



## EMU: uitstel of afstel?

**Auteur(s):**

Kool, C.J.M.

*De auteur is hoogleraar geld- krediet-, en bankwezen, en Europese financiële markten aan de Universiteit***Verschenen in:**

ESB, 81e jaargang, nr. 4083, pagina 968, 27 november 1996

**Rubriek:****Trefwoord(en):**

eu, emu

*Terwijl de voorbereidingen voor de EMU onverminderd doorgaan, neemt de twijfel over de waarde ervan toe. Een snelle invoering lijkt zelfs onder voorstanders niet meer vanzelfsprekend. De economische risico's van snelle invoering zijn aanzienlijk. In dit artikel wordt voor uitstel gepleit, en eventueel zelfs voor afstel..*

**Een eigen munt is één van de belangrijkste symbolen van de macht en onafhankelijkheid van een soevereine natie. Niettemin zal, als alles volgens plan verloopt, op 1 januari 1999 de derde fase van de Economische en Monetaire Unie (EMU) ingaan in Europa. Op dat moment wordt de verantwoordelijkheid voor het monetaire beleid door de deelnemende landen overgedragen aan de Europese Centrale Bank (ECB). Dan worden ook de wisselkoersen tussen de nationale munten en de nieuwe Europese munt, de euro, definitief gefixeerd. Na een overgangperiode van uiterlijk drie jaar zal op 1 juli 2002 de gulden ophouden te bestaan als wettig betaalmiddel in Nederland.**

Een dergelijke vrijwillige overdracht van monetaire autonomie door soevereine staten aan een supra-nationaal orgaan (de ECB) is uniek in de geschiedenis. De mogelijke consequenties verdienen dan ook discussie. In Nederland wordt deze discussie nauwelijks gevoerd. Dit valt gedeeltelijk te verklaren uit het gebrek aan Nederlandse keuzevrijheid: ongetwijfeld zal en moet Nederland Duitsland volgen, ongeacht de precieze marsroute. Toch is, gegeven de bijna kritiekloze instemming, een tegengeluid op zijn plaats, vooral ook omdat de voordelen van de EMU meestal veel prominenter naar voren worden gebracht dan de ermee gepaard gaande kosten en risico's. In dit artikel betoog ik dat economisch gezien de netto baten van de monetaire eenwording in Europa beperkt zijn, maar de risico's aanzienlijk. De argumenten pleiten voor uitstel van monetaire eenwording. Of van uitstel ook afstel moet komen, hangt minder van economische dan van politieke factoren af.

### Euro-optimisme, euro-pessimisme

De afgelopen zes jaar hebben een vrijwel volledige cyclus opgeleverd, van euro-optimisme in het begin van de jaren negentig, euro-pessimisme van 1992 tot 1995, en pas in 1996 weer oplevend optimisme.

#### *De euforie van Maastricht*

De sfeer van optimisme draagt in 1991 bij aan het bereiken van overeenstemming over het Verdrag van Maastricht. Daarin verplichten de landen van de Europese Unie zich om hun economieën klaar te maken voor een monetaire unie met een munt. Volgens het Verdrag van Maastricht kan (en moet) een land toetreden tot de derde fase van de EMU als het aan de in het verdrag geformuleerde voorwaarden, de zogenaamde convergentiecriteria, voldoet (zie kader op volgende bladzijde). In 1991 lijken deze voorwaarden niet al te restrictief. Immers, voor elk criterium kwalificeren zich dan al ongeveer acht (van de dan twaalf) landen<sup>1</sup>. Bovendien zijn in het Verdrag nog aanvullende verzachtende omstandigheden opgenomen voor de twee criteria over de overheidsfinanciën.

#### *Crises en recessie*

De praktijk blijkt echter weerbarstiger dan gedacht. De opeenvolgende crises op de valutamarkt in 1992 en 1993 lijken de beoogde monetaire eenwording voor een lange periode onmogelijk te maken. Ook de daaropvolgende periode van lage economische groei maakt het Europese eenwordingsproces niet eenvoudiger. Enerzijds wordt hierdoor de economische convergentie vertraagd, anderzijds leidt het tot afnemende onderlinge solidariteit<sup>2</sup>. Pas dit jaar zorgt de aantrekkende groei, samen met geflatteerde overheidsbegrotingen voor 1997 voor nieuw optimisme.

De lering die uit de gebeurtenissen van de afgelopen jaren getrokken kan worden, is dat teruggaan naar de situatie in de periode 1986-1991 onmogelijk is. Een stelsel van vaste wisselkoersen met smalle fluctuatiemarges is onder perfecte kapitaalmobilititeit, asymmetrische schokken en de onvermijdelijk imperfecte coördinatie van monetair beleid uiterst kwetsbaar voor al dan niet economisch gefundeerde speculatieve aanvallen. Voor de toekomst moet de keuze gaan tussen een verdere integratie naar één munt of een wisselkoersstelsel met aanzienlijk ruimere fluctuatiemarges en flexibiliteit, zoals bijvoorbeeld de status quo. Ik betoog dat die keuze minder eenduidig is dan vaak wordt voorgesteld.

Terwijl daarom een bezinningsperiode voor de hand ligt, belijden Europese regeringen keer op keer hun geloof in de gemaakte afspraken. Op de Europese top van Madrid in december 1995 zijn nieuwe veelal technische afspraken gemaakt over de invoering van de euro op 1

januari 1999. Verder is besloten in het voorjaar van 1998 aan de hand van de convergentiecriteria te beslissen over de deelnemers aan de derde fase van de EMU op basis van de macro-economische prestaties van elk land in 1997. Incidentele suggesties van uitstel worden om voor de hand liggende redenen in de kiem gesmoord. Elke verwachting van uitstel kan immers leiden tot minder vastbeslotenheid in individuele landen om de benodigde beleidsaanpassingen intern te implementeren, wat op zichzelf de kans op uitstel verder vergroot.

## Het verwachte rendement van de EMU

De meeste kosten-baten analyses van een monetaire unie in Europa komen tot de conclusie dat zowel de directe economische baten als de directe kosten beperkt zijn <sup>3</sup>. Het belangrijkste economische argument voor een monetaire unie is slechts een afgeleide van de monetaire kosten en baten: wisselkoersfluctuaties en de daaruit voortvloeiende politieke spanningen zouden de interne markt bedreigen <sup>4</sup>. Kortom, de cruciale vraag is of de monetaire unie noodzakelijk is voor de interne markt, die immers wel grote voordelen biedt. Het antwoord hangt vooral af van de visie op de rol van reële wisselkoersaanpassingen <sup>5</sup>.

### *Weinig kans op devaluatie-oorlog*

Sommigen zien de reële wisselkoers als een instrument van nationale overheden om de eigen concurrentiepositie via een reële depreciatie te verbeteren, ten koste van andere landen. Deze concurrentievervalsing leidt tot spanningen in de interne markt. Een monetaire unie kan dit voorkomen <sup>6</sup>. Een voorbeeld van deze problematiek is de recente discussie over de koers waartegen de Italiaanse lire zou intreden in het EMS. Het feit dat de onderliggende oorzaak van wisselkoersfluctuaties vaak moeilijk te bepalen is, verhoogt de kans op politieke spanningen nog eens.

### *Wisselkoers en prijsmechanisme*

Diegenen die de reële wisselkoers vooral zien als een relatieve prijs tussen de goederenpakketten van twee landen, benadrukken dat de reële wisselkoers zich, zoals elke andere prijs, moet kunnen aanpassen bij veranderingen in vraag en aanbod om de markt weer in evenwicht te brengen. Valt dit mechanisme weg, dan verplaatst de spanning zich naar prijs- of hoeveelhedaanpassingen op andere markten, zoals de binnenlandse goederen- en arbeidsmarkt. Aangezien de aanpassingssnelheid daar laag is door onder andere lage arbeidsmobiliteit (ook tussen landen), langdurende looncontracten en arbeidswetgeving, biedt de valutamarkt een veel efficiënter aanpassingsmechanisme, dat overigens uiteindelijk ook moet doorwerken in de reële lonen.

Naar mijn mening is het niet waarschijnlijk dat landen van de EU actief gebruik zullen gaan maken van de mogelijkheid om via depreciaties hun concurrentiepositie te verbeteren. Belangrijkste argument daarbij is welbegrepen eigenbelang. Elk land is zich bewust van de voordelen van de interne markt en zal deze niet snel in gevaar willen brengen.

### *Optimaal valutagebied*

Het is onzeker of zelfs de harde kern van Europa (Duitsland en Frankrijk met de omliggende kleine landen) wel voldoende onderling geïntegreerd is om de functie van de reële wisselkoers als aanpasser overbodig te maken. Het Europa van de vijftien is zeker geen optimaal valutagebied <sup>7</sup>. Het is onzeker of de EMU de kans op reële onevenwichtigheden zal vergroten of verkleinen. Enerzijds kan verdere integratie tot structurele convergentie en dus minder asymmetrische schokken leiden, anderzijds kan regionale specialisatie ontstaan die het potentieel van asymmetrische schokken juist doet toenemen.

Kortom, de economische argumenten vóór monetaire unie lijken niet al te sterk en het verwachte (economische) rendement moet niet overdreven worden. De noodzaak van een monetaire unie voor het behoud van de interne markt blijft speculatief.

### *De politieke unie*

Wellicht moet hieruit geconcludeerd worden dat het Europese integratieproces in feite niet zozeer door economische maar door politieke motieven gedreven wordt. In de praktijk bestaat er een vrijwel perfecte correspondentie tussen naties en munteenheden. Het streven naar één munt wordt door sommigen expliciet gekoppeld aan het streven naar een Europese federale staat. De wens om tot verdergaande politieke integratie te komen in combinatie met de diepe meningsverschillen over de vorm en inhoud van zo'n politieke samenwerking verklaart de politieke druk om te komen tot economische en monetaire integratie in Europa. Pogingen om via een monetaire unie een politieke unie dichterbij te brengen zijn echter door de grote meningsverschillen uitermate riskant. Als een politieke unie noodzakelijk is voor een monetaire unie of als er andere goede argumenten voor een politieke unie zijn, hoort de discussie over de gewenste vorm en inhoud van zo'n politieke unie gevoerd te worden vóór de EMU een feit is.

---

## De convergentiecriteria

- » Inflatie mag niet meer dan 1,5% hoger zijn dan het gemiddelde van de drie landen met de laagste inflatie;
  - » de lange rente mag niet meer dan 2% hoger zijn dan de gemiddelde rente in de drie landen met de laagste inflatie;
  - » de eigen valuta mag in de twee voorafgaande jaren niet gedevalueerd zijn;
  - » het overheidstekort (vorderingensaldo) mag niet groter zijn dan 3% van het bbp;
  - » de overheidsschuld mag niet groter zijn dan 60% van het bbp.
-

## Risico's van de EMU

Toch zal in maart of april 1998 aan de hand van de convergentie-criteria beoordeeld worden welke landen per 1 januari 1999 over mogen gaan naar de derde fase van de EMU. Daarbij zal een tweedeling ontstaan tussen een beperkte groep landen die zich direct kwalificeren, de 'ins', en een groep achterblijvers, de 'outs'. De 'outs' moeten hun beleid afstemmen op het behalen van de criteria op een later tijdstip, waarop dan toetreding mogelijk is. Ik ga er gemakshalve maar van uit dat zowel Duitsland als Frankrijk er in slagen zich te kwalificeren. Anders lijkt uitstel onvermijdelijk.

De discussie concentreert zich momenteel op de vraag wie bij de 'ins' en wie bij de 'outs' zal horen. Dat is echter nauwelijks interessant. De discussie zou eerder moeten gaan over de potentiële instabiliteit van de EMU na 1 januari 1999, en de daaraan verbonden risico's.

### *Instabiliteit bij de 'ins'*

Allereerst zullen de zich kwalificerende landen waarschijnlijk geen optimaal valutagebied vormen. De kans op asymmetrische schokken (bijvoorbeeld een recessie die niet precies synchroon verloopt) is dus zelfs binnen de groep landen die door gaan naar de derde fase van de EMU niet onaanzienlijk. De wisselkoers is dan niet meer beschikbaar als (automatische) aanpasser.

Het monetaire beleid van de ECB is gericht op prijsstabiliteit in de hele EMU en is daardoor niet geschikt voor het accommoderen van asymmetrische schokken tussen landen. Overigens is de te grote beleidsrigiditeit en onafhankelijkheid van de ECB een probleem op zich. Enerzijds valt te betwijfelen of het nastreven van prijsstabiliteit met verwaarlozing van alle andere aspecten een optimale strategie is<sup>8</sup>. Anderzijds is de ECB zo onafhankelijk gemaakt dat het vrijwel onmogelijk is de ECB beleidsmatig te corrigeren. Hiermee is het monetaire beleid volledig technocratisch gemaakt<sup>9</sup>. De strategie van de ECB zal gericht zijn op het zo snel mogelijk verwerven van een anti-inflatie reputatie. Als de ECB nog conservatiever blijkt dan de Bundesbank, dan zal het de politieke spanningen onder de deelnemers in de eerste jaren van de EMU eerder vergroten dan verkleinen.

Ten slotte zal ook budgettair beleid de eerste jaren niet gebruikt kunnen worden om asymmetrische schokken te absorberen. De normen voor budgettaire discipline binnen de EMU zullen gehandhaafd of zelfs aangescherpt worden<sup>10</sup>. Daarbij valt te verwachten dat de meeste 'ins' de sanering van hun eigen overheidsfinanciën nog niet voltooid zullen hebben. Een aantal zit nog met een (veel) te hoge schuldquote en met een overheidstekort rond het toegestane maximum van drie procent.

Bij afwezigheid van de normale automatische stabilisatoren zal elk land op andere wijze eventuele negatieve schokken moeten opvangen. De bereidheid om hiervoor offers te brengen zal onder de bevolking gering zijn. Immers, in veel landen is de sanering van de overheidsfinanciën de afgelopen jaren ondanks sociale onrust in gang gezet en verdedigd door te wijzen op het belang (en de uiteindelijke voordelen) van de EMU<sup>11</sup>. Deze onterechte koppeling heeft ontegenzeggelijk bijgedragen aan het succes van de sanering, maar kan nu onbedoeld het succes van de EMU gaan tegenwerken. De politiek-economische spanningen tussen (en binnen) de deelnemende landen kunnen dan snel oplopen.

### *Instabiliteit tussen 'ins' en 'outs'*

Een tweede probleem betreft het ontwerp van een levensvatbaar wisselkoersregime tussen de 'ins' en 'outs'<sup>12</sup>. Nauwe fluctuatiemarges (met vrije kapitaalmobilität) roepen het schrikbeeld op van nieuwe speculatieve aanvallen. Wijdere fluctuatiemarges zijn dus onvermijdelijk, maar leiden zeer waarschijnlijk tot grotere wisselkoersfluctuaties. In de praktijk zal het voor de 'outs' moeilijk zijn hun nominale wisselkoers stabiel te houden, ook zonder bewuste manipulatie van wisselkoersen om een concurrentievoordeel te krijgen. Er is een behoorlijke kans op reële wisselkoersveranderingen vanwege asynchrone recessies, productiviteitsverschillen tussen landen, en zelfs door verschillen in budgettair beleid<sup>13</sup>. Overigens illustreert dit de inconsistentie van het Verdrag van Maastricht. De EMU wordt met name noodzakelijk geacht vanwege de bedreiging van de interne markt door wisselkoersfluctuaties. Tegelijkertijd wordt stilzwijgend geaccepteerd dat juist de landen waar de kans op zulke fluctuaties het grootst is, voor onbepaalde tijd een eigen munt houden.

Voor de 'outs' wordt het moeilijker om aan de criteria te voldoen. Hun rente blijft een forse risicopremie bevatten, zodat renteconvergentie onwaarschijnlijker wordt. Daardoor blijft ook de budgettaire situatie moeilijk. Immers, dit zijn de landen met vaak een hoge staatsschuld en dus zwaar drukkende rentelasten. Dit kan het convergentieproces aanzienlijk verlengen of zelfs onmogelijk maken, met alle risico's van dien voor de interne markt.

## Een brede EMU?

De economische onderbouwing van de convergentie-criteria is omstreden<sup>14</sup>. Daarom pleit de Grauwe voor een alternatieve benadering, waarbij alle landen die dat willen onmiddellijk tot de derde fase toegelaten worden<sup>15</sup>. Het probleem van wisselkoersonzekerheid en speculatieve aanvallen verdwijnt dan. Rentever verschillen zullen afnemen maar niet verdwijnen, omdat verschillen in kredietwaardigheid leiden tot risicopremies.

Het belangrijkste probleem is dat in zo'n breed samengestelde EMU de kans op asymmetrische schokken groter is dan in een EMU waar slechts de koplopers deel van uitmaken. Een extra kritiekpunt is dat deelname aan de EMU dan op basis van vrijwilligheid plaatsvindt. Hierdoor kan een complex strategisch spel ontstaan over wie wel en wie niet wil toetreden, afhankelijk van de andere deelnemers, en kan een aantal landen er buiten blijven waardoor er dus binnen de interne markt nog steeds wisselkoersproblemen kunnen ontstaan. Ook het risico van spijtoptanten is levensgroot aanwezig.

Geen van de twee opties, vasthouden aan de criteria of convergentie naar de criteria overslaan, is erg aantrekkelijk. Het toepassen van de criteria leidt tot een misschien wel semi-permanente tweedeling van de EMU met gecompliceerde afspraken over wisselkoersen en vrijwel onvermijdelijke wisselkoersfluctuaties tussen de 'ins' en 'outs'. In een EMU van 15 landen neemt de kans op asymmetrische schokken toe, wat óók tot instabiliteit kan leiden. Het probleem in beide varianten is dat de normaal in een economie potentieel aanwezige stabilisatie via monetaire en budgettaire beleid bewust wordt uitgeschakeld om politici minder discretionaire en versturende invloed te

geven.

Kortom, om de EMU vanaf 1 januari 1999 een grotere kans op succes te geven is het sterk aan te bevelen individuele landen minder strakke normen voor budgetdiscipline op te leggen. Voor dit voorstel lijkt echter geen politiek draagvlak te zijn. Met name bij de sterke landen met een traditioneel goede budget-discipline leidt dit tot de (mijns inziens overtrokken) vrees voor de afwenteling van potentieel hoge kosten in de toekomst. Toch is het misschien de prijs die betaald moet worden voor een kansrijke EMU. Wil men dit niet, dan is de kans groot dat politici in een land dat door een negatieve schok getroffen wordt, de verantwoordelijkheid bij de EMU zullen leggen. Onwil om hiervoor op Europees niveau te compenseren kan dan leiden tot onderlinge fricties <sup>16</sup>.

## **Uitstel of afstel**

Nu het momentum van het Verdrag van Maastricht verdwenen is, lijkt het alleen van belang of landen hijgend de eindstreep kunnen halen en zich daarmee kwalificeren voor de EMU. Het zou echter een misverstand zijn te denken dat er na 1 januari 1999 tijd is om bij te komen van de gepleegde inspanningen. Integendeel, de echte test komt pas in de eerste jaren van de EMU, als de directe voordelen van de eenwording niet of nauwelijks zichtbaar zijn, maar negatieve schokken zich wel aandienen.

De voortekenen zijn wat dat betreft niet gunstig. Het Europese eenwordingsproces heeft de karakteristieken van een kil verstandshuwelijk. Bij gebrek aan onderling vertrouwen en solidariteit moeten huwelijksvoorwaarden, ofwel regels en harde afspraken, het werk doen. Die afspraken restricteren het monetaire en budgettaire beleid vrijwel volledig en laten voorlopig geen ruimte voor de automatische demping van eventuele asymmetrische schokken. Omdat er ook geen sprake is van een stabilisatiemechanisme op Europees niveau, moeten zulke schokken opgevangen worden op met name de arbeidsmarkt. De tolerantie hiervoor zal niet groot zijn na de reeds verrichte inspanningen voorafgaand aan de EMU. Het ligt voor de hand dat de EMU snel een zondebok wordt.

Komt er na de totstandkoming van de EMU een zodanige crisis dat de EMU uiteenvalt, dan is de schade groot. Anderzijds zou een tijdig en unaniem besluit van de Europese regeringsleiders om het tijdspad voor de EMU met enkele jaren vooruit te schuiven, niet hoeven te leiden tot heftige reacties op financiële markten, mits de individuele landen een verstandig macro-economisch beleid blijven voeren.

In zo'n scenario kan meer ervaring worden opgedaan met het huidige stelsel van wisselkoersafspraken. Wellicht blijkt dat de 15 procent fluctuatiemarges ook op langere termijn geen bedreiging vormen voor de interne markt. In dat geval is zelfs afstel een optie. Daarnaast ontstaat tijd en ruimte om te bezien of overeenstemming mogelijk is over vorm en inhoud van een politieke unie. Belangrijke elementen daarbij zijn onderling vertrouwen en solidariteit. Als dit niet lukt, komt opnieuw de mogelijkheid van afstel in beeld

---

1 Per 1 januari 1995 zijn Oostenrijk, Finland en Zweden toegetreden tot de Europese Unie, zodat deze nu uit vijftien landen bestaat.

2 Zie bijv. P. de Grauwe, *Towards European Monetary Union without the EMS*, *Economic Policy*, 1994, blz. 142-185.

3 Zie bijvoorbeeld C.R. Bean, *Economic and monetary union in Europe*, *Journal of Economic Perspectives*, 1992, nr. 4, blz. 31-52.

4 Dit standpunt wordt o.a. ingenomen door A.L. Bovenberg en A. De Jong, [De EMU: het hoe en waarom](#), *ESB*, 8 mei 1996, blz. 420-424.

5 Nominale wisselkoersfluctuaties die bestaande inflatieverschillen compenseren, zorgen voor een constante reële wisselkoers en hebben in dat opzicht eerder positieve dan negatieve effecten.

6 Saillant detail hierbij is dat in de jaren zestig precies het omgekeerde argument gebruikt werd, namelijk dat vaste wisselkoersen de oorzaak zijn van protectionisme en dat vrijhandel zwevende wisselkoersen nodig heeft; zie B. Eichengreen, *A more perfect union? The logic of economic integration*, *Essays in international finance*, nr. 198, 1996.

7 Zie S. Brakman en J.H. Garretsen, [Zijn de economische en de monetaire unie strijdig?](#), *ESB*, 7 februari 1996, blz. 112-116.

8 Zie H.A. Keuzenkamp, [Monetaire aspirine](#), *ESB*, 9 juni 1996, blz. 545.

9 De nationale centrale banken dienen op soortgelijke wijze onafhankelijk gemaakt te worden. In Nederland moet hierdoor helaas het (overigens nooit gebruikte) aanwijzingsrecht van de minister van Financiën, die daarover weer verantwoording schuldig is aan de volksvertegenwoordiging, verdwijnen.

10 Zo heeft de Duitse minister Waigel een stabiliteitspact voorgesteld tussen de landen die toetreden tot de EMU, waarin het gemiddeld toegestane overheidstekort 1 procent van het nationaal inkomen is.

11 Een structurele aanpassing van de overheidsfinanciën is overigens in veel landen noodzakelijk. Zie A. Alesina en R. Perotti, *Fiscal adjustment: fiscal expansions and adjustments in OECD countries*, *Economic Policy*, 1995, blz. 205-248. Zij demonstreren dat zo'n sanering duurzamer en succesvoller is als deze plaatsvindt in een hoogconjunctuur en door vermindering van de uitgaven. Het Verdrag van Maastricht gaat voorbij aan zulke overwegingen.

12 Zie A.H.E.M. Wellink en K.H.W. Knot, [Geloofwaardigheid, beleidsvrijheid en de euro](#), *ESB*, 29 mei 1996, blz. 484-489.

13 Volgens de theorie zal een land dat een relatief krap financieel overheidsbeleid voert, een reële depreciatie ondervinden. Hierdoor worden de binnenlandse gevolgen van dit beleid enigszins gedompt. Aangezien landen die niet direct toetreden tot de EMU in het algemeen juist de landen zijn die hun overheidsfinanciën nog verder moeten saneren, is dit laatste punt zeker van toepassing.

**14** Zie W. Buiters, G. Corsetti en N. Roubini, Maastricht's fiscal rules, *Economic Policy*, 1993, blz 57-100.

**15** P. de Grauwe, 1994, op.cit. (zie voetnoot 2).

**16** Het alternatief is het (gedeeltelijk) centraliseren van budgettaire bevoegdheden op Europees niveau zodat een automatisch stabilisatie-mechanisme ontstaat, waarbij overdrachten van landen met hoge groei naar landen met lage groei plaatsvinden. Het draagvlak hiervoor lijkt nog kleiner.