



## EMU en de doos van Pandora

**Auteur(s):**

Keuzenkamp, H.A.

**Verschenen in:**

ESB, 81e jaargang, nr. 4077, pagina 845, 16 oktober 1996

**Rubriek:**

Redactioneel

**Trefwoord(en):**

eu, emu

**In het jaarverslag van De Nederlandsche Bank looft president Duisenberg de EMU: "Het lijkt geen twijfel dat het uitbannen van wisselkoersfluctuaties en wisselkoersonzekerheid in de grote Europese markt een positief effect zal hebben op economische groei, werk en welvaart van Europa. En ten slotte lijkt het geen twijfel dat de monetaire integratie van Europa (...) de economische en politieke vervlechting van de Europese landen zal versterken"<sup>1</sup>. Ondertussen is de scepsis aan het groeien. Daar zijn goede redenen voor. Met de EMU heeft Europa een doos van Pandora geopend.**

Dat de EMU zonder twijfel tot grote economische voordelen zal leiden is een boude uitspraak. Goed, flexibele wisselkoersen leiden tot transactiekosten (door de marge tussen aan- en verkoopprijzen) en valutarisico. Maar die zijn vooral vervelend voor de klant van het wisselkantoor in de Damstraat. Voor grote spelers zijn ze, door kleinere marges, aanzienlijk lager. En voor het valutarisico is er de termijnmarkt. De kosten voor termijnhandel vallen in het niet bij andere kosten van internationale handel, zoals transport en heffingen. Of een stelsel van vaste koersen de handel bevordert is dan ook twijfelachtig. Na de val van Bretton Woods in 1973 is de wereldhandel enorm toegenomen. Het verminderen van handelsbelemmeringen is veel belangrijker dan het valutarisico.

Een stelsel van vaste koersen kan zelfs averechts werken, met name bij foute pariteiten. Neem de overwaardering van het Britse pond na de eerste wereldoorlog, die tot een langdurige recessie en protectionisme leidde. In de EMU kunnen de beginpariteiten wellicht beter gekozen worden, maar als zich schokken voordoen die sommige landen onevenredig treffen (een kernongeluk in Frankrijk, een watersnoodramp in Nederland) is aanpassing van de pariteit niet mogelijk. Door het ontbreken van het wisselkoersinstrumentco is enormisch herstel dan veel lastiger.

De randvoorwaarden van het Verdrag van Maastricht dragen ook niet bij aan de kans op economisch succes. Financieringsstekort, staatsschuldquote, rente en inflatie dienen te convergeren. In een fijnzinnig understatement schrijft Duisenberg, "zij zijn het resultaat van een compromis in een onderhandelingsproces, waarmee hun noch een zekere willekeur, noch een zekere logica kan worden ontzegd"<sup>2</sup>. België en Luxemburg kennen al decennia lang een zeer succesvolle monetaire unie. Het eerste land heeft de hoogste schuldquote in Europa, het tweede de laagste. De markt kan beoordelen of België daardoor minder kredietwaardig is en een hogere rente op schuld moet betalen. Die markt doet er overigens nogal laconiek over. En bij inflatie is het beter, zoals De Grauwe geregeld bepleit, om convergentie als gevolg (in plaats van voorwaarde) van een monetaire unie te behandelen. Desinflatiebeleid is immers kostbaar, door de kans op recessie. Als een centrale bank een slechte reputatie heeft, zijn de gevolgen van zulk beleid nog groter: de geldkraan moet harder dicht om te laten zien dat het menens is. Het is goedkoper om de reputatie van de nieuwe centrale bank (die voortvloeit uit het statuut dat onafhankelijkheid verzekert) in te zetten.

Maar de geloofwaardigheid van de nieuwe centrale bank is in het geding. Door tegenvallende groei hebben de meeste landen moeite om aan de criteria te voldoen, al wordt dit verhuld met camouflerende begrotingstrucs<sup>3</sup>. Ook de criteria worden gerelativeerd. Maar zachte criteria zijn nog schadelijker dan onzinnige criteria: beter een goede reputatie op grond van willekeurige normen, dan een slechte reputatie door halfslachtig naleven daarvan. President Tietmeyer van de Bundesbank pleit daarom voorzichtig voor uitstel. Maar dat leidt tot onzekerheid, waarvan de prijs in de financiële markten (via een hogere rente) tot uiting komt. Deze kosten van de euro zijn inmiddels onontkoombaar. De doos van Pandora kan niet meer dicht.

Klap op de vuurpijl is het 'stabiliteitspact'. Landen die na invoering van de euro de criteria schenden krijgen straf. Ze zouden parasiteren op de budgetdiscipline (en de daardoor ontstane lage rente) van andere landen. De sanctie, tot 3% van het bnp gedurende enkele maanden, wordt automatisch opgelegd<sup>4</sup>. Dat is onverstandig, bijvoorbeeld als een land budgettaire ruimte zoekt voor het reageren op een asymmetrische schok. Het is beter om sancties aan de markt over te laten, via een verhoogde rentepremie voor een land dat de schuld niet beheerst. Ook zal de sanctie de budgettaire situatie van het betreffende land verslechteren. Ten slotte verkleinen boetes het draagvlak voor een EMU. Nu al bestaat er ongenoegen onder grote delen van de Europese bevolking over het begrotingsbeleid. Bezuinigingen worden aan Europa geweten (veelal ten onrechte, want grotere budgettaire discipline is in de meeste landen broodnodig, om puur interne redenen). Een Europa dat discipline met boetes afdwingt zal aan krediet inboeten. Beoogde stabilisatie leidt tot politieke destabilisatie. Uiteindelijk brengt de euro daarmee de Europese integratie, met name het slechten van handelsbelemmeringen, in gevaar. Dat is de uitsmijter uit Pandora's doos

2 Op. cit., blz. 25.

3 Zie voor een mooi overzicht van de boekhoudkundige trucs om tekorten in Europa te flatteren *Elsevier*, 12 oktober 1996, blz. 96-104, en de *Financial Times*, 9 oktober 1996, blz. 2.

4 Georges de M n l, A pact that could destabilize the EU, *Financial Times*, 27 september 1996, blz. 16.