

## De nieuwe kleren van de keizer

*De auteurs schetsen de achtergronden van de EMS-crisis en trekken daaruit lessen voor de toekomst. Zij komen tot de conclusie dat een EMU zo snel mogelijk gestart moet worden met een beperkte groep landen die aangetoond hebben tot een betrouwbaar monetair beleid in staat te zijn.*

Op 2 augustus jongstleden, het hoogtepunt van de EMS-crisis, ratificeerde Groot-Britannië het verdrag van Maastricht. Hiermee is, op Duitsland na, in alle landen van de Europese Gemeenschap het verdrag van Maastricht aanvaard en dus de wettelijke basis gelegd voor een Europese Monetaire Unie, die momenteel door de crisis verder weg lijkt dan ooit. De afgelopen weken hebben de Europese valutamarkten het idee van een geruisloze overgang van het huidige EMS naar een EMU in 1997 of 1999 hardhandig de grond ingeboord. De valutaspeculanten fungeerden als het kleine jongetje in het publiek dat plotseling begint te roepen dat de keizer geen kleren aan heeft. Deze ontnuchtering heeft bij veel mensen het idee gewekt dat een EMU absoluut niet meer haalbaar is. Dit lijkt een overdreven reactie, ingegeven door de huidige recessie. Om de recente opontwikkelingen te kunnen begrijpen is het noodzakelijk kort stil te staan bij de belangrijkste oorzaken. Wat is er voort gegaan? In dit artikel schetsen we eerst kort de voorgeschiedenis en bespreken vervolgens de implicatie voor toekomstig beleid.

### Van Bazel-Nyborg tot Maastricht

Mede als gevolg van de frequente koersaanpassingen in het EMS in de periode 1979-1987 en het veelvuldig interveniëren door centrale banken, werd in september 1987 de zogenaamde Bazel-Nyborg overeenkomst opgesteld. Onderdeel van deze overeenkomst was het streven naar een vollediger gebruik van de EMS-banden, minder interventies en om bij een dreigende devaluatie eerder het rente-instrument te gebruiken. Tegelij-

kertijd ontstonden de eerste plannen voor verdergaande monetaire integratie. Deze plannen vonden hun voorlopige weerslag in het rapport-Delors. Hierin werd een drie-fasenschema voorgesteld voor de overgang van het EMS naar de EMU. De eerste fase zou zich moeten richten op een grotere convergentie van het economisch-monetaire beleid binnen het bestaande institutionele karakter en het liberaliseren van de Europese kapitaalmarkten. In de tweede fase zouden de basisorganen van een monetaire unie moeten worden ingesteld en geleidelijk operationele functies gaan vervullen. In de derde en definitieve fase zouden de wisselkoersen onherroepelijk vastgezet worden en het Europees Monetair Instituut (de Europese centrale bank) volledige bevoegdheid krijgen voor het monetaire beleid. Het streven naar voldoende geloofwaardigheid voor de overgang naar een monetaire unie leidde tot het in een veel te vroeg stadium afwijzen van herschikkingen van de bestaande pariteiten en het ophangen van politiek prestige aan handhaving van de bestaande banden. De onderliggende economische realiteit was er echter nog een van persistente inflatie- en renteversillen tussen de EMS-landen, zodat de centrale pariteiten steeds verder afgingen wijken van wat gerechtvaardigd was vanuit concurrentieverhoudingen. Politici en centrale bankiers, die geloofwaardigheid wilden opbouwen voor de EMU, werden zo de gevangene van hun eigen beeld. Wilden landen als Italië, Groot-Britannië en Spanje geloofwaardig zijn in het streven naar deelname in een EMU, dan zou een koersaanpassing van hun centrale pariteiten uiteindelijk onvermijdelijk zijn.

De druk op het streven naar een EMU werd verder vergroot door de Duitse hereniging. Voorafgaande aan de hereniging vond er een monetaire eenwording plaats tussen Oost- en West-Duitsland. Hierbij werd het Oostduitse geld tegen een koers ver boven zijn marktwaarde ingewisseld tegen Westduits geld: voor de meeste Oostduitse tegoeden werd een conversiekoers gehanteerd van één op één, terwijl de Oostduitse mark vlak voor de hereniging een koers had van zes Oostduitse markten op een Westduitse mark. De eenwording ging verder gepaard met loonstijgingen in het oosten van Duitsland, die niet gerechtvaardigd werden door produktiviteitsgroei en enorme financiële overdrachten van het westen naar het oosten. De gestegen vraag naar goederen leidde tot een toename van de inflatie. De Bundesbank zag zich genoodzaakt de rente te verhogen, waardoor de andere landen in het EMS hetzelfde deden om hun wisselkoersen binnen de banden te houden. Door de lage inflatie in deze landen, stegen reële rentes tot buitengewone proporties. Deze hoge rentes bleken aanvankelijk geen obstakel voor het streven naar monetaire eenwording, omdat begin 1991 een recessie nog ver weg leek.

Dit mondde uit in het verdrag van Maastricht waarbij het voorlopige plan van de commissie-Delors werd vastgelegd in een concreet tijdpad voor een EMU met concrete toelatingcriteria.

Dit pad omvatte onder andere de volgende fasen. Per 1 januari 1994 zou het Europees Monetair Instituut als voorloper van een Europese centrale bank worden opgericht. Vervolgens, als per 1 januari 1997 tenminste zeven van de twaalf EG-landen zouden voldoen aan de toetredingscriteria, dan zou deze groep van landen starten met een Europese Monetaire Unie. Als dit niet het geval zou zijn, dan zou per 1 januari 1999 een monetaire unificatie plaatsvinden tussen de landen die op dat moment aan de criteria zouden voldoen. De toelatingcriteria hielden in dat de inflatie niet meer dan 1,5% hoger mocht zijn dan het gemiddelde van de drie landen met de laagste inflatie, dat de lange rente niet meer dan 2% boven het gemiddelde van drie landen met de laagste rente mocht liggen, dan het begrotingstekort van de overheid niet meer dan 3% van het nationaal inko-

men mocht bedragen, dat de overheidsschuld niet hoger dan 60% van het nationaal inkomen mocht zijn en dat er minimaal twee jaar voorafgaand aan de toetreding geen herschikking van de munt mocht plaatsvinden. Op het moment dat het verdrag gesloten werd voldeed alleen Luxemburg aan alle eisen!

De combinatie van het afwijzen van herschikkingen en de toelatingcriteria met het erbij horende strakke tijdpad legde de kiem voor de EMS-crisis in september 1992 en juli/augustus 1993. Immers voor valutaspulenten was het slechts een kwestie van uitrekenen wanneer voor de zwakke munten een herschikking plaats zou moeten vinden. Bovendien was er op de zwaarte van de criteria het nodige af te dingen<sup>1</sup>. In een recent artikel bestudeert De Grauwe de begrotingstekorten en de convergentie van inflatie tussen EMS-landen en komt tot de conclusie dat het zeer onwaarschijnlijk is dat in 1999 een voldoende grote groep van landen hieraan voldoet, laat staan al in 1997<sup>2</sup>. In zijn optiek zijn de toelatingseisen dan ook te streng. Verdere convergentie van inflatie valt bovendien toch niet te verwachten, zodat het vanuit dit oogpunt bezien wellicht beter is om snel tot een EMU te komen.

### De meest recente ontwikkelingen

De eerste tekenen dat het verdrag van Maastricht niet geruisloos uitgevoerd zou kunnen worden werden in de loop van 1992 duidelijk met het Deense referendum waarbij de ratificatie nipt werd afgewezen. Vervolgens ontstond er kort voor het Franse referendum in september 1992 tumult op de valutamarkten, waardoor het Britse pond en de Italiaanse lire het EMS (tijdelijk) moesten verlaten, de Spaanse peseta en de Portugese escudo gedevalueerd werden en de Franse frank en de Deense kroon ternauwernood aan een devaluatie konden ontsnappen. De vlam was in de pan geslagen. In november 1992 werden de peseta en de escudo nog eens gedevalueerd en in januari 1993 nogmaals, deze keer gezamenlijk met het Ierse pond. In de daarop volgende maanden kwam de Franse frank nog enkele keren onder druk te staan, waarna het tumult rond deze munt verstomde. De Duitse Bundesbank hielp mee door de rente enkele ke-

ren te verlagen. De herwonnen stabiliteit van de frank leidde tot overmoed bij de Franse autoriteiten die hun korte rente zelfs tot onder het Duitse niveau verlaagden en vervolgens de Duitse autoriteiten opriepen op hun beurt de rente verder te verlagen. Tevens spraken politici en centrale bankiers in Frankrijk de verwachting uit dat de Franse frank de rol als anker van het EMS zou kunnen overnemen nu de D-mark verzwakt was als gevolg van de toegenomen Duitse inflatie en het sterk gestegen begrotingstekort. Dit laatste weerhield de Bundesbank er echter niet van de Fransen tegemoet te komen met een renteverlaging. Ongeachtvaardigd door de fundamentele ontwikkelingen (immers, de Franse inflatie lag onder de Duitse) herwon de speculatie tegen de frank (en andere munten) zijn kracht, hetgeen in een poging nog iets van het EMS te redden uiteindelijk op 2 augustus jongstleden culmineerde in een verbreding van de wisselkoersbanden tot ongeveer 15% van de centrale pariteit. In de gegeven omstandigheden kon de Franse centrale bank weinig anders. Immers, ze had begin augustus al haar buitenlandse reserve verloren en reeds een koersverlies geïncasseerd van 3,5 miljard gulden. Alleen de Nederlandse gulden behield zijn oorspronkelijke band met de Duitse mark.

### Lessen

Betekenen deze dramatische gebeurtenissen nu dat het EMS en de plannen voor de EMU rijp zijn voor de sloop? Naar onze mening zeker niet. De huidige ontwikkelingen houden echter wel enkele belangrijke lessen in voor het functioneren van een systeem van wisselkoersen binnen banden en de overgang van zo'n systeem naar volledig vaste wisselkoersen.

De allereerste les is dat fundamentele ontwikkelingen binnen het EMS niet genegeerd kunnen worden en een adequaat antwoord van politici en centrale bankiers vereisen. Weliswaar waren de inflatieverschillen na 1987 kleiner geworden, maar aangezien ze nog steeds aanwezig waren en het bovendien telkens dezelfde landen waren die een hogere inflatie hadden, ging de verslechtering van de concurrentiepositie van deze landen gewoon door. Vroeg of laat moest dit leiden tot een herschikking.

Immers, als de wisselkoersden onherroepelijk vastgezet zouden worden op de dan geldende koers dan zou het verschil in concurrentiepositie onherstelbaar zijn geworden en zou aanpassing via andere, veel tragere of wellicht helemaal niet werkende, kanalen moeten plaatsvinden, zoals arbeidsmobiliteit of reductie in lonen. Deze verschillen in fundamentele ontwikkelingen maakten sommige munten al tot een potentieel mikpunt van speculanten. Dat dit vergezeld ging van een ongelukkige ontwikkeling in de wereldeconomie en een Duitse hereniging die hoge rentevoeten met zich meebracht was gewoon pech. Maar wisselkoersbanden zijn nu eenmaal gemakkelijker te handhaven als het economisch weer goed is.

Een tweede les betreft de keuze die het verdrag van Maastricht maakt voor een geleidelijk en (in tijd) vastgelegd pad naar EMU. Wat betreft de geleidelijkheid kan gezegd worden dat hoe langer de overgang naar EMU duurt, hoe groter de kans op tussentijdse ongelukken is. De huidige economische schokken zijn de Duitse eenwording en de wereldwijde recessie. Nieuwe schokken zijn in de toekomst echter allerminst uitgesloten. Vanuit dit perspectief bezien is de kans op verwezenlijking van monetaire eenwording sterk verkleind door min of meer te eisen dat alle landen of een meerderheid er klaar voor moet zijn. Voorts wordt het speculanten met het expliciet vastleggen van een tijdpad wel erg gemakkelijk gemaakt. Als besloten wordt tot het instellen van een EMU per 1997 en een van de toelatingseisen is dat de laatste twee jaar geen devaluatie mag optreden, dan ligt het voor de hand dat ergens voor begin 1995 voor sommige munten een grote devaluatie zal moeten plaatsvinden om concurrentieverhoudingen beter met elkaar in overeenstemming te brengen. Om speculanten hun winsten te ontnemen zou een EMU eigenlijk 'overnight' ingesteld moeten worden. Het binnen afzienbare tijd en onverwacht instellen van een EMU

1. W.H. Buiters, De budgettaire voodoo van Maastricht, *ESB*, 22 juli 1992.

2. P. de Grauwe, *De Maastricht treaty as an obstacle to monetary union*, International Economics Research Paper, nr. 94, Katholieke Universiteit Leuven.

lijkt alleen haalbaar tussen Frankrijk, Duitsland, de Benelux en Denemarken. Een gezamenlijke monetaire eenwording van alle EG-landen moeten we gewoon vergeten.

De derde les is gerelateerd aan de voorgaande en betreft de rol van de wisselkoersbanden om geloofwaardigheid aan een sterke partner, dat is de Bundesbank, te ontnemen. De laatste ontwikkelingen tonen echter aan dat de geloofwaardigheid die men op deze manier wil opbouwen zeer beperkt is. Als de centrale bank niet onafhankelijk is, dan zal bij het aantreden van een nieuwe regering opnieuw geloofwaardigheid moeten worden opgebouwd. Dit effect lijkt aanwezig te zijn geweest in het geval van Frankrijk, waar duidelijke twijfels waren over de commitment van de nieuwe regering met betrekking tot de 'franc fort'. Een veel effectievere manier om geloofwaardigheid op te bouwen is door de centrale bank onafhankelijk te maken en dezelfde status als de Bundesbank te geven. Hiermee kan een land tevens zijn bereidheid tonen tot deelname in een EMU waarvan de centrale bank onafhankelijk is. Willen landen als Frankrijk en Groot-Britannië deelnemen aan een EMU, dan is het echt noodzakelijk om zo snel mogelijk de centrale banken in die landen volledig onafhankelijk te maken.

De vierde en laatste les betreft de steeds luider roep om het vrije kapitaalverkeer weer aan banden te leggen om speculatie te vermijden. Dit zou wederom een bekend geval zijn van het doden van de boodschapper die slecht nieuws brengt. Juist de internationale kapitaalstromen zorgen ervoor dat er convergentie van rentes en inflatie tussen de landen kan plaatsvinden. Bovendien worden veel landen voor de financiering van hun overheidstekort steeds afhankelijker van de internationale kapitaalmarkten.

Samengevat willen we stellen dat de argumenten voor monetaire eenwording nog altijd heel sterk zijn. Overbekend is het voorbeeld van Helmut Schmidt die stelde dat als je honderd gulden achtereenvolgens zou omwisselen in alle Europese valuta's zou slechts twaalf gulden uiteindelijk zou overhouden zonder iets gekocht te hebben. Tevens voorkomt monetaire eenwording competitieve devaluaties die op langere termijn als enig effect een hogere inflatie hebben, het wegvallen van wisselkoersrisico's voor het bedrijfsleven en het achterwege blijven van speculaties die concurrentieverhoudingen verstoren als ze niet gerechtvaardigd zijn door 'fundamentele' (hetgeen het geval was bij de recente gebeurtenissen rond de frank). Ons lijkt echter de conclusie onver-

mijdelijk dat een EMU gestart moet worden met een beperkte groep landen die aangetoond hebben tot een betrouwbaar monetair beleid in staat te zijn. Het is dan gemakkelijker voor de gezamenlijke centrale banken om geloofwaardigheid op te bouwen. Bovendien hebben de deelnemers van het eerste uur meer invloed bij het vastleggen van de status van de centrale bank. De eerste deelnemers kunnen degenen die later toetreden 'toelatingsexamen' laten doen, bij voorbeeld in de vorm van de eis dat hun monetaire politiek gedurende enige tijd door een onafhankelijke centrale bank moet zijn gevoerd. Als ze hiertoe niet in staat zijn, is het wellicht beter voor henzelf om niet toe te treden. Maar waarschijnlijk zullen de achterblijvers zich gesterkt voelen om snel structurele veranderingen door te voeren, dit om 'de boot niet te missen'. Het idee van een EMU is veel te goed om overboord te gooien door overhaast met teveel (12) landen een vaste wisselkoers af te spreken.

**C.G. Koedijk**  
**R.M.W.J. Beetsma**

De auteurs zijn als universitair docent resp. hoogleraar verbonden aan de sectie Financiële Markten van de Rijksuniversiteit Limburg.