

Monetaire integratie en de EMU

Paul de Grauwe, The economics of monetary integration, Oxford University Press, 1992.

Paul de Grauwe staat al jarenlang kritisch tegenover de monetaire beleidsmakers in Europa. Hij is nooit een groot voorstander van het Europees Monetair Stelsel (EMS) geweest. Hij is ook weinig gelukkig met het model voor de (geleidelijke) invoering van de Economische en Monetaire Unie (EMU), zoals dat in het Verdrag van Maastricht is vastgelegd. Dit was onlangs nog eens in *ESB* te lezen¹. Niet alleen zijn kritische geest, maar ook zijn betrokkenheid bij het monetaire gebeuren in Europa heeft recentelijk zijn neerslag gevonden in een helder geschreven boek over deze materie, waarin De Grauwe op basis van eenvoudige economische modellen een beknopt overzicht geeft van de economische voor- en nadelen van een monetaire unie en van mogelijke arrangementen op weg daar naar toe.

In het eerste deel van het boek wordt een kosten-baten analyse van deelname aan een monetaire unie gepresenteerd die is opgebouwd rondom de theorie van optimale-valutagebieden en recente kritieken hierop, inclusief een beschouwing over het belang van lage inflatie. Het tweede deel bespreekt de werking van het EMS en enkele hoofdlijnen van het EMU-deel van het Verdrag van Maastricht. Daarbij komt ook de gefaseerde totstandkoming van de EMU aan de orde. Het boek geeft een breed overzicht en is vlot geschreven. Ook de gebruikte modellen worden helder gepresenteerd. Desondanks heb ik een bezwaar tegen de modelmatige opzet van het boek, dat ik onderstaand zal proberen te illustreren.

Geleidelijk of schoksgewijs

Na de recente strubbelingen rond de ratificatie van het Verdrag van Maastricht en de heftige turbulenties in het EMS is de monetaire toekomst van Europa en de relatie tussen EMS

en EMU weer volop actueel. In het gedeelte van zijn boek dat handelt over de invoering van een monetaire unie, houdt De Grauwe een pleidooi voor een spoedige en schoksgewijze invoering van een muntunie. Hij bouwt zijn redenering op met behulp van een zgn. Barro-Gordon model. In dit model worden in een diagram werkloosheid en inflatie met elkaar geconfronteerd, enerzijds door de weergave van isonutscurves van de overheid die in zijn beleidsstelling een afweging moet maken tussen werkgelegenheid en prijsstabiliteit, anderzijds door de Phillipskromme als weerslag van de ontwikkelingen op de arbeidsmarkt.

De Grauwe stelt dat het evenwicht waar isonutscurve en Phillipskromme elkaar raken in bijvoorbeeld Italië anders zal liggen dan in bijvoorbeeld Duitsland. Dat heeft niet alleen te maken met de lagere prioriteit die de Italiaanse overheid zou toekennen aan prijsstabiliteit vergeleken met werkgelegenheid, maar ook met de slechte reputatie van de Italiaanse overheid op het inflatiegebied, leidend tot hoge inflatieverwachtingen en daarmee tot een hoger gelegen Phillipskromme. Een plotselinge invoering van een muntunie zou volgens De Grauwe in dit model tot grote voordelen voor Italië leiden. De nieuwe munt in Italië zou immers onderworpen zijn aan de Duitse inflatievoet. De Italiaanse overheid zou dus onmiddellijk profiteren van de reputatie van de Duitse centrale bank, zodat de inflatieverwachtingen sterk zullen dalen en evenwicht van isonuts- en Phillipskromme op een veel lager inflatieniveau tot stand komt zonder dat de werkgelegenheid hieronder hoeft te lijden. Dit alles in tegenstelling tot een geleidelijke invoering van de muntunie, waarbij de Italiaanse overheid via een pijnlijk en kostbaar desinflatieproces zijn reputatie zelf moet verwerven. Als in

die periode ook nog gepoogd wordt om met hoge rentevoeten de wisselkoers vast te houden, zou volgens De Grauwe het doel van prijsconvergentie wel eens geheel achter de einder kunnen verdwijnen, vooral door de aantrekkingskracht voor kort buitenlandse kapitaal die van zo'n situatie zou uitgaan.

Schok of verkeerde gok

De politieke consequenties van zo'n spoedige invoering van een muntunie analyserend, is het evenwel nodig te bedenken dat een muntunie niet impliceert dat de inflatie in alle lidstaten gelijk is. In grote muntgebieden zoals de VS, maar ook bij voorbeeld tussen België en Luxemburg zijn regionale inflatieverschillen waarneembaar. Deze zijn dikwijls niet groot, maar het gaat hier dan ook om stabiele muntgebieden. Een onmiddellijk ingevoerde EMU in Europa zou zijn duurzaamheid nog moeten bewijzen, want zelfs één centrale bank en één munt maken deze nog niet vanzelfsprekend.

Het probleem van bij voorbeeld de huidige Italiaanse economie ligt immers niet bij de Italiaanse centrale bank, maar bij het gebrek aan begrotingsdiscipline van de Italiaanse politici. De problemen van de Italiaanse economie, ook die ten aanzien van loon- en prijsstabiliteit, zijn daarom de wereld nog niet uit als het monetaire beleid aan een centraal Europees orgaan wordt overgedragen, maar de nationale begrotingsautonomie grotendeels wordt gehandhaafd. Het is dus realistisch er rekening mee te houden dat in de huidige constellatie ook na de invoering van een muntunie de inflatieverwachtingen en -realisaties in Italië hoger zouden blijven dan in Duitsland, met als gevolg een ongunstige loonontwikkeling en afnemende concurrentiekracht.

Terwijl regionale inflatieverschillen nog heel goed denkbaar zijn, geldt dit veel minder voor rentever verschillen, omdat de muntunie gepaard zou gaan met een uniforme financiële markt. Er ontstaat een situatie waarin sparen en investeren weinig aantrekkelijk is door het lage te verwachten rendement, maar waarin lenen voor consumptieve doeleinden gemakke-

1. P. de Grauwe, De toekomst van de muntunie in Europa, *ESB*, 23/30 december 1992, blz. 1246-1248

lijk is. Voegen we dit bij de huidige stand van de Italiaanse overheidsfinancien en bij een beperkte flexibiliteit van de arbeidsmarkt, vooral waar het de mobiliteit betreft, dan is er weinig fantasie voor nodig om in die situatie een land snel te zien afglijden in een hopeloze economische achterstand en massale werkloosheid. Vandaar dat niet zozeer voor een geleidelijke, stapsgewijze invoering van de EMU is gekozen om de onwil van de harde-valutalanden te maskeren, zoals De Grauwe stelt, maar om de zwakke-valutalanden dit soort scenario's te besparen, en voor de EG het fiasco van een snel uiteenvallende EMU te vermijden.

Wel is het juist dat voor harde-valutalanden de winst van wisselkoersstabiliteit en het wegvallen van transactiekosten niet snel zal opwegen tegen het risico medeverantwoordelijk gesteld te worden voor de economische problemen in andere lidstaten, met mogelijk bijbehorende financiële claims.

Als resultaat is er in het Verdrag van Maastricht gekozen voor een stapsgewijze, maar niettemin ambitieuze invoering van de EMU, waarin wisselkoersstabiliteit eerst enkele jaren moet zijn aangetoond, voordat deze onherroepelijk wordt gemaakt. Dit impliceert nadrukkelijk niet dat de eerstkomende jaren wisselkoersaanpassingen in het EMS reeds onmogelijk of ongewenst zouden zijn. De huidige stand van zaken wat betreft de economische convergentie in de lidstaten van de EG maakt het onmogelijk nu reeds de wisselkoersen te fixeren. De 'metastabiele' toestand in het EMS van de afgelopen jaren, waarin aanzienlijke inflatieverschillen gepaard gingen met stabiele nominale koersen, vervulde velen ook vóór de gebeurtenissen van jongstleden september reeds met zorg. Het instrument van wisselkoersaanpassing lijkt nog niet te kunnen worden gemist. De Belgische ervaringen rond een devaluatie van 8,5% in 1982 (De Grauwe vermeldt deze ook) laten zien dat een devaluatie gunstig kan uitwerken, mits vergezeld van een vertrouwenwekkend pakket aanpassingsmaatregelen, die stabiliteit voor de toekomst garanderen. Het is echter spijtig te moeten constateren dat de afgelopen maanden wel aanzienlijke depreciaties en devaluaties hebben getoond, maar weinig overtuigende aanpassingsprogramma's.

Dwaalspoor

Al met al moet ik constateren dat het Barro-Gordon model De Grauwe klaarblijkkelijk op een dwaalspoor heeft gebracht, en hiermee kom ik bij mijn belangrijkste bezwaar tegen het boek. De gekozen opzet van eenvoudige modellering van reële vraagstukken, zonder dat de relatie tussen model en werkelijkheid nog uitgebreid nader aan bod komt, is eigenlijk zelden overtuigend. Onduidelijk

blijft immers of na de evidente versimpelingen de juiste richting nog wel behouden blijft. Een 'praktischer' boek over de economische aspecten van monetaire integratie zou de lezer waarschijnlijk meer inzicht hebben kunnen verschaffen.

Bernard ter Haar

De auteur is plaatsvervangend hoofd van de afdeling Internationale Monetaire Zaken van het Ministerie van Financiën.