

Geloofwaardigheid, beleidsvrijheid en de euro

Auteur(s):

Wellink, A.H.E.M.

Knot, K.H.W.

De Nederlandsche Bank. Dank is verschuldigd aan A.F.P. Bakker, L.H. Hoogduin en J. Swank voor nuttig commentaar op een eerdere versie. Voor een uitgebreidere analyse van de ervaringen met wisselkoersbeleid in het EMS, zie A.H.E.M. Wellink en K.H.W. Knot, the role of exchange rates in monetary policy: The European Monetary System, te verschijnen in R. König e.a., Monetary policy strategies in Europe, Vahlen-Verlag, 1996.

Verschenen in:

ESB, 81e jaargang, nr. 4060, pagina 484, 29 mei 1996

Rubriek:

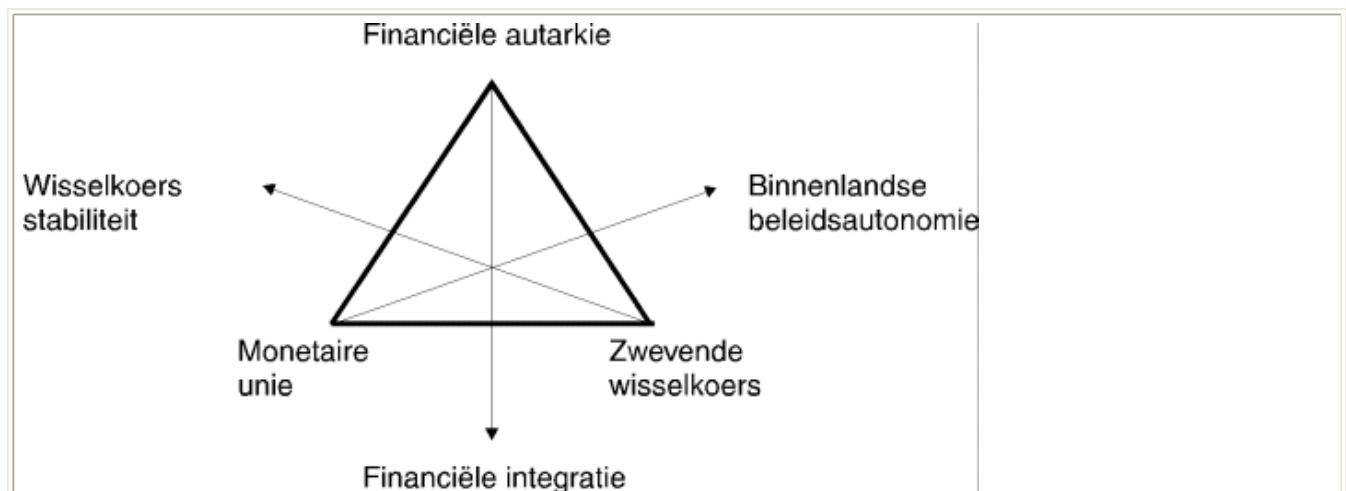
Trefwoord(en):

eu, emu, monetaire, economie

De lidstaten van de Europese Unie die op 1 januari 1999 niet voldoen aan de toetredingscriteria voor de EMU, zullen participeren in een wisselkoers- mechanisme dat gelijkenis vertoont met het EMS. Binnen zo'n stelsel met spilkoersen en bandbreedtes kunnen deelnemende landen een afweging maken tussen flexibiliteit (fluctueren binnen de bandbreedte) en geloofwaardigheid (van de spilkoersen). De ervaring met het EMS leert dat gebruik maken van de flexibiliteit kan leiden tot verlies aan geloofwaardigheid. Het handhaven van vaste wisselkoersen vergt dat het gehele macro-economische beleid in een land wordt afgestemd op de wisselkoersdoelstelling. Daarom zullen ook de landen die niet op 1 januari 1999 tot de EMU toetreden, niet ontkomen aan coördinatie van hun macro-economische beleid.

Vast of flexibel?

Uitgangspunt bij de keuze tussen vaste en flexibele wisselkoersen is de alom erkende notie dat financiële integratie, stabiele wisselkoersen en monetaire beleidsautonomie onderling op gespannen voet staan. Omdat het niet mogelijk is deze drie doelstellingen tegelijkertijd te realiseren, is er sprake van een drie-dimensionale afruil, die kan worden gevisualiseerd met de monetaire conflict driehoek (figuur 1) ¹.



Figuur 1. De monetaire conflict driehoek

De driehoek toont langs de assen de drie conflicterende doelstellingen. De plaats van een willekeurige economie binnen de driehoek geeft de beleidsprioriteiten van dat moment weer. Bij positionering in één van de hoekpunten is gekozen voor volledige realisatie van twee van de drie doelstellingen, terwijl de derde doelstelling wordt losgelaten. In deze conflict driehoek kan het proces van geleidelijke liberalisering van het kapitaalverkeer in de Europese Unie worden weergegeven door de verticale, naar beneden gerichte pijl. Hierdoor werd de conflict driehoek min of meer gereduceerd tot een enkelvoudige afruil tussen wisselkoersstabiliteit en binnenlandse monetaire beleidseconomie op de bodem van de driehoek. De oprichting van het EMS in 1979 kan in dit opzicht worden beschouwd als een keuze voor wisselkoersstabiliteit, die met het toenemen van de internationale kapitaalmobiliteit ten koste van nationale beleidsautonomie ging.

Een verlies aan nationale beleidsautonomie is in een stelsel als het EMS onontkoombaar voor alle landen behalve het ankerland, omdat men in een stelsel met n deelnemers nu eenmaal $n-1$ wisselkoersen dient te fixeren. De resterende vrijheidsgraad (een onafhankelijk monetair beleid) komt veelal automatisch vrijwel geheel in handen van het land met de laagste inflatie, omdat dit als enige in termen van prijsstabiliteit niets (meer) te winnen heeft bij een wisselkoersstelsel ². Indien immers ook het ankerland zijn monetaire beleid in het teken van wisselkoersstabiliteit zou stellen, impliceert dit dat hij bij tijd en wijle door middel van renteverlagingen en interventieverplichtingen een ruimer monetair beleid moet voeren dan vanuit binnenlands perspectief wenselijk is, hetgeen zijn anti-inflatiebeleid doorkruist en op

lange termijn zijn ankerfunctie op het spel zet. Gelet op de Duitse hegemonie in het EMS mag de opgave van beleidsautonomie uit hoofde van dit zogenoemde 'n-1 probleem' weliswaar vanzelfsprekend lijken voor kleine open economieën als de onze; het verlies aan beleidsautonomie doet zich echter evenzeer gelden voor lidstaten als Frankrijk, Italië en het Verenigd Koninkrijk, die qua economische omvang weinig onderdoen voor het ankerland zelf. Bij uiteenlopende conjuncturele ontwikkelingen kan dit een bron van verschillen in beleidsvisie opleveren, hetgeen de levensvatbaarheid van het stelsel op lange termijn kan schaden.

Flexibiliteit versus geloofwaardigheid

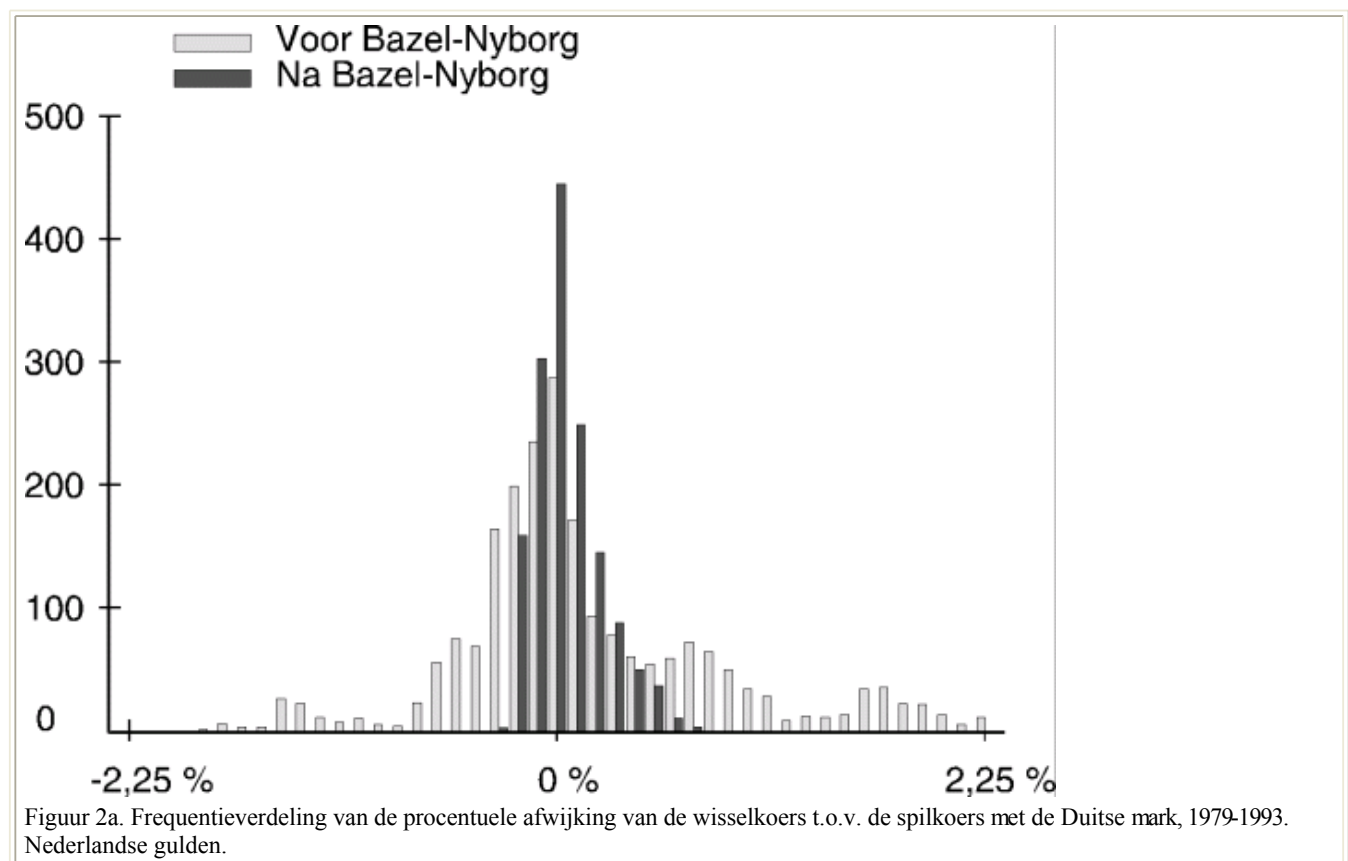
Bij de invulling van het streven naar wisselkoersstabiliteit is in het EMS gekozen voor een zogeheten doelzonesysteem: de wisselkoers kent een fluctuatiemarge rondom spilkoersen die in gezamenlijk overleg zijn vastgesteld. Voor het bestaan van formele bandbreedtes in vaste wisselkoersregimes wordt doorgaans een tweetal verklaringen gegeven. Ten eerste kan een voldoende brede marge speculatieve kapitaalstromen ontmoedigen, vanwege de relatief beperkte winstmogelijkheden en het tweezijdige risico waarmee beleggers worden geconfronteerd ³.

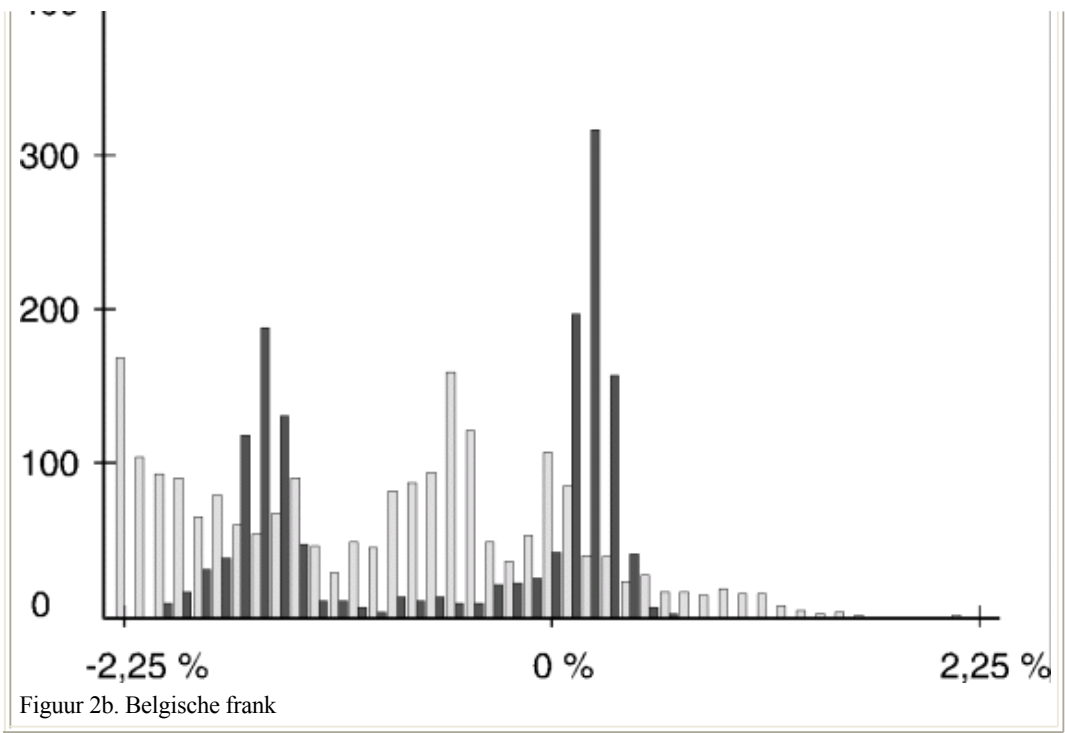
Daarnaast wordt wel gewezen op het feit dat een fluctuatiemarge voor de wisselkoers de monetaire autoriteiten enige flexibiliteit bij hun rentebeleid bezorgt. Hierbij valt onderscheid te maken tussen het doelbewust aanwenden van de manoeuvreerruimte binnen de band teneinde verwachte wisselkoersbewegingen binnen de band en corresponderende renteversillen als het ware op te wekken ⁴, en een meer passief gebruik van de fluctuatiemarge waardoor niet op iedere verzwakking van de nationale munt ogenblikkelijk een verhoging van de rente hoeft te volgen. Deze flexibiliteit gaat evenwel met risico's gepaard. Overmatig gebruik van de speelruimte voor de wisselkoers kan speculaties over een eventuele herschikking van spilkoersen in de hand werken en derhalve de geloofwaardigheid van het wisselkoersbeleid aantasten ⁵.

Het EMS: flexibiliteit ...

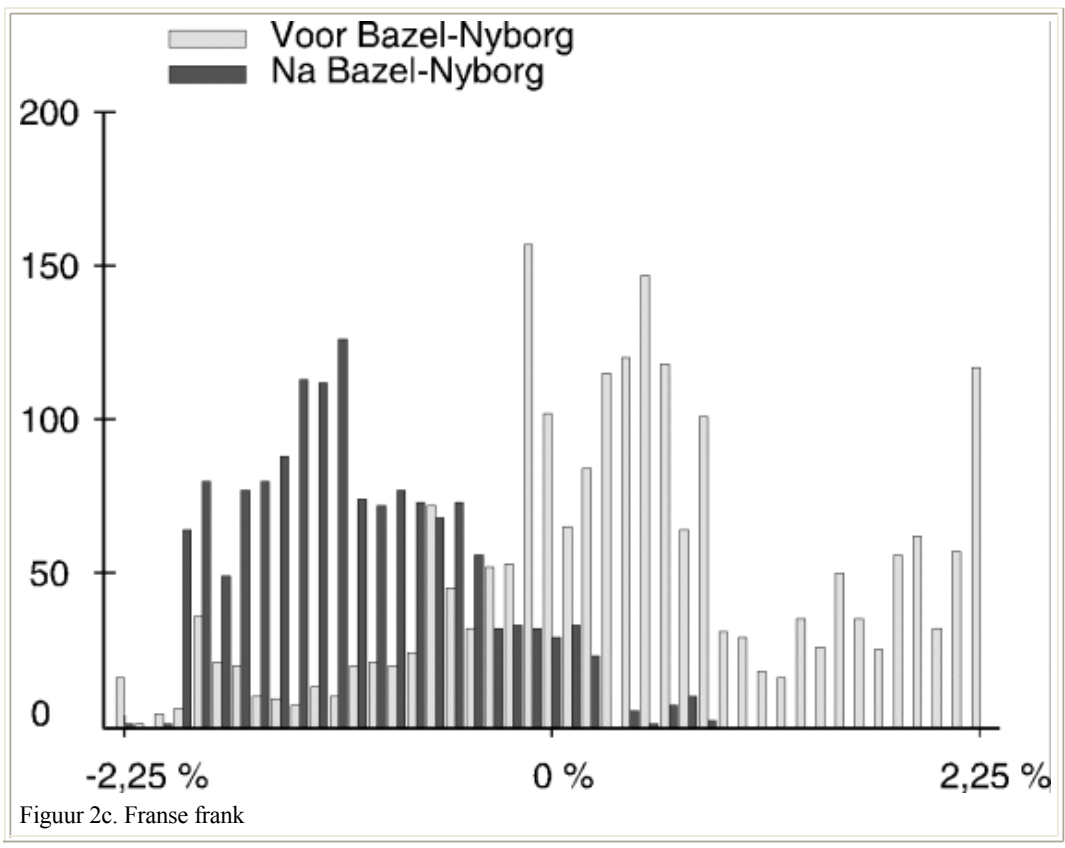
Hoe zijn de deelnemers aan het wisselkoersmechanisme (ERM) van het EMS met dit dilemma flexibiliteit versus geloofwaardigheid omgegaan? De meeste landen zijn gaandeweg, in elk geval tot aan de crises van 1992 en 1993, steeds meer nadruk gaan leggen op de wisselkoersdoelstelling in hun monetaire beleid. Teneinde de intenties van dit beleid beter zichtbaar te maken, is in 1987 het Bazel/Nyborg-akkoord gesloten. In dit akkoord werd de nadruk gelegd op het tijdig en adequaat inzetten van de monetaire beleidsinstrumenten ten behoeve van de wisselkoersdoelstelling, hetgeen in feite een sterkere verplichting van de lidstaten betekende.

Om dit te illustreren is een aantal grafieken gemaakt die laten zien in hoeverre de diverse deelnemers aan het wisselkoersmechanisme daadwerkelijk gebruik hebben gemaakt van de volledige bandbreedte. Op basis van dagelijkse waarnemingen uit het tijdperk van de smalle marges (13 maart 1979 t/m 2 augustus 1993) toont [figuur 2a](#), [figuur 2b](#), [figuur 2c](#), [figuur 2d](#), [figuur 2e](#) en [figuur 2f](#) de frequentieverdeling van de diverse wisselkoersen binnen de band. De afgebeelde variabele is gedefinieerd als de procentuele afwijking van de wisselkoers ten opzichte van de spilkoers met de Duitse mark. De steekproef is gesplitst op het moment van de bekendmaking van het Bazel/Nyborg-akkoord. Het is wellicht zinvol te benadrukken dat figuur 2 alleen een beschrijving geeft van het feitelijke gebruik van de bandbreedte, waarbij niet noodzakelijkerwijs een één-op-één relatie hoeft te bestaan met expliciete beleidsintenties.

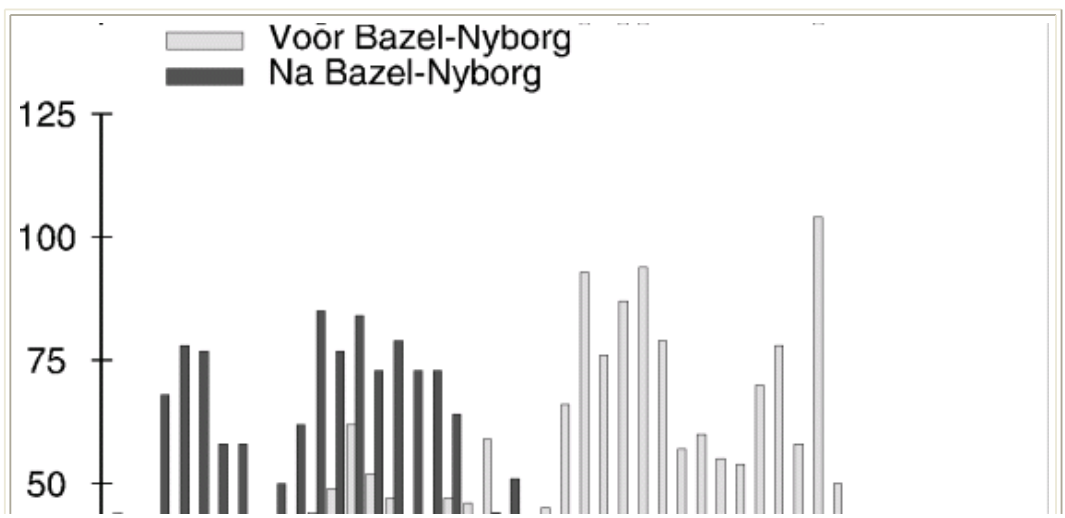


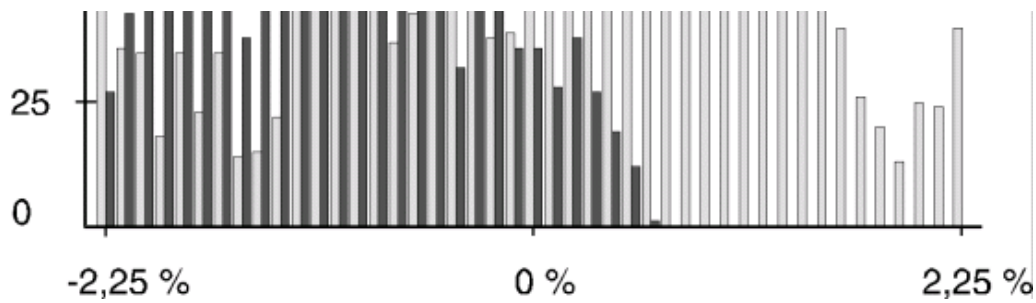


Figuur 2b. Belgische frank

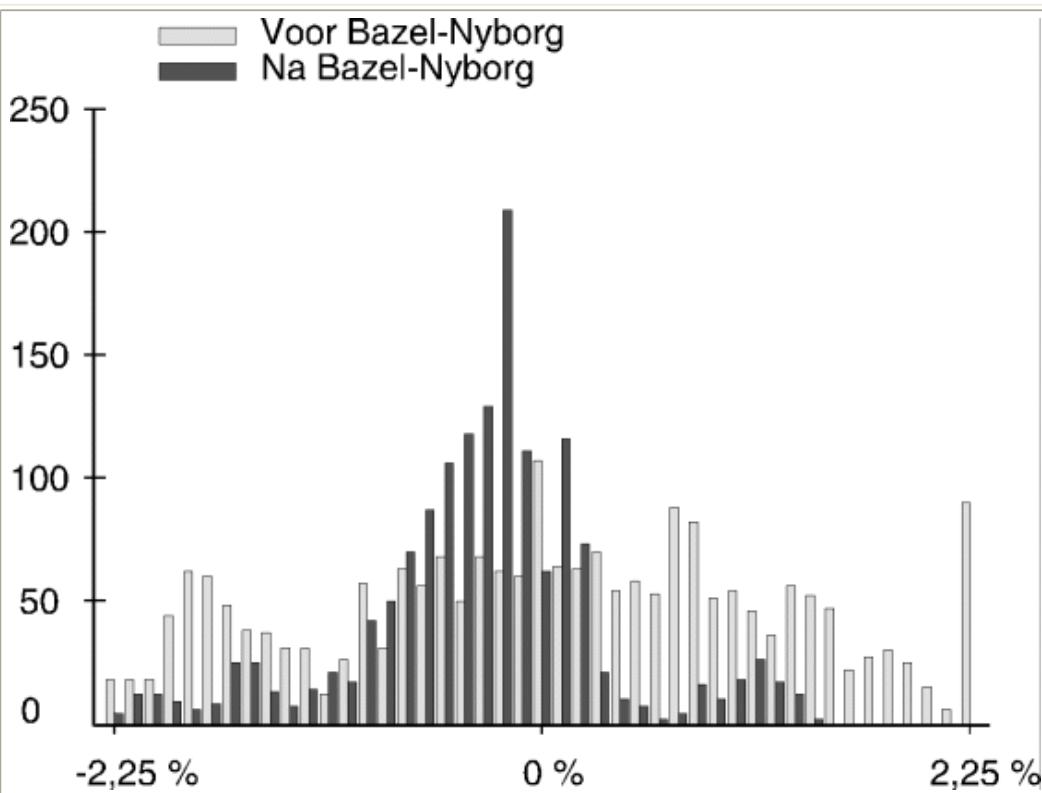


Figuur 2c. Franse frank

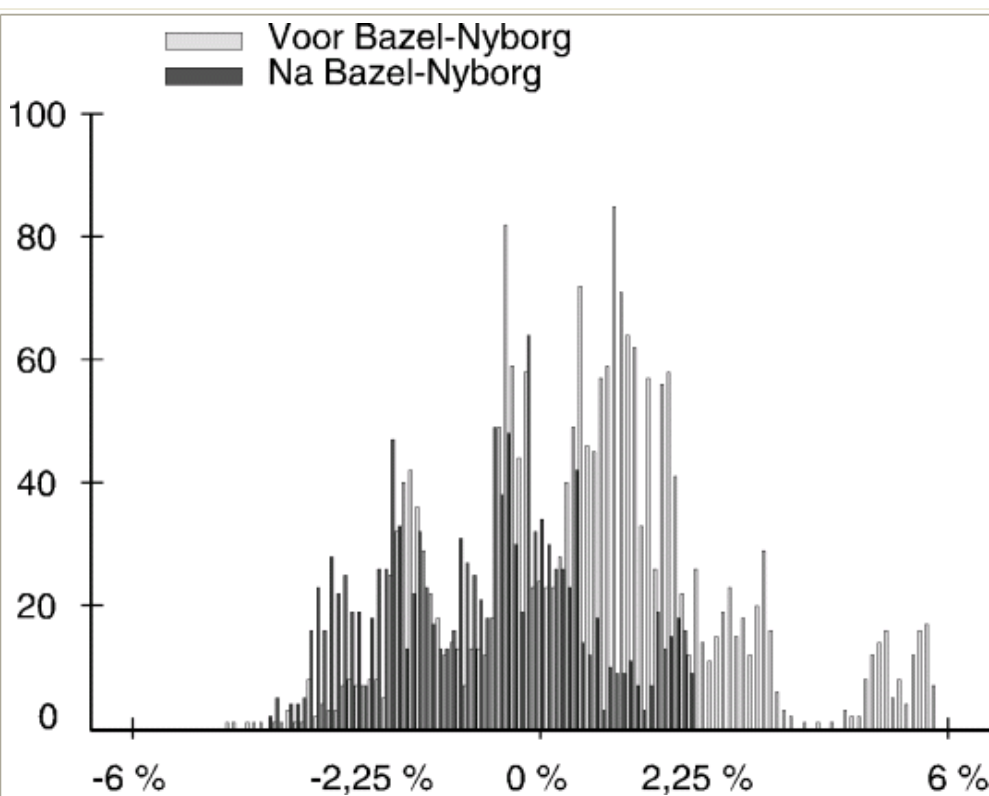




Figuur 2d. Deense kroon



Figuur 2e. Ierse pond



Figuur 2f. Italiaanse lire

Tot dusverre is steeds gesproken over het ERM als geheel. Uit figuur 2 blijkt evenwel dat niet alle deelnemers dezelfde mate van wisselkoersstabiliteit hebben bereikt, zeker niet als we spreken over stabiliteit binnen de band. Voor landen als Denemarken en Frankrijk valt op dat hun munten in de periode vóór Bazel/Nyborg op min of meer uniforme wijze van de gehele bandbreedte gebruik hebben gemaakt. Dit wordt weergegeven door de lichte staven in figuur 2. De uniforme verdeling ontstaat doordat deze munten vrijwel continu deprecieerden, terwijl de spilkoers slechts een beperkt aantal malen werd gedevalueerd. Zodoende resulteert een soort zaagtand-patroon. De donkere staven in figuur 2 vertellen een ander verhaal. Doordat de opeenvolging van devaluaties definitief tot het verleden leek te behoren, stabiliseerden de meeste wisselkoersen zich in de onderste helft van de band. Eigenlijk was dus sprake van een half zo brede doelzone, rondom een enigszins gedevalueerd gemiddelde.

Voor Ierland en Italië gelden specifieke omstandigheden. Het Ierse pond heeft altijd onder invloed gestaan van fluctuaties in het Britse pond, welke met uitzondering van 1990 tot 1992 geen deel uitmaakte van het wisselkoersmechanisme. Derhalve kende het Ierse pond een sterk afwijkend koersbeloop en werden devaluaties veelal los van de andere valuta's doorgevoerd. De Italiaanse lire kende tot januari 1990 een bandbreedte van 6%. Hoewel de mogelijkheden met deze fluctuatiemarge op voorhand groter zijn dan met een smalle marge, vertoont het beloop van de lire toch duidelijke overeenkomsten met dat van bijvoorbeeld de Deense kroon en de Franse frank.

Een duidelijk afwijkend patroon wordt geleverd door Nederland. Met uitzondering van de allereerste vier jaren van het ERM heeft de gulden zich eigenlijk voortdurend nabij de spilkoers opgehouden. Dit beleid werd min of meer gekopieerd door de Nationale Bank van België vanaf maart 1990. Hierdoor wordt bij de donkere staven in [figuur 2b](#) een soort 'twin peaks'-verdeling van de Belgische frank zichtbaar, waarbij de rechterpiek het franc-fort beleid vanaf 1990 weerspiegelt.

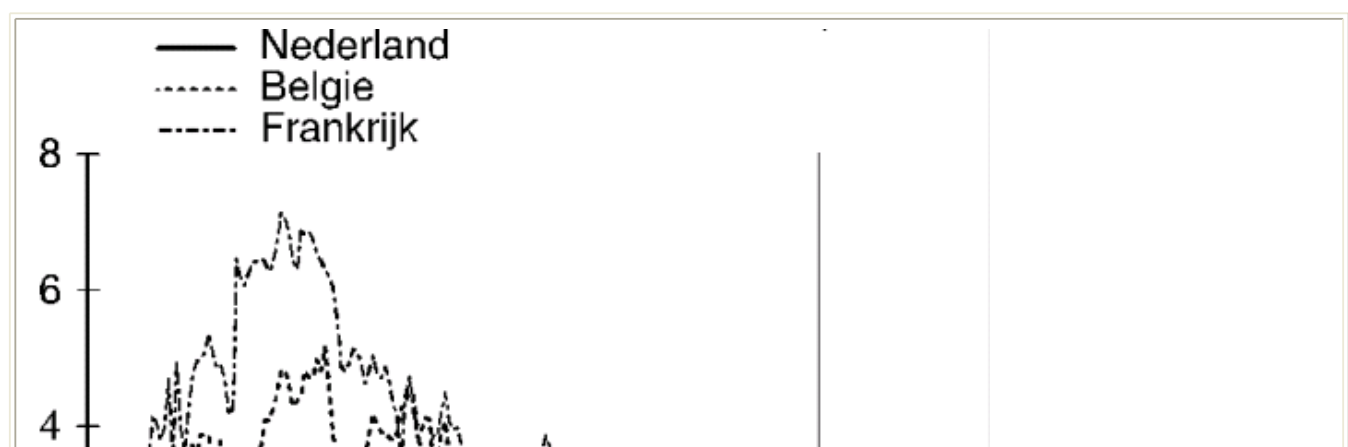
... en geloofwaardigheid

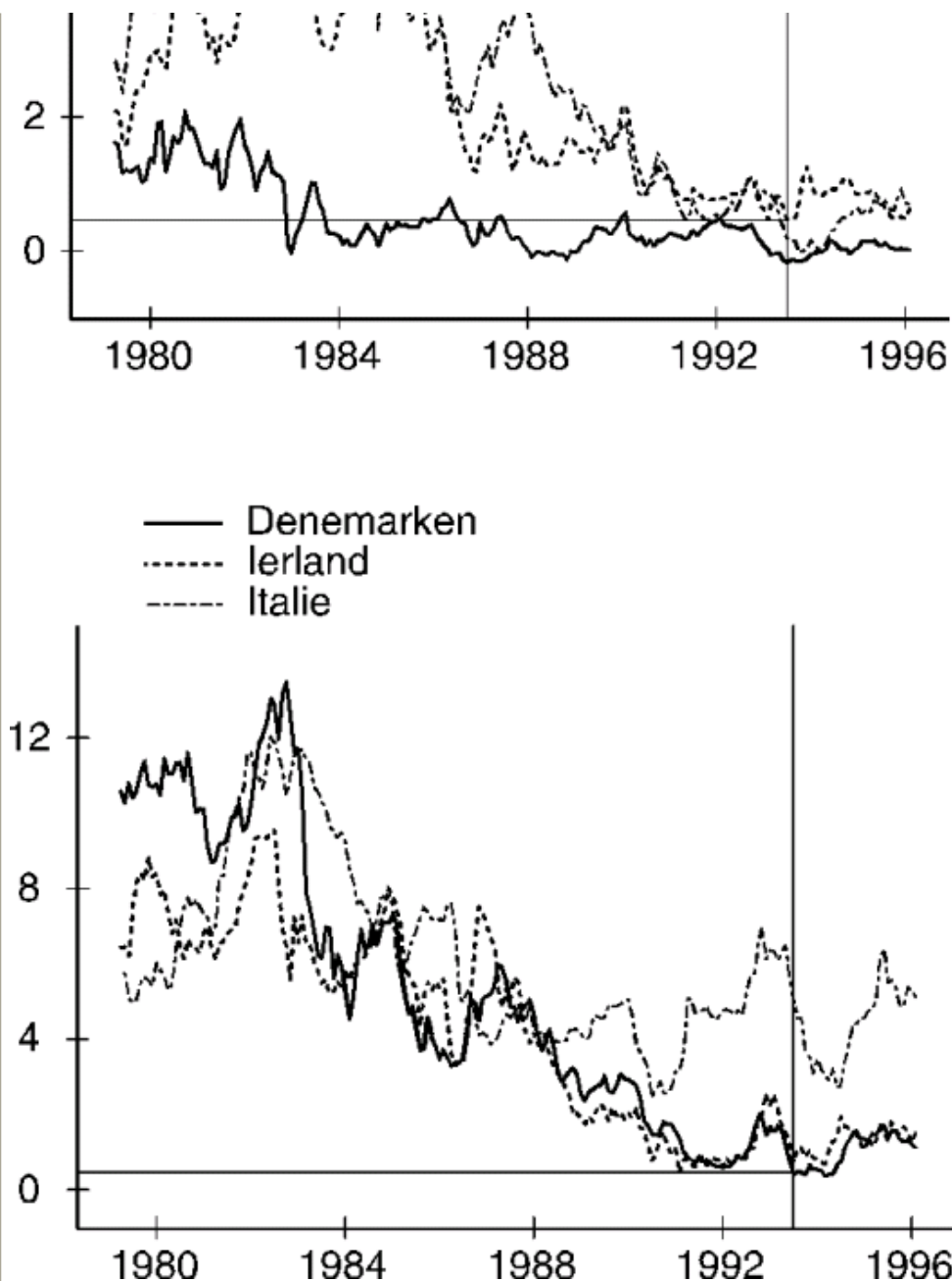
Tot zover heeft de nadruk in dit artikel gelegen op de flexibiliteit die een doelzone oplevert bij het streven naar wisselkoersstabiliteit. Een logische volgende stap is te onderzoeken in hoeverre het al dan niet benutten van deze flexibiliteit gevolgen heeft gehad voor het in toom houden van devaluatieverwachtingen en risicopremies, en dus voor de geloofwaardigheid van de diverse doelzones. De vraag is dus eigenlijk hoe financiële markten hebben geoordeeld over de geloofwaardigheid van het streven naar wisselkoersstabiliteit. Ondanks de expliciete committering aan dit streven door middel van het ERM, bleven vrijwel alle deelnemers voortdurend geconfronteerd met hardnekkige lange-renteverschillen ten opzichte van Duitsland. Zelfs voor een land als Nederland was sprake van positieve renteverschillen ondanks het feit dat de inflatie in Nederland gedurende vele jaren lager was dan in Duitsland ⁶.

Doorgaans wordt een drietal verklaringen aangedragen voor deze renteverschillen ⁷. Ten eerste was niet in de gehele EMS-periode sprake van volledige vrijheid van kapitaalverkeer (de laatste restricties zijn rond 1990 afgeschaft), waardoor de arbitrage werd belemmerd. Ten tweede kunnen verschillen in de fiscale behandeling van rente-inkomsten in de verschillende landen eveneens een rol hebben gespeeld. Ten derde is het aannemelijk dat beleggers regelmatig hun twijfels hebben gehad over de juistheid van de op dat moment vigerende spilkoersen. Derhalve eisten zij compensatie voor een devaluatierisico, hetgeen tot uitdrukking kwam in devaluatieverwachtingen en risicopremies in de lange-renteverschillen. Om financiële markten te overtuigen van de goede bedoelingen kan men nu eenmaal niet volstaan met de afkondiging van een vaste wisselkoers, omdat een regering niet snel zal toegeven dat zij een devaluatie overweegt. In dat geval kan men dus spreken van een duidelijk gebrek aan geloofwaardigheid van het beleid gericht op wisselkoersstabiliteit.

Om nu te kunnen beoordelen of dergelijke vertrouwenscrises actueel zijn geweest, is een zeer eenvoudige geloofwaardigheidstoets uitgevoerd ⁸. Bij deze toets worden de waargenomen lange-renteverschillen ten opzichte van Duitsland in de diverse ERM-landen vergeleken met een soort maximaal renteverschil dat via de ongedekte interestpariteitsconditie terug te voeren valt op wisselkoersbewegingen die binnen de toegestane bandbreedte blijven. Ingeval van tienjaarsrentes en een bandbreedte van ongeveer 2,25%, zoals voor de meeste valuta's gold tot de EMS-crisis van augustus 1993, is dat verschil dan $2 \cdot 2,25/10$, hetgeen een maximaal toelaatbaar renteverschil van 0,45 procentpunten oplevert. Voor de Italiaanse lire tot en met januari 1990 (met een bandbreedte van ongeveer 6%) geldt dan een maximaal renteverschil van 1,2 procentpunten; voor marges van ongeveer 15% zoals gelden sinds augustus 1993 gaat het zelfs om 3 procentpunten! Dit laatste illustreert de relatief beperkte disciplinerende werking die van het ERM met dergelijk brede banden uitgaat.

Indien nu het feitelijke renteverschil dit maximum te boven gaat, zijn devaluatieverwachtingen en risicopremies kennelijk niet langer te verwaarlozen en mag men spreken van een gebrek aan geloofwaardigheid. Voor de gehele EMS-periode toont [figuur 3](#) de tienjaarsrenteverschillen in combinatie met het maximaal toelaatbare renteverschil, dat evenwel zoals gezegd na augustus 1993 zijn betekenis grotendeels heeft verloren. Ook het begrip geloofwaardigheid zoals hier gedefinieerd, is in dat geval vrijwel van zijn inhoud ontdaan. Bij dusdanig brede marges vervaagt immers het onderscheid tussen wisselkoersbewegingen binnen de band enerzijds, en bewegingen van de band anderzijds. Wat echter niet is vervaagd, is het feit dat renteverschillen een weerspiegeling blijven van een op financiële markten gepercipieerd gebrek aan wisselkoersstabiliteit, of dit nu binnen of buiten de band plaatsvindt.





Figuur 3. Het lange-renteverschil ten opzichte van Duitsland. De horizontale lijn geeft het maximale verschil aan dat terug te voeren valt op wisselkoersbewegingen binnen de bandbreedte. Deze bandbreedte gold tot aug. 1993: de verticale lijn.

Op basis van [figuur 3](#) valt af te leiden dat de meeste ERM-deelnemers min of meer soortgelijke ontwikkelingen in hun geloofwaardigheid hebben doorgemaakt, met uitzondering van Nederland in positieve zin, en Italië in minder gunstige zin. De Nederlandse lange-renteverschillen ten opzichte van Duitsland bleven tot 1984 vlak boven het maximaal toelaatbare verschil. Vanaf 1984 begon het hardemunt beleid zich echter uit te betalen in een structureel lagere kapitaalmarktrente. Toch blijkt ook in het Nederlandse geval de geloofwaardigheid niet van de ene op de andere dag verkregen. Uit [figuur 3](#) blijkt dat het na de laatste devaluatie in maart 1983 ongeveer een compleet decennium heeft gekost voordat de lange-renteverschillen zo goed als verdwenen waren!

Ondanks een - als gevolg van de bredere marge - groter maximaal toelaatbaar renteverskil, is het Italiaanse streven naar wisselkoersstabiliteit gedurende de gehele EMS-periode verre van geloofwaardig geweest. Tot aan het eind van de jaren tachtig nam de geloofwaardigheid weliswaar gestaag toe, maar dit proces kwam in het begin van de jaren negentig reeds ten einde. Waarschijnlijk lag de vrijwel continue reële appreciatie van de lire hieraan ten grondslag, zodat gereede twijfel ontstond aan het nominale anker. Ook na de opschorting van het ERM-lidmaatschap in september 1992 bleven de lange-renteverschillen ten opzichte van Duitsland omvangrijk en buitengewoon volatiel.

De ervaringen van België, Denemarken, Frankrijk en Ierland, ten slotte, vertonen opvallend veel overeenkomsten. Kennelijk is er naast een individuele, zeg nationale, component in de geloofwaardigheid ook zoets als een meer gemeenschappelijke, of 'stelselmatige', component in dezen, tot uitdrukking komend in een simultaan beloop van de lange-renteverschillen ten opzichte van Duitsland⁹. Uit de sterke convergentie van de kapitaalmarktrentes in deze landen zou men kunnen afleiden dat op financiële markten de selectie voor de in hun ogen meest geëigende EMU-kerngroep reeds heeft plaatsgevonden. Hoewel België, Denemarken, Frankrijk en Ierland grote vooruitgang hebben geboekt in het overtuigen van financiële markten van hun committering aan wisselkoersstabiliteit, is een vergelijkbare mate van geloofwaardigheid á la Nederland voor deze landen vooralsnog buiten bereik gebleven. Ietwat ironisch mag men stellen dat het oude stelsel van smalle marges ten grave gedragen werd precies op het moment dat zijn geloofwaardigheid op een hoogtepunt was aangeland. Enerzijds is het dan spijtig te moeten constateren dat het proces van de geleidelijke vooruitgang die werd geboekt bij de geloofwaardigheid van het streven naar wisselkoersstabiliteit, onder het opgerekte ERM geen passend vervolg heeft gekregen. Anderzijds is de tot dan toe opgebouwde geloofwaardigheid ook niet noemenswaard aangetast door de verbreding van de

fluctuatiemarges.

De balans opmakend van het voorgaande is het toch opmerkelijk te noemen hoe krachtig de intuïtie van de afruil tussen flexibiliteit en geloofwaardigheid van een doelzone voor de wisselkoers inderdaad wordt bevestigd in de data ¹⁰. Kennelijk zijn mobiliteit en omvang van het internationale kapitaalverkeer dermate voortgeschreden, dat iedere flexibiliteit in het streven naar wisselkoersstabiliteit ogenblikkelijk wordt ingeprijsd in een hogere kapitaalmarktrente. Een stabiele wisselkoers als doelstelling voor het monetaire beleid staat nauwelijks enige ruimte af aan het afzonderlijke nastreven van binnenlandse doeleinden. Gelet op het inherent minder transparante karakter van 'mengvormen' zoals een stelsel van doelzones, moet men zich voorts zelfs afvragen of er op de bodem van de monetaire conflict driehoek nog wel echt een combinatie van een zekere mate van wisselkoersstabiliteit en een zekere binnenlandse beleidsautonomie mogelijk is. Wellicht kan hedentendage beter worden gesproken van een zuivere keuze tussen beide doelstellingen, zeker daar waar het de lange termijn betreft. Wisselkoersarrangementen als het EMS lijken dan ook vooral toegesneden op de korte of middellange termijn, wanneer zij bovendien worden geïnterpreteerd als overgangsregime tot een volledige monetaire unie.

Het Nederlandse voorbeeld toont aan dat koppeling van de wisselkoers in een van nature asymmetrisch stelsel als het EMS slechts volstrekte geloofwaardigheid kan genieten indien het gehele macro-economische beleid in een niet-ankerland wordt afgestemd op de wisselkoersdoelstelling. Indien deze bereidheid niet of in onvoldoende mate aanwezig is, wordt men vroeg of laat geconfronteerd met turbulenties op valutamarkten en een verlies aan geloofwaardigheid, tot uitdrukking komend in een hogere en tegelijkertijd volatielere rente. Hierbij past evenwel de kanttekening dat het opgeven van nationale beleidsautonomie voor een kleine open economie aanzienlijk eenvoudiger is dan in een relatief grote en tegelijkertijd open economie. Desondanks staat het 'n-1 probleem' ook voor deze landen vrijwel geen enkele nuancering toe bij het streven naar wisselkoersstabiliteit. De ervaringen met twee EMS-crisis hebben geleerd dat op sterk geïntegreerde financiële markten alleen al de perceptie van een latente behoefte aan enige beleidsautonomie de opbouw en het behoud van geloofwaardigheid met betrekking tot de wisselkoersdoelstelling danig kan frustreren.

Implicaties voor het ERM derde fase

De ervaring die is opgedaan met het ERM bevat een aantal belangrijke lessen voor de vormgeving van het wisselkoersarrangement tussen de EMU-kernlanden en de derogatielanden in de derde fase. Wellicht ten overvloede kan hierbij nogmaals worden benadrukt dat ieder arrangement dat een beperking van de onderlinge wisselkoersfluctuaties weet te bewerkstelligen, beter is dan géén arrangement. Naast de reeds aangestipte positieve effecten op de convergentie in de Unie en de verdere ontwikkeling van de interne markt, speelt de ex-ante wisselkoerscommittering volgens het Verdrag van Maastricht immers ook een belangrijke rol bij de latere toetreding tot de monetaire unie ¹¹.

Het ligt voor de hand dat de euro het anker zal zijn in een dergelijk wisselkoersmechanisme, een rol die in het huidige ERM door de Duitse mark wordt vervuld. De euro zal een sterke valuta worden, omdat het monetaire beleid van de Europese Centrale Bank (ECB) onvoorwaardelijk in het teken van prijsstabiliteit zal staan. Een koppeling van derogatiemunten aan de euro is in dit geval mede in het voordeel van de derogatielanden, zoals de ervaringen in ons eigen land (en andere 'kopgroepelanden') aantonen. Via de koppeling van de gulden aan de Duitse mark heeft Nederland immers de goede prestaties van de Bundesbank op het gebied van prijsstabiliteit in feite geïmporteerd. De keerzijde van haar anker-functie is echter dat de ECB geen blanco cheque mag afgeven, wanneer op valutamarkten moet worden geïntervenieerd ten gunste van een derogatiemunt die onder speculatieve druk is geraakt. Bij dergelijke interventies is bovendien vaak sprake van louter symptoombestrijding, welke het gevaar met zich brengt dat een noodzakelijk geworden herschikking van spilkoersen nodeloos op de lange baan wordt geschoven.

Een wisselkoersstelsel in de derde fase zal recht moeten doen aan de waarschijnlijk grote verscheidenheid onder de groep derogatielanden. Het verleden heeft geleerd dat vogels van diverse pluimage nu eenmaal moeilijk in één hok te stoppen zijn. Daartegenover staat dat derogatielanden zich op hun beurt rekenschap moeten geven van het feit dat de geloofwaardigheid van hun wisselkoersbeleid, ook als dat is gebaseerd op bilaterale afspraken met de ECB, consequenties kan hebben voor andere wisselkoersen in het stelsel. Met in het achterhoofd de ervaringen die in dit opzicht zijn opgedaan in het kader van het ERM, stelt het Verdrag van Maastricht daarom terecht dat iedere lidstaat zijn wisselkoersbeleid als een aangelegenheid van gemeenschappelijk belang moet behandelen ¹². In een gezamenlijk stelsel zijn situaties denkbaar waarin een afwijkende rentepolitiek van een afzonderlijke deelnemer het harde-munt beleid van een andere deelnemer kan frustreren. 'Free-rider' gedrag moet daarom tot elke prijs worden vermeden.

Het voeren van een wisselkoersbeleid is in de huidige wereld vergelijkbaar met op eieren lopen: de broodnodige geloofwaardigheid is moeilijk verdiend maar makkelijk verloren. De deelnemers aan het nieuwe stelsel moeten zich er dan ook voortdurend van bewust zijn dat de aanwezigheid van een bandbreedte weliswaar enige beleidsvrijheid geeft, maar dat de feitelijke marge geringer is dan de formele marge suggereert. Zo gauw markten gaan twifelen aan de houdbaarheid van de spilkoers als lange-termijnanker is het spel verloren en betaalt men jarenlang de prijs van een hogere rente. Ook stabiliteit van de wisselkoers binnen de band dient derhalve serieus te worden genomen, hetgeen in eerste instantie de verantwoordelijkheid van de betrokken landen zelf is. Deze moeten te allen tijde bereid zijn het rente-instrument tijdig en adequaat aan te wenden ingeval de wisselkoers een tijdelijke verzwakking vertoont. Ingeval de verzwakking van meer structurele en fundamentele aard is, moet een herschikking van de spilkoers niet worden geschuwd. Gegeven de politieke touwtrekkerij waarmee herschikkingen veelal gepaard gaan, verdient het aanbeveling de Europese Centrale Bank hierbij een voorttrekkersrol te laten vervullen. Anders dan wel eens wordt beweerd, hebben de spelregels van Bazel/Nyborg nog vrijwel niets aan actuele waarde ingeboet.

De ervaringen tot dusver met de 15%-marges doen vermoeden dat een wisselkoersarrangement alléén onvoldoende is om financiële markten te overtuigen van het streven naar wisselkoersstabiliteit in de aanloop tot de monetaire unie. Aanvullende beleidscoördinatie kan in dat geval een uitweg bieden, zodat het binnenlandse macro-economisch beleid sterker dan voorheen wordt afgestemd op de externe doelstelling. Een belangrijk element uit een dergelijke strategie kan worden gevormd door het sluiten van een stabiliteitspact à la Waigel voor de overheidsfinanciën. Voorwaarde is dan wel dat dit stabiliteitspact niet alleen wordt afgesloten tussen de kerngroepelanden, maar tussen alle landen van de Europese Unie. Voor de derogatielanden betekent dit een extra aansporing om zo snel mogelijk te voldoen aan de convergentiecriteria uit het Verdrag van Maastricht. Een dergelijk stabiliteitsprogramma moet dan ook worden gezien als het logische vervolg op de huidige convergentieprogramma's. Op deze wijze kan de verdere integratie van de derogatielanden met de EMU-kern zo soepel mogelijk verlopen.

1 Zie onder meer Europese Gemeenschap, One market, one money, *European Economy*, nr. 44, 1990, blz. 43-44, en H.G. van Gemert en A.P.D. Gruijters, Beleidsautonomie of wisselkoersstabiliteit?, *ESB*, 11 januari 1995, blz. 28-32.

2 P. de Grauwe, *The economics of monetary integration*, Oxford university press, 1994, blz. 105-116.

3 P. De Grauwe, 1994, op.cit., blz. 117-120.

4 L.E.O. Svensson, Why exchange rate bands?, Monetary independence in spite of fixed exchange rates, *Journal of Monetary Economics*, nr. 33, 1994, blz. 157-199, en K.H.W. Knot en J. de Haan, Het te ver opgerekte EMS?, *ESB*, 2 februari 1994, blz. 101-105.

5 K.H.W. Knot, T.K. Dijkstra en J. de Haan, The term structure of interest rate differentials in a target zone with time-varying devaluation risk, *SOM Research Memorandum*, nr. 94423, Rijksuniversiteit Groningen, 1994.

6 A.H.E.M. Wellink, The economic and monetary relation between Germany and the Netherlands, in: A.F.P. Bakker e.a., *Monetary stability through international cooperation*, De Nederlandsche Bank, Amsterdam, 1994, blz. 67-84.

7 K.H.W. Knot, *Fiscal policy and interest rates in the European Union*, Edward Elgar, Aldershot Hants, 1996, blz. 100.

8 Deze toets is vergelijkbaar, doch eenvoudiger dan de zogenaamde 'simplest test' van Svensson. Zie ter zake, L.E.O. Svensson, The simplest test of target zone credibility, *IMF Staff Papers*, nr. 38, 1991, blz. 655-665.

9 De geloofwaardigheid van het EMS als stelsel wordt onder meer bestudeerd in P. de Grauwe, Towards European Monetary Union without the EMS, *Economic Policy*, 1994, blz. 149-185, A.K. Rose en L.E.O. Svensson, European exchange rate credibility before the Fall, *European Economic Review*, nr. 38, 1994, blz. 1185-1224, en K.H.W. Knot en J. de Haan, The credibility of the European exchange rate mechanism, *MEB-serie*, 14, De Nederlandsche Bank, 1995.

10 Voor een econometrische onderbouwing van deze stelling, zie Knot, Dijkstra en de Haan, 1994.

11 EG-Verdrag, artikel 109J.

12 EG-Verdrag, artikel 109M.