



Het pond nadert de euro

Auteur(s):

Doornbosch, R.A.

Jansen, P.W.

*De auteurs zijn werkzaam bij de directie Buitenlandse Financiële Betrekkingen van het ministerie van Financiën.***Verschenen in:**

ESB, 87e jaargang, nr. 4362, pagina 404, 24 mei 2002

Rubriek:**Trefwoord(en):***Binnenkort zal de Britse regering een besluit nemen over de toetreding van het pond tot de euro. De Britse minister van Financiën Brown acht de uitslag van vijf toetsen van belang voor de onderbouwing van de toetredingsbeslissing. De cijfers laten zien dat het Verenigd Koninkrijk goed door de toetsen komt, zodat niets de toetreding van het pond nog in de weg staat.*

De vrijwel probleemloze invoering van de chartale euro vormt een welkom duwtje in de rug voor het Britse pro-eurokamp en heeft het debat over euro-deelname in het Verenigd Koninkrijk nieuw leven ingeblazen. De Labour-regering van premier Blair heeft aangegeven zich achter eurodeelname te scharen wanneer de uitslag van vijf economische toetsen van de minister van Financiën, Gordon Brown, positief is. Deze toetsen moeten onomstotelijk aantonen dat de Britse economie voordeel heeft bij deelname aan de euro. De regering neemt uiterlijk op 1 juni 2003 de toetsen af zodat de gehele operatie, inclusief twee jaar deelname aan het wisselkoersarrangement (exchange rate mechanism) erm-II en introductie van de munten en bankbiljetten, nog voor de volgende verkiezingen in het Verenigd Koninkrijk (2005/2006) kan worden afgerond. In dit artikel bezien we de belangrijkste criteria voor eurodeelname van het Verenigd Koninkrijk.

De vijf toetsen van Gordon Brown

De vijf economische toetsen van de Treasury zijn kort samengevat: (1) duurzame convergentie met de overige Europese economieën, (2) voldoende flexibiliteit in arbeids- en goederenmarkten en een positieve invloed van toetreding op (3) investeringen, op (4) de financiële dienstensector en op (5) de werkgelegenheid in het Verenigd Koninkrijk. Op alle vijf toetsen dient nadrukkelijk een positieve uitslag te komen. Niettemin speelt de eerste toets, het convergentiecriteria, de belangrijkste rol in het debat. Dit ligt voor de hand aangezien convergentie de kans op asymmetrische schokken kleiner maakt en daarmee de noodzaak voor een onafhankelijk monetair beleid. Daarbij komt dat de overige toetsen nauw samenhangen met de eerste toets. Flexibele arbeids- en goederenmarkten (toets 2) zijn van groot belang voor het opvangen van economische schokken en ontlasten van het monetaire beleid. Het Verenigd Koninkrijk scoort op dit punt relatief goed. Daarnaast versterkt een duurzame convergentie met het eurogebied bij toetreding het positieve effect op het investeringsniveau (via lagere transactiekosten en verminderde wisselkoersonzekerheid) en de werkgelegenheid (via handel, investeringen en hogere economische groei) zodat de uitslag van de toetsen 3 en 5 gunstiger wordt. Wat betreft de financiële dienstensector, toets 4, lijkt de positie van Londen als financieel centrum voorlopig onaantastbaar. De onzekerheid of deze positie ook op de lange termijn kan worden gewaarborgd indien het Verenigd Koninkrijk buiten het eurogebied blijft, zorgt er niettemin voor dat lobbyisten vanuit de City bij de regering sterk op toetreding aandringen. Hun verwachting is dat deelname aan de euro de positie van Londen als financieel centrum zal versterken, omdat een groter deel van de in euro's genoteerde fondsen via de Londense beurzen zal worden verhandeld.

Criteria van Maastricht

Voor de emu geldt dat aan de bekende criteria van Maastricht moet zijn voldaan voordat sprake kan zijn van toetreding tot het eurogebied. Zoals in [tabel 1](#) te zien is, levert dit op dit moment alleen problemen op voor het wisselkoerscriterium. De slechte ervaringen met het erm in 1992, toen de Britten onder grote verliezen gedwongen werden het erm te verlaten, maken de Britten huiverig tegenover deelname aan ERM-II. Bovendien levert de huidige koers van het Britse pond volgens sommigen een onaantrekkelijke instapkoers op, terwijl een sterke devaluatie een negatief effect heeft op de inflatie, een ander toetredingscriterium.

Tabel 1. Het Verenigd Koninkrijk en de criteria van het Verdrag van Maastricht

	criteria van Maastricht	referentie- waarde	Verenigd Koninkrijk
emu-saldo	< 3,0% bbp-tekort	-3%	-0,2%
emu-schuld	< 60% bbp	60%	38,1%
inflatie (hicp)	max. 1,5% boven gem. drie landen met laagste inflatie	3,7%	1,3%
lange rente	max. 2% boven gem. drie landen met laagste inflatie	7,0%	4,9%
erm-ii deelname	gedurende twee jaren met	2 jaar	niet

Bron: Europese Commissie, Autumn forecast, Britse convergentieprogramma, H.M. Treasury, Londen, 2001.

Kort gezegd bestaan er dus twee belangrijke economische criteria voor een soepele euro-introductie in het Verenigd Koninkrijk, namelijk de convergentie van de Britse conjunctuur met het eurogebied en de wisselkoers met de euro.

Convergentie van de conjunctuur

De Britse economie is opvallend robuust gebleken in de recente economische terugval in de wereldeconomie. Ook in een langer historisch perspectief bezien, doet het Verenigd Koninkrijk het goed. Sinds 1993 ligt de jaarlijkse economische groei boven de twee procent en het Verenigd Koninkrijk kent een opmerkelijk geringe uitslag van de conjunctuur. De prestaties van de Britse economie zijn vermoedelijk voor een belangrijk deel te danken aan het goede macro-economische beleid van de regering-Blair. Het uit handen geven van het monetair beleid aan de Bank of England (instrumentonafhankelijkheid) in 1997 en de invoering van duidelijke begrotingsregels hebben rust gebracht in de Britse economie, die voorheen gedomineerd werd door sterke 'boom-bust' cycli. De traditionele Britse economische politiek, die gedomineerd werd door een sterk activistische traditie, heeft hiermee aan belang verloren. Het accent is verschoven naar een op regels gebaseerd beleid, in lijn met het economische beleidsraamwerk in het eurogebied. De hoge inflatieniveaus van begin jaren negentig zijn sterk teruggebracht en het Verenigd Koninkrijk heeft met een hicp-inflatie van 1,3 procent momenteel de laagste inflatie van de Europese Unie ¹. De officiële rentetarieven van de Bank of England zijn gedaald tot het laagste niveau in veertig jaar. Het officiële tarief bedraagt op dit moment vier procent en ligt daarmee nog 'slechts' 0,75 procentpunt boven de herfinancieringsrente van de Europese Centrale Bank.

Convergentie-analyse

De convergentie van de conjunctuurcyclus in het Verenigd Koninkrijk met het eurogebied hebben wij in [tabel 2](#) formeel geanalyseerd op basis van de industriële productie. Goed te zien is dat in de jaren zeventig tussen de drie geanalyseerde economische blokken sprake is van een sterke correlatie van de conjunctuur als gevolg van de twee oliecrisis die alle westerse geïndustrialiseerde landen hard raakte. Het economisch herstel kwam ongeveer halverwege de jaren tachtig, maar de timing en intensiteit van het herstel wisselden sterk. In 1990 leidde de Duitse hereniging tot een sterke groei-impuls in het eurogebied terwijl het vk in een recessie terechtkwam. Vanaf 1994 komen de conjuncturele bewegingen van het Verenigd Koninkrijk en het eurogebied weer duidelijk overeen. De sterke conjunctuursynchronisatie in de tweede helft van de jaren negentig wordt vermoedelijk voor een deel verklaard door symmetrische schokken (common shocks). Dit betekent dus niet noodzakelijkerwijs een duurzame convergentie van de conjunctuur. De handelsintegratie van het Verenigd Koninkrijk met het eurogebied is weliswaar niet noemenswaardig toegenomen, maar bevindt zich nog steeds op een hoog niveau. De export naar het eurogebied (53 procent van de Britse export) is ongeveer 3,5 maal zo groot als de export naar de vs (15 procent van de Britse export). De convergentie van het Verenigd Koninkrijk met het eurogebied lijkt al met al niet onder te doen voor de convergentie tussen de huidige eurodeelnemers.

Tabel 2. Correlaties conjunctuurontwikkelingen op basis van industriële productie

	vk-vs	vk-eurogebied	eurogebied-vs
1970-1980*	0,60	0,59	0,62
1975-1985*	0,31	0,46	0,52
1980-1990*	0,09	0,29	0,32
1985-1995*	0,58	0,31	0,17
1990-2001	0,60	0,40	0,45
1995-2001	0,67	0,61	0,67

* Duitse industriële productie tot 1990 gebruikt als benadering voor die in het eurogebied

Wisselkoers

Het dure pond wordt gezien als tweede belangrijke obstakel voor erm-ii en uiteindelijk eurodeelnamen. Sinds 1996 is het pond met ongeveer dertig procent sterk geapprecieerd ten opzicht van de euro. Om te bepalen of er sprake is van een overwaardering van een valuta, worden in de literatuur grosso modo twee benaderingen gebruikt om de evenwichtskoers te bepalen. Bij de eerste benadering wordt met behulp van prijsindicatoren de ontwikkeling van de internationale concurrentiepositie bezien. De meest gebruikte indicator is de ontwikkeling van de reële wisselkoers. Deze laat voor het pond, zowel op basis van consumentenprijzen als op basis van arbeidskosten per eenheid product, een overwaardering van dertien tot drieëntwintig procent zien ². Een andere indicator is de zogenaamde Big-Macindex, die de prijzen vergelijkt van een Big-Mac in een groot aantal landen. Op basis van deze index zou het pond twaalf procent overgewaardeerd zijn ³.

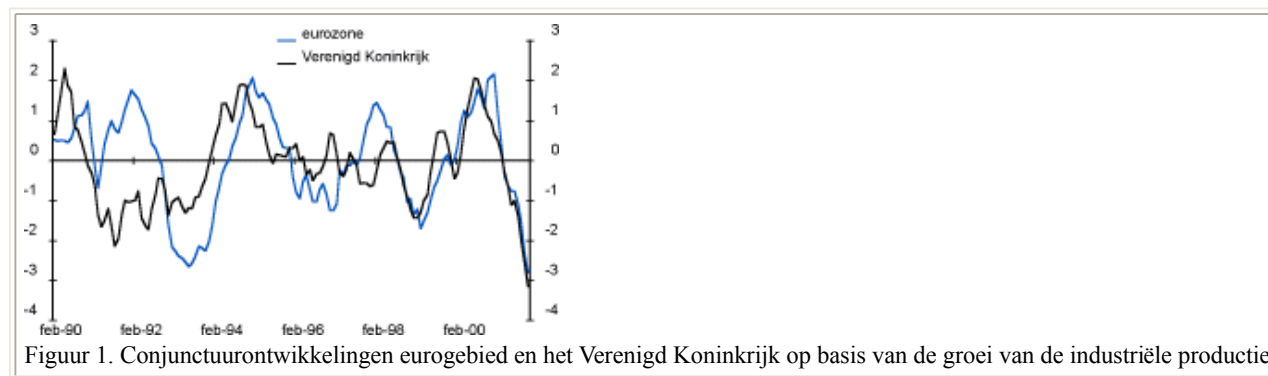
De tweede benadering is gebaseerd op de macro-economische evenwichtsbepaling van het imf. Hierbij wordt berekend hoeveel een wisselkoers moet appreciëren of depreciëren om de lopende rekening naar het historische evenwichtsniveau te brengen. Op basis van deze benadering komt het imf uit op een overwaardering van het Britse pond ten opzichte van de euro van ongeveer tien procent ⁴.

De evenwichtswaarde van het pond bevindt zich onzes inziens aan de onderkant van de schattingen voor de mogelijke overwaardering van het pond, namelijk tussen de tien en drieëntwintig procent. De krachtige groei en de aantrekkende productiviteit in de dienstensector, in het bijzonder in de zakelijke dienstverlening, de financiële sector en de telecommunicatie, hebben sinds 1996 gezorgd voor een sterke opwaartse druk op het pond. Dit leidde in eerste instantie in de industrie tot een uitholling van de concurrentiepositie

met als gevolg stagnatie en krimp. Rationalisering van de industrie en een verschuiving naar meer kennisintensieve producten met een hogere toegevoegde waarde, zoals fotografie, machinebouw, telecommunicatie en chemie, heeft in de afgelopen jaren echter geleid tot een herstel van de concurrentiekracht. De groei beweegt zich rond de potentiële groei van 2,5 procent, terwijl de Britse inflatie zich op een laag niveau bevindt. Het tekort op de lopende rekening heeft zich gestabiliseerd. De Britse economie als geheel lijkt daarmee geen hinder meer te ondervinden van het 'dure' pond, nu de reële evenwichtskoers de marktkoers nadert. Daarmee vervalt een belangrijke barrière voor toetreding.

Conversiekoers

De huidige wisselkoers van het pond lijkt zich daarmee niet ver te bevinden van een 'juiste' instapkoers in het erm-II. Het officiële rentetarief van de Bank of England moet in geval van toetreding worden verlaagd tot het niveau van de ecb (momenteel 0,75 procentpunt lager), waardoor het pond volgens de rentepariteits Theorie waarschijnlijk enigszins zal depreciëren. Deelname aan erm-ii geeft het pond voldoende ruimte om naar het evenwichtsniveau toe te bewegen. Een goed voorbeeld van convergentie van rente en wisselkoers is de toetreding van Griekenland. Na een geringe revaluatie van drie procent in januari 2000, bewoog de marktkoers zich voorafgaand aan eurodeelnamen op 1 januari 2001 zeer geleidelijk naar de spilkoers. De langzame verlaging van de korte rente ging daarmee gelijk op met de geleidelijke depreciatie van de wisselkoers. Overigens kan een depreciatie van tien procent in combinatie met een verlaging van de korte rente de inflatie nog licht doen toenemen. Gegeven de zeer lage inflatie in het Verenigd Koninkrijk levert dit ons inziens echter geen problemen op met het inflatiecriterium van Maastricht. [figuur 1](#)



Conclusie

Het Verenigd Koninkrijk is klaar voor toetreding tot het eurogebied. De inflatie in het Verenigd Koninkrijk ligt duidelijk beneden het gemiddelde in het eurogebied en lijkt zich duurzaam op een lager niveau te hebben gestabiliseerd. De Britse regering heeft met het opstellen van duidelijke begrotingsregels en het uit handen geven van de uitvoering van het monetair beleid aan de Bank of England in de praktijk afscheid genomen van het activistische economische beleid uit het verleden. De synchroniciteit van de conjunctuur met die van het eurogebied is in de tweede helft van de jaren negentig toegenomen. De aanpassing van de Britse economie aan het duurdere pond onderstreept de flexibiliteit van de Britse economie. De overwaardering van het Britse pond vormt daarmee geen belemmering meer voor een snelle deelname aan de euro. Het Verenigd Koninkrijk lijkt daarom met vlag en wimpel te slagen voor de economische toetsen van de regering-Blair. Volgens de eigen logica van de Britse regering is het economische voordeel van eurodeelnamen hiermee onomstotelijk bewezen en kan eurodeelnamen aan de bevolking worden geadviseerd.

1 HICP staat voor harmonized consumer price index: het in Europees verband geharmoniseerde prijsindexcijfer.

2 Berekend ten opzichte van de gemiddelde reële wisselkoers in de afgelopen twintig jaar.

3 The Economist, 22 december 2001.

4 P. Isard (e.a.), Methodology for current account and exchange rate