

# De toekomst van de muntunie in Europa

P. De Grauwe\*

**S**inds 1987 evolueerde het EMS naar een stelsel van steeds grotere wisselkoers-rigiditeit. Dergelijke systemen van vaste wisselkoersen zijn niet robuust en vallen meestal uiteen. De Maastricht-strategie naar een muntunie is niet alleen onrealistisch, maar gezien de tegenvallende conjunctuur ook ongewenst. Er is slechts één manier om een muntunie te realiseren: de nationale munten moeten plaatsmaken voor één Europese munt die wordt beheerd door één Europese centrale bank.

De oorzaken van het uiteenvallen van het EMS zijn in de kern niet verschillend van deze die het stelsel van Bretton Woods hebben doen springen. Een systeem van vaste wisselkoersen is niets anders dan een reeks beloften van monetaire overheden waarbij deze laatsten zich verbinden nu en in de toekomst de wisselkoersen vast te houden. Zolang iedereen geloof hecht aan deze beloften is het systeem stabiel, en zullen de centrale banken niet hoeven te interveniëren. Deze situatie was kenmerkend voor de periode van 1987 tot 1991. Ze leidde bij velen tot een geloof dat het stelsel eindelijk een stabiele periode tegemoet ging.

Problemen met zo'n stelsel van vaste wisselkoersen ontstaan zodra er twijfels zijn over de geloofwaardigheid van de vaste wisselkoersen. En vroeg of laat zijn dergelijke twijfels niet te vermijden. Waarom? Er zijn in hoofdzaak twee redenen.

Ten eerste, zolang monetaire overheden hun autonomie bewaren, kan het niet anders dan dat sommige overheden een goede en andere een slechte reputatie zullen hebben in verband met inflatie. Dit heeft tot gevolg dat inflatieverwachtingen, en dus ook geobserveerde inflaties, verschillend zullen zijn. In een vast wisselkoersstelsel leidt dit tot veran-

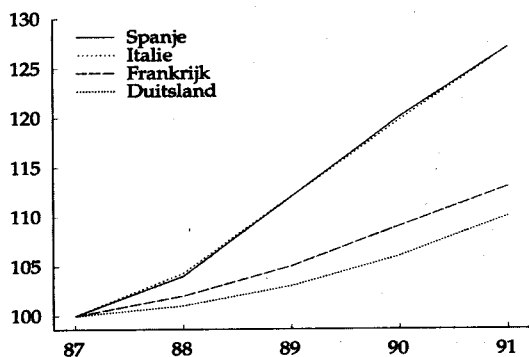
deringen in de concurrentiepositie van de lidstaten, die vroeg of laat zullen moeten worden gecorrigeerd door wisselkoersaanpassingen.

Gedurende de periode 1987-'92 was de jaarlijkse inflatie in Italië en in Spanje gemiddeld 3% hoger dan in Frankrijk en Duitsland. Ten gevolge hiervan liepen de prijsindices steeds verder uiteen (figuur 1), en werden de wisselkoersen onhoudbaar. Dit fenomeen is niet verschillend van wat gedurende de jaren zestig gebeurde. In tabel 1 presenteren we maatstaven van de divergentie in de prijsindices in 1968 (basis 1961) en in 1991 (basis 1987). Deze maatstaven meten dus in welke mate de prijsindices van de landen die in deze twee perioden een vaste wisselkoers aanhielden, uit elkaar zijn geëvolueerd. We merken op dat een gelijkaardige divergentie oprad in beide perioden. Zo bedroeg bij voorbeeld het cumulatieve inflatieverschil tussen het land met de hoogste en het land met de laagste inflatie 20% in 1968 (ten opzichte van 1961) en 17,7% in 1991 (ten opzichte van 1987). In beide gevallen waren wisselkoersaanpassingen onvermijdelijk.

Een tweede factor die in vaste wisselkoerssystemen tot een verlies aan vertrouwen aanleiding geeft, heeft te maken met de beleidsconflicten tussen de lidstaten. In zo'n systeem moet overeenstemming worden bereikt over het te voeren geldbeleid, en meer in het bijzonder over de rentevoet die in alle landen van het stelsel van toepassing zal zijn. Tot nu toe speelde Duitsland een dominerende rol in het behalen van deze rentevoet.

Een dergelijke asymmetrische (sommigen zullen zeggen hegemonische) werking van het EMS moet op den duur tot conflicten leiden. Immers, er komt een ogenblik waarbij landen het gevoerde geldbeleid van Duitsland als onaangepast zullen beschouwen in het licht van hun interne economische situatie. Een dergelijk conflict lag aan de basis van de specu-

Figuur 1. Prijsindices in vier EMS-landen sinds 1987



\* De auteur is verbonden aan de Katholieke Universiteit Leuven, en is lid van de Belgische senaat.

latie tegen het pond. Het werd immers duidelijk dat de Britse autoriteiten steeds minder bereid waren om het Duitse deflatoire monetaire beleid te volgen op een ogenblik dat Groot-Brittannië te kampen had met een zware economische recessie. Dit was voldoende om het vertrouwen dat de speculanten hadden in de vastheid van de koers van het pond, te ondermijnen. Een gelijkaardige situatie ontwikkelde zich in de FF/DM-markt, omdat ook in Frankrijk de opportuniteit van een hoge rentepolitiek, zoals die wordt gevoerd door de Bundesbank, door sommigen in vraag werd gesteld.

Kortom, het EMS evolueerde sinds 1987 tot een systeem van rigide wisselkoersen. Deze vaste wisselkoersen bleken inconsistent te zijn met het bestaan van autonome monetaire autoriteiten met hun verschillende beleidsvoorkeuren en reputaties in verband met inflatie. In welke richting moet het EMS nu verder evolueren? Dit is de praktische vraag die zich vandaag voor het beleid stelt. Twee mogelijkheden dienen zich aan.

### Toekomst EMS

Ten eerste zou het EMS kunnen terugkeren naar een meer flexibel stelsel zoals dat bestond vóór 1987. Marktparticipanten zouden dan begrijpen dat kleine en regelmatige aanpassingen van de wisselkoersen zullen worden doorgevoerd om te corrigeren voor uiteenlopende 'fundamentals'. De enige beperking op deze aanpassingen is dat deze klein zouden zijn in relatie tot de breedte van de band. Dit laatste is van belang om grote speculatieve winsten onmogelijk te maken. Immers, als de speculanten verwachten dat de volgende devaluatie of revaluatie niet veel meer dan 4,5% zal zijn, dan weten zij ook dat de nieuwe bodemkoers nauwelijks zal afwijken van de oude plafondkoers. De verwachte speculatieve winst zal klein zijn, zodat speculatie onaantrekkelijk wordt. Aan deze voorwaarde was in september 1992 duidelijk niet meer voldaan. De laatste herschikking had plaats in 1987. Meteen was de waarschijnlijkheid groot dat de volgende aanpassing substantieel zou zijn.

Een tweede mogelijke ontwikkeling van het EMS is die van de volledige muntunie. In een dergelijke unie worden de nationale munten vervangen door een Europese munt, en een Europese centrale bank neemt de rol over van de Bundesbank om het monetaire beleid in deze unie te bepalen.

Hoe waarschijnlijk is deze tweede mogelijke evolutie? Mijns inziens is de kans klein dat een muntunie vóór het einde van het decennium wordt gerealiseerd. De reden is dat het Verdrag van Maastricht de

**Tabel 1. Afwijking tussen nationale consumptieprijzindices in 1968 (1961 = 100) en in 1991 (1987 = 100), in procenten**

	1968	1991
Standaardafwijking	6,1	6,4
Verskil tussen hoogste en laagste prijsindex	20,0	17,7

Bron: P. de Grauwe, *Inflation convergence during the transition to EMU*, CEPR-Discussion Paper, nr. 658, juni 1992.

toetredingsvoorwaarden te scherp heeft geformuleerd. Het gevolg zal zijn dat te weinig landen aan deze voorwaarden zullen kunnen voldoen.

Het Verdrag van Maastricht is gebaseerd op het idee dat landen slechts dan tot de muntunie kunnen worden toegelaten als ze ook slagen in een ingangsexamen. De inhoud van dit examen is welgekend. De inflatie- en rentevoeten van een land mogen niet met meer dan 1,5% respectievelijk 2% afwijken van deze die geobserveerd worden in de drie landen met de laagste inflatie en rentevoeten. Bovendien mogen de overheidstekorten niet meer dan 3% bedragen, terwijl de overheidsschuld in procenten van het bnp naar de norm van 60% moet evolueren. Ten slotte mag een munt twee jaar vóór de toetreding geen muntherschikking meer hebben doorgevoerd.

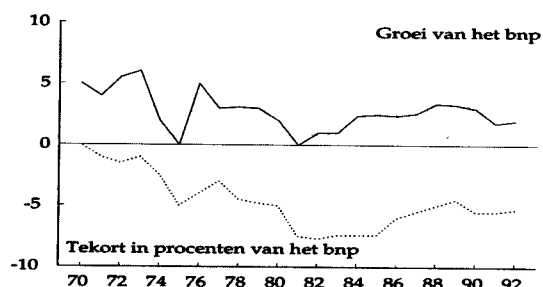
Het wordt stilaan duidelijk dat vele landen grote moeite zullen hebben om voor dit examen te slagen. Neem het probleem van de inflatie. Zoals eerder werd benadrukt, ondervinden landen die hun monetaire autonomie bewaren, grote moeite om een zelfde reputatie omtrent inflatie te hebben. Het gevolg is dat sommige landen systematisch meer inflatie kennen dan andere. Dit leidt tot een onhoudbare druk op de concurrentiepositie van sommige landen, die dan verplicht worden te devalueren. Deze devaluaties doen op hun beurt de inflatieritmen weer uiteengaan.

In zekere zin kan gesteld worden dat de graad van convergentie in inflatievoeten die in 1992 binnen het EMS was bereikt, uitzonderlijk gunstig was. Ze was bovendien artificieel omdat aan de basis van deze grote inflatieconvergentie de overwaardering van een aantal (zwakke) munten lag. Nu deze overwaarderingen door de recente wisselkoerserschikkingen zijn gecorrigeerd, zullen de inflatievoeten weer verder van elkaar verwijderd raken.

De enige manier om de inflatievoeten in Europa in het keurslijf van 1,5% te duwen zou erin bestaan de nationale monetaire overheden af te schaffen. Deze conclusie wordt bevestigd door de observatie dat een dergelijk klein inflatieverschil alleen tussen regio's van een zelfde muntunie wordt geobserveerd. Paradoxaal genoeg lijkt het erop dat de inflatieconvergentienorm van het Verdrag van Maastricht alleen kan worden gerealiseerd indien de Europese landen reeds een muntunie zouden vormen.

De budgetnormen van het Verdrag van Maastricht zijn even problematisch. Continentaal Europa treedt nu in een fase van diepe recessie. Een eigenschap van recessies is dat ze toenemende tekorten teweegbrengen. Dit heeft te maken met de automatische stabilisatoren die inherent zijn in de overheidsbudgetten van moderne naties. Dit wordt op treffende wijze geïllustreerd in figuur 2. Deze toont de gemid-

**Figuur 2. Budgettaire tekorten en groei van het bnp (EG-gemiddelde)**



delde jaarlijkse groeivoet van het bnp in de Europese Gemeenschap samen met het gemiddelde budgettaire tekort (als procenten van het bnp). Het valt op hoe sterk gecorreleerd deze twee variabelen zijn. Perioden van dalende groei gaan samen met perioden van stijgende budgettaire tekorten<sup>1</sup>. Merk ook op hoe tijdens de twee vorige recessies (die van 1974-75 en van 1980-82) de budgettaire tekorten in de EG-landen met gemiddeld 3 à 4% van het bnp toenamen.

Een dergelijke verslechtering van de budgettaire tekorten in de EG-landen zal zich hoogstwaarschijnlijk herhalen gedurende de recessie die vandaag in Europa woedt. Een poging om de EG-landen nu de drieprocent-norm te forceren, is niet alleen onrealistisch, maar ook ongewenst. De automatische stabilisatoren die aanwezig zijn in deze overheidsbudgetten moeten gedurende een recessie kunnen werken. De drieprocent-norm van Maastricht die vandaag wordt toegepast, is een strategie die de landen dwingt deze automatische stabilisatoren uit te schakelen. Dit kan niet anders dan de recessie aanwakken. Het grote gevaar van een dergelijke strategie is dat de maatschappelijke consensus over de wenselijkheid van een muntunie wordt ondermijnd. De drieprocent-norm van Maastricht zou wel eens het struikelblok voor muntunie kunnen worden<sup>2</sup>.

We besluiten dat de strategie van Maastricht om de Europese muntunie te realiseren onrealistisch is. Om een muntunie mogelijk te maken tussen de EG-landen (de Twaalf of een deelgroep) zal het nodig zijn de toetredingsvoorwaarden af te zwakken. De hele discussie rond de toetredingsvoorwaarden heeft duidelijk gemaakt dat deze laatste in eerste instantie bedoeld zijn om Duitsland te pacifiëren. Het Duitse gebrek aan enthousiasme voor een muntunie, jazelfs de open vijandschap van een groot deel van de Duitse publieke opinie tegenover het verdwijnen van de mark, is het belangrijkste obstakel op de weg naar een muntunie in Europa. Deze vijandschap heeft niet alleen geleid tot het formuleren van onrealistische toetredingsvoorwaarden. Ze heeft ook een eigenaardige illusie in het leven geroepen over de vorm die een toekomstige unie kan aannemen: indien Duitsland zijn geliefde Duitse mark niet wil opgeven, laat ze dan, samen met de andere landen, haar eigen nationale munt bewaren. In deze visie zal het volstaan om in 1996, of in 1999 officieel te verklaren dat de wisselkoersen van deze munten (samen met die van de ecu) eens en voor goed vastliggen ('irrevocably fixed').

Een dergelijk alternatief voor een muntunie kan moeilijk ernstig genomen worden. Het zal leiden tot onoverkomelijke problemen van geloofwaardigheid in de vastheid van de wisselkoersen. Bovendien maken de praktische problemen die gepaard gaan met het parallel circuleren van verschillende munten, dit alternatief onaantrekkelijk. Er is slechts één manier om een muntunie te realiseren. De nationale munten (inclusief de Duitse mark) moeten plaats ruimen voor één Europese munt die wordt beheerd door één Europese centrale bank. Een 'derde weg' kan alleen tot grote verwarring en zelfs tot monetaire instabiliteit leiden.

Het voorgaande geeft aanleiding tot enig pessimisme. Een muntunie met twaalf vóór het einde van dit decennium lijkt uitgesloten. Hoe groot zijn de kan-

sen van een muntunie met een beperkte groep landen? Twee mogelijkheden presenteren zich hier. Een eerste mogelijkheid bestaat eruit dat een kleine groep landen de Maastrichtcriteria haalt en dat met deze groep de muntunie start. De kans dat deze strategie wordt gerealiseerd is mijns inziens klein. Zoals eerder betoogd, zullen te weinig landen aan de criteria voldoen. Het is zelfs niet uitgesloten dat Duitsland de Maastrichtcriteria niet haalt. Dit zal leiden tot een politiek probleem. Het is immers moeilijk in te zien hoe de landen, die niet slagen in het ingangsexamen van Maastricht, hun akkoord zullen verlenen om een beperkte muntunie te starten, waarvan zij uitgesloten blijven.

Een tweede, realistischer, scenario bestaat eruit dat de regeringen van de EG-landen tot het inzicht komen dat de Maastricht-convergentiecriteria onrealistisch zijn. Ze besluiten dan deze criteria flexibel te interpreteren zodat een significante groep landen fit wordt verklaard om de unie aan te gaan. Alhoewel realistischer dan het vorige, botst dit scenario op het Duitse probleem. Duitsland zal hier de bereidheid moeten opbrengen om de mark op te geven. Dit lijkt op dit ogenblik weinig waarschijnlijk.

Het lijkt er dan ook op dat de realisatie van een Europese muntunie (met twaalf of met een beperktere groep landen) gedurende dit decennium een kleine kans van slagen heeft. De monetaire toekomst van Europa gedurende het volgende decennium zal hoogstwaarschijnlijk liggen in een flexibel EMS-systeem waarin de onderlinge wisselkoersen regelmatig zullen moeten worden aangepast.

#### Paul De Grauwe

1. Correlatie betekent nog geen causaliteit. Het zou kunnen dat de causaliteit ook in de andere richting gaat, met name dat budgettaire tekorten de groei beïnvloeden. De standaardtheorie hierover is dat een toename van het budgettaire tekort, ceteris paribus, de groei van het bnp stimuleert. Dit mechanisme zal een inverse correlatie tussen de twee variabelen teweeg brengen. Met andere woorden als dit mechanisme sterk genoeg is zouden we een samengaan van stijgende tekorten en stijgende groei moeten observeren. Om hierover uitsluitsel te hebben werd een regressievergelijking in twee ronden geschat, waarbij als instrumentele variabelen de Amerikaanse groei van het bnp en het vertraagde Europese budgettaire tekort werden geselecteerd. De resultaten zijn de volgende:

$$DEF_t = -3,2 + 0,58 \text{ bnp}_t + 0,64 \text{ DEF}_{t-1} \quad R^2 = 0,94$$

(-6,9)      (5,5)      (11,1)      DW = 2,2

met  $DEF_t$  = het budgettaire tekort, en  $\text{bnp}_t$  = de groei van het bnp.

2. Het is duidelijk dat in een aantal landen, zoals België en Italië, de overheden een zodanig grote schuldenlast hebben (120% van het bnp in België, 100% in Italië) dat verdere sanering onvermijdelijk is met of zonder Maastricht, en dat de drie-procentnorm waarschijnlijk ontoerikend zal zijn. Andere landen, waaronder Nederland, zitten in een relatief comfortabele positie, en kunnen zich veroorloven om de drie-procentnorm tijdens de recessie even uit te stellen.