

Einde EMS, leve de EMU!

De crisis in het EMS toont aan dat de EMU niet via de convergentiecriteria van Maastricht kan worden bereikt. Volgens de auteur is het derhalve tijd om het roer om te gooien. Daarbij kunnen de bredere fluctuatiemarges van het EMS de transitie naar de muntunie vergemakkelijken.

Het EMS is ineengestort. Eén van de opvallendste aspecten van deze ineenstorting is dat, tot voor kort, alles erop scheen te wijzen dat het systeem een fase van stabiliteit had bereikt. Van 1987 tot september 1992 kende het EMS geen herschikkingen (behalve een kleine technische aanpassing van de lire). De belangrijkste oorzaak van deze ogenschijnlijke rust was de convergentie van de inflatieritmen binnen het stelsel. Deze convergentie van de inflatie bleek echter een onvoldoende garantie voor de stabiliteit van het systeem.

EMS en rentevoetdilemma

Zoals elk vast wisselkoerssysteem, had het EMS te kampen met wat in het internationaal economisch jargon het (n-1) probleem wordt genoemd. Dit kan als volgt beschreven worden.

Wanneer twee landen hun wisselkoers vastprikken, hebben ze een ruime keuze m.b.t. het niveau van de rentevoet dat van toepassing zal zijn in het systeem. Dit is tegelijk goed en slecht nieuws. Het goede nieuws is dat het systeem een vrijheidsgraad heeft. Het slechte nieuws is dat de landen tot een akkoord moeten komen over het niveau van de rentevoet, dat in het systeem van toepassing zal zijn. Zolang de preferenties van de beleidsinstanties onderling overeenstemmen, is er geen probleem. In tijden van crisis, en vooral in recessies, kunnen beleidspreferenties echter al gauw uiteenlopen. Dit leidt bij speculanten tot de vrees dat de landen die hun preferenties niet kunnen doordrukken, uit het systeem zullen stappen. Een speculatieve crisis wordt dan onvermijdelijk.

Dit is in een notedop de oorzaak van de ineenstorting van het EMS. Duitsland, dat geconfronteerd werd

met een stijgende inflatie, legde zijn beleidsvoorkeuren op aan de anderen. De conflicten die hieruit resulteerden, ondermijnden de geloofwaardigheid van de vaste wisselkoersen.

Het einde van het EMS volgt ook in essentie hetzelfde script als het einde van het Bretton-Woods systeem. Ook dat systeem ging ten onder omdat sommige landen ongelukkig waren met de beleidsvoorkeuren van het dominante land, de VS, en een prikkel hadden om uit het stelsel te stappen.

Van EMS naar EMU?

De vraag die velen zich vandaag stellen, betreft de toekomst van de Europese muntunie. Is het waar dat de grotere flexibiliteit van de wisselkoersen waartoe nu werd besloten, de overgang naar de muntunie zal bemoeilijken?

Via convergentiecriteria?

De ineenstorting van het EMS heeft in elk geval aangetoond dat de weg naar de muntunie, zoals uitgestippeld in het verdrag van Maastricht, niet te bewandelen is. De Maastricht-route naar EMU is gebaseerd op het idee dat landen eerst moeten convergeren om te kunnen toetreden tot de EMU. Dit heeft geleid tot de bekende vijf convergentiecriteria, volgens welke een land slechts zal kunnen toetreden als zijn inflatie, zijn rentevoet en zijn budgettaire beleid voldoende aansluiten bij dat van de andere landen. Bovendien moeten de landen twee jaar voor hun intrede een vaste wisselkoers hebben gehad met de partnerlanden.

Vele economen hebben van meet af aan gewaarschuwd dat deze aan-

pak niet zou werken. De feiten hebben hen nu gelijk gegeven. Waarom?

Ten eerste is de strategie die gestoeld is op rigide vaste wisselkoersen niet geloofwaardig. Zoals eerder betoogd, ontstaat bij elke grote economische schok een conflict over het te voeren monetair beleid. Dit ondermijnt de geloofwaardigheid van de vaste wisselkoersen. Dit probleem wordt niet minder naarmate de datum van de finale fase dichterbij komt, integendeel. Er bestaat immers altijd een risico dat sommige landen van de overgang naar de muntunie zullen willen profiteren om in het belang van hun concurrentiepositie een laatste devaluatie door te voeren. Deze mogelijkheid zal speculatieve bewegingen in gang zetten, die des te groter worden naarmate we dichterbij de eindfase komen.

Ten tweede heeft de zwakke geloofwaardigheid van het vaste wisselkoerssysteem tot gevolg dat ook de rentevoeten niet kunnen convergeren gedurende de transitieperiode. De rentevoeten zullen deze devaluatieverwachtingen immers moeten weer spiegelen.

Ten derde lijkt ook de eis van inflatieconvergentie onhaalbaar. Gedurende de transitieperiode behouden landen hun eigen munt, en de reputatie die aan deze munt kleeft. Dit heeft tot gevolg dat inflatieverwachtingen verschillend blijven, zodat ook inflatieverschillen van meer dan 1,5% blijven bestaan.

De convergentiecriteria van Maastricht zijn onrealistisch, en zullen indien ze aangehouden worden, een muntunie in Europa onmogelijk maken¹. In die zin kan gesteld worden, dat het verdrag van Maastricht een hinderpaal is geworden op de weg naar een muntunie.

Of via flexibiliteit?

Het probleem van de Maastricht-strategie naar de muntunie, is te vergelijken met het probleem van de naaister die een naald met een te klein oog heeft gekozen voor haar draad. Ze zal er niet in slagen om de draad door het oog te krijgen. De enige oplossing voor dit probleem is een naald met een groter oog te kiezen. De crisis van het EMS en de verrui-

1. Deze conclusie wordt nog kracht bijgezet wanneer de budgettaire convergentiecriteria in de analyse worden betrokken.

ming van de marges bieden nu verrassend genoeg de kans om een oplossing in die zin te kiezen. Met andere woorden, de grotere wisselkoersflexibiliteit kan het gemakkelijker maken om tot een muntunie over te gaan, dan de al te rigide Maastricht-strategie. Hoe kan dit?

Een muntunie impliceert dat nationale munten vervangen worden door een nieuwe Europese munt. Bij de introductie van de muntunie vindt er dus een monetaire hervorming plaats. Er is geen grondige reden waarom een dergelijke monetaire hervorming slechts zou kunnen werken als, conform het verdrag van Maastricht, de wisselkoersen twee jaar van te voren worden vastgeprikt. Integendeel, om zo'n monetaire hervorming vlot te doen verlopen is het noodzakelijk dat vooraf de wisselkoersen relatief flexibel zijn. Deze flexibiliteit is nodig om de onvermijdelijke speculatieve crises, die ontstaan ten gevolge van verwachtingen van een laatste herschikking, op te vangen. De verbreding van de marges maakt het dus gemakkelijker om over te stappen naar de muntunie.

Er is evenmin een dwingende reden om inflatieverschillen te beperken tot 1,5% en rentevoetverschillen tot 2% als voorwaarden voor toetreding tot de muntunie. Immers, op het moment van de monetaire hervorming komt een nieuwe munt in omloop en verdwijnen de nationale munten. De inflatiepercentages, die niets anders zijn dan het koopkrachtverlies van die nationale munten, worden na de monetaire hervorming irrelevant. Het nieuwe inflatieritme zal grosso modo overall gelijk zijn, zoals dat vandaag het geval is in de verschillende Länder van de Duitse muntunie, of de verschillende Nederlandse provin-

cies². Een vergelijkbare redenering is van toepassing op de rentevoeten.

Kortom, een muntunie kan gemakkelijker geïntroduceerd worden indien wisselkoersen een grote flexibiliteit vertonen, dan wanneer ze vast zijn. Bovendien lijken de convergentievereisten voor wat betreft inflatie en rentevoeten overbodig.

De onvoltooide muntunie

Waarom werd in het Verdrag van Maastricht gekozen voor de moeilijke, in feite onmogelijke, weg naar de muntunie? Het antwoord is dat een aantal landen, waaronder Duitsland, een muntunie zoals hierboven beschreven, niet wensen. Het is duidelijk geworden dat Duitsland niet gemakkelijk te bewegen is om de DMark op te geven en om over te schakelen naar een Europese munt.

Het gevolg van dit probleem is, dat de aard van de toekomstige muntunie onduidelijk is gebleven. Het Verdrag van Maastricht laat de mogelijkheid open, dat in de EMU de nationale munten zullen blijven bestaan, zij het met 'onherroepelijk vastgelegde' (irrevocably fixed) wisselkoersen. In deze context worden de strikte convergentiecriteria van het Verdrag van Maastricht begrijpelijk. Een dergelijke onvoltooide muntunie kan slechts van start gaan, als er van meet af aan een grote mate van geloofwaardigheid bestaat in de structuur van de wisselkoersen die 'onherroepelijk' zullen worden vastgelegd.

Een dergelijke muntunie is ongewenst, omdat ze nooit de vereiste geloofwaardigheid zal hebben. Bovendien weten we nu met grote zekerheid dat de weg naar deze muntunie onoverkomelijke hindernissen heeft.

Een nieuwe kans

De huidige crisis biedt de kans om het roer om te gooien. In plaats van, zoals in het Verdrag van Maastricht, het doel vaag te houden, moet nu duidelijk gemaakt worden dat een muntunie alleen kan betekenen dat de nationale munten vervangen worden door één Europese munt. Wanneer dit duidelijk gesteld is, kunnen de landen die dit wensen nu reeds beslissen tot de muntunie toe te treden op het einde van 1996. Er moeten dan geen onmogelijke obstakels opgericht worden. De weg naar deze muntunie wordt veel gemakkelijker dan de Maastricht-route die doodloopt. In deze optiek is de flexibiliteit van de wisselkoersen in Europa een voordeel, en kan ze de transitie naar een muntunie vergemakkelijken.

Paul De Grauwe

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

2. Er kunnen natuurlijk kleine verschillen optreden. Deze zijn echter te klein om een muntunie in gevaar te brengen. Zie P. De Grauwe, *Inflation convergence during the transition to monetary union*, CEPR, Discussion Paper, 1992.