

De twee zijden van één Europese munt

N. Brunia en E. Sterken*

Volgens het verdrag van Maastricht moet in 1997 (of in 1999) in Europa een monetaire unie worden gevormd. Aan de totstandkoming hiervan zijn voor- en nadelen verbonden. Daarbij maakt het verschil of een monetaire unie met alle twaalf EG-landen wordt gevormd of dat begonnen wordt met een kleine kopgroep. Het starten van een mini-EMU met vijf landen verdient vanuit economisch gezichtspunt de voorkeur.

Het verdrag van Maastricht is een uitvloeisel van het streven naar eenwording dat met de oprichting van de Europese Gemeenschap (EG) in 1957 in gang is gezet en door het instellen van het Europese Monetair Stelsel (EMS) in 1979 en het rapport-Delors uiteindelijk is bekroond met het concept-verdrag. Het verdrag van Maastricht behelst maatregelen die moeten leiden tot een vergaande convergentie van het economische beleid van de twaalf EG-landen. Het verdrag stelt hoge eisen aan de lidstaten: convergentie dient niet alleen te worden bereikt met betrekking tot het budgettaire en monetaire beleid, maar ook met betrekking tot de politieke ontwikkeling.

De euforie over de totstandkoming van het verdrag is inmiddels verbleekt. In verschillende landen heeft de ratificatie grote problemen opgeroepen, terwijl in andere landen toenemende twijfel is ontstaan. In de laatste week voor het Franse referendum ontstond grote valutarische onrust, waardoor het Britse pond en de Italiaanse lire het EMS moesten verlaten en de Spaanse peseta met 5 procent werd gedevalueerd. Sinds begin september 1992 hebben zich scherpe aanpassingen in koersen voltrokken: zo is het Britse pond ten opzichte van de Duitse mark al met zo'n 15 procent en de Italiaanse lire met 29 procent in waarde gedaald.

Er dient onderscheid gemaakt te worden tussen de totstandkoming van een economische unie en een monetaire unie. De totstandkoming van een economische unie wordt zonder twijfel als voordelig voor het EG-gebied gezien. Met betrekking tot de totstandkoming van een monetaire unie is het beeld minder eenduidig. De vraag of één munt in de twaalf EG-landen moet worden ingevoerd, is equivalent met de vraag of het EG-gebied een optimaal muntgebied (optimum currency area) is. Het vaststellen van een optimaal muntgebied is een kosten-batenprobleem¹.

Door de recente onrust op de internationale valutamarkten is de optie van een Europa van twee snelheden weer actueel geworden. De verdragstekst van

Maastricht staat een gespreide fasering van toetreding immers toe. Zo is het mogelijk dat een kopgroep bij voorbeeld in 1997 met een monetaire unie start, terwijl de overige EMS-landen dan in een later stadium, bij voorbeeld in 1999, toetreden. De kopgroep zou dan gevormd kunnen worden door Duitsland, Frankrijk en de landen van de Benelux (hierna te noemen de 5-landen optie, terwijl de 12-landen optie het vormen van een monetaire unie met alle 12 EMS-landen betreft). Uiteraard bepaalt de datum van toetreding door de diverse landen de kosten van het aanpassingsproces.

In dit artikel worden de voordelen en nadelen voor de Nederlandse economie van de 5- en de 12-landen optie vergeleken. Om wille van de eenvoud gaan we in hoofdlijnen uit van het vergelijken van de introductie van een 5- of 12-landen optie op dezelfde datum.

In de volgende paragraaf behandelen we puntsgewijs de belangrijkste voor- en nadelen van een monetaire unie. In de laatste paragraaf komen de voor- en nadelen van beide opties voor de Nederlandse economie aan de orde. Deze evaluatie doet ons besluiten om voorzichtig te pleiten tegen het beginnen van een EMU volgens de 12-landen optie.

Voor- en nadelen van één Europese munt

Reductie van transactiekosten

Zowel voor de internationale handel in goederen als in financiële activa werkt één munt kostenbesparend. Exporteurs maken niet langer omwisselkosten. Consumenten die op vakantie in het buitenland zijn betalen

* Beide auteurs zijn verbonden aan de Vakgroep Algemene Economie van de Rijksuniversiteit Groningen. Zij danken H. van Ees, H. Garretsen, J. de Haan en G. Kuper voor hun commentaar op een vorige versie van dit artikel.
1. P. De Grauwe, *The economics of monetary integration*, Oxford University Press, 1992.

evenmin omwisselkosten. De Europese Commissie schat deze kostenbesparing op 13 tot 20 miljard ecu per jaar voor de EG als geheel. Deze kostenbesparing gaat ten laste van de omzet van banken, die wellicht met zo'n 5 procent zou verminderen². Naast deze directe reductie van transactiekosten kan ook nog een indirecte reductie optreden. Door het gebruik van één munt nemen de mogelijkheden voor prijsdiscriminatie af. Dit betekent dat idealiter eenzelfde produkt in het hele valutagebied eenzelfde prijs moet hebben. Dit is een indirect voordeel voor de consument, maar kan als nadeel voor de producent worden gezien.

Een ander voordeel is de reductie van internationale reserves. De EG-landen bezitten meer reserves dan Japan en de VS. Indien deze reserves niet rentedragend zijn, kan er een verbetering van de welvaart bewerkstelligd worden door verkoop van de reserves. In 1990 hield de EG 222,7 miljard ecu als reserves aan. Ten opzichte van de VS (37,4 miljard ecu) en Japan (51,6 miljard ecu) lijkt dit overdreven veel. Een bezuiniging op het reservegebruik is derhalve mogelijk, omdat een groot gedeelte van de reserves voor intra-EG-verkeer gebruikt wordt. De kosten van het aanhouden van reserves zijn evenwel laag, omdat de meeste reserves rentedragend zijn.

Reductie van wisselkoersonzekerheid

Onzekerheid omtrent toekomstige wisselkoersen leidt tot onzekere opbrengsten in het internationale handelsverkeer. Uitgaande van risico-afkerige ondernemingen leidt onzekerheid tot een geringer handelsvolume, voor zover deze ondernemingen het wisselkoersrisico niet kunnen afdekken. De introductie van één munt elimineert het wisselkoersrisico van intra-EG-handel, hetgeen de handel stimuleert. Empirisch gezien is evenwel de samenhang tussen wisselkoersvariabiliteit en het handelsvolume beperkt. Voor de EG lijken bovendien de schommelingen in de dollar van groter belang te zijn dan de onderlinge bewegingen van de Europese munten. In het rapport *One market, one money* wordt derhalve geen schatting van dit voordeel gegeven³.

Een geringere wisselkoersonzekerheid zou kunnen leiden tot een lagere reële interestvoet. Indien er immers een onzekerheidspremie op de interestontwikkeling zit, zou deze door een reductie van het wisselkoersrisico geringer kunnen worden. Dit geldt met name voor de wat zwakkere munten in het huidige EMS. Er is immers geen reden om aan te nemen dat de invoering van de EMU leidt tot een lagere Duitse reële rente. Wel geldt dat nationale spaaroverschotbeperkingen vervallen. Een lagere reële interestvoet kan leiden tot een hogere economische groei. Een toename van investeringen en het stimuleren van technologie leiden beide tot het bereiken van een hoger groeipad. In de endogene groeitheorie wordt dit belang onderstreept. Empirisch bewijs voor deze stelling is evenwel moeilijk te leveren⁴.

Het instellen van één munt leidt tot het wegvallen van de liquiditeitspremies op interestvoeten van de munten van kleinere landen. Bij een vaste gulden-DM-koers leidt simpelweg het kleiner zijn van de guldenmarkt tot een liquiditeitspremie. Hierbij wordt dan verondersteld dat slechts de omvang van de res-

Fris op!

Economische kennis veroudert snel. De serie "Fris op" helpt u om u met behulp van recente economische inzichten een oordeel te vormen over belangrijke economische ontwikkelingen.

pectieve valutamarkten van belang is. Het kan evenwel zo zijn dat de omvang van de financiële markten als geheel van belang is. In dat geval zal er een liquiditeitspremie blijven bestaan, omdat de markt voor Duits overheidspapier groter is dan de Nederlandse.

Het verlies van het wisselkoersinstrument

Bij de beantwoording van de vraag of het opgeven van het wisselkoersinstrument een verlies is dringt zich een tweetal vragen op. Ten eerste, zijn de structuren van de Europese economieën en de aard van de verstoringen zodanig dat ze de ontwikkeling van productie, werkloosheid en inflatie binnen Europa uiteen doen lopen? Ten tweede, indien het antwoord op de eerste vraag bevestigend is, is het wisselkoersinstrument nog effectief en het meest aangewezen instrument om te worden ingezet?

Met betrekking tot de eerste vraag geldt in het algemeen dat er mogelijk een rol voor het wisselkoersbeleid is weggelegd als een schok verschillend doorwerkt op werkloosheid, inflatie en productie in de Europese economieën. Dit is het geval als er zich asymmetrische schokken voordoen of indien er sprake is van een gemeenschappelijke schok met een asymmetrische uitwerking als gevolg van verschillen in economische structuur. De schokken in Noord-Europa zijn met name sectorspecifieke schokken en steeds minder landspecifieke schokken. Dit leidt tot de idee dat nationale prijzen en dus valuta's er steeds minder toe doen. De sectorale ontwikkeling in Noord-Europa verschilt evenwel sterk van die in Zuid-Europa. Sectorale schokken in Noord- en Zuid-Europa lopen niet synchroon⁵.

Op de lange termijn wordt de waarde van de reële wisselkoers door preferenties, zoals smaak en tijdvoorkeur, en technologie bepaald. Regionale verschillen in preferenties lijken binnen Europa hardnekkig. Momenteel bestaan er ook nog grote verschillen in technologie, doch een convergentie in technologie lijkt aannemelijker dan een convergentie van preferenties⁶. Immers, kennisoverdracht zal niet nationaal beperkt worden⁷. De voortschrijdende integratie van

2. Zie P. De Grauwe, op.cit., blz. 61-62.

3. M. Emerson e.a., *One market, one money; an evaluation of the potential benefits and costs of forming an Economic and Monetary Union*, Oxford University Press, 1992.

4. Zie P. De Grauwe, op.cit., blz. 71-77.

5. Zie P. Krugman, *Geography and trade*, Leuven, 1991.

6. Zie S. Dowrick, Technological catch up and diverging incomes: patterns of economic growth, *Economic Journal*, jg. 102, 1992, blz. 600-610.

7. G.M. Grossman en E. Helpman, *Innovation and growth in the global economy*, MIT Press, 1991.

de Europese goederenmarkten wordt gekarakteriseerd door intra-industriespecialisatie en wordt verklaard door schaalvoordelen. In de moderne locatietheorie zijn het ook schaalvoordelen die leiden tot een concentratie van de produktie⁸. De locatie is niet noodzakelijkerwijs de meest ontwikkelde regio of het land met de grootste binnenlandse afzetmarkt⁹. Derhalve lijkt het uiteenlopen van de economische ontwikkeling binnen Europa waarschijnlijk en zal de divergentie tot aanpassingsproblemen tussen de blokken leiden.

Ook binnen een monetaire unie met één munt zijn aanpassingen van de reële wisselkoers mogelijk. Aanpassingen vinden dan niet plaats via de nominale wisselkoers maar via de prijzen. Op de korte termijn gaan prijsontwikkelingen volgens de Phillips-curve (of een Lucas aanbodvergelijking) samen met tijdelijke afwijkingen van de werkgelegenheid ten opzichte van het natuurlijke niveau. De hardnekkigheid van deze afwijkingen hangt onder andere af van de mate van reële loonrigiditeit en regionale arbeidsimmobiliteit. Ook de effectiviteit van het wisselkoersinstrument op de korte termijn hangt hiermee samen. Bij een negatieve externe vraagschok die wordt gepaard met een devaluatie is het aanvankelijke produktieverlies geringer dan in het geval dat een devaluatie achterwege blijft. De terugkeer naar het lange-termijngroei-pad duurt in het eerste geval echter langer en de inflatievoet is ook hoger¹⁰. Er is dus sprake van een afruil tussen het succes van een devaluatie op de korte en de lange termijn.

Eén munt is daarnaast een vorm van consistent beleid, hetgeen in de moderne macro-economische literatuur als aantrekkelijk wordt afgeschilderd in een wereld waarin de overheid en de particuliere sector niet met elkaar samenwerken. Men kan aantonen dat bij afwezigheid van vaste regels er een prikkel voor de overheid bestaat om tijdelijk succes te behalen, in de vorm van het vergroten van de produktie, in ruil voor een verlies aan reputatie. Op de lange termijn leidt het verlies aan reputatie evenwel tot een suboptimale oplossing. Een onherroepelijke vaste wisselkoers kent deze problemen niet en valt derhalve te prefereren. Op Europees niveau blijft echter de verleiding bestaan om de korte termijn te laten prevaleren boven lange-termijnoverwegingen.

Monetair beleid

In een monetaire unie wordt gemeenschappelijk over het monetaire beleid beslist. De doelstelling van de Europese centrale bank (ECB) is het handhaven van prijsstabiliteit en daaraan ondergeschikt het ondersteunen van het algemene economische beleid binnen de Gemeenschap. Indien zij hierin slaagt nemen de optimale kassen toe, hetgeen een welvaartswinst van plusminus 0,2 procent van het bruto binnenlands produkt van de Gemeenschap met zich brengt¹¹. Immers, een lagere inflatie zal tot een grotere geldvraag leiden. Voorts gaat een lage inflatievoet in de praktijk gepaard met een geringe variabiliteit van de inflatie en relatieve prijzen. De welvaartseffecten van een reductie van de variabiliteit van relatieve prijzen zijn vergelijkbaar met die van een reductie van de variabiliteit van wisselkoersen. De geringere variabiliteit van

het inflatietempo leidt tot een betere voorspelbaarheid van de inflatievoet. Uitgaande van de aanbodcurve van Lucas of het bestaan van de Phillipscurve op korte termijn leidt deze betere voorspelbaarheid tot geringere fluctuaties in het inkomen (een steilere korte-termijn aanbodvergelijking).

De asymmetrische beslissingsstructuur zoals die momenteel bestaat met Duitsland als leider en de overige landen als volgers wordt vervangen door een meer symmetrische situatie. Voor de volgers betekent dit dat het conjunctuurbeleid niet meer wordt doorgekruist door het Duitse beleid. Tegenover dit voordeel staat dat een anti-inflatiereputatie van de nieuw te vormen ECB nog moet worden opgebouwd. Thans vertrouwen financiële markten op de anti-inflatiereputatie van de Bundesbank en de geloofwaardigheid van het Duitse monetaire beleid. De geloofwaardigheid van het beleid van de ECB is, in het geval dat van een symmetrische machtsverhouding wordt uitgegaan, voor de markt geen gegeven grootheid. Deze zal slechts na verloop van tijd aan kracht winnen¹².

Budgettair beleid

Een belangrijk voordeel van één muntgebied is de eis van discipline met betrekking tot het budgettaire beleid. Een consistent begrotingsbeleid zal tot stabilisatie van de plannen van de particuliere sector leiden, hetgeen directe bestedingseffecten zal hebben. Daarnaast kunnen door een uiteindelijke verlaging van de belastingdruk ook belangrijke indirecte voordelen behaald worden. Coördinatie van budgettair beleid lijkt nodig te zijn om een Europese munt levensvatbaar te doen zijn, al is deze opvatting niet onomstreden¹³.

Coördinatie van budgettair beleid zou door een centrale instantie verricht moeten worden. Om aan de noodzakelijke startwaarden voor een dergelijk beleid te kunnen voldoen, moeten in een aantal landen pijnlijke budgettaire operaties worden uitgevoerd, die sterk conjunctuurremmend kunnen zijn, zoals uit recente IMF-berekeningen blijkt. Deze berekeningen benadrukken met name de negatieve invloed van belastingverzwaring op de macro-economische vraag. Knoester en Kolodziejak vragen aandacht voor de gevolgen van lastenverzwaring voor het aanbod en komen tot een nog pessimistischer scenario¹⁴. Zij pleiten voor een extra norm met betrekking tot de collectieve-lastendruk.

8. Zie P. Krugman, *Increasing returns and economic geography*, NBER Working Paper, 1990.

9. Zie P. Krugman en A. Venables, *Integration and the competitiveness of peripheral industry*, in J. Braga de Macedo en C. Bliss (red.), *Unity with diversity within the European economy: the Community's southern frontier*, Cambridge University Press, 1990.

10. Zie M. Emerson e.a., op cit., blz. 140.

11. M. Emerson e.a., op cit., blz. 88.

12. Zie D. Currie, P. Levine en J. Pearlman, *European monetary union or hard EMS?*, *European Economic Review*, jg. 36, 1992, blz. 1185-1304.

13. Zie voor een recente kritiek op de fiscale gevolgen van Maastricht: W.H. Buiters, G. Corsetti en N. Roubini, *Excessive deficits: sense and nonsense in the Treaty of Maastricht*, *Economic Policy*, jg. 16, 1993, blz. 58-90.

14. A. Knoester en A.M.M. Kolodziejak, *Groeivertraging door Maastricht*, *ESB*, 9 september 1992, blz. 864-867.

Het opgeven van de eigen munt leidt overigens nog tot een extra budgettaire probleem. De opbrengsten uit het drukken van geld (seigniorage) zijn voor sommige landen een onmisbare bron van inkomsten. Met name Zuid Europese landen hebben een relatief hoge opbrengst uit het in circulatie brengen van een eigen munt. Dit kan tot 3 procent van het bnp oplopen. Indien deze opbrengsten wegvallen, zal de belasting op een andere manier geheven moeten worden. De noodzakelijke belastingverzwaring heeft bovengenoemde nadelen. Het verdrag van Maastricht bevat evenwel een aanzet tot verdeling van de opbrengsten van het drukken van geld over de deelnemers. Voorts dient opgemerkt te worden dat een lage Europese interestvoet de landen met hoge schuldquoten en nu nog hoge kapitaalmarktinterestvoeten (Italië en Griekenland) kan helpen.

De 5- of 12-landen optie

In deze afsluitende paragraaf worden de voor- en nadelen voor de Nederlandse economie van een 5- en een 12-landen optie vergeleken. Zoals in de inleiding opgemerkt is, vergelijken we de huidige uitgangssituatie met het starten van een unie met 5 of 12 landen. Uitgangspunt is de huidige situatie waarin de gulden aan de D-mark is gekoppeld en de Nederlandsche Bank het monetaire beleid afstemt op het Duitse. Deze uitgangssituatie betekent dat een aantal voordelen van een monetaire unie al wordt verkregen en een aantal nadelen al wordt geaccepteerd. In nevenstaande tabel worden de voor- en nadelen van de 5- of 12-landen optie ten opzichte van het nu geldende systeem voor de Nederlandse economie samengevat.

De reductie van transactiekosten zal in de 12-landen optie groter zijn dan in de 5-landen optie. Gezien het geografische patroon van de Nederlandse handel en de rol van de dollar in het internationale betalingsverkeer is deze extra reductie van transactiekosten gering.

De voordelen van een reductie van wisselkoersonzekerheid op het handelsvolume zijn gering, omdat de gulden al zo goed als vast is gekoppeld aan de valuta's van onze belangrijkste handelspartners. Het Verenigd Koninkrijk en Italië vormen een uitzondering. Wat betreft het vervallen van een liquiditeitspremie op de gulden biedt de 12-landen optie gezien de dominantie van de D-mark nauwelijks voordelen ten opzichte van de 5-landen optie. Een lagere interestvoet zal in een 5-landen optie op dezelfde grond even waarschijnlijk zijn als in een 12-landen optie.

Het opgeven van het wisselkoersinstrument in de 5-landen optie brengt voor Nederland geen veranderingen met zich mee. In de 12-landen optie bestaat echter de kans dat door een niet-synchrone ontwikkeling tussen Noord- en Zuid-Europa een deel van de aanpassingskosten op de Nederlandse economie rust.

De kans dat een geloofwaardig monetair beleid wordt bereikt is groter in een 5-landen EMU. Immers, daar hoeft de facto geen verandering te komen in het anti-inflatiebeleid. Verder is, gezien de meer synchrone economische ontwikkeling binnen de landen van de 5-landen optie dan binnen de EG als geheel, de kans dat het monetaire beleid is afgestemd op de Ne-

Argument	5 landen	12 landen	Voor- en nadelen van een EMU met 5 resp. 12 landen
Reductie transactiekosten	+	+	
Reductie wisselkoersonzekerheid	+	+	
Verlies wisselkoersinstrument	0	-	
Monetair beleid	+	-	
Budgettaire beleid	0	-	

Toelichting: Een - betekent per saldo een nadeel en een + een voordeel, terwijl een 0 indifferentie aangeeft.

derlandse economische situatie in een beperkte monetaire unie groter dan in een unie met 12 landen.

Coördinatie van budgettaire beleid zal met 5 landen gemakkelijker zijn dan met 12 landen. De budgettaire discipline is beter; er wordt geen of nauwelijks beroep gedaan op seigniorage. Sterk conjunctuurremmende maatregelen zijn derhalve waarschijnlijker in de 12-landen EMU dan in het 'hard currency'-model.

Gezien de recente spanning in het EMS, lijken financiële markten een zwaar gewicht toe te kennen aan de vereiste symmetrie in de reële ontwikkeling. Deze symmetrie wordt niet alleen in de continentaal noordelijke EG-landen waargenomen, maar ook in Zwitserland en Oostenrijk. Een synchrone reële ontwikkeling is noodzakelijk voor het slagen van een monetaire unie. Omgekeerd kan de oprichting van een monetaire unie niet als middel gebruikt worden om een synchrone reële ontwikkeling af te dwingen.

Hoewel er sprake is van extra kosten voor de niet onmiddellijk deelnemende landen, lijkt het starten van een monetaire unie met 5 landen aantrekkelijker dan de 12-landen optie. Deze analyse staat haaks op het verdrag, aangezien dit een zogenaamde mini-EMU op korte termijn in de weg staat. Volgens het verdrag kan er in 1997 worden begonnen met een unie van landen die aan de convergentiecriteria voldoen, mits een meerderheid van het aantal landen deelneemt, anders dient er tot 1999 gewacht te worden. In 1999 kan een kleinere groep verder. Het lijkt aantrekkelijker om in 1997 met 5 landen te beginnen en de overige 7 een langere aanpassingsperiode te gunnen. De voordelen voor de 7 landen die niet onmiddellijk participeren bestaan hieruit dat zij de kosten van het aanpassingsproces over een langere periode kunnen uitsmeren. De nadelen bestaan uit het pas later plukken van de vruchten van een volledige monetaire unie en uiteraard een zeker ontmoedigings-effect. Desalniettemin is het gunnen van meer tijd voor de 7 landen een politiek aantrekkelijker alternatief dan het voorgoed laten afvallen van deze groep. Zoals uit het jongste Jaarverslag van De Nederlandsche Bank blijkt, voldoen anno 1992 nog maar twee landen aan de EMU-normen (Denemarken en Luxemburg). Het blijkt evenwel dat landen als Griekenland, Portugal en Spanje zich lijken te confirmeren aan de gestelde eisen.

Dit alles overziend pleiten wij voor het starten van een monetaire unie van 5 landen. Dit kan op vrij korte termijn geschieden. De 12-landen optie lijkt verder weg.

N. Brunia
E. Sterken