaal is, kan de opbouw van schadelijke divergentie tussen lidstaten voorkomen. Bij een verzekering tegen landspecifieke schokken bestaat echter het risico dat lidstaten impopulaire of politiek gezien lastige structurele hervormingen niet implementeren. Tegelijkertijd is er een kans dat nationale overheden meer schulden aangaan na een landspecifieke schok. Om een dergelijke situatie te voorkomen, moet een budgettaire stabilisatiefunctie voorzien in prikkels om de begrotingsdiscipline te behouden. Hoe solidair landen met elkaar willen zijn, is uiteindelijk een politieke keuze. In de Europese Unie is die solidariteit niet vanzelfsprekend.

**De financiële stabiliteit van de EMU vraagt naast economische beleidscoördinatie om geloofwaardige begrotingsregels. Handhaving is daarbij cruciaal.** De Europese Commissie heeft vorig jaar voorstellen gedaan om Europese begrotingsregels effectiever, eenvoudiger en meer geloofwaardig te maken. Alles valt en staat echter bij een goede handhaving.<sup>4</sup> Het is in dat licht te overwegen om, in plaats van boetes bij overtredingen, vanuit de Europese Commissie te werken met conditionele overdrachten en subsidies. Met de komst van de Recovery and Resilience Facility zijn de overdrachten naar lidstaten omvangrijker geworden. Het valt te overwegen het uitkeren van dergelijke middelen te laten afhangen van het naleven van de Europese begrotingsregels en de aanbevelingen uit de MEOP (macro-economische onevenwichtigheidsprocedure). Meer overdrachten vanuit Europa kunnen zowel de schokabsorptie in de EMU vergroten, alsook werken als prikkel voor het naleven van de Europese begrotingsregels. Uiteindelijk vraagt dit politieke bereidheid om enerzijds solidair te zijn met andere Europese landen en anderzijds de afgesproken begrotingsregels consequent te handhaven.

---

<sup>3</sup> Smid, B. en S. van Veldhuizen, 2019, Een budgettaire stabilisatiefunctie, CPB Policy brief ([link](#))

<sup>4</sup> Hasekamp, P. en B. Smid, 2021, Position paper Europese begrotingsregels, CPB Notitie ([link](#)).