



## Uiteenlopende conjunctuur gevaarlijk

**Auteur(s):**

Inklaar, R.

Haan, J., de

Sleijpen, O.C.H.M.

De eerste twee auteurs zijn verbonden aan de Economische Faculteit van de Rijksuniversiteit Groningen, de laatste is verbonden aan De Nederlandsche Bank.

**Verschenen in:**

ESB, 85e jaargang, nr. 4255, pagina 392, 12 mei 2000

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

emu

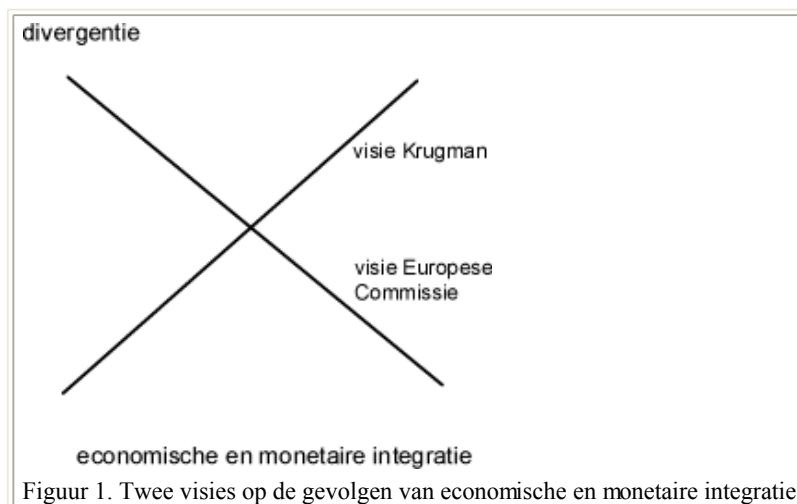
*Empirische resultaten duiden er op dat de vorming van een muntunie niet tot synchronisatie van conjunctuurcycli leidt. De Europese Centrale Bank kan derhalve niet een conjunctureel voor iedere lidstaat optimaal beleid voeren.*

Ruim een jaar na de start van de Economische en Monetaire Unie (EMU) is het duidelijk dat de conjuncturele situatie in de lidstaten aanzienlijk uiteenloopt. Het beleid van de Europese Centrale Bank (ECB) richt zich primair op inflatiebestrijding in de eurozone. Hierbij kan de ECB geen rekening houden met verschillen in de conjunctuurfase van afzonderlijke landen. Sommige auteurs menen dat dit niet problematisch is, omdat door verdergaande economische en monetaire integratie de conjunctuur in de euro-landen meer synchronisch zal verlopen. Naar ons oordeel bestaat echter niet zonder meer een positief verband tussen monetaire integratie en synchronisatie van conjunctuurbewegingen. Dit oordeel is gebaseerd op analyses van de conjunctuurcycli van de lidstaten van de Europese Unie en van de staten van de Verenigde Staten. Het gevolg is dat de ECB geconfronteerd zal blijven met uiteenlopende conjuncturele situaties binnen de eurozone. Hoe ernstig dit is, hangt af van de mate waarin de conjunctuurbewegingen uiteen lopen en van de mogelijkheid andere instrumenten in te zetten, indien het beleid van de ECB niet goed aansluit bij de conjuncturele situatie van een lidstaat.

### Integratie en divergentie

Op het moment dat landen in een monetaire unie opgaan, geven ze de mogelijkheid tot het zelfstandig voeren van monetair beleid definitief uit handen. Uiteenlopende economische ontwikkelingen kunnen niet langer worden opgevangen door een re- of devaluatie van de eigen munt. Neemt de kans op divergerende economische ontwikkelingen in een monetaire unie toe- of juist af onder invloed van verdergaande economische en monetaire integratie? Er zijn twee standpunten, kortweg te typeren als de visie van Krugman en die van de Europese Commissie <sup>1</sup>. De visie van de Europese Commissie is dat de convergentie toeneemt, ondermeer doordat het beleid van de lidstaten gelijkvormiger wordt. Dit geldt uiteraard voor het monetaire beleid, maar ook het nationale begrotingsbeleid van de lidstaten zal door het Stabiliteits- en groeipact minder snel tot conjuncturele divergentie leiden. Ook toenemende intra-industrie handel zal leiden tot voortschrijdende convergentie.

Volgens Krugman zal toenemende integratie echter leiden tot geografische concentratie. De oorzaak hiervan ligt in schaalvoordelen die pas volledig benut kunnen worden als de (monetaire) grenzen wegvallen. Een voorbeeld hiervan is de auto-industrie in de VS (geconcentreerd rondom Detroit) of Silicon Valley bij San Fransisco. Wanneer een bepaalde sector wordt getroffen door een economische schok, betekent dit al snel dat de regio waarin die sector zich bevindt uit de pas zal lopen met andere regio's. [figuur 1](#), die is ontleend aan De Grauwe, vat beide visies samen <sup>2</sup>.



Over de samenhang tussen integratie en divergentie is onlangs een aantal empirische studies verschenen. Frankel en Rose concluderen dat nauwere handelsbanden tussen landen zullen leiden tot sterkere samenloop van conjunctuurcycli<sup>3</sup>. Aangezien de handel tussen de EU lidstaten nog steeds toeneemt, stemt dit optimistisch. Ook Artis en Zhang komen tot een optimistische conclusie, namelijk dat toenemende wisselkoersstabiliteit leidt tot convergentie van conjunctuurbewegingen<sup>4</sup>. Ons onderzoek leidt echter tot andere conclusies<sup>5</sup>.

### Wisselkoersstabiliteit

We hebben dezelfde methode gevolgd als Artis en Zhang. Hierbij wordt de correlatie van cyclische uitslagen (dat wil zeggen: de afwijkingen van de trendmatige groei) in landen in bepaalde tijdsperioden met elkaar vergeleken. De veronderstelling is dat een relatief hoge correlatie duidt op sterke synchronisatie van conjunctuurbewegingen. Artis en Zhang vergelijken bijvoorbeeld de correlaties van cyclische uitslagen in de industriële productie in diverse landen met die van Duitsland over de periode 1960-1997, voor en na de start van het Europese Monetaire Stelsel (EMS). Hieruit zou blijken dat na 1979 de correlaties doorgaans aanzienlijk hoger zijn dan daarvoor. Ergo: toenemende monetaire integratie gaat samen met meer synchroon verlopende conjunctuurbewegingen.

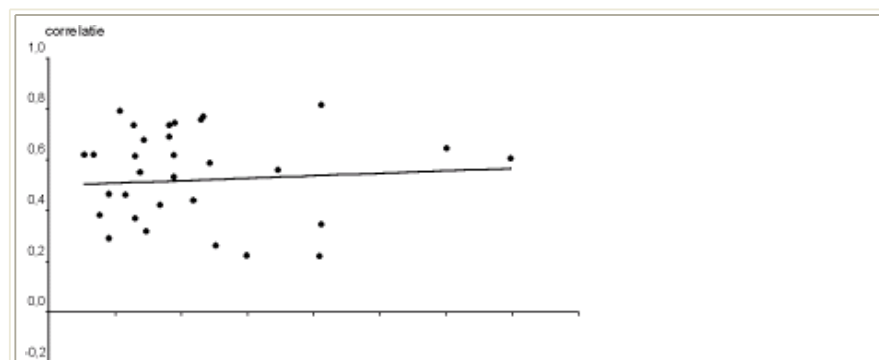
Wij onderschrijven deze conclusie niet. Een verdere opdeling van de periode 1960-1997 leert namelijk dat er geen sprake is van een eenduidige ontwikkeling. De opsplitsing in verschillende subperioden is wenselijk, omdat de wisselkoersstabiliteit in de periode 1960-1979 sterk uiteenloopt. Hetzelfde geldt voor de jaren na 1979. [tabel 1](#) toont de correlaties van cyclische uitslagen ten opzichte van Duitsland voor vier verschillende deelperioden<sup>6</sup>. De correlaties zijn analoog aan Artis en Zhang berekend op basis van maandcijfers voor de industriële productie uit de *International Financial Statistics* van het Internationale Monetaire Fonds. In de eerste onderscheiden periode was het Bretton-Woods stelsel nog in werking. In de periode erna was sprake van een nauwelijks functionerend wisselkoersarrangement. Vanaf 1979 tot 1987 was het EMS van kracht, maar werden spilkoersen nog regelmatig gewijzigd. Vanaf 1987 was dit lange tijd nauwelijks meer het geval (met uitzondering van de EMS-crisis in 1992/93). De correlaties zijn weergegeven voor de EMS-landen alsook voor een aantal landen dat niet aan dit arrangement deelnam, zoals Canada en Japan. Uit [tabel 1](#) blijkt geen duidelijke toename van de correlatie voor EMS-landen ten opzichte van niet-ems landen. Bovendien valt voor de EMS landen zeker geen trend richting meer synchroon verlopende conjunctuurbewegingen (dat wil zeggen hogere correlaties) waar te nemen. Zo is bijvoorbeeld de conjunctuurcyclus van Nederland in de meest recente perioden een stuk minder op die van Duitsland gaan lijken.

**Tabel 1.**  
**De correlatie van conjuncturele uitslagen met die in Duitsland, 1960-1997**

	1960-71	1971-79	1979-87	1987-97
België <sub>a</sub>	0,37	0,74	0,53	0,47
Canada	0,23	0,74	0,54	-0,12
Denemarken <sub>a</sub>	0,75	0,77	0,42	0,32
Finland	0,27	0,29	0,37	0,20
Frankrijk <sub>a</sub>	0,26	0,82	0,59	0,74
Griekenland	0,15	0,58	0,45	0,05
Ierland <sub>a</sub>	-0,08	0,77	0,48	0,47
Italië <sub>a</sub>	-0,27	0,64	0,44	0,35
Japan	0,16	0,87	0,58	0,52
Luxemburg <sub>a</sub>	0,62	0,69	0,62	0,29
Nederland <sub>a</sub>	0,79	0,76	0,46	0,38
Noorwegen	0,27	0,11	0,25	0,09
Oostenrijk <sub>a</sub>	0,55	0,68	0,62	0,62
Spanje	0,22	0,61	0,22	0,56
Verenigd Koninkrijk	0,59	0,61	0,41	0,09
Verenigde Staten	-0,01	0,80	0,50	-0,07
Zweden	0,52	0,13	0,46	0,38
Zwitserland	0,91	0,77	0,56	0,58

a. lid EMS

Als volgende stap in ons onderzoek hebben we de correlaties van de cyclische uitslagen in de door ons onderscheiden perioden vergeleken met een maatstaf voor wisselkoersvolatiliteit<sup>7</sup>. [figuur 2](#) toont het verband tussen de wisselkoersvolatiliteit (steeds ten opzichte van de Duitse mark) en de mate waarin de conjuncturele uitslag in een land samenhangt met die in Duitsland (verticale as). Ingetekend is ook een regressielijn die het statistische verband tussen de twee variabelen weergeeft.





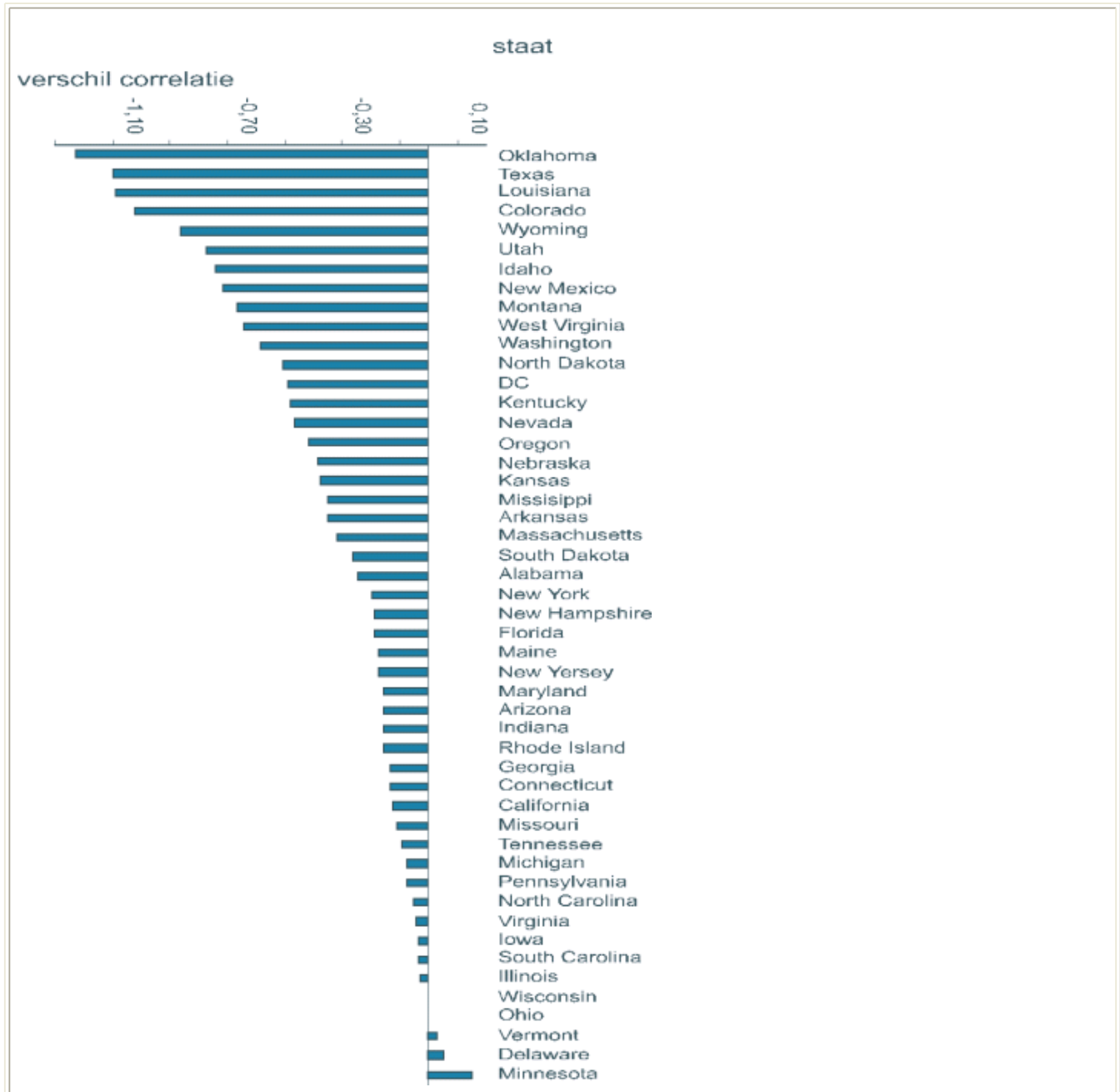
Figuur 2. Het verband tussen correlatie van conjunctuur-cycli en wisselkoersvolatiliteit

Ook hieruit blijkt niet dat er enig verband is tussen stabiele wisselkoersen en een hogere (ofwel toenemende) correlatie van conjuncturele uitslagen.

### Conjunctuurcycli in de VS

Omdat de EMU nog maar kort bestaat, kan alleen worden gekeken naar de situatie van vóór de EMU. Het is echter mogelijk dat in een volledige muntunie de deelnemende economieën convergeren. We hebben daarom ook gekeken naar een muntunie die al langer bestaat, namelijk de Verenigde Staten.

Vanaf de Amerikaanse onafhankelijkheid gebruiken alle inwoners dezelfde dollars en vanaf 1935 is sprake van een gemeenschappelijk monetair beleid. Voor een periode van 65 jaar (1929-1993) is een soortgelijke analyse uitgevoerd als voor de Europese landen. Hierbij is de conjunctuurcyclus van elke staat vergeleken met die van de VS als geheel. De (jaarlijkse) cijfers hebben betrekking op het zogenaamde 'personal income'; dat zijn de enige cijfers die voor een lange tijdsperiode beschikbaar zijn. We nemen aan dat in de loop van de tijd de economische en monetaire integratie in de VS is toegenomen. Als nu de correlatie van cyclische uitslagen van staten met die van de VS als geheel toeneemt over de tijd, dan vormt deze uitkomst een bevestiging van het standpunt van de Europese Commissie. Met andere woorden: het monetaire integratieproces in de VS heeft bijgedragen aan diepere economische integratie tussen de staten van de vs. In het omgekeerde geval lijkt Krugman gelijk te hebben. Monetaire integratie leidt juist tot economische divergentie, bijvoorbeeld als gevolg van regionale specialisatie. Ook deze analyse leidt niet tot bemoedigende resultaten: in bijna alle gevallen is de correlatie in de loop van de tijd afgenomen. [figuur 3](#) toont bijvoorbeeld de verschillen in correlatie wanneer we de periode 1929-1993 in twee even lange subperiodes onderverdelen. In vrijwel alle staten blijkt sprake van een afgenomen synchronisatie van de conjunctuurbeweging. Ook een andere opdeling in periodes leidt tot dit resultaat.



## Tenslotte

Onze resultaten suggereren dat de vorming van een muntunie niet automatisch leidt tot convergentie van conjuncturele uitslagen. Dit betekent dat de ECB een beleid zal voeren dat vanuit een conjunctureel oogpunt niet optimaal kan zijn voor alle lidstaten. Hoe ernstig dit is, hangt af van de mate waarin de conjunctuur bewegingen uiteenlopen (en hoe lang!). Daarnaast is van belang of de beleidsbepalende instanties andere instrumenten kunnen inzetten, indien het beleid van de ECB niet goed aansluit bij de conjuncturele situatie in een lidstaat. Indien het vorderingentekort van een lidstaat conform het Stabiliteits- en groeipact ruimschoots onder de kritische grens van drie procent van het bbp blijft, kunnen de automatische stabilisatoren van het begrotingsbeleid bijvoorbeeld het nodige conjuncturele tegengas geven.

---

**1** Zie respectievelijk P. Krugman, *Geography and trade*, Cambridge, Mass., MIT Press, 1991, en M. Emerson, D. Gros, A. Italianer, J. Pisani-Ferry en H. Reichenbach, *One market, one money*, Oxford University Press, 1992.

**2** P. De Grauwe, *The economics of monetary integration*, Oxford University Press, 1997. Voor een uitgebreide analyse wordt verwezen naar S.C.W. Eijffinger en J. de Haan, *European monetary and fiscal policy*, Oxford University Press, 2000.

**3** J.A. Frankel en A.K. Rose, The endogeneity of the optimum currency area criteria, *The Economic Journal*, 1998, blz. 1009-1025.

**4** M.J. Artis en W. Zhang, International business cycles and the ERM: is there a European business cycle?, *International Journal of Finance and Economics*, jaargang 2, 1997, blz. 1-16, en M.J. Artis, en W. Zhang, Further evidence on the international business cycle and the ERM: is there a European business cycle? *Oxford Economic Papers*, 1999, blz. 120-132.

**5** Voor details wordt verwezen naar R. Inklaar en J. de Haan, *Is there really a European business cycle?*, CESifo working paper, te verschijnen, en J. de Haan, R. Inklaar en O. Sleijpen, *Have business cycles in the US states become more synchronous?*, te verschijnen.

**6** Een verdere opdeling van de periode leidt tot soortgelijke resultaten. Met name is het goed te verdedigen om de periode 1987-1997 verder te splitsen, omdat de wisselkoersfluctuaties na 1992 veel sterker zijn dan in de periode 1987-1992. Het nadeel van kortere perioden is echter dat ze geen volledige conjunctuurcyclus beslaan.

**7** Deze maatstaf is de standaarddeviatie van  $\log(E1/E0)$ .