



De EMU en het internationale monetaire stelsel

Auteur(s):

Beaufort Wijnholds, J.A.H. de

De auteur is bewindvoerder van het Internationale Monetaire Fonds, waar hij naast Nederland elf andere - voornamelijk Oosteuropese - landen vertegenwoordigt.

Verschenen in:

ESB, 82e jaargang, nr. 4097, pagina 204, 12 maart 1997

Rubriek:**Trefwoord(en):**

eu, emu

De EMU zal belangrijke gevolgen kunnen hebben voor het internationale monetaire stelsel. In deze bijdrage worden de mogelijke implicaties van de EMU voor het mondiale wisselkoersstelsel, de relaties tussen de euro en de internationale reserves en de rechtstreekse gevolgen van de EMU voor het IMF gezien.

In de vele discussies die over de EMU worden gevoerd, blijft de relatie tussen de EMU en het internationale monetaire stelsel wat onderbelicht. Nu echter de aanvang van de EMU steeds duidelijker in zicht komt, is het gewenst ook meer systematische aandacht te besteden aan het functioneren van de EMU in een internationale context.

De precieze implicaties van de EMU voor het internationale monetaire stelsel hangen in belangrijke mate af van de feitelijke configuratie van de EMU. Daarbij veronderstel ik het volgende: de EMU vangt aan op 1 januari 1999 met tussen de zes en twaalf deelnemers¹; er komt een stabiliteitspact inzake de toelaatbare omvang van de begrotingstekorten van reeds deelnemende landen; de (nog) niet deel van de EMU uitmakende EU-landen worden grotendeels vrijwillig lid van het EMS-II². Het spectrum van mogelijke gevolgen van de EMU voor het internationale monetaire stelsel is vrij breed in deze analyse. Het maakt immers nogal wat uit of de EMU van start gaat met zes of met twaalf, of zelfs meer, deelnemers en of de convergentie werkelijk duurzaam is, met name of het stabiliteitspact goed zal werken³. Daarom wordt in het navolgende diverse malen verwezen naar de verschillende implicaties voor het internationale monetaire stelsel die uiteenlopende configuraties van de EMU zullen kunnen hebben.

De gevolgen van de EMU voor het internationale monetaire stelsel vallen uiteen in drie hoofdcategorieën: de implicaties voor het wisselkoersstelsel, de invloed op de internationale reserves en de betekenis van de EMU voor het functioneren van het IMF.

Het wisselkoersstelsel

Het huidige wisselkoersstelsel wordt gekenmerkt door grotendeels zwevende koersen met een zekere blokvorming tussen landen die in meer of mindere mate vaste(re) onderlinge koersverhoudingen nastreven. Bij de aanvang van de EMU verdwijnt het huidige EMS, maar zal een zekere koppeling van het EMS-II aan de euro plaatsvinden. Daarnaast zullen vooral Oosteuropese landen een zekere koppeling met de euro kunnen nastreven. Op termijn zou zo een zeer krachtig Europees valutablok kunnen ontstaan.

De gevolgen voor het mondiale wisselkoersstelsel van de EMU kunnen verschillen voor wat betreft de korte en de lange termijn. Hoewel niet onbelangrijk, lijken de gevolgen op korte termijn niet tot grote schokken te zullen leiden en in ieder geval hanteerbaar te blijven. Op langere termijn kunnen de gevolgen veel groter zijn, maar aangezien deze waarschijnlijk geleidelijk tot stand zullen komen, kan de ontwrichtende werking eveneens beperkt blijven. Niettemin zal steeds waakzaamheid zijn geboden, ook door het IMF dat belast is met het toezicht op het wisselkoersbeleid, om te voorkomen dat zich ernstige spanningen op de valutamarkten voordoen tussen de euro enerzijds en de dollar en yen anderzijds. Daarbij gaat het niet alleen om de vraag of de komst van de euro tot grotere wisselkoersvolatiliteit tussen de voornaamste valuta's zal leiden, hetgeen vanwege de grotere onzekerheid schadelijk kan zijn voor de internationale handel en investeringen⁴, maar ook of de kans op protectie zal toenemen⁵. Voor een deel kan de vraag worden herleid tot die van de te verwachten kracht van de euro tegenover de andere wereldvaluta's.

Sterkte of zwakte van de euro

Voorop kan worden gesteld dat de onafhankelijkheid van de Europese Centrale Bank (ECB) met een expliciet mandaat om prijsstabiliteit na te streven, een belangrijke garantie inhoudt voor een relatief sterke euro. Nochtans wordt wel eens twijfel geuit over de kracht van de nieuwe munt. Bij dit soort vragen hangt veel af van de configuratie en het functioneren van de EMU. Voor de korte termijn kan men dan twee hoofdmogelijkheden onderscheiden. De euro zou in de periode na aanvang van de EMU relatief sterk kunnen zijn, met name wanneer het aantal deelnemers aanvankelijk beperkt is (zeg zes tot acht landen) en de economische convergentie goed functioneert⁶. De euro zal dan aantrekkingskracht uitoefenen op marktpartijen voor transactie- en beleggingsdoeleinden. De mogelijkheid van schommelingen in de valutamarkten na de introductie van de euro is wel denkbaar, maar lijkt goed beheersbaar.

Het kan echter niet worden uitgesloten dat de euro relatief zwak is in de beginfase, met name wanneer participatie in de EMU van meet af aan groot is (twaalf of meer landen) en er twijfel bestaat over de waarde van het stabiliteitspact. Wordt de euro door de participatie in de

EMU van landen als Italië als zwakker dan de D-mark beschouwd, dan zal een tendens tot omzetting in de andere wereldvaluta's kunnen ontstaan. Overigens hoeft initiële brede participatie in EMU niet te leiden tot een dergelijke ontwikkeling, als maar de overtuiging bestaat dat voldoende krachtige aanpassingsmaatregelen in de landen met een pre-EMU 'track record' van omvangrijke begrotingstekorten zullen worden genomen. Het zal dus in hoge mate aankomen op het beleid dat in de deelnemende landen wordt gevoerd. Een actief beleid van de ECB ter beïnvloeding van de wisselkoers van de euro is onwaarschijnlijk. De EMU zal wat het te voeren monetair beleid betreft vermoedelijk veel meer op de Verenigde Staten gaan lijken, waar binnenlandse doelstellingen geheel overheersen.

Aangezien prijsstabiliteit de primaire doelstelling van de ECB zal zijn, zal het terughoudend zijn in het intervenieren op de valutamarkt alsook in het aanpassen van de rente om uitsluitend externe overwegingen. Niettemin bestaat er aanzienlijke onzekerheid over de mogelijke reacties van de ECB op dit terrein. Man kan in dit verband ook denken aan de mogelijke implicaties van artikel 109 van het Verdrag van Maastricht, waarin staat dat de ministers van financiën onder bepaalde voorwaarden 'algemene oriëntaties' kunnen geven voor het wisselkoers-beleid. Dit artikel zal overigens nog tot de nodige interpretatiekwesties aanleiding kunnen geven, aangezien het een goed voorbeeld is van wat Kenen heeft aangeduid als imperfecties in het Verdrag omdat "compromise sometimes triumphed over clarity" [7](#).

De effecten op de lange termijn kunnen zeer wel afwijken van de korte termijn kracht of zwakte van de euro. Zo is denkbaar dat de euro relatief sterk is in de aanvang, maar dat in een latere fase een gebrek aan begrotingsdiscipline in meerdere landen, of een uit de hand lopende loonontwikkeling de euro doet verzwakken. Een dergelijke tendens zou ook spanningen binnen de EMU kunnen leiden met de dreiging van afsplitsing van een deelnemer, bijvoorbeeld doordat het land niet in staat is de werkloosheid voldoende te bestrijden en de EMU als boosdoener wordt aangemerkt. Evenzeer kan men denken aan een scenario waarin de euro wat zwak van start gaat maar geleidelijk aan kracht wint door een goede convergentie. Een succesvolle toepassing van het stabiliteitspact, waarbij de dreiging van sancties tot begrotingsdiscipline noopt, zou hierbij cruciaal kunnen zijn.

Er zijn dus verschillende ontwikkelingen voor de euro op de korte en lange termijn denkbaar, en vooral politici en markt mensen hebben hierover - soms stevige - uitspraken gedaan [8](#). In de Angelsaksische landen, waar de belangstelling voor de EMU aan het toenemen is nu men beseft dat deze trein waarschijnlijk niet meer te stoppen is, blijft een zekere argwaan de boventoon voeren [9](#). Interessant is echter dat de bekende academicus Kenen tot de conclusie komt dat de EMU gewenst is en dat de euro waarschijnlijk zal appreciëren na zijn totstandkoming. Hij baseert dit vooral op de verwachting dat er een langlopende vraag naar in euro luidende activa zal zijn [10](#). Mijns inziens is dit een goed te verdedigen stelling, met name bij een aanvankelijk niet al te grote EMU-deelname, waarbij de overige kandidaten toetreden naarmate zij hebben aangetoond aan de Maastricht-criteria (met name voor het financieringstekort) op duurzame wijze te kunnen voldoen.

De euro en internationale reserves

De gevolgen van de euro voor de internationale reserves zullen vooral zijn:

- » een potentieel belangrijke rol van de euro als internationale reservevaluta;
- » een daling van de totale reserves van de EMU-landen doordat de D-Mark een binnenlandse valuta wordt;
- » een vermindering van de behoefte aan internationale reserves van het EMU-gebied.

De euro als reservevaluta

Voor wat betreft de reservevalutarol van de euro is natuurlijk de te verwachten kracht en stabiliteit van de Europese munt van belang. ([tabel 1](#)) Zouden de verwachtingen op dit gebied minder gunstig zijn, dan zal dit de euro als concurrent van vooral de dollar ongunstig beïnvloeden. Een voortdurend minder gunstige inflatie-ontwikkeling in de EMU dan in de Verenigde Staten lijkt echter onwaarschijnlijk. Bovendien zijn er nog andere factoren in het spel die bepalend zijn voor de mate waarin een munt als internationale reservevaluta wordt aangehouden. Daarbij gaat het om de breedte en diepte van de financiële markten in het reservevalutagebied, de algemene economische omvang van het gebied, de handels- en politieke banden met nabij gelegen landen en de algemene behoefte aan reservediversificatie in de wereld [11](#).

Tabel 1. Samenstelling van de mondiale deviezen-reserves in % van totaal

	1987	1991	1995
Am. dollar	56,0	50,9	56,4
D-mark	13,4	15,7	13,7
Yen	7,0	8,7	7,1
Ecu	14,2	10,0	6,5
Overige	9,4	14,7	16,3
Totaalbedrag (SDR mrd)	456	625	891

Bron: IMF.

De genoemde factoren lijken allemaal in de richting te wijzen van een aanzienlijke rol voor de euro als internationale reservevaluta, hetgeen vooral ten koste zal gaan van het aandeel van de dollar. Aldus kan een stuk muntloon (seigniorage) naar Europa worden toegetrokken [12](#). Verwacht kan worden dat de markt voor liquide eurobeleggingen veel breder en dieper zal zijn dan thans voor de D-mark. Zo heeft een gebrek aan aantrekkelijke geldmarktinstrumenten in D-mark de groei van deze munt als reservevaluta duidelijk beperkt

¹³. In de EMU zal naar verwachting een voldoende aanbod van liquide beleggingsmateriaal in euro ontstaan met een diepe secundaire markt. Ook de omvang van de EMU (iets groter dan de Japanse economie bij zes leden en groter dan de Amerikaanse economie bij twaalf leden) zal de betekenis van de euro doen toenemen. Naarmate het internationale monetaire stelsel zich verder ontwikkelt tot een tripolair systeem (dollar-, euro- en yenblok), zal ook de behoefte aan reservediversificatie in het algemeen kunnen toenemen, vooral ten gunste van de euro ¹⁴.

Daling EMU-reserves

Volgens het Verdrag van Maastricht zal de ECB tot een bedrag van euro 50 mrd (ca. \$ 59 mrd) van de nationale centrale banken ontvangen. Dit is een veel lager bedrag dan de feitelijke reserves van de potentiële EMU deelnemers. De deviezenreserves van de landen met een grote tot vrij grote kans op deelname aan de EMU in 1999 bedroegen \$ 185 mrd per ultimo-1996. Wat zal er met de reserves die na het poolen overblijven gebeuren? In de eerste plaats moet worden bedacht dat er een belangrijke vermindering van de reserves in de EMU optreedt doordat de D-mark een binnenlandse valuta wordt ¹⁵. Het is overigens een interessante vraag, waar hier verder niet op wordt ingegaan, hoe de nationale autoriteiten zullen omgaan met dat deel van hun reserves die euro's geworden zijn. Ook rijst de vraag hoe de nationale autoriteiten hun goudvoorraden zullen behandelen. Deze zijn reeds in de loop der jaren sterk gedemonitiseerd en fungeren tegenwoordig vooral als een stuk nationaal vermogen. De overgebleven dollar- en yentegoeden lijken aanzienlijk boven de benodigde werkvoorraden uit te gaan. Voorzover landen deze zullen willen afstoten, hetgeen goedkeuring van de ECB vereist, zullen dergelijke operaties gecoördineerd en nauwgezet moeten plaatsvinden ten einde ongewenste verstoringen in de valutamarkten te voorkomen.

Afname mondiale reservebehoefte

Ten slotte kan ook worden gesteld dat de mondiale reservebehoefte door de komst van de euro zal verminderen. Het wisselkoersrisico tussen EMU-landen verdwijnt en daarmee de behoefte aan eventuele steuninterventies vanwege spanningen tussen met name de D-mark en de Franse franc. Er zou ook een verdere reservebesparing kunnen optreden doordat de euro tegenover de meeste overige valuta's zal zweven en de ECB waarschijnlijk ongeneigd zal zijn omvangrijke interventies ter ondersteuning van de euro uit te voeren, zoals reeds eerder betoogd. Interventies uit hoofde van het EMS-II zullen nog wel een rol kunnen spelen, maar mede gelet op de toe te passen fluctuatiemarges zal ook dit beperkt kunnen blijven.

De conclusie lijkt dan ook gerechtvaardigd dat de mondiale reservebehoefte zal afnemen door de komst van de EMU, ook al bij een beperkte initiële participatie. Dit zal gevolgen moeten hebben voor de beoordeling van de toereikendheid van de internationale reservevoorziening die het IMF periodiek dient te ondermenen. Anders gesteld, de komst van de EMU zal het argument voor een algemene toewijzing van SDRs, die gebaseerd moet zijn op de mondiale reservebehoefte op lange termijn, verder verzwakken ¹⁶.

Gevolgen voor het IMF

De EMU zal ook enige rechtstreekse gevolgen voor het IMF kunnen hebben. Op de korte termijn zal dit vooral het toezicht op het beleid van de deelnemende landen betreffen. Op de lange termijn zijn ook implicaties voor de structuur van het Fonds denkbaar. Het ligt voor de hand dat het IMF het regionale beleidstoezicht zal uitbreiden. Daarbij zal naast het jaarlijkse onderzoek van de EMU-landen ook regelmatig geconsulteerd kunnen worden met de ECB, vooral voor wat betreft het monetaire beleid. Ook zal er een zeker contact met de Europese Commissie worden onderhouden ¹⁷. De precieze vorm van dit proces dient nog in het College van Bewindvoerders van het Fonds te worden besproken.

Een boeiende vraag in dit verband is of EMU-landen nog gebruik van IMF-krediet zullen kunnen maken. Het Fonds zou als neutrale partij een nuttige rol kunnen spelen om landen bij hun aanpassings-beleid te ondersteunen. Het zou dan evenwel niet gaan om een zichtbare betalingsbalansbehoefte, aangezien er geen verlies van nationale reserves zal optreden. Niettemin zullen EMU-landen achteruitgang van hun concurrentiepositie en afvloeiing van financiële middelen naar de rest van de EMU kunnen ondervinden. Dit zal zich uiten in oplopende werkloosheid en een verlies aan overheidsinkomsten die weer strijdigheid met het stabiliteitspact kan opleveren. Denkbaar is dat het IMF hierbij zowel beleids-advies als - in zeer bijzondere gevallen - financiële ondersteuning zou kunnen geven. Een parallel voor een dergelijke benadering kan worden gevonden bij de Westafrikaanse Monetaire Unie. De daarbij aan-gesloten landen, deel uitmakend van CFA-franc zone ¹⁸, maken regelmatig gebruik van Fondskrediet. De hier kort aangeduide gedachten inzake de mogelijke rol van het IMF in het aanpassingsbeleid van individuele EMU-landen zijn afkomstig van J.J. Polak, die het vraagstuk zal behandelen in een paper ten behoeve van een binnenkort te houden conferentie georganiseerd door het IMF ¹⁹.

Op lange termijn zal de EMU ook gevolgen kunnen hebben voor de structuur van het IMF. De vraag die daarbij wel rijst is of de EMU niet met één Bewindvoerder en één Gouverneur in het Fonds zou moeten worden vertegenwoordigd. De EMU zal echter vooralsnog geen politieke unie vormen, zeker niet in de zin van een politieke entiteit in juridische zin. Slechts landen kunnen lid van het IMF zijn. Ook lijken de EU-landen in dit stadium weinig te zien in het opgeven van hun eigen zetels in het Fonds ²⁰. Op den duur kan dit natuurlijk veranderen. Dit zal de VS zeker niet onwelgevallig zijn, zowel doordat het aantal Europese Bewindvoerders sterk zal teruglopen, maar ook doordat het quotum van de EMU kleiner zal zijn dan het totaal van de stemkracht van de individuele deelnemers ²¹. Minder aantrekkelijk voor de Amerikaanse autoriteiten zou echter de consequentie zijn dat de zetel van het IMF zou worden verplaatst van de Verenigde Staten naar Europa. De statuten van het Fonds (artikel XIII) bepalen immers dat het hoofdkwartier gevestigd dient te zijn in het land met het grootste quotum, hetgeen voor een brede EMU zal gelden

1 Pleidooien voor uitstel of zelfs afstel van de EMU (zie C.J.M. Kool, EMU: [uitstel of afstel](#), *ESB*, 27 november 1996, blz. 968-971) acht ik een gepasseerd station.

2 Het EMS-II staat open voor deelneming op vrijwillige basis aan EU-lidstaten die niet van meet af aan deel uitmaken van de EMU.

3 Voor de achtergronden van de selectie van de deelnemers: zie A. Bakker, *Met gelijke munt: van gulden naar euro*, Amsterdam/Antwerpen, 1996, hoofdstuk 3.

4 De mate waarin dit het geval is blijft overigens een omstreden zaak.

5 Sterke wisselkoersbewegingen plegen aanleiding te geven tot pleidooien voor handelsbescherming door bepaalde pressiegroepen (exporteurs, politici) wanneer zij zich gedupeerd achten. Regionalisering op handelsgebied kan deze tendenzen versterken.

6 De toekomstige president van De Nederlandsche Bank, A.H.E.M. Wellink, stelt dat het heel belangrijk is te beginnen met een homogene kerngroep van landen; zie *NRC Handelsblad* van 3 januari 1997.

7 P.B. Kenen, *Economic and Monetary Union in Europe: moving beyond Maastricht*, Cambridge, 1995, blz. 193.

8 Zie bijvoorbeeld de recente uitspraak van de Duitse oppositie-politicus Schröder, dat de euro "natuurlijk" zwakker zal zijn dan de D-mark. Daarentegen stelt Wellink dat de EMU een gebied met lage inflatie zal worden en dat er geen reden is voor een zwakkere interne waarde van de euro dan van de D-mark (*NRC Handelsblad*, 3 januari 1997).

9 In de Verenigde Staten vertoont het commentaar op de EMU soms een bijna vijandige toon. Zo schrijft Robert J. Samuelson (een bekende columnist, doch niet te verwarrren met de Nobelprijswinnaar met dezelfde achternaam) onder het hoofd Nutty Money dat het introduceren van de euro een "lunatic idea" is, die ook nog schadelijk voor de Verenigde Staten kan zijn omdat de euro zwak zal zijn (*Washington Post*, 8 januari 1997).

10 Zie Kenen, blz. 116.

11 Zie ook W.F. Duisenberg, De euro als reservevaluta, De Nederlandsche Bank, *Kwartaalbericht*, december 1996, blz. 13-15.

12 Het gaat hierbij om het renteverskil tussen de kapitaalmarktrente die overheden als debiteuren moeten betalen en de geldmarktrente die over kortlopende eurotegoeden moet worden vergoed. Als eurobankbiljetten ook in grote hoeveelheden buiten de EMU zullen worden aangehouden, dan komt daar nog een aanzienlijk bedrag aan muntloon bij. Voor de VS is het muntloon uit hoofde van dollarbankbiljetten buiten dat land aangehouden geschat op \$ 12 mrd per jaar.

13 Tot op zekere hoogte was dit een bewust beleid. Zo heeft de Deutsche Bundesbank enkele jaren geleden het kort daarvoor geïntroduceerde geldmarktpapier, de zogenaamde Bulis, weer doen verdwijnen toen bleek dat de houders voornamelijk overige centrale banken waren.

14 Overigens kunnen verdere stortingen van reserves worden opgeroepen, op basis van artikel 30.4 van de statuten van de ECB.

15 Zie Kenen, blz. 114 e.v. en J. de Beaufort Wijnholds, Interpreting 'long-term global need', in Michael Mussa e.a. (red.), *The future of the SDR*, IMF, 1996, blz. 111 en 112.

16 Het is goed denkbaar dat de thans in voorbereiding zijnde eenmalige billijkheidstoewijzing (equity allocation) van SDRs, die vooral is bedoeld om landen die nog niet eerder SDRs door toewijzing ontvingen (met name de voormalige communistische landen), de laatste SDR creatie zal zijn.

17 De staf van het Fonds onderhoudt al langer contact met het Europees Monetair Instituut en de Europese Commissie en produceert met een zekere regelmaat interne documenten over de EMU.

18 CFA staat voor Communit Financire d'Afrique.

19 EMU and the International Monetary System, 17 en 18 maart 1997.

20 Duitsland, Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk vertegenwoordigen alleen zichzelf in het IMF. Italië, Nederland en België leiden zogenaamde kiesgroepen, terwijl de Noordse landen op min of meer gelijke basis in één kiesgroep opereren.

21 Dit komt doordat in de formules die de basis voor de quotaberekeningen vormen de buitenlandse handel en internationale reserves voorkomen en deze aanzienlijk lager zullen uitkomen dan voor de som van de deelnemende landen. Bovendien zullen de stemmen van de niet-EMU-landen die deel uitmaken van de Europese kiesgroepen naar nieuwe te vormen kiesgroepen gaan.