



## Erm II: wachtkamer of oefenruimte

**Auteur(s):**

Verkaart, S.A.M.  
Dijkman, M.H.J.A.

Beide auteurs zijn werkzaam bij de afdeling Monetair en Economisch Beleid van De Nederlandsche Bank. [s.a.m.verkaart@dnb.nl](mailto:s.a.m.verkaart@dnb.nl)

**Verschenen in:**

ESB, 89e jaargang, nr. 4426, pagina 87, 20 februari 2004

**Rubriek:**

**Trefwoord(en):**

monetair, beleid

*Het erm II biedt toetredende lidstaten een raamwerk om zich voor te bereiden op euro-introductie. Deelname kent ook risico's, vooral voor landen met een zware aanpassingsagenda.*

Op 1 mei 2004 treden tien nieuwe lidstaten toe tot de eu<sup>1</sup>. Hiermee begint het proces van monetaire integratie, dat uiteindelijk zal uitmonden in de invoering van de euro. Het gaat hierbij om een harde verplichting. Het tijdstip van invoering van de euro is niet nader gespecificeerd, maar in tegenstelling tot Denemarken en het vk hebben de toetreders geen *opt out*.

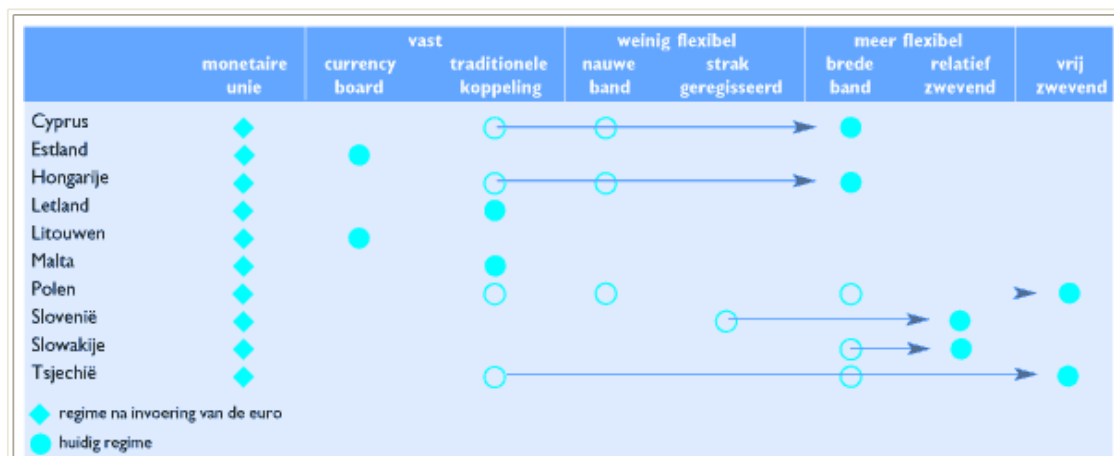
De meeste nieuwe lidstaten maken er geen geheim van het proces van monetaire integratie zo snel mogelijk te willen starten én afsluiten. Net als de huidige landen van het eurogebied moeten de toetredende landen duurzaam voldoen aan de vijf Maastricht-criteria. Dit betekent onder andere dat een land gedurende minimaal twee jaar zonder grote wisselkoersspanningen moet deelnemen aan het erm II (exchange-rate mechanism), dat voorziet in een wisselkoerskoppeling aan de euro met een standaard fluctuatiefband van vijftien procent aan weerszijden om de spilkoers<sup>2</sup>. Om aan het wisselkoerscriterium te voldoen, moet de wisselkoers gedurende de laatste twee jaar van deelname dichtbij de spilkoers blijven. Het volledige gebruik van de fluctuatiefband is dus niet toegestaan, net zo min als excessief gebruik van het rente-instrument of van interventies op de valutamarkt om de wisselkoers te stabiliseren<sup>3</sup>.

Het erm II is echter meer dan het wisselkoerscriterium. Het biedt een breed raamwerk voor het *managen* van de wisselkoers. Daarbij hebben alle betrokken partijen, waaronder de ecb, de mogelijkheid om in een vertrouwelijke procedure de spilkoersen te heroverwegen. Bovendien kunnen desgewenst nauwere fluctuatiemarges worden overeengekomen. In essentie gaat het om een stelsel van vaste maar aanpasbare wisselkoersen.

### Mogelijke wisselkoersregimes

De flexibiliteit en stabiliteit van het erm II sluiten goed aan bij de behoeftes van de toetreders. De grote mate van handelsintegratie met de eu en het feit dat de toetreders in Europees verband kleine economieën zijn, pleiten voor stabiele wisselkoersen. Daar staat tegenover dat de meeste toetreders een grote inkomensachterstand kennen op de huidige eu-lidstaten en dat de hobbels van hun economische inhaalslag gemakkelijker kunnen worden geabsorbeerd door flexibele wisselkoersen.

Het verschil per land welke overweging bepalend is voor de keuze van het wisselkoersregime. In de praktijk zijn dan ook grote verschillen waarneembaar. De Baltische staten (Estland, Letland en Litouwen) hebben gekozen voor zeer vaste wisselkoersregimes, wat wordt gefaciliteerd door de flexibele werking van hun arbeidsmarkt. Een flexibel werkende economie die zich snel aanpast aan veranderende omstandigheden kan schokken in het integratieproces ook zonder wisselkoersflexibiliteit opvangen. Opvallend is dat alle grotere toetreders (Hongarije, Polen, Slowakije en Tsjechië) de afgelopen jaren zijn opgeschoven richting meer flexibele wisselkoersregimes (zie [figuur 1](#)). In die landen is wisselkoersflexibiliteit nodig gebleken bij het transitieproces.



Figuur 1. Wisselkoersregimes in de eu-toetredingslanden

## Potentiële voordelen erm II

In principe kunnen de meeste van deze wisselkoersregimes in het erm II worden geaccommodeerd. De Baltische staten kunnen unilateraal vasthouden aan hun rigide koppeling, terwijl de grotere toetreders de flexibiliteit van het erm II kunnen benutten.

Een belangrijk voordeel van het erm II is dat het kan bijdragen tot macro-economische disciplinerings<sup>4</sup>. Een stelsel van vaste maar aanpasbare wisselkoersen heeft deze *stabilisatiefunctie* omdat het kan fungeren als hefboom voor gedisciplineerd optreden door de overheid en de markt. Zo kunnen landen die deelnemen aan het erm II zich geen hoge begrotingstekorten veroorloven, aangezien dit de houdbaarheid van de lopende-rekeningpositie kan aantasten en het vertrouwen in de vaste wisselkoers kan ondermijnen. De toegevoegde waarde van het erm II als stabiliserend mechanisme is het grootst voor de toetreders uit Centraal-Europa, die nu nog geen rigide wisselkoerskoppeling hebben. Dit zijn namelijk eveneens de landen met de zwakste overheidsfinanciën.

Het tweede voordeel van het erm II is de *toetsingsfunctie*. Erm II kan uitsluitsel geven over de vraag of een lidstaat klaar is voor deelname aan de monetaire unie. Als een land er gedurende twee jaar in slaagt de wisselkoers zonder grote spanningen stabiel te houden, mag worden verondersteld dat het voldoende is voorbereid op het definitieve verlies van wisselkoersflexibiliteit. Daarmee voorziet het erm II ook in een test of de instapkoers in de euro juist is.

Dit argument is van groot belang gezien de hoge macro-economische kosten van een verkeerde euroconversiekoers. Bij een te hoge instapkoers ervaart de exportsector een negatieve vraagschok. Herstel daarvan is alleen mogelijk door een langdurig proces van productiviteitsverbeteringen of neerwaartse loonaanpassingen. Daarentegen zullen productie en inflatie bij een lage instapkoers enkele jaren te hoog liggen. Dergelijke oververhitting van de economie kan luchtballen op de aandelen- en huizenmarkt veroorzaken en zo tot de opbouw van financiële onevenwichtigheden leiden.

## Risico's erm II

Als vast maar aanpasbaar wisselkoersmechanisme kent het erm II echter ook kwetsbaarheden, zeker in de context van transitie. Deze kwetsbaarheden zijn vooral gerelateerd aan de kapitaalinstroom en aan de noodzakelijke prijsniveauconvergentie.

De economische inhaalslag die veel toetredingslanden zullen doormaken, gaat gepaard met een forse instroom van buitenlands kapitaal. Deze instroom kan plotseling omslaan in een uitstroom wanneer de verwachtingen van investeerders niet uitkomen. Dit geldt zeker voor het deel van de kapitaalinstroom dat afkomstig is van beleggers die willen profiteren van de hogere rente in de toetredingslanden, onder de veronderstelling dat met de euro-invoering in het vooruitzicht het wisselkoersrisico beperkt is ('convergence play').

Daarnaast zal het relatief lage prijsniveau van de toetredingslanden door het afnemende inkomensverschil en door handelsarbitrage convergeren met dat van de rest van de eu. Deze convergentie van het prijsniveau treedt op via een relatief hoge inflatie dan wel nominale appreciatie van de wisselkoers.

Al met al zal een aantal toetredingslanden te maken krijgen met opwaartse druk op de wisselkoers als gevolg van kapitaalinstroom en prijsniveauconvergentie. Het is niet ondenkbaar dat de wisselkoers bij tijden te snel apprecieert, zodat de concurrentiepositie en de houdbaarheid van het tekort op de lopende rekening onder druk komen te staan. Als reactie daarop kunnen neerwaartse wisselkoerscorrecties volgen, zodat het appreciatieproces met flinke wisselkoersbewegingen gepaard kan gaan.

Appreciatie is binnen het erm II mogelijk door de fluctuatiebånd volledig te benutten of door revaluatie van de spilkoers. Toch zijn er grenzen aan de flexibiliteit die het erm II biedt. Grote wisselkoersbewegingen binnen de fluctuatiebånd dan wel het veelvuldig aanpassen van de spilkoers ondermijnen immers de geloofwaardigheid van een wisselkoerskoppeling en kunnen tot speculatieve aanvallen van de financiële markten leiden.

## Wachtkamer

Deze transitiegerelateerde aspecten worden extra problematisch doordat de meeste toetredingslanden het erm II zien als wachtkamer voor de euro. In deze visie is het erm II louter een (gevaarlijk) vereiste voor euro-invoering en niet de stabilisator in het convergentieproces, waarvoor het volgens het eu-verdrag is bedoeld. Het verblijf in het erm II wordt op voorhand beperkt tot de minimale twee jaar die nodig is om het wisselkoerscriterium te halen. Daarbij wordt geprobeerd de flexibiliteit van het mechanisme zo min mogelijk te benutten, bijvoorbeeld door het unilateraal afkondigen van nauwere fluctuatiemarges dan de standaard bandbreedte van dertig procent.

Een dergelijke, publiekelijk verkondigde strategie kan beleggers ervan overtuigen dat ze geen wisselkoersrisico lopen, wat convergence play en dus kapitaalinstroom aanmoedigt. Ook zal de convergentie van het prijsniveau zich alleen nog kunnen uiten in hogere inflatie. Dit compliceert het voldoen aan het Maastricht-inflatiecriterium.

De toename van de kapitaalinstroom, het grotere risico dat niet aan alle Maastricht-criteria wordt voldaan en de kans op tussentijdse economische schokken maken deze wachtkamerstrategie gevaarlijk. Immers, wanneer inderdaad blijkt dat euro-invoering moet worden uitgesteld, kan een omslag in het kapitaalverkeer een crisis in het erm II veroorzaken, die door een brede verslechtering van het sentiment op de financiële markten ook andere 'patiënten' in de wachtkamer kan besmetten.

## Mogelijke oplossingen

Onder verwijzing naar de geschetste risico's klinkt met name uit de hoek van academici en toetredingslanden veel kritiek op de

verplichting van erm II-deelname<sup>5</sup>. Sommige critici stellen voor het Maastricht-wisselkoerscriterium ruim te interpreteren, door het te toetsen aan de hand van de volledige fluctuatiband van dertig procent. Dit zou vooral de wachtkamerbenadering minder risicovol maken.

Het belangrijkste bezwaar tegen deze versoepeling van het wisselkoerscriterium is dat de problemen die landen mogelijk ondervinden als gevolg van een vaste wisselkoers zich dan zullen openbaren nadat de euro is ingevoerd. Door de afwezigheid van een eigen monetair beleid en van wisselkoersflexibiliteit moeten hobbels in het inhaalproces en andere economische schokken met (pijnlijke) reële-economische aanpassingen worden opgevangen. De kosten daarvan zullen vooral door het land zelf worden gedragen, maar het kan ook conflicten in de eu veroorzaken en de reputatie van de euro schaden wanneer de gemeenschappelijke munt voor een aantal nieuwe emu-deelnemers problemen oplevert. De Ecofin heeft overigens recentelijk aangegeven dat het wisselkoerscriterium net zo zal worden getoetst als in het verleden en dus niet ruimer zal worden geïnterpreteerd<sup>6</sup>.

### *Uitstel*

Een meer voor de hand liggende manier waarop de toetredingslanden de risico's van erm II-deelname kunnen verminderen, is door deelname uit te stellen totdat voldoende reële en nominale convergentie is bereikt. In dat geval zijn de risico's verbonden aan de grote kapitaalinstroom en de prijsniveauconvergentie, die worden veroorzaakt door het convergentieproces zelf, verminderd en zal wisselkoersstabiliteit beter te handhaven zijn. Als alternatief kunnen landen de flexibiliteit van hun economie en macro-economisch beleid dusdanig vergroten, dat het opgeven van wisselkoersflexibiliteit voldoende wordt gecompenseerd.

### *De ecb*

Ten slotte kan de ecb de risico's van erm II-deelname verminderen door zich op te werpen als hoeder van de stabiliteit van het mechanisme. Gezien de politieke gevoeligheid van bijvoorbeeld spilkoersherzieningen, biedt het erm II duidelijk voordelen ten opzichte van het erm I, waarin een dergelijke multilaterale, politiek onafhankelijke autoriteit niet voorkwam. Naast het tijdig starten van een procedure voor herziening van de spilkoers kan de ecb voorwaarden stellen aan het ondersteunen van een nauwere fluctuatiband, bijvoorbeeld ten aanzien van de reeds bereikte convergentie en wisselkoersstabiliteit. Hiermee zou niet worden afgeweken van de huidige praktijk, aangezien ook met Denemarken (momenteel de enige erm II-deelnemer) onder die voorwaarden een nauwere band is overeengekomen. Anderzijds zal de ecb deelnemers waarvan de spilkoers in lijn is met de economische omstandigheden bijstaan met in principe ongelimiteerde wisselkoersinterventies wanneer de wisselkoers als gevolg van een speculatieve aanval onverhoopt één van de fluctuatiemarges bereikt.

### **Conclusie**

Feitelijk zijn aan alle mogelijke wisselkoersregimes die de toetreders tot hun beschikking hebben risico's verbonden. Dit is inherent aan de grote aanpassingsprocessen waarin ze verwickeld zijn. Zo kan erm II-deelname in het ergste geval uitmonden in een wisselkoerscrisis, terwijl een premature invoering van de euro het reële convergentieproces sterk kan vertragen. Bij het bepalen van de mate van wisselkoersflexibiliteit die nodig is, moet worden bedacht dat een zeer flexibele werking van de economie, bijvoorbeeld ontstaan uit een lange traditie van vaste wisselkoersen, erm II- en emu-deelname kan vergemakkelijken.

Al met al is het aangaan van een vaste wisselkoerskoppeling onzes inziens vooralsnog te risicovol voor landen die nog een groot aanpassingsproces te wachten staat en die niet over voldoende economische flexibiliteit beschikken. Gezien de transitiegerelateerde uitdagingen kunnen zij erm II-deelname beter nog enige tijd uitstellen.

Voor landen die al een zekere mate van convergentie of flexibiliteit hebben bereikt, kan het erm II een nuttig raamwerk bieden bij het voltooien van het aanpassingsproces, mits de speelruimte die het mechanisme biedt voldoende wordt benut. Ten slotte zouden landen die met uitzondering van het wisselkoerscriterium op alle fronten klaar zijn voor de invoering van de euro het erm II kunnen beschouwen als een wachtkamer, door direct bij toetreding aan de testfase te beginnen. Of het erm II moet worden gebruikt als wachtkamer of als oefenruimte, hangt dus uiteindelijk af van de omstandigheden in het land in kwestie.

### **Silvie Verkaart en Miquel Dijkman**

---

<sup>1</sup> Cyprus, Estland, Hongarije, Letland, Litouwen, Malta, Polen, Slovenië, Slowakije en Tsjechië.

<sup>2</sup> De overige vier Maastricht-criteria zijn: (1) Prijsstabiliteit; een inflatie-afwijking van maximaal anderhalf procentpunt ten opzichte van de drie best presterende lidstaten, (2) Een lage lange rente; een afwijking van maximaal twee procentpunt ten opzichte van de drie best presterende landen, (3) Een begrotingstekort van maximaal drie procent van het bbp en (4) Een overheidsschuld van maximaal zestig procent van het bbp.

<sup>3</sup> Voor een nadere uitleg van het wisselkoerscriterium, zie Ecofin-Communiqué, *Acceding countries and ERM II*, Brussel, april 2003 en Europese Commissie, *Convergence Report 1998*, Brussel, maart 1998.

<sup>4</sup> Zie bijvoorbeeld Padoa-Schioppa, *Trajectories towards the euro and the role of ERM II*, *International Finance*, jrg. 6, 2003, blz. 129-144.

<sup>5</sup> Zie bijvoorbeeld D. Begg, B. Eichengreen, L. Halpern, J. Von Hagen en C. Wyplosz, *Sustainable regimes of capital movements in accession countries*, CEPR policy paper nr. 10, Londen, december 2002 en W.H. Buiter en C. Grafe, *Anchor, float or abandon ship; exchange rate regimes for the accession countries*, EBRD, Londen, juni 2002.

