



Wisselkoersregimes op weg naar de E(M)U

Auteur(s):

Cavelaars, P.A.D.

Oorschot, C.P.M., van

Vijselaar, F.W.

Allen werkzaam bij de Nederlandsche Bank, afdeling Monetair en Economisch Beleid. De auteurs danken Hans Brits en Job Swank voor nuttig commentaar, en Martin Admiraal voor statistische ondersteuning.

Verschenen in:

ESB, 85e jaargang, nr. 4267, pagina 636, 25 augustus 2000

Rubriek:**Trefwoord(en):**

monetair, beleid

Welk wisselkoersregime moeten kandidaat lidstaten van de E(M)U hanteren? De keus hangt onder meer af van de mate van convergentie met het eurogebied.

Een klein jaar geleden zijn concrete onderhandelingen voor toetreding tot de Europese Unie geopend met een 'kopgroep' van kandidaat-lidstaten: Hongarije, Polen, Tsjechië, Slovenië, Estland en Cyprus. Inmiddels is deze groep uitgebreid tot twaalf landen. In februari 2000 zijn onderhandelingen gestart met Bulgarije, Roemenië, Litouwen, Letland, Slowakije en Malta. Nieuwe lidstaten van de Europese Unie moeten het zogenoemde 'acquis communautaire' overnemen (het geheel van de verplichtingen dat voortvloeit uit het EU-Verdrag, de secundaire EU-wetgeving en de jurisprudentie van het Europese Hof van Justitie). Zij krijgen de status van lidstaten met een derogatie (uitzondering) voor het invoeren van de euro. Dit houdt in dat ze lid worden van het eurogebied zodra ze aan de convergentiecriteria voldoen. De nieuwkomers zullen niet het recht hebben op een 'opt-out' voor de derde fase van de EMU (invoering van de euro) zoals het Verenigd Koninkrijk en Denemarken dat wel hebben. Tot het moment van invoering van de euro moeten de EU-lidstaten hun wisselkoers behandelen als een zaak van gemeenschappelijk belang. Dit houdt in dat de EU-lidstaten aanzienlijke onderlinge wisselkoersfluctuaties moeten proberen te voorkomen. Om daaraan verder invulling te geven is in 1998 besloten tot de oprichting van een nieuw wisselkoersmechanisme, het ERM-2 ¹, waarin de EU-lidstaten met een derogatie hun valuta kunnen koppelen aan de euro.

Dit artikel gaat in op de mogelijke wisselkoersregimes die kandidaat-lidstaten kunnen hanteren in de aanloop naar, en eenmaal toegetreden, tot de Europese Unie.

Wisselkoersregimes

De opties voor een wisselkoersregime variëren van vrij zwevende wisselkoersen via crawling pegs (wisselkoerskoppeling met geleidelijke aanpassing van de spilkoers ten opzichte van de ankermunt) tot een vaste koppeling, een 'currency board' of zelfs euroïsatie (invoering van de euro als wettelijk betaalmiddel).

Vrij zweven

Bij vrij zwevende wisselkoersen hebben beleidsmakers een maximum aan vrijheid en kunnen schokken in de economie deels worden opgevangen via de wisselkoers. Een eenduidig nominaal anker ontbreekt evenwel, hetgeen hoge eisen stelt aan het monetaire beleid (dat bijvoorbeeld een directe inflatie-doelstelling kan behelzen). Wanneer de autoriteiten de wisselkoers beheerst laten zweven, is in principe sprake van een flexibele wisselkoers maar interveniëren de autoriteiten als zij van oordeel zijn dat de wisselkoers substantieel uit de pas gaat lopen (serieuze over- of onderwaardering van de munt).

Crawling peg

Een verminderde flexibiliteit is verbonden aan een crawling peg. In dit regime wordt geloofwaardigheid gewonnen door de voorspelbaarheid van de wisselkoers. Een crawling peg voorkomt via regelmatige aanpassingen van de wisselkoers dat de valuta te zeer over- of ondergewaardeerd raakt. Hierdoor is er weinig aanleiding voor het testen van het wisselkoersregime door de markt. De kracht van het systeem is echter ook de zwakte: zo lang de wisselkoers regelmatig wordt aangepast, zal er geen volledige nominale convergentie kunnen optreden. Een crawling peg zal uiteindelijk moeten worden omgezet in een vaste koppeling om dat doel te bereiken.

Vaste koppeling

Een vaste koppeling kan dus worden gebruikt om nominale convergentie met een ankerland te bewerkstelligen. Zo kan een vaste koppeling worden ingezet om een einde te maken aan een periode van hoge inflatie. Probleem is wel dat de koppeling geloofwaardig moet zijn om geen speculatieve aanvallen uit te lokken, waarbij de standvastigheid van de monetaire autoriteiten op de proef wordt gesteld. Het gevolg daarvan kan een valutacrisis zijn.

Currency board

Een specifieke vorm van een vaste koppeling is een currency board: een currency board is een monetair instituut dat klaar staat onbepaald een bepaalde buitenlandse valuta in te wisselen tegen de eigen valuta en vice versa tegen een vaste wisselkoers. Dit principe moet wettelijk stevig verankerd zijn. De currency board moet uiteraard over voldoende deviezenreserves beschikken om deze inwisselplicht te kunnen vervullen. In de regel hebben currency boards een dekking van honderd procent of zelfs meer. Ruimte voor aanpassing van de gehanteerde wisselkoers is er niet - dat zou de currency board opblazen. Daarom stelt een currency board hoge eisen aan de flexibiliteit van de economie en de budgettaire discipline. Het argument dat er geen ruimte is voor aanpassing geldt a fortiori voor euroïsatie.

De kandidaat-lidstaten gebruiken momenteel een keur aan wisselkoersarrangementen (tabel 1). De euro is daarbij vaak een referentiepunt. Alle vormen van een koppeling aan de euro zijn unilateraal, zonder enige committering van de Europese Centrale Bank.

Tabel 1. Huidige wisselkoersregimes van de kandidaat-lidstaten

Land	wisselkoersregime	koppeling aan
Bulgarije	currency board	euro
Estland	currency board	euro
Litouwen	currency board	US dollar
Cyprus	koppeling met band ($\pm 2,25\%$)	euro
Malta	koppeling met band ($\pm 0,25\%$)	mandje incl. euro (57%)
Letland	vaste koppeling	SDR
Hongarije	vooraangekond. crawling band	euro (70%), \$ (30%)
Turkije	crawling peg	mandje incl. euro
Roemenië	beheerst zweven	euro (informeel)
Slovenië	beheerst zweven	euro (informeel)
Slowakije	beheerst zweven	euro (informeel)
Tsjechië	beheerst zweven	euro (informeel)
Polen ^a	vrij zwevende wisselkoers	-

a. Tot voor kort had Polen een vooraangekondigde crawling band ten op zichte van een mandje incl. euro (55%).
Bron: IMF.

Keuze-overwegingen

Om voor het lidmaatschap van de EU in aanmerking te komen, en zeker voor deelname aan de derde fase van de EMU, moeten landen een houdbare economische convergentie hebben bereikt met de Europese Unie - respectievelijk de landen van het eurogebied. Dit impliceert dat de economische beleidsmakers van de kandidaat-lidstaten hun beleid moeten afstemmen op het eurogebied - want de berg zal niet naar Mohammed komen. Dat zou op zich pleiten voor een duidelijke koppeling aan de euro. Na toetreding tot de EU is daar ook een institutionele reden voor. Lidstaten van de EU moeten immers twee jaar lid zijn van ERM-2 voordat zij kunnen toetreden tot de derde fase van de EMU².

In het algemeen kan worden gesteld dat de voordelen van een koppeling aan de euro groter zullen zijn naarmate het land in kwestie wordt gekenmerkt door een grote mate van openheid en daarmee gerelateerd, de economische en politieke integratie tussen de kandidaat-lidstaat en het eurogebied sterker is en, tenslotte, de economische structuur van de kandidaat-lidstaat en die van het eurogebied meer overeenkomen. Met name het derde punt verkleint de kans op asymmetrische schokken (een schok die niet alle landen evenredig raakt, zoals bijvoorbeeld de Duitse eenwording).

Economische structuur

De uitgangssituatie voor de kandidaat-lidstaten is wat dat betreft redelijk goed. De productiestructuur van de meeste Oost-Europese landen is dusdanig dat er geen reden bestaat aan te nemen dat er veel asymmetrische schokken zullen optreden³. Zo is bijvoorbeeld de economische structuur van de 'kopgroep' van kandidaat-lidstaten vergelijkbaar met die van Portugal, waarbij de dienstensector de belangrijkste plaats inneemt. Het aandeel van de handel met de EU als percentage van het bruto binnenlands product van deze Oost-Europese landen ligt zelfs met gemiddeld dertig procent boven dat van Portugal (25 procent). De Grauwe en Aksoy vonden bewijs van een positieve correlatie van de schokken in de kandidaat-lidstaten met die in de EU-landen, alsmede van gesynchroniseerde conjunctuurcycli⁴.

Transitiefase

Voor de kandidaat-lidstaten zal de keuze voor een bepaald wisselkoersregime echter vooral bepaald moeten worden door de fase van transitie waarin een land zich bevindt, zowel met betrekking tot macro-economische stabilisatie als op het punt van structurele hervormingen⁵.

In de eerste fase van transitie naar markteconomieën was een vaste koppeling van de nationale munt aan een valuta (mandje) zinvol. De voorwaarden om de geldhoeveelheid als nominaal anker te gebruiken of een directe inflatie-doelstelling te hanteren waren niet aanwezig (geen stabiele geldvraag en, meer in het algemeen, geen stabiele relatie tussen economische grootheden en inflatie). De wisselkoerskoppeling gaf een helder signaal over de bereidheid van de beleidsmakers de eigen handen te binden, zowel op monetair als op budgettair terrein. Immers, bij een vaste wisselkoerskoppeling worden de beleidsmakers gedwongen hun binnenlandse loon- en prijsniveau aan te passen aan het loon- en prijsniveau van het (de) ankerland(en). Hyperinflatie werd zo in bijvoorbeeld Estland en Polen

(die respectievelijk halverwege 1992 en begin 1990 een vast wisselkoersregime instelden) met succes bestreden. Overigens is Polen eind 1991 overgegaan op een meer flexibel wisselkoersregime (vooraangekondigde crawling peg, die in 1995 werd omgezet in een crawling band) omdat de hoge inflatiecijfers resulteerden in een te groot verlies aan concurrentiekracht.

Problemen bij vaste koppeling

Het vasthouden aan een vaste wisselkoerskoppeling kan echter ook problemen met zich mee brengen. In de eerste plaats zijn de betrokken landen relatief gevoelig voor speculatieve aanvallen, gegeven de soms omvangrijke kapitaalstromen naar en uit deze landen. Zo'n speculatieve aanval kan plaatsvinden als de vaste koppeling door de financiële markten als onhoudbaar wordt beschouwd bij het achterwege blijven van macro-economische hervormingen. Een vaste koppeling kan dus geen substituut zijn voor macro-economische hervormingen. Meer algemeen geldt dat instroom van kapitaal resulteert in opwaartse druk op de geldhoeveelheid en daarmee een risico vormt voor de inflatie (indien niet gesteriliseerd, zij het omdat dat kostbaar is of omdat het ineffectief blijkt)⁶.

In de tweede plaats hebben landen die een inhaalslag maken in termen van welvaart en arbeidsproductiviteit op termijn vaak behoefte aan een reële appreciatie. Dit kan worden verklaard door het Balassa-Samuelsoneffect (zie kader). Zo'n reële appreciatie kan zich uiten in een stijging van het algemene prijspeil of in een nominale appreciatie of in beide. Bij een vaste wisselkoerskoppeling is een reële appreciatie alleen mogelijk via een stijging van het algemene prijspeil. Immers, de nominale wisselkoers ligt vast. De kans bestaat dus dat de vaste wisselkoerskoppeling, die was bedoeld voor een laag (geconvergeerd) inflatieniveau, juist een hogere inflatie oplevert dan in het ankerland.

Balassa-Samuelsoneffect

Landen die een inhaalslag maken kennen een relatief sterke stijging van de arbeidsproductiviteit in de open sector, doordat de internationale concurrentie een prikkel geeft aan efficiëntie en innovatie. Door de groei van de arbeidsproductiviteit kunnen de lonen in de open sector stijgen zonder dat de loonkosten per eenheid product en de uiteindelijke prijzen in die sector toenemen. De loonstijging in de open sector kan leiden tot een loonstijging in de afgeschermd sector (zoals dienstverlenende bedrijven), die - door gebrek aan internationale concurrentie of doordat het technisch onmogelijk is - niet dezelfde productiviteitsstijging zal doormaken. Hierdoor zullen de prijzen van de niet-verhandelbare goederen stijgen ten opzichte van de prijzen van verhandelbare goederen, hetgeen een reële appreciatie impliceert

Convergentie kost tijd

Uit het voorgaande blijkt dat in een verder gevorderd stadium van transitie van plan- naar markteconomie waarschijnlijk een afruif zal bestaan tussen lage inflatie en een vaste wisselkoers. Door gelijktijdig te hameren op lage (geconvergeerde) inflatie en wisselkoersstabiliteit veronderstellen de criteria voor toetreding tot de EMU dus impliciet dat een land bij toetreding tot de derde fase van de EMU een belangrijke mate van welvaartsconvergentie heeft bereikt, waardoor het Balassa-Samuelsoneffect minder geprononceerd is. Dit pleit ervoor dat kandidaat-lidstaten niet te snel overgaan tot toetreding tot het eurogebied. Deelname aan ERM-2 is wel mogelijk, omdat dit wisselkoersmechanisme een systeem is met vaste, doch aanpasbare pariteiten. Wel zal een land dat toetreedt tot ERM-2 inkomende en uitgaande kapitaalstromen moeten kunnen accommoderen om te voorkomen dat de spilkoers al te vaak moet worden aangepast.

In het verleden hebben landen ook de tijd genomen om te convergeren naar de meer welvarende landen in de EU. Portugal kan in dit opzicht als voorbeeld dienen. Toen Portugal in 1992 - zeven jaar na lidmaatschap van de EU - succesvol toetrad tot het erml, kende de inflatie al jaren een neerwaartse trend. Het duurde nog eens zes jaar totdat Portugal voldeed aan de criteria voor deelname aan de derde fase van de EMU. Overigens bedroeg in 1999 het Portugese inkomen per hoofd van de bevolking 75 procent van dat van de EU en. Het bbp van Tsjechië - als meest welvarende kandidaat - lidstaat - bedroeg in 1998 in koopkrachtpariteitstermen ongeveer vijftig procent van het gemiddelde inkomen in de EU.

Slot

De ene kandidaat is nu al verder gevorderd op de curve van convergentie met het eurogebied dan de andere. [tabel 2](#) geeft een overzicht van de kandidaat-lidstaten op basis van enkele economische kengetallen (inflatie, lopende rekening en overheidssaldo). Overigens zij opgemerkt dat de tabel een momentopname is en dat in veel van de kandidaat-lidstaten nog geen sprake is van een volledige markteconomie. Voor de landen die reeds een vaste koppeling aan de euro hebben, zoals Cyprus en Malta, zal deelname aan het ERM-2 bij toetreding tot de EU geen probleem zijn, ook gezien de smalle band die beide landen hanteren. Malta zal daarbij wel over moeten gaan naar een volledige koppeling aan de euro. Een specifiek probleem bestaat er ten aanzien van de currency boards van Bulgarije en Estland. Zij hebben ook de facto een vaste koppeling aan de euro. In hoeverre een currency board verenigbaar is met het ERM-2 is echter nog een open vraag. Eén van de principes van het ERM-2 is dat de koersen kunnen worden aangepast, eventueel afgedwongen door de toetsende tucht van de markt. De kandidaat-lidstaten met een flexibel wisselkoersregime zullen op termijn over moeten gaan op een meer vaste vorm van wisselkoerskoppeling voor deelname aan de derde fase van de EMU. Uiteindelijk zullen zij immers via deelname aan ERM-2 de EMU moeten binnengaan.

Tabel 2.
Enkele economische kengetallen voor de kandidaat-lidstaten, voor 1999

kand.-lidstaten	inflatie (cpi)	saldo lop. rek. (% bbp)	overheidssaldo (% bbp)
Bulgarije	0,3	-5,3	-1,0

Estland	3,3	-6,1	-4,7
Litouwen	0,8	-11,2	-0,3
Cyprus	1,8	-6,8	-5,6
Malta	2,1	-4,11	-8,6 ^a
Letland	2,4	-10,2	-3,1
Hongarije	10,0	-4,3	-2,9
Turkije	64,9	-0,8	-10,9
Roemenië	45,8	-3,8	-2,6
Slovenië	6,6	-2,9	-0,7
Slowakije	10,6	-5,7	-1,9
Tsjechië	2,1	-2,0	-1,6
Polen	7,3	-7,5	-2,0

a. 1998

Bron: BIS en nationale statistische bureaus.

Al met al zal niet elke kandidaat-lidstaat hetzelfde tijdspad volgen voor deelname aan ERM-2 en/of de EMU.

1 ERM staat voor 'exchange rate mechanism'.

2 Landen kunnen pas lid worden van ERM-2 als ze lid zijn van de EU. Zweden vormt hier een precedent. Het verzoek van Zweden tot deelname aan ERM-1 in 1992 werd afgewezen, omdat het land toen nog geen lid was van de EU.

3 G. Kopits, *Implications of EMU for exchange rate policy in Central and Eastern Europe*, IMF Working Paper nr. 99/9, IMF, Washington DC, 1999.

4 In P. De Grauwe en V. Lavrac, *Inclusion of Central European countries in the European monetary union*, Kluwer Academic Publishers, Boston, 1999.

5 A.H.E.M. Wellink, *Joining EMU*, in: G.Biessen (red.) *The second decade: prospects for European integration after ten years of transition*, Den Haag: Sdu, 1999.

6 Overigens geldt dat bij een flexibel wisselkoersregime kapitaalinstroom kan leiden tot een appreciatie van de munt en bijgevolg een ondermijning van de concurrentiepositie.