

EMU vereist afdwingbare beleidscoördinatie

E. de Jong*

In het Jaarverslag 1994 van De Nederlandsche Bank wordt geconstateerd dat de *monetaire instabiliteit in 1994 veroorzaakt werd door divergentie in beleid en onduidelijkheid over doelstellingen. Omdat deze monetaire instabiliteit zich uiteindelijk vertaalt in een lagere economische groei, is coördinatie van beleid noodzakelijk. Op mondiale schaal valt dit voorlopig niet te verwachten, maar meer beleidscoördinatie binnen de EU lijkt wel haalbaar. Om dit te realiseren moeten, naar de mening van de auteur, niet alleen de landen van de 'kopgroep' van de EMU, maar ook de landen van de 'restgroep' geconfronteerd worden met sancties als zij de waarde van hun valuta niet binnen de afgesproken bandbreedte weten te houden.*

In 1994 was de economische groei aanmerkelijk hoger dan in 1993. Dit geldt met name voor continentaal Europa, waar de opgang van de conjunctuur zich later dan in de Angelsaksische landen heeft ingezet. Terwijl het bruto binnenlands produkt in de Europese Unie in 1993 nog daalde met 0,3% nam het in 1994 met 2,7% toe. Ook waren er, in tegenstelling tot de voorgaande twee jaren, binnen Europa geen spanningen op de valutamarkten. Ondanks deze gunstige ontwikkelingen concludeert president Duisenberg van De Nederlandsche Bank (DNB) in het Jaarverslag 1994 dat "1994 geen slecht jaar was". Om er meteen aan toe te voegen dat dit nogal negatief klinkt voor een jaar dat zo'n breed herstel heeft laten zien. Redenen voor zijn gereserveerd oordeel zijn de nog steeds hoge werkloosheid en de ontwikkelingen op de financiële markten. De laatste worden door hem als een soort waakhonden beschouwd, die duidelijk maken dat op financieel-economisch terrein in een aantal landen nog onvoldoende voortgang is geboekt.

Waakhonden

In verschillende passages in het Jaarverslag worden ontwikkelingen in rentevoeten en wisselkoersen gerelateerd aan de macro-economische en politieke ontwikkelingen in de desbetreffende landen. Hiermee worden deze financiële grootheden gezien als signalen (waakhonden) van onderliggende verschillen in economische structuur en economisch beleid. Een visie die volkomen in overeenstemming is met de moderne wisselkoerstheorie, die stelt dat de huidige koers wordt bepaald door de verwachte economische en politieke ontwikkelingen¹.

De sterke waardedaling van de dollar ten opzichte van de belangrijke Europese munten en de Japan-

se yen is een reflectie van het gebrek aan vertrouwen bij beleggers over de bereidheid van de Amerikaanse centrale bank een daadkrachtig anti-inflatie beleid te voeren. Tevens hebben het uitblijven van goedkeuring door het Amerikaanse Congres van een omvangrijk steunpakket voor Mexico en het verwerpen van het 'Balanced budget'-voorstel de dollar geen goed gedaan. Voor met name de dollar/yen koers kan hier nog aan worden toegevoegd de onenigheid tussen de Verenigde Staten en Japan over de wijze waarop het enorme Japanse handelsoverschot met de VS moet worden verminderd. Door het uitblijven van structurele maatregelen blijft de wisselkoers alleen als aanpassingsmechanisme over. Uit verschillende uitspraken van Amerikaanse autoriteiten blijkt dat hen een dergelijke ontwikkeling welkom is.

Ook in Europa zijn de waardedalingen van munten als de Spaanse peseta en de Italiaanse lire veroorzaakt door binnelandse problemen. In Italië betreft het de politieke onrust en daaraan gerelateerd het gebrek aan zichtbaar resultaat bij de sanering van de overheidsfinanciën. Het vorderingentekort van Italië is het hoogste van de Europese Unie en is als één van de weinigen in 1994 nog verder gestegen (DNB, *Jaarverslag 1994*, Tabel 1.2). De Spaanse peseta verzwakte door politieke spanningen en financiële schandalen.

* De auteur is hoogleraar internationale economie – in het bijzonder monetaire economie – bij de vakgroep Toegepaste Economie van de Katholieke Universiteit Nijmegen.

1. Zie bij voorbeeld M. Gärtner, *Macroeconomics under flexible exchange rates*, Harvester Wheatsheaf, Londen, 1993. Een analytische afleiding is te vinden op blz. 124-127.

Gevolgen voor anderen

Als gevolg van de door binnenlands wanbeheer veroorzaakte depreciaties verbetert de concurrentiepositie van de betrokken landen. Hierdoor lijken ze in ieder geval op kort termijn zelfs nog een zeker voordeel uit het gebrek aan daadkrachtig beleid te behalen en hun problemen deels af te wentelen op de landen die een constructiever beleid voeren. Zo verwachten de zes toonaangevende Duitse economische instituten in hun Voorjaarsrapport een afvlakking van de economische groei in Duitsland, die mede veroorzaakt wordt door de effectieve appreciatie van de mark. Bij omvangrijke veranderingen in wisselkoersen kunnen zelfs blijvende effecten optreden, zoals het zich terugtrekken van een buitenlandse markt en het verplaatsen van produktielocaties. DASA bij voorbeeld, heeft al aangekondigd meer productie naar dollargebieden te willen verplaatsen.

In het geval dat een land sterk afhankelijk is van het land waarvan de munt (door wanbeleid) deprecieert, kan het eerstgenoemde land genoodzaakt worden de eigen munt ook in waarde te laten dalen hoewel daar vanuit binnenlands beleid geen directe redenen voor zijn. In het Jaarverslag worden drie van dergelijke gevallen genoemd: het Ierse pond dat in februari 1994 in waarde daalde na een onverwachte Britse renteverlaging, de Deense kroon die door de Zweedse kroon naar beneden en boven werd gesleept, en ten slotte de Portugese escudo die in maart 1995 gedeeltelijk met de Spaanse peseta mee moest depreciëren.

Bovengenoemde voorbeelden illustreren dat politieke onrust en gebrek aan daadkracht bij een regering met name via wisselkoersbewegingen negatieve gevolgen hebben voor de economische ontwikkelingen in andere landen. De laatste zijn daarom gebaat bij middelen waardoor de wisselkoersfluctuaties beperkt kunnen worden. In principe kan dit op twee manieren: door direct ingrijpen in de valutamarkt of door het veranderen van het economisch beleid. Manieren om direct in te grijpen in de valutamarkt zijn het opleggen van beperkingen aan het kapitaalverkeer en valutamarktinterventies. Beperkingen op het kapitaalverkeer zijn technisch moeilijk uitvoerbaar. Interventies op de valutamarkt blijken weinig tot geen effect te hebben. Gezien de grote omvang van de financiële stromen is dit ook niet verwonderlijk. Voor beide manieren geldt dat ze alleen het symptoom bestrijden en niet de oorzaak van de kwaal wegnemen. In het Jaarverslag worden deze instrumenten terecht niet gepropageerd. Om de kwaal weg te nemen moeten de autoriteiten van de verschillende landen hun beleid op elkaar afstemmen.

Mondiale beleidscoördinatie

Al op de tweede bladzijde van het Algemeen Overzicht geeft de President de hoofdlijnen van een mondiale beleidscoördinatie: "reductie van het begrotingstekort en opvoering van particuliere besparingen in de VS, aanzwengeling van de binnenlandse bestedingen door onder meer deregulering van de consumptie- en investeringsexpansie onder

gelijktijdige vermindering van de begrotingstekorten in Europa" (blz. 16). Deze beleidswijzigingen dienen substantieel te zijn, anders blijven de onevenwichtigheden bestaan.

Binnen het Internationaal Monetair Fonds zijn in het verleden meermalen voorstellen gedaan om mechanismen in te voeren die de grote landen min of meer zouden dwingen het beleid op elkaar af te stemmen. Zo is midden jaren tachtig in de Groep van Tien en de Groep van 24 het voorstel van doelzones voor wisselkoersen besproken². Volgens dit voorstel worden tussen de belangrijkste valuta pariteitskoersen en handbreedtes afgesproken. Raakt een koers buiten de doelzone, dan dient het beleid van het desbetreffende land of van de desbetreffende landen aangepast te worden. De grote landen hebben dergelijke voorstellen altijd verworpen met het argument dat ze te mechanisch zijn. In feite willen ze hun handen niet binden. Ze geven daarom de voorkeur aan onderling overleg en het toezicht van het IMF, en zijn er voorstanders van dat de resultaten van dit toezicht geheim blijven. Uit het Jaarverslag blijkt dat binnen het IMF het idee van doelzones weer eens van stal is gehaald. Nederland ziet op dit moment in een dergelijk voorstel niet zoveel omdat "de grote landen zelf geen belangstelling voor een dergelijk systeem hebben" (blz. 117). Dit standpunt lijkt realistisch. Waar geen wil is, is ook geen weg, zeker niet als er geen middelen zijn de landen in de gewenste richting te bewegen. Het enige instrument dat overblijft is het multilaterale toezicht. Dit blijkt echter vaak niet effectief omdat maatregelen niet dwingend opgelegd kunnen worden.

Beleidscoördinatie in de Europese Unie

Met ingang van 1 januari 1994 is binnen de Europese Unie de tweede fase van de Economische en Monetaire Unie (EMU) van start gegaan, waardoor de beleidscoördinatie is versterkt. Deze coördinatie is noodzakelijk om aan de in het Verdrag van Maastricht vastgelegde convergentiecriteria te kunnen voldoen. Een instrument waarover de EU beschikt om de convergentie te bevorderen is het multilaterale toezicht. In dit kader kunnen globale richtlijnen voor het nationale economisch beleid van de lidstaten gepubliceerd worden. Vervolgens wordt getoetst in hoeverre deze richtlijnen zijn gehaald.

Een ander instrument is de zogenoemde 'buitensporige tekorten'-procedure, waarin de Raad van Ministers beoordeelt in hoeverre lidstaten buitensporige overheidstekorten trachten te voorkomen. Bij de eerste beoordeling van de Raad, in 1994, voldeden de overheidsfinanciën van tien van de toenmalige twaalf lidstaten niet aan de vereisten. Aan deze landen werd een aanbeveling gericht. Dit is in de tweede fase van de EMU de zwaarst mogelijke strafmaatregel. In de derde fase, als de wisselkoersen vast zijn, kunnen zwaardere maatregelen getroffen worden.

2. Een beschrijving van deze voorstellen is te vinden in E. de Jong, Voorstellen tot verbetering van het wisselkoersregime, *ESB*, 12 februari 1986, blz. 160-164.

Gedurende de tweede fase bestaat het belangrijkste middel voor het bereiken van coördinatie dus uit multilateraal toezicht. Het is de vraag of een dergelijk toezicht voldoende is om de gewenste convergentie tot stand te brengen. Het feit dat in 1994 overschrijdingen van de begroting zich vooral voordeden in landen met omvangrijke overheidstekorten stemt in dit opzicht tot nadenken. Hoewel in de derde fase straffen opgelegd kunnen worden, hoeft ook dan de gewenste convergentie binnen de EU niet tot stand te komen. De reden hiervoor is dat hoogstwaarschijnlijk niet alle lidstaten vanaf het begin aan de derde fase mee kunnen doen: sommige landen kunnen zelfs bij een soepele interpretatie niet op tijd aan de criteria van Maastricht voldoen. Hierdoor ontstaat binnen de EU een kopgroep en een restgroep. De vraag rijst nu of er een effectieve manier is om ervoor te zorgen dat de resterende lidstaten zo snel mogelijk aan de eisen kunnen voldoen. Hoewel uit een recente toespraak van Wellink blijkt dat DNB het belang van een snelle aansluiting van deze landen bij de kopgroep onderschrijft³, wordt in het jaarverslag niet ingegaan op manieren om dit te realiseren. Blijkbaar veronderstelt DNB dat de overige landen voldoende prikkels hebben om deze aansluiting snel te realiseren. Ik betwijfel of dit het geval is. Aan het lidmaatschap van de kopgroep zouden wel eens grotere nadelen verbonden kunnen zijn dan aan de positie van restland⁴.

Nadelen kopgroep

De potentiële nadelen van het behoren tot de kopgroep zijn nauw verbonden met het gegeven dat niet meer alle leden van de Europese Unie deel uit maken van het wisselkoersarrangement van het Europees Monetair Stelsel en dat dit arrangement na augustus 1993 erg vrijblijvend is geworden. Door de ruime bandbreedtes gaat er van het stelsel geen disciplinerende werking meer uit, waardoor lidstaten die hun beleid te weinig op dat van de andere lidstaten hebben afgestemd feitelijk geen prikkel krijgen om hun beleid te wijzigen⁵. In de periode voor september 1992 hadden deze landen een dergelijke prikkel wel. Als toen door het gevoerde economische beleid de waarde van de desbetreffende munt naar de grens van de band zakte, moest de centrale bank (vaak samen met andere centrale banken) interveniëren. Voor het land was dit een teken om of het beleid uit zichzelf te veranderen of om bij de andere lidstaten een herschikking van de koersen aan te vragen. Koos men voor een herschikking dan werd in een aantal gevallen in overleg met de andere lidstaten een pakket met beleidswijzigingen aangenomen. Doordat deze maatregelen in gemeenschappelijk overleg werden bepaald, was het voor de desbetreffende regering politiek ook iets makkelijker de maatregelen binnenlands doorgevoerd te krijgen. In zekere zin werd het beleid steeds meer Europees in plaats van nationaal bepaald⁶. Bij alle herschikkingen gold dat het percentage van de devaluatie van de eigen munt vaak zo gekozen werd, dat slechts een deel van de opgelopen verslechtering van de concurrentiepositie werd gecompenseerd, zodat er een prikkel

bleef voor de regering van het land om haar beleid te blijven aanpassen. De 'sterke' lidstaten werden als het ware beloond met een verbetering van hun concurrentiepositie.

Het systeem had een belangrijk nadeel. Het bood de speculanten de mogelijkheid grote winsten te maken. Doordat de centrale banken moesten interveniëren bij het bereiken van de grenzen konden de speculanten grote winsten maken door via aan- of verkopen van beleggingen de koers in de door hen gewenste richting te duwen. Mocht de speculatieve aanval niet lukken, dan waren de verliezen voor de speculanten beperkt omdat de koers nooit voorbij het andere interventiepunt zou schieten.

Na de beide EMS-crisis is de situatie drastisch gewijzigd. Nu hoeft een land niet meer te interveniëren als de munt sterk in waarde daalt, waardoor de situatie met een 'one way bet' wordt voorkomen, maar ook de hierboven geschetste correctiemechanismen niet functioneren. Bijgevolg verbetert de concurrentiepositie van de landen die niet bijdragen aan de verwezenlijking van het gemeenschappelijke doel, terwijl degenen die hier wel aan bijdragen worden bestraft met een verslechtering van hun concurrentiepositie. Voor de eerstgenoemde landen staat hier weliswaar een stijging van de kapitaalmarktrente tegenover, maar het is onduidelijke welk effect bij de beleidsvoerders het zwaarst weegt. Het merendeel van de voordelen van het systeem vallen nu toe aan de lidstaten die hun huishoudboekje niet op orde hebben. Te meer daar dit vaak ook de landen zijn die de grootste (netto) bijdragen uit de verschillende fondsen verwerven⁷.

Als bij het ingaan van de derde fase er een kopgroep en een restgroep ontstaat, versterken de bepalingen in het Verdrag van Maastricht de nadelige positie van de leden van de kopgroep. De reden hiervoor is dat het beleid van de leden van de kopgroep op elkaar afgestemd moet zijn, anders is een systeem met onveranderlijke wisselkoersen niet te handhaven. In het geval een lidstaat een buitensporig overheidstekort heeft, kan de Raad uiteindelijk sancties uitvoeren in de vorm van:

3. Zie A.H.E.M. Wellink, *De toekomst van de Europese Unie*, toespraak voor het International Economics Congres op 28 februari 1995 te Amsterdam.

4. De uitwerking van dit argument in de rest van dit artikel is gebaseerd op het laatste deel van mijn op 31 maart uitgesproken inaugurele rede, getiteld *Heeft wisselkoersbeleid zin?*

5. Dit wordt bevestigd door het feit dat bij de devaluatie van de Spaanse peseta en de Portugese escudo op 6 maart jongstleden er geen pakket van aanvullende maatregelen is afgesproken.

6. Dalgaard wijst erop dat in de jaren voor de crisis van 1992 het idee van een gezamenlijke verplichting afzwakte. De wijze waarop nieuwe lidstaten de pariteitskoers bepaalden gaf volgens hem de indruk dat de beslissing bij alleen deze landen lag en geen gezamenlijke verplichting in zich borg. Zie H. Dalgaard, *The exchange rate mechanism after the Basle/Nyborg agreement*, in A. Bakker e.a. (red.), *Monetary stability through international cooperation*, Kluwer, 1994, blz. 88.

7. Zie bij voorbeeld Europese Commissie, *Europe at the service of regional development*, Brussel, 1995, blz. 15.

- "de Europese Investeringsbank verzoeken haar beleid inzake kredietverstrekking ten aanzien van de betrokken Lid-Staat opnieuw te bezien;
- eisen dat de betrokken Lid-Staat bij de Gemeenschap een niet-rentedragend bedrag van een passende omvang deponereert, totdat het buitensporige tekort naar het oordeel van de Raad is gecorrigeerd;
- boetes van een passende omvang opleggen.⁸ⁿ

Voor landen behorend tot de restgroep 'Lid-Staten met een derogatie' gelden deze bepalingen niet. Bij gevolg kunnen na de oprichting van de EMU er wel maatregelen genomen worden tegen de leden van de kopgroep maar niet tegen die van de restgroep.

Alternatief mechanisme

Aannemend dat de verschillende regeringen nog steeds streven naar toekomstige deelname aan de EMU, dient er naar mijn mening weer een mechanisme met disciplinerende werking ingesteld te worden voor de leden van de restgroep. Ik stel voor om in dit opzicht zoveel mogelijk de situatie van vóór september 1992 te imiteren en het wisselkoerscriterium te gebruiken als een signaal voor beleidsaanpassing en als een selectiecriterium voor de uitkeringen uit bepaalde fondsen en het verstrekken van kredieten. In mijn voorstel worden spilkoersen afgesproken en mogen de wisselkoersen binnen de ruime marges van 15% fluctueren. Daarnaast wordt een nauwere bandbreedte van zeg 2,5% of 5% afgesproken. Deze laatste bandbreedte dient als signaal voor een beleidsaanpassing. Voor lidstaten die op dit moment niet aan het wisselkoerarrangement deelnemen zou een ruimere nauwe bandbreedte afgesproken kunnen worden, terwijl er geen ruime bandbreedte bestaat. Raakt een wisselkoers buiten de nauwe bandbreedte, dan wordt dit lid benaderd met het verzoek aan te geven op welke manier het zijn beleid gaat wijzigen. Deelt het land mee dat het niet van plan is het beleid te wijzigen, dan volgen er sancties. Het meest voor de hand ligt om te besluiten dat in een dergelijk geval voor de landen met een derogatie de artikelen met een sanctiebepaling wel gelden, zodat ook voor hen de toegang tot kredieten kan worden opgeschort en hen eventueel een boete kan worden opgelegd. Geeft de lidstaat aan haar beleid wel te willen wijzigen, dan worden afspraken gemaakt over het te voeren beleid en over eventuele aanvullende kredieten te verstrekken door of de Commissie of individuele lidstaten.

Een voorstel als het bovenstaande levert naar mijn mening een bijdrage aan de coördinatie van de economische politiek van lidstaten. Een coördinatie die verder gaat dan min of te meer vrijblijvende adviezen en consultaties, zoals deze in verschillende onderdelen van het verdrag zijn neergelegd. Verwacht mag worden dat door het opnemen van sancties eerder resultaten bereikt worden. Hierdoor wordt het politieke draagvlak voor netto betalingen aan de EU vergroot.

Besluit

Uit het Jaarverslag 1994 van DNB blijkt overduidelijk dat monetaire instabiliteit veroorzaakt wordt door divergentie in beleid en onduidelijkheid over de doelstellingen. Omdat deze monetaire instabiliteit zich uiteindelijk vertaalt in een lagere economische groei, is coördinatie van beleid noodzakelijk. Op mondiaal niveau valt binnen afzienbare tijd niet enige vorm van afstemming te verwachten, zeker niet in een redelijk dwingende vorm, zoals doelzones. Binnen de EU moet een dergelijk systeem toch meer levensvatbaarheid bezitten. In een samenwerkingsverband, zoals het streven naar een EMU, is wisselkoersbeleid gericht op het handhaven van onderling afgesproken koersen een indicatie van onderlinge solidariteit en een indicator voor coördinatie van economisch beleid. De door DNB gesignaleerde waakhondfunctie van de wisselkoers kan als het ware worden gebruikt om te werken aan de E van de EMU⁹.

Elke de Jong

8. Het Verdrag van Maastricht, Titel VI, Hoofdstuk 1, artikel 104 C, lid 11.

9. Vergelijk Wellink, op.cit., blz. 6.