



Financiële markten prijzen de euro

Auteur(s):

Cornelissen, L.M.W.

De auteur is werkzaam bij IRIS, een samenwerkingsverband van Rabobank en Robeco Groep. Met dank aan Niels Kortleve voor de berekeningen.

Verschenen in:

ESB, 81e jaargang, nr. 4041, pagina 62, 17 januari 1996

Rubriek:

MONITOR

Trefwoord(en):

financiële, markten, eu, emu

Er zijn politieke, economische en procedurele onzekerheden rond de invoering van de euro per 1 januari 1999. Maar de financiële markten lopen al vooruit op een kleine kopgroep.

In december 1991 is in Maastricht door de landen van de toenmalige EG besloten tot de gefaseerde vorming van een economische en monetaire unie (EMU) tegen het eind van deze eeuw met één enkele en stabiele munteenheid. Om over te gaan tot de derde en laatste fase is het noodzakelijk dat landen aan de zogenoemde convergentiecriteria voldoen. Op zijn vroegst kan de derde fase beginnen in 1997, wanneer een meerderheid van de lidstaten aan die criteria voldoet. Dit is onrealistisch. Het verdrag voorziet als alternatief in een 'automatische' start van de derde fase op 1 januari 1999. Hierbij is geen meerderheid noodzakelijk, maar doen net zoveel (of net zo weinig) landen mee als voldoen aan de criteria.

'Automatisch' kan de start in werkelijkheid natuurlijk nooit zijn. Geen land zal zijn munt opgeven en zich schikken naar een gemeenschappelijk monetair beleid zonder een weloverwogen, democratisch besluit. De fictie van een automatische start is trouwens doorgeprikt door het Duitse Constitutionele Hof in oktober 1993, dat bepaald heeft dat de Duitse Bondsraad de overgang van Duitsland tot de derde fase moet goedkeuren. Hoe dan ook, de Europese staatshoofden en regeringsleiders hebben halverwege december vorig jaar in Madrid bevestigd te streven naar de ingangsdatum van 1 januari 1999. Euro wordt de naam van de nieuwe gemeenschappelijke munt. "Zo vroeg mogelijk" wordt in 1998 beslist welke landen zullen deelnemen. Een onderzoek wordt gestart naar de (vooral valutaire) relatie tussen enerzijds de 'ins' en anderzijds de 'outs' (of liever gezegd de 'pre-ins'; landen die nog in de wachtkamer verblijven).

In het Verdrag van Maastricht zijn vijf criteria gedefinieerd waaraan lidstaten moeten voldoen om te waarborgen dat de monetaire unie ook een stabiliteitsunie is ¹. De deelnemende economieën moeten een duurzame convergentie laten zien, blijkend uit lage inflatie, stabiele wisselkoersen en een gedisciplineerd begrotingsbeleid. In beginsel mag het begrotingstekort niet groter zijn dan 3% en de overheidsschuld niet groter dan 60% van het bbp. Het verdrag laat echter ruimte om deze beide criteria soepel te interpreteren. Indien de richting juist is, is het ook goed.

Risico's op de weg naar EMU

Een belangrijk risico vormt de Europese conjunctuur. Op het moment van schrijven voldoen alleen Luxemburg en Ierland aan de criteria ². De verrassend snelle afkoeling van de Duitse conjunctuur in de afgelopen twee kwartalen leidt er bijvoorbeeld toe dat het Duitse overheidstekort voor 1995 waarschijnlijk 3,6% van het bbp bedraagt. De raming voor het Franse overheidstekort is zelfs 4,9% van het bbp. Een Europese recessie vóór 1998, die overigens niet wordt verwacht o.m. vanwege de stimulerende werking van lastenverlichting en lage rentes, zou Europese overheden treffen op hun zwakke plek, de overheidsfinanciën. Een tweede risico vormt het geringe draagvlak voor EMU bij de Duitse en Franse publieke opinie. In beide landen worden nog algemene verkiezingen gehouden voor 1 januari 1999. Een derde risico vormen de sluimerende tegenstellingen tussen Duitsland en meer nationalistisch ingestelde Europese landen zoals Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk over de politieke toekomst van Europa. Duitsland ziet EMU als eerste stap naar een politieke unie en het offer van de Duitse mark als een prijs die hiervoor betaald moet worden. De Intergouvernementele Conferentie, die op 29 maart a.s. begint, moet een voor Duitsland bevredigend resultaat hebben, anders gaat de derde fase niet door.

Stabiliteitsgaranties na 1999

Een belangrijke stabiliteitsgarantie voor na 1999 vormt de onafhankelijkheid van de naar de Bundesbank gemodelleerde Europese Centrale Bank (ECB) die als hoofddoelstelling prijsstabiliteit heeft gekregen. Wat betreft de overheidsfinanciën blijft de procedure ter vermijding van buitensporige tekorten ook na 1999 gelden. In laatste instantie kan aan lidstaten die de hand lichten met de begrotingsdiscipline, boetes van een passende omvang worden opgelegd en/of de verplichting om niet-rentedragende strafdeposito's bij de Gemeenschap aan te houden. Een belangrijke rol is weggelegd voor de disciplinerende werking van financiële markten. Artikel 104 B verklaart immers nadrukkelijk dat de Gemeenschap en de lidstaten afzonderlijk niet aansprakelijk zijn voor de verbintenissen van andere lidstaten. Financieel wanbeleid zal zich dus vertalen in een hogere rente, ter compensatie van het toegenomen debiteurenrisico.

De Duitse minister van Financiën is er met het oog op de Duitse publieke opinie, en misschien ook aan het denken gezet door de steilte van de Duitse yieldcurve en de kapitaalvlucht naar Zwitserland, niet helemaal gerust op. Hij heeft onlangs een voorstel tot een

'stabiliteitspact voor Europa' gedaan, met als belangrijkste elementen een beperking van de toelaatbare overheidstekorten tot 1% van het bbp na 1999. Daarnaast bevat dit pakt voorstellen voor duidelijker en striktere sanctiemechanismen dan het verdrag en de oprichting van een Europese Stabiliseringsraad, die het begrotingsbeleid van de lidstaten moet coördineren. De voorstellen kregen voorzichtig bijval van andere Europese lidstaten, waaronder Frankrijk, maar daar is het tot dusver bij gebleven.

Ook zonder de invoering van Waigels stabiliteitspact lijken er al voldoende garanties te zijn dat de nieuwe Europese munt een stabiele munt zal zijn. Op andere fronten is die stabiliteit minder aannemelijk. De invoering van één munt in wat betreft regelgeving, belastingstelsels, sociale zekerheid en noem maar op van elkaar verschillende economieën zal ongetwijfeld een dynamiserend effect hebben en op vele terreinen verdergaande convergentie en centralisering afdwingen. In die zin is monetaire eenwording allesbehalve een technisch neutrale exercitie, maar een breekijzer dat op den duur grote, niet geheel te voorziene veranderingen te weeg kan brengen. Voorwaarde is dat de monetaire eenwording onomkeerbaar is, met andere woorden dat er geen weg terug is. Het is daarom goed enige aandacht aan het overgangsscenario te schenken.

Overgangsfase van drie jaar

Hoewel de datum voor de invoering van de euro snel dichterbij komt, zijn een groot aantal zaken nog niet bekend of nog niet geregeld. Dit geeft de euro daarom een nogal onwettelijk karakter. Niet bekend zijn de deelnemende landen, de praktische en juridische aspecten van de overgang op een gemeenschappelijke munt, de precieze wijze waarop de onherroepelijke omrekeningskoersen vastgesteld gaan worden en het instrumentarium van de Europese Centrale Bank, die trouwens nog moet worden opgericht ³.

Wel bekend is het overgangsscenario. Dit is vastgelegd in het zogenaamde Groenboek van de Europese Commissie, dat in december in Madrid is goedgekeurd. Pas in de tweede helft van 1998 wordt met de productie van munten en bankbiljetten gestart (dit duurt naar schatting drie jaar). Hoewel na 1 januari 1999 alle deelnemende munten evenzovele uitdrukkingsmiddelen zijn geworden van de euro, zullen ze toch in een vaste verhouding tot in de loop van 2002 naast elkaar bestaan. Ontstaat zo niet het risico van speculatie op uittreding van een bepaalde munt uit de Unie indien zich een of andere crisis voordoet? Inderdaad. Europese beleidsmakers zijn zich van dit risico bewust en zullen daarom naar verwachting een dusdanig juridisch kader scheppen dat deze speculatie bij voorbaat zinloos is. Centrale banken zullen zij waarschijnlijk een onbeperkte omwisselingsverplichting opleggen.

Swapmarkt prijst kleine EMU in

Hoe kijken financiële markten tegen de kans op de komst van de euro in 1995 aan? De markt voor renteswaps kan hiervoor een indicatie geven. Een renteswap is een ruil van rentebetalingen over een fictieve hoofdsom. De ene partij betaalt een vaste rente over bijvoorbeeld tien jaar, de andere partij betaalt gedurende de die periode een variabele rente, bijvoorbeeld twee keer per jaar zesmaands AIBOR. Uit huidige swaprentes kan men impliciete swaprentes per 1 januari 1999 berekenen (zogenaamde break even forward swaprentes). Wanneer per 1 januari 1999 de derde fase van EMU van start gaat, dan worden alle swaps luidende in de valuta's van de deelnemende landen uitgedrukt in euro's. Er ontstaat één swap-markt. De swap-spreads verdwijnen. Een renteswap in guldens en een renteswap in bijvoorbeeld Duitse markten worden beide renteswaps in euro's. Het debiteurenrisico is hetzelfde, namelijk dat van een zeer kredietwaardige Europese bank. Dit is een reden om swaprentes te vergelijken in plaats van rendementen op staatsleningen. Niet alle overheden zijn even kredietwaardig. Uit de swapmarkten kan dus worden afgeleid hoe vastrentende markten aankijken tegen de waarschijnlijkheid van een EMU per 1 januari 1999.

Een grote spread betekent dat de markt een lage waarschijnlijkheid toekent aan deelneming aan de EMU in 1 januari 1999. Uit de tabel [tabel 1](#) blijkt dat de verschillen tussen Nederlandse, Oostenrijkse, Franse, Belgische, Ierse en Duitse swaps relatief gering zijn. Anders geformuleerd, dit is de door de markt ingeprijsde kopgroep voor EMU. Deze interpretatie is niet consistent met de opmerkelijke spread ten opzichte van de ecu. Ecu is immers een andere naam voor euro, de euro is de enige munt waarvan deelneming aan de derde fase per definitie vast staat. De spread met de kopgroep moet dus in beginsel nul zijn. De juridische problemen en risico's rond contracten luidende in zogenaamde 'private' ecu's kunnen een verklaring zijn voor dit opmerkelijke verschil ⁴. De forse verschillen tussen Italiaanse, Spaanse en Portugese swaps enerzijds en Duitse anderzijds betekent dat de markt het vrijwel uitgesloten acht dat deze landen in de kopgroep van de EMU zitten. Opvallend is ten slotte dat de markt uitgaat van deelneming van Ierland en niet van het Verenigd Koninkrijk, ondanks de nauwe verwevenheid van beide economieën. Het Verenigd Koninkrijk doet in principe niet mee, maar heeft tot eind 1997 de tijd om van gedachten te veranderen. Het scoort wel relatief goed op de criteria.

Tabel 1. vijfjaars spot en forward swap spreads ten opzichte van Duitse markten in procenten ^a

	spot (10.01.96)	forward (01.01.96)
Nederlandse gulden	0,02	-0,15
Oostenrijkse shilling	0,22	0,06
Belgische frank	0,34	0,29
Franse frank	0,78	-0,03
Deense kroon	1,16	0,78
Zweedse kroon	3,06	1,44
Finse markka ^b	1,26	0,92
Italiaanse lire	4,87	3,16
Spaanse peseta	4,13	2,42
Portugese escudo	4,30	2,57
Britse pond	2,01	0,79
Ierse punt ^c	2,06	0,12
Ecu	1,04	0,34

a. Gegevens voor de Griekse drachma ontbreken omdat er geen ontwikkelde Griekse swapmarkt bestaat.

b. Tweejaars.

c. Vierjaars.

Conclusie

De Europese Unie staat aan de vooravond van de overgang op een gemeenschappelijke munt. Zeker is die overgang nog niet. Voldoende garanties dat de nieuwe Europese munt een stabiele munt zal worden, lijken aanwezig. Een interpretatie van forward rentes is dat de Europese vastrentende markten op dit moment uitgaan van de komst van de euro per 1 januari 1999, zoals voorzien in het tijdschema van het Verdrag van Maastricht. Verwacht mag worden dat ook in 1996 de euro een overheersend thema op Europese financiële markten zal zijn

1 Zie Rabobank Nederland, *Visie op 1996*, blz. 84-97 en IRIS, *World Outlook 1996*, bijlage 1.

2 Hoewel Ierland een overheidsschuld heeft van geraamd 86% bbp in 1995, is dit door de Commissie niet als excessief bestempeld, omdat de schuldquote sinds 1987 gestaag gedaald is vanaf een niveau van 116% bbp.

3 Zie M.M.E. van Gils, Monetair beleid in de EMU, *ESB*, 13 december 1995, blz. 1116-1121.

4 Zie David Theobald, Continuity of contract for ECU, *JP Morgan Securities*, Londen, 30 november 1995.