

Monetaire unie in Europa?

Jakob de Haan en Ide Advokaat¹

Het aanvankelijke optimisme over de gunstige gevolgen van het Verdrag van Maastricht is onder invloed van de heersende recessie grotendeels verdampt. Velen vragen zich bovendien af of het Verdrag na de recente crisis binnen het Europese Monetaire Stelsel (EMS) niet tot een dode letter is verworpen. Wij menen dat de crisis binnen het EMS niet de Duitse Bundesbank in de schoenen kan worden geschoven. De weigering van de andere EG-lidstaten om te devalueren, alsmede het onevenwichtige Duitse begrotingsbeleid na de hereniging zijn vooral debet aan de huidige problemen. Maar zelfs zonder gecumuleerde inflatie- en concurrentieverschillen in een aantal lidstaten ten opzichte van Duitsland en zonder de schok van de Duitse éénwording is het de vraag of het wisselkoersstelsel van het EMS, zoals dat in de periode 1987-1992 bestond, wel levensvatbaar is. De crisis in het EMS betekent overigens niet noodzakelijkerwijs het einde van het Verdrag van Maastricht. Wanneer de lidstaten van de EG meer nadruk zouden leggen op het flexibeler maken van hun economieën, naast voldoende aandacht voor nominale convergentie, is het mogelijk om met meer dan slechts een zeer beperkt aantal landen een monetaire unie binnen Europa te vormen. Momenteel vormt slechts een kleine groep EG-landen, aangevuld met Oostenrijk, een zogenoemde optimum currency area. De economische voordelen van een Europese monetaire unie moeten echter niet worden overschat. De kosten van het achterwege blijven van zo'n unie kunnen echter oplopen wanneer hierdoor ook de economische unie in gevaar zou komen, wat niet ondenkbeeldig is. Hoewel snelle invoering van een Europese monetaire unie met een beperkt aantal deelnemende landen op economische gronden goed te verdedigen is, lijkt deze optie politiek niet haalbaar.

¹De auteurs zijn verbonden aan de Economische Faculteit van de Rijksuniversiteit Groningen. Wij danken C.A. de Kam, G. Lanjouw en de referent voor hun nuttig commentaar.

1. De crisis in het EMS

Afgezien van de herschikking van de Italiaanse lire toen voor deze munt werd overgestapt op de smalle fluctuatiemarge, kende het wisselkoerssysteem van het EMS tussen januari 1987 en september 1992 geen herschikkingen. Er was sprake van een 'nieuw' of 'hard' EMS². De omgeving waarin het 'nieuwe EMS' functioneerde, werd gekenmerkt door (geleidelijke) liberalisatie van internationale financiële stromen. De meeste aan dit arrangement deelnemende landen hadden aan het begin van 1990 hun kapitaalrestricties opgeheven, terwijl Spanje en Portugal hun restricties hadden beperkt.

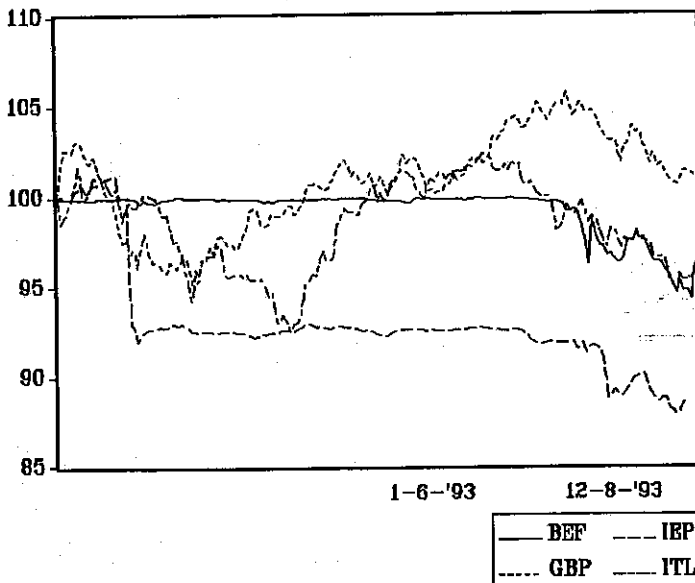
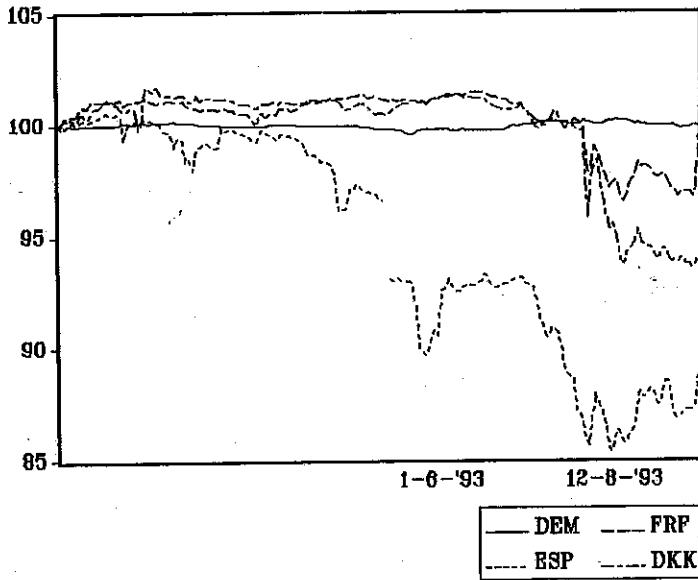
In september 1992 kreeg het EMS een eerste klap te verwerken: het Britse pond en de Italiaanse lire moesten het EMS ('tijdelijk') verlaten, terwijl de Spaanse peseta werd gedevalueerd. In november volgde een nieuwe devaluatie van de peseta en de Portugese escudo, en in mei 1993 nogmaals. In januari van dat jaar was het Ierse pond al gedevalueerd. Op 2 augustus werd het wisselkoersmechanisme ten grave gedragen: de wisselkoersbanden werden verbreed tot 15% aan weerskanten van de (ongewijzigde) spilkoersen. Alleen de gulden en de Dmark bleven nauw aan elkaar gekoppeld. Na de herziening van het wisselkoersmechanisme namen de koersfluctuaties toe (figuur 1). Zo viel de Franse franc aanvankelijk sterk terug, maar heroverde onlangs het verloren terrein.

Lange tijd zag het er naar uit dat economen die voorspelden dat het onmogelijk zou zijn om het 'nieuwe EMS' in stand te houden ongelijk kregen. Hoewel sommigen meenden dat kapitaalrestricties niet effectief waren, en hun afschaffing derhalve geen bedreiging kon vormen voor het EMS (vgl. bijvoorbeeld Gros en Thygesen, 1992), was de heersende opinie onder economen dat het 'nieuwe' EMS inherent instabiel was (vgl. Portes, 1992). Veelal werd dit uitgedrukt in termen van Padoa-Schioppa's (1988) 'inconsistente kwartet'. Dit viertal omvat: vrije handel, vrij kapitaalverkeer, vaste wisselkoersen en nationale autonomie ten aanzien van het monetaire beleid. Zowel de economische theorie als historische ervaringen hebben geleerd dat deze vier elementen een inconsistent kwartet vormen en dat één van de elementen moet worden opgegeven³.

²Deze term is afkomstig van Giavazzi en Spaventa (1990).

³Een variant van dit argument is dat van Eichengreen en Wyplosz (1993). Deze auteurs onderscheiden drie noodzakelijk condities voor een levensvatbaar wisselkoerssysteem: 1. de mogelijkheid om relatieve prijsaanpassingen door te voeren (herschikkingen); 2. geloofwaardige regels omtrent herschikkingen (een herschikking vereist de instemming van de andere deelnemende landen) en 3. centrale banken moeten de mogelijkheid hebben om speculatieve druk te weerstaan (interventies, het rente-wapen, maar ook kapitaalrestricties). Aan deze drie condities was voldaan onder het oude EMS, maar niet onder het nieuwe EMS.

Figuur 1: EMS valuta (uitgedrukt in guldens), januari 1993 - september 1993



De liberalisatie van het kapitaalverkeer in Frankrijk en Italië leek het EMS echter niet aan te tasten. Waarschijnlijk door het perspectief van een monetaire unie - en het daarvoor vereiste op aanpassing gerichte economische beleid van de lidstaten - bleven spanningen binnen het EMS verrassend genoeg lange tijd achterwege. Volgens Goldstein e.a. (1993) staken internationale beleggers hun geld in hoog-rentende EMS-valuta, in de verwachting dat door het EMU-perspectief bestaande interestverschillen steeds meer een overschatting zouden vormen van het depreciatierisico. Na het Deense referendum over het Verdrag van Maastricht was het echter lang niet meer zo zeker dat de monetaire unie er daadwerkelijk zou komen. Toen kwam de instabiliteit van het 'nieuwe EMS' duidelijk naar voren.

De sinds 1987 ontstane inflatie- en concurrentieverschillen met Duitsland maakten een devaluatie van sommige munten noodzakelijk. Dit gold in ieder geval voor Italië, en waarschijnlijk ook voor het Verenigd Koninkrijk en Spanje⁴. Op grond van politieke overwegingen bleef deze aanpassing evenwel achterwege. Het Verdrag van Maastricht maakte herschikkingen politiek nog onaantrekkelijker. Eén van de toetredingscriteria tot EMU is immers dat er minimaal twee jaar voorafgaand aan de toetreding geen herschikking van de munt mag plaatsvinden.

Dit alles maakte het voor speculanten wel erg gemakkelijk. In het 'oude EMS' vonden regelmatig herschikkingen plaats, zodanig dat de oude en de nieuwe bandbreedte elkaar overlaptten, waardoor speculanten het risico liepen een verlies te lijden. In het 'nieuwe EMS' werd de kans op een herschikking groter, naarmate die langer uitbleef, zodat sprake was van een 'one-way bet'.

De Duitse hereniging vormde de beslissende stoot voor de ondergang van het EMS. Toen bleek één van de gebreken van het wisselkoersstelsel: de Duitse mark als anker werkt slechts wanneer een economische schok niet te groot is en haar oorsprong niet in Duitsland ligt (Mundell, 1993). De Duitse eenwording vereiste volgens velen een reële appreciatie van de Dmark⁵. Dit kan als volgt worden verduidelijkt. De Duitse eenwording betekende door het ermee gepaard gaande zeer expansieve begrotingsbeleid een belangrijke

⁴Hierover lopen de meningen enigszins uiteen. Terwijl Eichengreen en Wyplosz (1993) bijvoorbeeld van oordeel zijn dat alleen in Italië duidelijk sprake was van een concurrentieprobleem als gevolg van persistente inflatie en stijgende arbeidskosten, meent Dornbusch (1993) dat ook Spanje een duidelijk concurrentieprobleem kende, met name door de zeer geringe stijging van de arbeidsproductiviteit.

⁵Niet iedereen is deze mening toegedaan. Zie bijvoorbeeld Gros en Thygesen (1992) en Fitoussi c.s. (1993).

vraagimpuls. Door een reële appreciatie van de Dmark kon de buitenlandse vraag naar Duitse goederen worden verminderd, hetgeen nodig was aangezien de Duitse industrie haar capaciteitsgrenzen naderde⁶. Ondanks verzoeken daartoe van de Bundesbank bleef een herschikking uit. De enige manier waarop de reële appreciatie van de Dmark vervolgens zijn beslag kon krijgen was een stijging van de Duitse inflatie. Dit dwong de Bundesbank tot een restrictief monetair beleid, mede gezien het zeer expansieve begrotingsbeleid. De Duitse rente steeg onder invloed van deze onevenwichtige policy mix. Deze renteverhoging kwam op een conjunctureel ongunstig moment. Sommige landen waren niet bereid consequent de Duitse rente-politiek te volgen. Dit was heel duidelijk het geval in het Verenigd Koninkrijk, maar ook in Frankrijk werd elke ruimte benut om de rente te verlagen, wat de geloofwaardigheid van het Franse beleid natuurlijk geen goed deed⁷.

Het te lang achterwege blijven van herschikkingen en de Duitse hereniging waren te veel voor het 'nieuwe EMS'. Maar zelfs indien wel herschikkingen hadden plaatsgevonden en sprake zou zijn geweest van een meer evenwichtige policy mix van onze oosterburen, is het de vraag in hoeverre het 'nieuwe EMS' had kunnen overleven. Zoals diverse, recente speculatieve aanvallen hebben aangetoond, hangen wisselkoersen primair van verwachtingen af en niet (alleen) van 'economische fundamentals'. Volgens diverse waarnemers waren de speculatieve aanvallen op de Franse franc moeilijk te rechtvaardigen op basis van het beloop van de 'fundamentals'. Wanneer beleggers verwachten dat de monetaire politiek zich zal wijzigen als gevolg van een speculatieve aanval, dan ontstaan winstmogelijkheden, die een speculatieve aanval uitlokken. Dergelijke zichzelf vervullende speculatieve aanvallen maken het wisselkoersstelsel bijzonder kwetsbaar, bij afwezigheid van restricties op internationale kapitaalbewegingen⁸. Volgens Eichengreen en Wyplosz (1993) speelden dergelijke speculatieve aanvallen een belangrijke rol bij de recente valuta crisis⁹.

Met het einde van het EMS is volgens veel waarnemers ook de kans op een Europese monetaire unie aanzienlijk verkleind, zo niet geheel verdwenen.

⁶Er zijn alternatieve redenen aan te geven voor een reële appreciatie, althans op korte termijn. Zie Branson (1993).

⁷De Franse en Duitse monetaire autoriteiten hadden duidelijk ook een verschillende voorkeur: terwijl de Bundesbank op grond van binnenlandse monetaire ontwikkelingen vast bleef houden aan een restrictief beleid, wilde de Franse centrale bank dat de Bundesbank meer rekening zou houden met de negatieve gevolgen elders van de hoge Duitse rente.

⁸Zie ook Portes (1993). Obstfeld (1986) presenteert een model van een zichzelf vervullende speculatieve aanval.

⁹Hier kan men echter tegen inbrengen dat de Franse monetaire politiek na 2 augustus niet essentieel anders is geworden, hetgeen niet in overeenstemming is met de visie van Eichengreen en Wyplosz (1993).

Deze waarneming is niet juist. Ten onrechte is het EMS beschouwd als een soort voorportaal voor EMU. "The breakdown of the ERM tells us very little about the desirability or variability of EMU. It does show how difficult it will be to get there" (Portes, 1993, 1). Volgens De Grauwe (1993b) biedt de ineenstorting van het EMS zelfs de mogelijkheid tot versnelde invoering van de EMU, omdat de nu gecreëerde flexibiliteit het mogelijk maakt om speculaties over een laatste herschikking voor invoering van de EMU op te vangen. Is het tot stand komen van een monetaire unie vanuit economische optiek echter wel wenselijk?

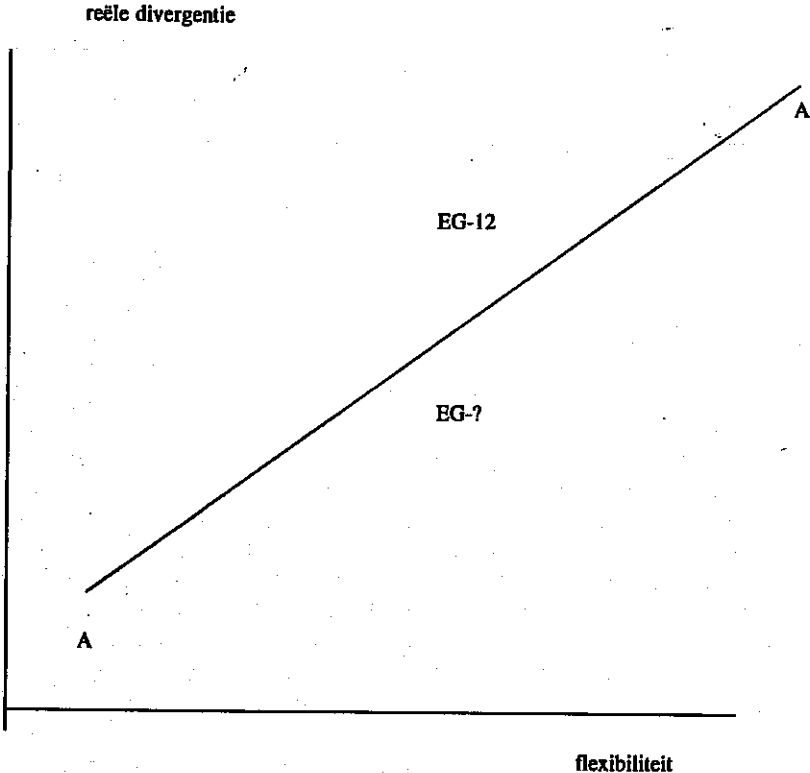
2. De EG als 'optimum currency area'

De discussie over monetaire integratie in Europa heeft geleid tot hernieuwde belangstelling voor de 'optimum currency area' (OCA) literatuur¹⁰. Deze behandelt de vraag in hoeverre landen economisch voordeel kunnen behalen door een monetaire unie aan te gaan. Mogelijke voordelen zijn onder meer lagere transactiekosten (geschat voordeel 0,4 procent van het BNP van de EG), grotere prijsstabiliteit en bevordering van de economische integratie. In navolging van De Grauwe (1993a) kan de essentie van deze literatuur worden weergegeven door figuur 2. De verticale as geeft de mate van reële divergentie weer tussen landen. Onder reële divergentie wordt in dit geval verstaan de mate waarin de economische groei en de werkloosheid in verschillende landen uiteenlopen als gevolg van asymmetrische schokken. Op de horizontale as staat de flexibiliteit van de arbeidsmarkt weergegeven (flexibiliteit van lonen en mobiliteit van arbeid). Het centrale inzicht van de OCA-literatuur is dat landen die een hoge mate van reële divergentie vertonen, een zeer flexibele arbeidsmarkt dienen te hebben wanneer ze een monetaire unie vormen. Dit kan als volgt worden verduidelijkt. Stel dat de vraag verschuift van producten van het ene land naar producten van het andere land. Wanneer arbeid zeer mobiel is en/of de loonvoet zeer flexibel is, dan leidt deze vraagverschuiving niet tot oplopende werkloosheid in het eerste en een overspannen arbeidsmarkt in het laatstgenoemde land. De voordelen van een gemeenschappelijke munt overtreffen in dat geval de kosten van het opgeven van het wisselkoersinstrument. Dit wordt weergegeven door de lijn AA. Landen beneden deze lijn hebben voordeel van een monetaire unie, landen boven de lijn doen er verstandiger aan (voorshands) buiten de monetaire unie te blijven. Zij vormen (vooralsnog) geen OCA en kunnen beter een (enigszins) flexibele wisselkoers houden.

¹⁰Voor een heldere uiteenzetting van en recente theoretische aanvullingen op deze theorie wordt verwezen naar De Grauwe (1992).

De vraag is nu waar de EG in figuur 2 dient te worden geplaatst. Er blijkt grote overeenstemming te bestaan in de literatuur dat de EG *boven* de lijn AA ligt, met andere woorden dat de huidige twaalf lidstaten van de EG (nog) geen OCA vormen.

Figuur 2: De EG als optimum currency area



Vanuit puur economisch perspectief lijkt de monetaire unie van de twaalf EG-landen derhalve een slecht idee. Velen zijn echter van oordeel dat er een kleinere groep van lidstaten is die wel een monetaire unie zouden moeten nastreven¹¹. In figuur 2 is dit weergegeven door het punt EG-?. De vraag is welke landen tot deze 'optimum currency area' behoren. Eén manier om dit te onderzoeken is door de variabiliteit van de reële wisselkoers te

¹¹Zie bijvoorbeeld Koedijk en Beetsma (1993). Ook de voormalige president van de Bundesbank heeft voor snelle invoering van een monetaire unie van beperkte omvang gepleit.

analyseren. Het idee hierachter is dat wanneer de (bilaterale) reële wisselkoers een grote variabiliteit kent, de twee landen ongeschikt zijn om een monetaire unie aan te gaan. Eichengreen (1991) heeft voor de periode 1980-1987 de variabiliteit van de reële wisselkoers van verschillende regio's in de VS berekend. Wanneer we de standaarddeviatie van de reële wisselkoersen in Europa voor dezelfde periode hiermee vergelijken, dan blijkt dat alleen de variabiliteit van de Nederlandse reële wisselkoers geringer was dan die in de VS (de eerste kolom van tabel 1).

Diverse studies concluderen dat er een groep van EG-landen (aangevuld met Oostenrijk¹²) is die een OCA vormen. Deze groep zou in ieder geval België/Luxemburg, Duitsland, Nederland en Frankrijk omvatten. Ook uit de tweede kolom van tabel 1 komt een dergelijk beeld naar voren¹³.

3. Hoe verder?

Het verdrag van Maastricht voorziet in de mogelijkheid om met minder dan twaalf lidstaten een Europese monetaire unie te vormen. Het verdrag voorziet echter tevens in een tamelijk lange overgangstermijn naar de monetaire unie. Deze lange overgangsfase valt te verdedigen, wanneer in de komende jaren zou worden gestreefd naar minder *reële* divergentie en grotere flexibiliteit op de arbeidsmarkt. Het Verdrag van Maastricht bevat echter louter bepalingen over *nominale* convergentie. Zo mogen landen geen inflatie hebben die al te zeer uit de pas loopt. Eén van de convergentiecriteria is immers dat de inflatie (gemeten aan de hand van de stijging van de prijsindex voor gezinsconsumptie) niet meer dan 1,5 procent-punt boven de inflatie mag liggen in de (ten hoogste drie) op dit punt best presterende landen. Terwijl de nominale convergentie binnen Europa de laatste jaren sterk is toegenomen, is van reële convergentie nauwelijks sprake geweest. Aan de hand van figuur 3 kan dit worden verduidelijkt. De bovenste lijn in figuur 3 geeft voor de periode 1979-1992 het gemiddelde weer van alle (absolute) bilaterale inflatieverschillen van de EG-lidstaten (met uitzondering van Luxemburg). Het blijkt dat het gemiddelde van de bilaterale inflatieverschillen flink is afgenomen. De onderste lijn geeft het beloop van het gemiddelde van de bilaterale werkloosheidsverschillen weer. Hier is duidelijk sprake van *toegenomen* divergentie.

¹²Oostenrijk heeft zijn munt gekoppeld aan de mark en volgt een soortgelijk wisselkoersbeleid als Nederland.

¹³Een twijfelgeval vormt Italië, maar Spanje en het VK vormen duidelijk geen OCA met Duitsland op basis van deze cijfers. De berekeningen gaan tot 1990 om het effect van de Duitse hereniging zo veel mogelijk buiten beschouwing te laten.

Tabel 1: Standaarddeviatie van de reële wisselkoers ten opzichte van Duitsland, 1980-1991

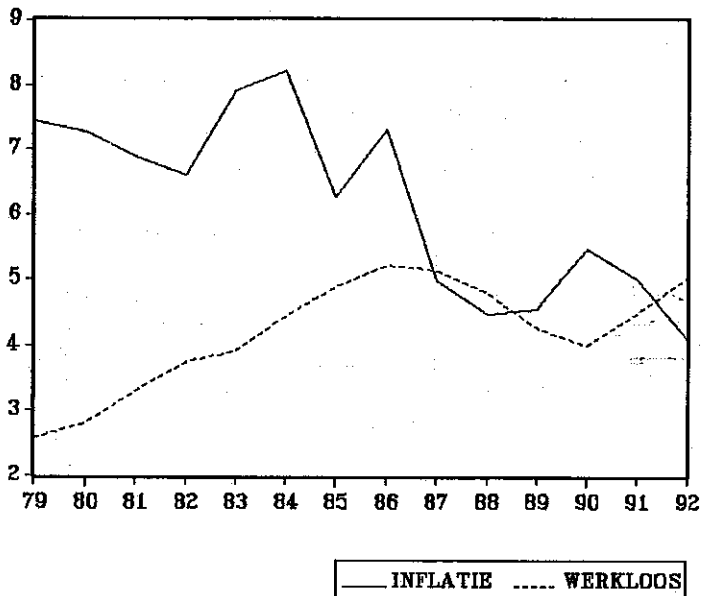
	1980-1987	1987-1990
België	4,9	1,2
Denemarken	3,6	1,4
Frankrijk	3,4	1,0
Italië	5,6	2,9
Ierland	5,9	0,9
Nederland	1,1	1,3
Portugal	5,3	5,0
Spanje	5,1	7,0
Ver. Koninkrijk	8,3	9,6
Oostenrijk	2,9	0,6

Variabiliteit van de reële wisselkoers in de VS: Noordoosten ten opzichte van:

Centrale noorden	1,5
Zuiden	1,3
Westen	1,3

Bron: De standaarddeviatie is berekend op basis van maandelijkse gegevens afkomstig uit IMF, *International Financial Statistics*. Bij gebrek aan maandelijkse gegevens zijn de cijfers voor Ierland berekend op kwartaalbasis.

Figuur 3: Nominale convergentie en reële divergentie



De lange overgangsfase maakt de kans op ongelukken (eenzijdige schokken, speculatieve aanvallen) groot. Ook dit was reeds door diverse economen voorspeld. Nu het 'nieuwe EMS' aan zijn instabiliteit is bezwaken, rijst de vraag naar de toekomst van het wisselkoerssysteem in Europa. Is terugkeer naar meer flexibele wisselkoersen de beste manier om het probleem van het 'inconsistente kwartet' op te lossen? Een groep Amerikaanse hoogleraren van MIT - onder wie de Nobelprijswinnaars Franco Modigliani, Paul Samuelson en Robert Solow - beoordeelt de ondergang van het EMS positief: "the liberation of currencies previously trapped in the ERM offers a significant opportunity to recapture the buoyant spirit that animated Europe in the run-up to 1992" (Blanchard et.al., 1993). De vraag is echter hoe flexibele wisselkoersen zich verhouden tot het streven naar economische integratie. De bittere ervaring met concurrerende devaluaties vormde destijds per slot van rekening een belangrijk motief voor de oprichting van het EMS. Monetaire integratie wordt vaak als complement beschouwd voor economische integratie. In het rapport van de commissie-Delors wordt dit sterk benadrukt. Wanneer de Europese economische integratie inderdaad wordt bedreigd door excessieve wisselkoersfluctuaties - hetgeen overigens niet onomstotelijk vast staat - rest de vraag hoe deze kunnen worden beperkt.

De beste manier is om snel een monetaire unie van beperkte omvang (Frankrijk, Duitsland, Oostenrijk en de Benelux-landen) in te voeren. Op grond van de in paragraaf 2 gememoreerde economische argumenten valt deze aanpak goed te verdedigen. Er kleven echter praktische en politieke problemen aan dit voorstel. Praktische problemen betreffen ondermeer: gebrek aan voldoende overeenstemming over prioriteitsstelling (het al gememoreerde Frans-Duitse meningsverschil over de rente), de onderlinge afstemming van het monetaire instrumentarium en het drukken van voldoende geld wanneer nieuwe bankbiljetten worden ingevoerd (het proces van ontwerpen tot drukken van een nieuw bankbiljet vergt gemiddeld zo'n zes jaar)¹⁴. Van groter gewicht zijn echter de politieke problemen. De landen die in eerste instantie buiten de monetaire unie dreigen te vallen, zijn uiteraard niet enthousiast over dit voorstel. Belangrijker is echter dat steeds meer mensen in de Bondsrepubliek er weinig voor voelen. De Bundesbank lijkt steeds minder alleen te staan in zijn kritiek op het verdrag van Maastricht. Wat heeft Duitsland te winnen? Tijdens de onderhandelingen over EMU was dat duidelijk: steun van de andere Europese landen voor de Duitse hereniging. Nu deze een feit is, lijkt de Duitse steun voor een Europese monetaire unie tanende. Waarom zou Duitsland zijn dominerende rol binnen

¹⁴Dit laatste hoeft geen probleem te zijn, wanneer men besluit tot onherroepelijke fixatie van de pariteiten. Betwijfeld kan worden of dit alternatief echter voldoende geloofwaardig is.

monetaire unie tanende. Waarom zou Duitsland zijn dominerende rol binnen de Europese monetaire verhoudingen opgeven? Wat krijgen de Duitsers in de plaats van hun Dmark? De Grauwe (1993a) is van oordeel dat de lange overgangperiode zoals voorzien in het Verdrag van Maastricht slechts dient om belangrijke politieke besluiten uit te kunnen stellen; misschien komt van uitstel wel afstel. In ieder geval is duidelijk dat het voorstel voor snelle invoering van een beperkte Europese monetaire unie politiek thans geen schijn van kans heeft.

Szász (1993) houdt het dan ook voor waarschijnlijk dat de komende tijd geprobeerd zal worden om terug te keren naar een meer stringent wisselkoersstelsel. De vraag is hoe dat stringente stelsel eruit zou moeten zien. Andere EG-landen zouden het Nederlandse voorbeeld kunnen volgen (vgl. Knot en De Haan, 1993). Dat wil zeggen dat ze een geloofwaardig wisselkoersbeleid moeten voeren en de gevolgen van de koppeling van de eigen munt aan de Dmark consequent moeten accepteren, ook als dat beleidsmakers om binnenlandse politieke redenen misschien minder goed uitkomt. Dit betekent in termen van het inconsistente kwartet dat de eigen monetaire soevereiniteit wordt opgegeven. Dat landen als Frankrijk en Italië - laat staan het Verenigd Koninkrijk - een dergelijk beleid willen voeren, achten wij niet erg waarschijnlijk. Per slot van rekening vormde onvrede met de Duitse dominantie binnen de Europese monetaire verhoudingen voor deze landen de voornaamste overweging om te streven naar een Europese monetaire unie.

Het meest waarschijnlijke is dus dat de EG-landen zullen streven naar herstel van het EMS. Terugkeer naar het 'oude EMS', dat wil zeggen een wisselkoerssysteem met smalle bandbreedtes en waarbij herschikkingen plaats vinden indien dit vanwege uiteenlopende economische ontwikkelingen noodzakelijk is en waarbij het rente-wapen tijdig wordt ingezet bij speculatieve aanvallen, lijkt haalbaar. Misschien dat dit ook zekere restricties op het internationale kapitaalverkeer vereist. De voorzitter van de Europese Commissie, Delors, pleitte hier onlangs voor. Wanneer de Europese landen zouden besluiten om deze weg in te slaan, doen ze er goed aan om het voorstel van Eichengreen en Wyplosz (1993) te bestuderen. Deze auteurs hebben voorgesteld om een belasting te heffen op speculatieve kapitaalstromen. Deze belasting zou moeten bestaan uit een tijdelijke kasreserve voor financiële instellingen die open valuta posities innemen. Het doel hiervan is "to throw sand in the wheels of international finance" om aldus voldoende tijd te creëren voor beleidsmakers om een adequaat antwoord te geven wanneer zich een speculatieve aanval voordoet.

Literatuur

- Blanchard, O. c.s., 1993, No reason to mourn, *Financial Times*, 6 augustus
- Branson, W., 1993, Comments, *Brookings Papers on Economic Activity*, nr. 1, 125-129
- De Grauwe, P., 1992, *The Economics of Monetary Integration*, Oxford
- De Grauwe, P., 1993b, The Political Economy of Monetary Union in Europe, paper prepared for the Seminar on Small Countries and the EMU, Joensuu University, Finland, 21 juni 1993
- De Grauwe, P., 1993b, Einde EMS, leve de EMU!, *Economisch Statistische Berichten*, 18 augustus, 758-759
- Dornbusch, R., 1993, Comments, *Brookings Papers on Economic Activity*, nr. 1, 130-136
- Eichengreen, B., 1991, Is Europe an Optimal Currency Area?, *NBER Working Paper*, nr. 3579
- Eichengreen, B. en C. Wyplosz, 1993, The Unstable EMS, *The Brookings Papers on Economic Activity*, nr. 1, 51-143
- Fitoussi, J-P., e.a. (International Policy Group of OFCE), 1993, *Competitive Disinflation, The Mark and Budgetary Politics in Europe*, Oxford
- Giavazzi, F. en L. Spaventa, 1990, The 'New' EMS, in: De Grauwe, P. en L. Papademos (eds), *The European Monetary System in the 1990s*, London, 65-85
- Goldstein, M., e.a., 1993, *International Capital Markets*, Washington
- Gros, D. en N. Thygesen, 1992, *European Monetary Integration*, London
- Knot, K. en J. de Haan, 1993, De geloofwaardigheid en het wisselkoersbeleid in Nederland en Oostenrijk, *Maandschrift Economie*, oktober, 379-387
- Koedijk, C.G. en R.M.W.J. Beetsma, 1993, De nieuwe kleren van de keizer, *Economisch Statistische Berichten*, 18 augustus, 752-754
- Mundell, R., 1993, EMU and the International Monetary System, Oesterreichische Nationalbank, *Working Paper*, nr. 13
- Obstfeld, M., 1986, Rational and Self-Fulfilling Balance-of-Payments Crises, *American Economic Review*, 72, 72-81
- Padoa-Schioppa, T., 1988, The European Monetary System: A Long-term View, in: Giavazzi, F., S. Micossi en M. Müller (eds.), *The European Monetary System*, Cambridge, 369-384
- Portes, R., 1992, EMS and EMU after the fall, *The World Economy*, 16, 1-15
- Szász, A., 1993, Het opgerekte EMS, *Economisch Statistische Berichten*, 18 augustus, 755-757