

Crisis in het EMS

Haalt het EMS 1994? Na de crisis die zich de afgelopen maanden op de Europese valutamarkten heeft afgetekend, is dat niet langer zeker. De lire en het pond sterling hebben het EMS reeds (tijdelijk) moeten verlaten; de peseta (twee maal) en de escudo zijn binnen het stelsel tot devaluatie gedwongen; de Finse markka en de Noorse en Zweedse kroon hebben hun vaste koppeling met de D-mark resp. de ecu moeten opgeven. Na deze successen van de op speculatiewinst beluste valutahandelaren zijn het Ierse punt en de Franse frank het nieuwe mikpunt van speculatiegolven geworden. Terwijl het EMS een devaluatie van het punt waarschijnlijk nog wel zou overleven, zou een ont koppeling van de Franse frank de doodsteek voor het stelsel zijn. Daarmee zou ook de kans om nog voor het einde van de eeuw een EMU te realiseren, tot bijna nul gereduceerd zijn.

Nadat de Europese burger door het nee in Denemarken, het nipte ja in Frankrijk en de openlijke twijfel elders, zijn bedenkingen bij het streven naar politieke integratie al kenbaar had gemaakt, hebben de financiële markten daar nu hun twijfel omtrent de voorgenomen monetaire integratie aan toegevoegd. De recente gebeurtenissen weerspiegelen in laatste instantie het gebrek aan vertrouwen op de financiële markten in de haalbaarheid van de economische en politieke eisen die aan verwezenlijking van de EMU en de weg daarheen worden gesteld. Welke lessen vallen er uit de valutamarktcrisis te trekken?

Les één is dat politieke geloofsblijdenissen geen economische 'fundamentals' kunnen vervangen. Vijf jaar lang zijn wisselkoersaanpassingen binnen het EMS om redenen van politiek prestige vermeden. De inflatieverschillen tussen lidstaten zijn in die periode met bijna 20% opgelopen. De ontwikkeling van de arbeidskosten per eenheid produkt vertoont nog grotere verschillen. Hierdoor is de concurrentiepositie van landen met hoge inflatie onder grote druk komen te staan. De economische recessie en de oplopende werkloosheid hebben de voosheid van politieke beloften omtrent de onvoorwaardelijke koppeling van nationale munten aan het Duitse anker aan het licht gebracht. Er is geen alternatief voor een op convergentie gericht beleid. Zolang er grote verschillen in economische prestaties tussen lidstaten bestaan, kan het wisselkoersinstrument ter correctie van economische onevenwichtigheden niet worden gemist.

Maar convergentie op zich is niet voldoende. De speculatie tegen de frank toont aan dat zelfs landen die hun economische 'fundamentals' in orde hebben – Frankrijk is het enige grote EG-land dat op dit moment reeds voldoet aan de eisen die zijn gesteld voor toetreding tot de EMU – door de markt tot devaluatie kunnen worden gedwongen als de standvastigheid van hun economische politiek in twijfel wordt getrokken. De Franse kritiek op de Duitse monetaire hegemonie en het Duitse rentebeleid heeft de geloofwaardigheid van het Franse wisselkoersbeleid onder-

mijnd en de speculatie tegen de frank aangewakkerd. Les twee is dan ook dat een stelsel van vaste wisselkoersen alleen valt te handhaven als het beleid van de deelnemende lidstaten onvoorwaardelijk op wisselkoersstabiliteit is gericht. Na Engeland en Zweden ervaart nu ook Frankrijk tot welke extreme dilemma's deze beleidskeuze kan leiden.

Niet alleen de monetaire politiek moet op inflatiebestrijding gericht zijn, ook het budgettaire beleid en de loonvorming moeten daarmee in overeenstemming zijn (les drie). Tot 1989 gaf Duitsland het voorbeeld van een consequent anti-inflatiebeleid, waaraan andere landen zich konden optrekken. Door de perikelen van de eenwording is de inflatie echter ook in Duitsland opgelopen. Nu overal de werkloosheid stijgt, wegen de externe effecten van het Duitse anti-inflatiebeleid in de vorm van een hoge rente zwaar. Tegelijkertijd echter moet worden vastgesteld dat de landen die het best scoren wat betreft prijsstabiliteit en geloofwaardigheid van hun monetaire beleid, het minst van de hoge rente te lijden hebben.

De valutacrisis toont daarmee ook het buitengewoon grote belang aan van de monetaire reputatie die een land heeft en van de moeite die het kost om zo'n reputatie op te bouwen (les vier). De landen die een consequent beleid hebben gevoerd gericht op vaste koppeling van hun munt aan de Duitse mark, zoals Nederland, België en Oostenrijk, worden nu beloofd met een korte rente die onder de Duitse ligt. Ondanks de prestaties van de Franse economie ligt de frank daarentegen nog onder vuur, met als gevolg een hoge rente. Het opbouwen van een onberispelijke monetaire reputatie kost niet alleen jaren, zo'n reputatie is ook in een ommezien verspeeld. Dit alleen geeft al aan dat de weg naar een EMU nog heel lang zal zijn. Een belangrijke stap op weg naar monetaire geloofwaardigheid is de vorming van een onafhankelijke centrale bank met als mandaat het handhaven van stabiele prijzen. In de zenuwenoorlog rond de positie van de frank heeft minister Sapin van Financiën nu aangekondigd dat in Frankrijk op korte termijn de banden tussen de centrale bank en de politiek zullen worden doorsneden. Maar het was natuurlijk overtuigender geweest als deze stap veel eerder was gezet.

De vier bovenstaande lessen zijn allerminst nieuw. Maar in de post-Maastrichtse euforie dreigden zij uit het oog te worden verloren. Zolang de benodigde convergentie niet is bereikt, kan het instrument van de wisselkoersaanpassing in het EMS niet worden gemist. Een geloofwaardige EMU moet stukje bij beetje worden verdiend, zij kan niet politiek worden geproclameerd. Het opbouwen van een monetaire reputatie kost jaren. In hun enthousiasme voor de EMU wilden de politici graag een paar stappen overslaan. De financiële markten hebben hen onverbiddelijk terechtgewezen.

L. van der Geest