

Het Verdrag van Maastricht berust op twee strategische principes. Om te beginnen zal het proces van monetaire eenwording langzaam verlopen. In eerdere gevallen van monetaire eenwording was dat niet het geval. Om het meest recente voorbeeld te noemen: de Duitse muntunie kreeg in een half jaar haar beslag. Voorts hebben de opstellers de toegang tot de muntunie afhankelijk gesteld van een aantal macro-economische voorwaarden: kandidaat-leden moeten de inflatie, rentevoet, wisselkoersen en overheidsuitgaven (begrotingstekort en staatschuld) in voldoende mate op elkaar hebben afgestemd. Alleen landen die eind 1998 aan deze convergentiecriteria voldoen, zullen tot muntunie worden toegelaten. Alweer, dergelijke eisen werden in eerdere gevallen van monetaire eenwording *niet* gesteld. De recente Duitse muntunie werd gerealiseerd zonder dat Oost-Duitsland ook maar een enkele voorwaarde hoefde te vervullen. Hieruit valt af te leiden dat de convergentiecriteria van het Verdrag van Maastricht niet per se noodzakelijk zijn om tot een muntunie te komen.

De dynamiek van de overgangsstrategie van Maastricht.

Op dit moment, anno 1996, voldoen slechts twee landen, te weten Duitsland en Luxemburg, aan de convergentiecriteria. De kans is groot dat bij de start van de muntunie in 1999 nog steeds zo'n klein aantal landen aan alle eisen voldoet, dat het in feite om een minderheid gaat. De oorzaak hiervan is dat er met Maastricht een dynamiek op gang is gebracht die het voor tal van landen niet alleen onmogelijk maakt zich aan

DOSSIER EMU

Convergentiedynamiek op weg naar de EMU



PAUL DE GRAUWE

De auteur is verbonden aan de Universiteit van Leuven

te passen, maar die ook veel economische schade zal aanrichten. Neem bijvoorbeeld het effect van de eis van inflatieconvergentie op Italië. Volgens de verdragregels moet Rome de inflatie terugdringen *voordat* het tot de unie toetreedt. De Italianen hebben geen goede reputatie op het gebied van inflatiebestrijding. Economische instanties betwijfelen dan ook of de Italiaanse overheid bij machte (of zelfs bereid) is de inflatie te beteugelen. Aangezien deze instanties het Italiaanse anti-inflatiebeleid met de nodige scepsis zullen bekijken, zal het niet eenvoudig zijn de verwachtingen omtrent de inflatie omlaag te schroeven. Dit noopt de Italianen tot een drastische vermindering van de totale vraag, met alle gevolgen voor de werkgelegenheid van dien. Met andere woorden, om het publiek ervan te overtuigen dat ze de inflatie werkelijk willen aanpakken, moeten de Italiaanse monetaire beleidsmakers zo'n diepe recessie op gang brengen dat de inflatie afneemt. Alleen zo zal Rome de economische instanties ervan kunnen doordringen dat het oprecht is bekeerd tot een anti-inflatiebeleid. Dit zal vermoedelijk heel wat banen kosten.

Maar er is meer. Er is namelijk geen enkele garantie dat deze strategie met succes wordt beloond. Dat de Italianen ooit als net zulke vrouwenwekkende inflatiebestrijders zullen worden beschouwd als de Duitsers is onwaarschijnlijk. De Italiaanse inflatie zal dan ook altijd rond een hoger percentage blijven schommelen dan de Duitse. Omdat het verdrag tevens van Italië verlangt dat het de wisselkoers stabiliseert, zal de reële

waarde van de lire in de loop van het overgangsproces stijgen. Maar of dit deflatoire proces stand houdt zal worden betwijfeld. Dit wantrouwen zal weer tot crises op de valutamarkten leiden, waarbij de lire tot devaluatie wordt gedwongen. Met als gevolg dat de inflatie in Italië weer sterker toeneemt dan elders. Om toch aan de muntunie te kunnen deelnemen, moeten de Italianen het anti-inflatiebeleid dan opnieuw opstarten, waarmee het hele proces weer van voren af aan kan beginnen.

Dit scenario is al werkelijkheid geworden. Tot 1992 voerden landen als Italië en Spanje een stringent anti-inflatiebeleid, met als uitgangspunt het volgen van de Duitse mark. (Dit gebeurde reeds voordat het Verdrag van Maastricht het eiste.) Het verschil in inflatie tussen beide landen en Duitsland liep terug, terwijl de koersen van lire en peseta stegen. De Italiaanse en Spaanse concurrentiepositie verslechterde daardoor echter zozeer, dat de produktie en werkgelegenheid daalden. De strategie werd onhoudbaar. Met als onontkoombaar resultaat valutacrisis en koersdalingen van lire en peseta. Hoewel dit aanvankelijk (vooral als gevolg van de recessie) weinig invloed had op de inflatie, gaf die vanaf 1994 weer een beduidend snellere stijging te zien dan in Duitsland. En gegeven de omvang van de koersdalingen van lire en peseta, zouden deze verschillen nog weleens groter kunnen worden.

Volgens het Verdrag van Maastricht mag de inflatie van een kandidaatlidstaat hooguit 1,5 procent afwijken van die van de landen met de laagste inflatie. Willen Spanje en Italië niet buiten de boot vallen, dan zullen ze opnieuw moeten starten met aan het pijnlijke anti-inflatiebeleid. De koersen en de werkloosheid zullen daardoor stijgen. De kans dat deze nieuwe poging slaagt, is dan ook even gering als bij de vorige. Hieruit vallen twee conclusies te trekken. De voorwaarde van inflatieconvergentie (en die van vaste wisselkoersen) heeft pijnlijke gevolgen voor landen die bekend staan om hun hoge inflatie. En het zal deze landen bijzonder veel moeite kosten om in de nabije toekomst de criteria te vervullen. Het is dan ook niet ondenkbaar dat de monetaire unie nog heel lang voor hen gesloten zal blijven.

Paradoxaal genoeg is inflatieconvergentie voor een muntunie niet werkelijk vereist. Stel, ter verduidelijking, dat Italië en Duitsland een muntunie zouden vormen, en dat bovendien de Europese Centrale

Bank (ECB) als twee druppels water lijkt op de Deutsche Bundesbank (wat hij volgens het Verdrag van Maastricht in feite doet). Ook in Italië kan de inflatie dan op een geloofwaardige wijze worden beteugeld, zonder dat dit tot stijgende werkloosheid leidt. Dit als gevolg van het feit dat er met de muntunie een monetaire hervorming wordt doorgevoerd, die samen met de lire en Banca d'Italia ook meteen een einde maakte aan de slechte reputatie van beide instituties. De verwachtingen omtrent koopkrachtverlies van de nieuwe Europese munt zullen los staan van eerdere inflatie van de lire. Zodra Italië lid wordt van de muntunie, zullen economische instanties geen aandacht meer besteden aan de Italiaanse monetaire autoriteiten (die niet langer bestaan) maar aan de ECB in Frankfurt. Met als gevolg dat de verwachtingen omtrent de Italiaanse inflatie zich snel in positieve zin zullen bijstellen. Dankzij dit vertrouwen zal de inflatie ook werkelijk dalen. Kortom, de muntunie is bij uitstek een instrument om tegen minimale kosten met verschillen in inflatie af te rekenen. Dit staat in schril contrast met het Verdrag van Maastricht. Met zijn eis van inflatieconvergentie *voordat* de muntunie van start gaat, maximaliseert het juist de kosten van convergentie (en zonder garantie op succes). Hoe paradoxaal het ook mag klinken, de simpelste manier om convergentie van inflatie (en rente) te waarborgen, is toelating tot de unie.

Wat valt er te zeggen over de *budgettaire convergentiecriteria* (drie procent overheidstekort en zestig procent staatsschuld)? Kunnen ook zij gevoegelijk naar de prullenmand worden verwezen? Ik heb het hier niet over de vraag of de tekorten en schulden te hoog dan wel te laag zijn. In het merendeel van de Europese landen zijn ze mogelijkterwijs te hoog en moeten ze dus omlaag. Maar de vraag waar het hier om draait, is of het terugdringen van tekort en schuld als voorwaarde moet gelden voor het lidmaatschap van de muntunie.

Voorstanders verdedigen deze eis doorgaans met het argument dat hoge staatsschulden een bedreiging vormen voor de stabiliteit van de prijzen. Deze redenering zet centrale banken onder zware druk om de reële schuldenlast te verminderen door bij verrassing inflatie te creëren. Wanneer dus twee landen, zeg Italië en Duitsland, een monetaire unie willen vormen, dan ontstaat er een probleem. Ook al zou Italië evenveel waarde hechten aan lage inflatie als Duitsland, dan nog zal het er,

gezien de hoge staatsschuld, belang bij hebben om bij verrassing inflatie te creëren. Dit belang verdwijnt niet zodra Italië tot de unie toegetreedt: zolang de verhouding staatsschuld/BBP relatief hoog is, is een onverwachte toename van de inflatie voordelig. Dit schept een probleem voor Duitsland. Binnen de muntunie zullen de Duitsers te maken krijgen met een partner, die de inflatie op den duur wel wil beteugelen, maar die in eerste instantie toch belang heeft bij hogere inflatie. Die zal de positie van Duitsland nadelig beïnvloeden. Om er zeker van te zijn dat de inflatie in de unie laag blijft, zullen de Duitsers dan ook van de Italianen eisen dat ze de verhouding schuld/BBP terugdringen alvorens toe te treden.

Pleitbezorgers van vermindering van staatschulden voor toetreding, houden geen rekening met het feit dat landen met een hoge staatsschuld die schuld veelal financieren met kortlopende leningen. Onderzoek van Missale en Blanchard (1994) heeft dit aangetoond. Na de gigantische stijging van de staatsschuld in de jaren tachtig, daalde bijvoorbeeld in Italië de effectieve looptijd van staatobligaties in 1990 tot minder dan een jaar. Missale en Blanchard gaven hiervoor een overtuigende theoretische reden. Naarmate betalingstermijnen sneller vervallen, neemt het belang van de overheid af om bij verrassing inflatie te creëren. Beleggers zullen daardoor eerder geneigd zijn staatsleningen te kopen. Op de langere termijn leidt dit tot een daling van de kosten van staatsleningen.

Zoals uit het voorgaande blijkt, zijn er geen sterke argumenten voor de opvatting, dat budgettaire convergentie vooraf de enige manier is om het risico van inflatie binnen de muntunie te vermijden. Een betere voorwaarde zou zijn, dat landen met een hoge staatsschuld een relatief groot deel van die schuld financieren met kortlopende leningen. Met andere woorden, het moet dit soort landen worden verboden om voor toetreding kortlopende leningen om te zetten in leningen met een langere looptijd.

Uiteraard zijn er nog andere argumenten die ervoor pleiten dat de staatsschuld wordt teruggedrongen voordat een land lid wordt van de muntunie. Allereerst wordt zo het risico verkleind dat de unie voor de schulden moet opdraaien van een lidstaat, die niet langer aan zijn betalingsverplichtingen kan voldoen. Dit argument gaat echter alleen op als je

ervan uit gaat dat de noodzaak van een reddingsoperatie zwaarder wordt gevoeld als het om een unielid dan als het om niet-unielid gaat. Dit is nog maar de vraag. Het is toch niet goed denkbaar dat de rest van de EU passief kan blijven toekijken als de bodem van de Italiaanse schatkist is bereikt, ook al zou het land geen lid zijn van de muntunie. Dit temeer daar de munt van een niet-unielid op de financiële markten hoogstwaarschijnlijk volledig instort, zodra het land zijn betalingen moet opschorten. Industriëlen in de rest van de EU zullen de lire dan haast wel moeten steunen. Maar dit wisselkoerseffect ontbreekt als Italië in gebreke blijft terwijl het lid is van de muntunie. Je kunt de kans dat EU-leden ooit tot een reddingsoperatie moeten overgaan, dus niet kleiner maken door Italië buiten de muntunie te houden. Het omgekeerde zou zelfs het geval kunnen zijn.

Wat geldt voor de inflatieconvergentie geldt ook voor het terugdringen van de staatsschuld. Het voornaamste bezwaar tegen deze toelatingseis is dat hij de onderlinge aanpassing juist in de weg kan staan. Neem opnieuw Italië, of, voor de verandering, België. Uiteraard zou het een goede zaak zijn als beide landen hun staatsschuld zouden verminderen. Maar als leden van de muntunie kunnen ze dit gemakkelijker doen dan als niet-leden. Blijven deze landen buiten de muntunie, dan neemt het risico van devaluatie toe. Dit leidt tot hoge reële rentetarieven. Met als gevolg dat de schuldenlast groeit en het terugdringen van de staatsschuld problematischer wordt. Het is verre van denkbeeldig dat Italië en België op dit punt juist zullen falen omdat ze buiten de unie worden gehouden. In zekere zin kun je dus stellen, dat het risico dat EU-leden in de zak moeten tasten omdat een collega-lid zijn schulden niet meer kan voldoen, groter is als deze landen buiten de muntunie worden gehouden. In deze zin blijkt Maastricht veeleer een hinderplaat op weg naar de muntunie dan een stimulans. Ook draagt het verdrag het gevaar in zich dat het voor veel landen nog lang zal duren voordat ze voor het 'toelatingsexamen' zullen slagen.

Indien ik in het voorgaande een juiste inschatting heb gemaakt van de dynamiek die de convergentiecriteria in landen als Italië op gang hebben gebracht, dan zullen ze gemakkelijker convergeren als ze zonder voorwaarden vooraf tot de unie worden toegelaten. In het bijzonder zal het hen minder moeite kosten om hun begrotingstekort terug te dringen, alsook een begin te maken met het ver-

minderen van de staatsschuld. Ter illustratie heb ik een aantal zaken berekend voor twee EU-lidstaten met een zeer hoge staatsschuld, te weten België en Italië. Ik berekende het verschil tussen de rente op staatsobligaties in de eigen munt en de rente op obligaties die door dezelfde overheden in Duitse markten zijn uitgegeven. Dit verschil geeft het zuivere devaluatie-risico aan (en niet het risico van een lege schatkist, omdat de waardepapieren door dezelfde regering werden uitgegeven). Deze cijfers zijn terug te vinden in de eerste kolom van tabel 1. Met de invoering van de muntunie zal dit verschil verdwijnen. Het huidige verschil vormt een extra belasting voor het overheidsbudget van beide landen. De schuldenlast wordt echter berekend op basis van de reële rente. Het verschil in reële rente is dus het meest relevant. Deze cijfers staan in kolom 2. Uit het staatje blijkt nu dat het verschil in reële rente in België groter is dan dat in nominale rente. Dit komt doordat België een lagere inflatie kent dan Duitsland. Voor Italië geldt het omgekeerde. Naar verwachting zullen de inflatieverschillen verdwijnen na invoering van de muntunie. De gesignaleerde verschillen in reële rente geven dus aan hoe hoog de extra reële schuldenlast is door de afwezigheid van een muntunie. In de laatste kolom wordt een indicatie gegeven van de mate waarin de schuldenlast zal verminderen (in percentages van het BBP) als beide landen tot de unie toetreden. De cijfers zijn verkregen door het verschil in reële rente te vermenigvuldigen met de verhouding schuld/BBP. Uit de uitkomst blijkt dat de schuldenlast substantieel, twee tot vier procent van het BBP, afneemt. Als leden van de muntunie zal het deze landen dus minder moeite kosten het begrotingstekort terug te dringen tot om en nabij de Maastrichtse norm van drie procent dan als niet-leden. Het is in deze zin dat de criteria van Maastricht de convergentie eerder bemoeilijken dan vereenvoudigen.

De strategie van Maastricht leidt tot een verdeeld Europa

Uit het voorafgaande kunnen we de volgende conclusies trekken. De convergentiecriteria van Maastricht brachten een ontwikkeling op gang, die het gevaar vergroot dat de Europese Unie in economisch zowel als politiek opzicht in tweeën wordt gespleten. In economisch opzicht, omdat de landen die buitengesloten worden waarschijnlijk voor lange tijd buitenstaanders zullen blijven. Voor een

Tabel 1: *Verskil in rente tussen obligaties in eigen munt en die in DM (10 jaar), uitgegeven door de Belgische en Italiaanse overheid (1995), en schuldenlast.*

	Renteverschillen		schuld BBP	vermindering van schuldenlast (in % van BBP)
	nominaal	reëel		
België	0,70	1,5	140%	2,1%
Italië	5,85	2,8	123%	3,5%

Bron: J.P. Morgan, *Global Markets*, april 1995, en EC, *European Economy*

beduidend aantal landen met een slechte naam op het gebied van inflatie-bestrijding, zou het weleens bijzonder moeilijk, zo niet onmogelijk kunnen worden de eisen te vervullen zolang ze buitenstaanders blijven. De Europese Unie wordt dan in twee economische kampen verdeeld. Deze tweedeling zal behalve voor de buitenstaanders zelf ook problemen met zich meebrengen voor de landen die de monetaire unie opstarten. Zo zullen de wisselkoersen tussen leden en niet-leden van de muntunie instabiel zijn, waardoor de handel wordt verstoord en het programma van de eenheidsmarkt wordt ondermijnd. Het lijkt er sterk op dat het Europa van de twee snelheden de economische eenwording niet zozeer bevordert, als wel een terugval betekent voor het bereikte niveau van integratie.

Het Verdrag van Maastricht kan ook de politieke verdeeldheid in de Europese Unie sterk bevorderen. De benadering van Maastricht leidt allicht tot politieke conflicten over het lidmaatschap van de muntunie. De landen die geen toegang krijgen (en dat zou weleens een meerderheid kunnen zijn) zullen immers niet zo snel akkoord gaan met een unie waaraan ze niet mogen deelnemen.

Zo is er een paradoxale situatie ontstaan. Enerzijds wordt de stabiliteit van de prijzen in de toekomstige unie in de waagschaal gesteld, indien landen met een hoge staatsschuld, zoals Italië en België, worden toegelaten. (Dit wordt althans zo gezien in landen met een lage inflatie.) Duitsland zal daarom absoluut niet willen dat ze lid worden. Anderzijds zal het deze landen minder moeite kosten hun staatsschuld terug te dringen, als ze wel lid mogen worden. Bovendien wordt dan het gevaar van diepgaande verdeeldheid binnen de Europese

Unie vermeden. Is er een ontsnapping uit deze situatie mogelijk? In de volgende paragraaf zal ik enkele wijzigingen voorstellen die een uitweg uit de paradox bieden.

Een andere strategie

Een aantal verbeteringen in het overgangsproces naar de muntunie valt al uit het bovenstaande af te leiden. Als algemene leidraad zou moeten gelden dat de convergentiecriteria minder nadruk krijgen. In plaats daarvan zou er een plan moeten komen ter versterking van de toekomstige monetaire instellingen van de Unie. Er moet met andere woorden worden nagedacht over de vraag hoe de toekomstige Europese Centrale Bank de stabiliteit van de prijzen kan waarborgen.

Dit kan op verschillende manieren gebeuren. Zo is het mogelijk om landen die niet aan de budgettaire normen voldoen, geen stemrecht te geven in de raad van bestuur van de ECB. Landen als Italië en België kunnen dan lid worden. Maar zolang ze hun huishoudboekje niet op orde hebben, mogen ze niet aan het besluitvormingsproces van de ECB deelnemen. De vrees, dat landen met een hoge schuld de ECB zullen aanzetten tot een te expansief monetair beleid, wordt daarmee weggenomen.¹ Er bestaat dus een uitweg uit de paradox. Als lid van de muntunie zijn hogeschuldenlanden beter in staat hun schuld te verminderen. En tegelijkertijd kan de angst dat deze landen de inflatie bevorderen, worden verdreven. Voor landen met een lage inflatie vormt deze vrees een van de belangrijkste redenen om landen met een onorthodoxe budgettaire politiek het lidmaatschap te ontzeggen.

Maar er zijn nog andere institutionele hervormingen denkbaar. Zo kan er ook een procedure worden ingesteld op grond waarvan de raad van bestuur van de ECB wordt gewijzigd, wanneer die de stabiliteit van de prijzen niet weet te handhaven. Wil men die stabiliteit voor, pakweg, het jaar 2010 veiligstellen dan is zo'n procedure veel doelmatiger dan de eis, dat inflatie en begrotingstekort in de tweede helft van de jaren negentig, dus vóór toetreding, zijn teruggebracht. Zo'n procedure zou bovendien de betrouwbaarheid van de toekomstige Europese Centrale Bank enigszins verhogen. In dit verband zou je ook als eis kunnen stellen dat de ECB

zich houdt aan de doelstellingen van het inflatiebeleid. Dat biedt meer mogelijkheden om de Europese monetaire autoriteiten te controleren, dan in het Verdrag van Maastricht wordt geboden.

Deze veranderingen laten evenwel één probleem onopgelost. Het is namelijk de vraag of een muntunie waaraan alle vijftien EU-leden deelnemen, ooit optimaal zal kunnen functioneren.² Hierover is al de nodige twijfel uitgesproken. Dit probleem heeft de volgende praktische implicatie. Het is heel goed denkbaar dat lidstaten asymmetrische schokken zullen ervaren (bijvoorbeeld niet-synchroon lopende handelscycli). Mocht dit het geval zijn, dan kunnen ze een andere monetaire politiek gaan bepleiten, met alle conflicten in de ECB van dien. Het Europese monetaire beleid zou dan een grillig, onvoorspelbaar karakter krijgen. Dit is uiteraard een risico dat serieus moet worden genomen.

Hoe kan dit probleem worden opgelost? Zoals eerder gesteld, blijken de convergentiecriteria geen juist selectie criterium te zijn bij het vaststellen van de optimale omvang van de unie. Evenmin kan selectie plaatsvinden op basis van wetenschappelijk onderzoek, hoe betrouwbaar dat ook mag zijn. Het enige redelijke alternatief is om elke EU-lidstaat voor zichzelf uit te laten maken of de baten de kosten zullen overstijgen. Wil men het risico minimaliseren, dat de Europese monetaire politiek, als gevolg van een te grote muntunie, grillig en onvoorspelbaar wordt, dan zijn de eerdergenoemde veranderingen essentieel. Dit laat onverlet, dat het risico van een grillige monetaire politiek van de toekomstige Europese Centrale Bank niet geheel te vermijden te valt. Maar dit risico moet worden afgewogen tegen het risico dat de Europese Unie loopt, indien zij een groot aantal landen tegen hun zin buiten de monetaire unie houdt. Dit zou kunnen leiden tot politieke en economische verdeeldheid in de Europese Unie.

Met een koerswijziging – minder nadruk op de convergentiecriteria en meer op de institutionele versterking van Europa's toekomstige monetaire instellingen – verhoog je de kans dat de muntunie zich tot een zone van monetaire stabiliteit ontwikkelt. Tegelijkertijd is deze wijziging noodzakelijk om te voorkomen dat er een diepe, permanente verdeeldheid in de Europese Unie ontstaat. Die

1. Zie voor een soortgelijk voorstel Gros (1995).

2. Zie Bayoumi en Eichengreen (1992), De Grauwe en Vanhaverbeke (1991),

Eichengreen (1990), von Hagen en Neumann (1994). Voor een overzicht zie Tavlas (1994).

verdeeldheid is niet in het belang van de muntunieleden, laat staan in dat van de buitenstaanders.

Conclusie

Ik heb hier de stelling geponereerd dat de Maastrichtse strategie een dynamiek behelst, die niet zozeer tot convergentie als wel tot divergentie en verdeeldheid in de EU leidt.³ Ook stelde ik een strategie voor om die verdeeldheid te vermijden.

Op dit moment lijkt het niet erg waarschijnlijk dat zo'n koerswijziging er komt. Dit heeft te maken met de politieke economie van het monetaire integratieproces. Vandaag wordt die bepaald door de Duitse onwil om met de muntunie van start te gaan. Hiervoor zijn twee redenen aan te wijzen. Ten eerste zal Duitsland met een muntunie zijn dominante positie in de Europese monetaire beleidsvorming verliezen. Zonder overdrijving kan worden gesteld dat dit beleid nu in Frankfurt wordt bepaald. Een muntunie zal hierin verandering brengen. Het mag geen verbazing wekken dat de Duitse monetaire autoriteiten hun macht niet graag opgeven. Daar komt, ten tweede, bij dat de Duitsers stellig geloven dat de muntunie de inflatie en monetaire instabiliteit zal verhogen. De Duitsers zien de unie als een instrument van de andere EU-leden, die hen zo dwingen de sterke mark in te ruilen tegen een Europese munt, waarvan de sterkte en stabiliteit nog moeten blijken.

Deze twee factoren verklaren de convergentiestrategie van Maastricht. De convergentiecriteria kwamen er niet omdat ze noodzakelijk zijn voor een muntunie. Nee, ze werden in het verdrag opgenomen omdat men rekening wilde houden met de Duitse onwil een muntunie te vormen. Dankzij de criteria zal de muntunie klein blijven en de monetaire dominantie van Duitsland niet geheel verloren gaan. Bovendien maken zij uitstel van de muntunie

zeer waarschijnlijk. Dat zal dan gebeuren doordat de internationale valutahandel door de lidmaatschapskwestie compleet van slag raakt. Aangezien er tot op het laatste moment onzekerheid blijft bestaan over wie al dan niet lid wordt, zullen valutahandelaren op grote schaal fondsen gaan kopen en verkopen. Met als gevolg toenemende chaos op de internationale valutamarkten (en de financiële markten), naarmate we 1998 dichterbij naderen. Hieruit zal een onbeheersbare valutacrisis ontstaan. Dat zal onwillige leden het excuus geven voor de opvatting dat de tijd voor een muntunie nog niet rijp is en het hele project moet worden uitgesteld.

[Vertaling Margreet de Boer]

Literatuur

- Alesina A. en V. Grilli, (1993), *On the feasibility of a one or multi-speed European Monetary Union*, NBER Working Paper, no. 4350, April.
- Bayoumi, T. en B. Eichengreen (1992), *Shocking Aspects of European Monetary Unification*, CEPR Discussion Paper no. 643.
- Begg, D., P. Chappori, F. Giavazzi, C. Mayer, D. Neven, L. Spaventa, X. Vives en C. Wyplosz (1991), *Monitoring European Integration: The Making of the Monetary Union*. CEPR, London.
- De Grauwe, P. en W. Vanhaverbeke (1991), *Is Europe an Optimum Currency Area? Evidence from Regional Data*, CEPR Discussion Paper, no. 555.
- Eichengreen, B., (1990), *Is Europe an Optimum Currency Area?* CEPR Discussion Paper, no. 478.
- Gros, D. en N. Thygesen (1992), *European Monetary Integration*, Longman, London.
- Gros, D., (1995), *Towards a Credible Excessive Deficits Procedure*, Centre for European Policy Studies, Brussels, April.
- Missale, A., en O. Blanchard, 'The Debt Burden and Debt Maturity', *American Economic Review*, p. 309-319, March.
- Tavlas, G. (1994), 'The Theory of Monetary Integration', *Open Economies Review*, Vol. 5, no. 2, March.
- von Hagen, J. en M. Neumann, (1994), 'Real Exchange Rates Within and Between Currency Areas: How Far Away Is EMU?', *The Review of Economics and Statistics*.

3. Ook Alesina en Grilli (1993) hebben hierop gewezen.