



EUROPESE CENTRALE BANK

18 december 2003

BELEIDSLIJN VAN DE RAAD VAN BESTUUR VAN DE EUROPESE CENTRALE BANK INZAKE WISSELKOERSAANGELEGENHEDEN BETREFFENDE DE TOETREDENDE LANDEN

I. ALGEMENE BEGINSELEN

Bij toetreding tot de Europese Unie wordt van nieuwe lidstaten vereist dat zij hun wisselkoersbeleid ten dienste stellen aan het gemeenschappelijk belang en prijsstabiliteit nastreven als de hoofddoelstelling van het monetair beleid. Bovendien zal het economisch beleid onderworpen worden aan een aantal multilaterale toezichtsprocedures binnen het EU-beleidskader. Buiten deze verplichtingen echter, die zijn vastgelegd in het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschappen (het Verdrag), is de keuze van de monetaire en wisselkoersstrategie na toetreding tot de EU in eerste instantie een verantwoordelijkheid en prerogatief van de betreffende lidstaat.

De tien nieuwe lidstaten zullen alle tot de Europese Unie toetreden als lidstaten met een derogatie. Dit betekent dat zij, hoewel zij de euro nog niet invoeren, zullen streven naar uiteindelijke invoering van de euro na te hebben voldaan aan de in het Verdrag vastgelegde convergentiecriteria. Het Verdrag voorziet er in dat: (i) nieuwe lidstaten op enig moment na toetreding zullen gaan deelnemen aan het *Exchange Rate Mechanism II* (ERM II); en dat (ii) zij, als zij worden geacht aan de convergentiecriteria van het Verdrag van Maastricht te hebben voldaan, de euro zullen invoeren.

Unilaterale invoering van de gemeenschappelijke munt door middel van 'euroïsering' buiten het Verdragskader zou indruisen tegen de economische gedachtegang achter de Economische en Monetaire Unie, die de uiteindelijke invoering van de euro voorziet als het eindpunt van een gestructureerd convergentieproces binnen een multilateraal kader. Unilaterale 'euroïsering' vormt derhalve geen mogelijkheid om de in het Verdrag vastgelegde fasen voor de invoering van de euro te omzeilen.¹

Aangezien de toetredende landen grote onderlinge verschillen vertonen wat betreft economische structuur, wisselkoers- en monetaire regimes, en de mate van nominale en reële convergentie die reeds is bereikt, bestaat er niet één enkel traject of aanbevolen route naar het ERM II en de invoering van de euro. Opgemerkt zij dat er voor de huidige lidstaten van het eurogebied destijds ook geen sprake was van een dergelijk uniform traject. Daarom zullen gedurende het hele invoeringstraject van de euro, de specifieke omstandigheden en strategieën in de afzonderlijke landen van geval tot geval worden beoordeeld. In dit

¹ Verslag van de Ecofin-Raad aan de Europese Raad te Nice betreffende wisselkoersaspecten van de uitbreiding, Brussel, 8 november 2000, persbericht van de Raad van de EU, nr. 13055/00.

kader kan de Raad van Bestuur van de ECB specifieke aanbevelingen doen aan individuele landen. Net als in het verleden zal het beginsel van gelijke behandeling gedurende het gehele proces van monetaire integratie van toepassing blijven.

II. ERM II

Met de Resolutie van de Europese Raad van 16 juni 1997 (de Resolutie)² werd het ERM II ingesteld teneinde de valuta's van EU-lidstaten buiten het eurogebied te koppelen aan de euro. Het ERM II verving het Europees Monetair Stelsel dat in 1979 in het leven was geroepen. Binnen het kader van het ERM II wordt ten aanzien van alle deelnemende valuta's, wisselkoersstabiliteit expliciet ondergeschikt gemaakt aan de hoofddoelstelling van prijsstabiliteit.

Het ERM II vervult twee rollen, zoals uiteengezet in de Resolutie. Ten eerste functioneert het als een raamwerk voor het sturen van wisselkoersen tussen de valuta's van de aan het ERM II deelnemende lidstaten en de euro, en ten tweede speelt het een rol in het kader van de convergentiecriteria voor invoering van de euro. Eerstgenoemde rol is gebaseerd op twee kernbepalingen in de Resolutie, namelijk die waarin wordt gesteld dat duurzame convergentie van de economische *fundamentals* een voorwaarde is voor houdbare wisselkoersstabiliteit, en waarin tegelijkertijd wordt onderstreept dat het wisselkoersmechanisme ertoe zal bijdragen dat de lidstaten buiten het eurogebied die deelnemen aan het mechanisme hun beleid richten op stabiliteit, dat het de convergentie bevordert, en dat het de lidstaten zodoende helpt bij hun inspanningen om de euro in te voeren.³ Deze bepalingen laten zien hoe het wisselkoersmechanisme omgaat met de complexe verhouding tussen economische *fundamentals* en wisselkoersstabiliteit. De tweede rol van het ERM II is vastgelegd in artikel 121 van het Verdrag en het overeenkomstige aan het Verdrag gehechte Protocol betreffende de convergentiecriteria. Het ERM II fungeert derhalve als een testfase voor zowel de spilkoers als de duurzaamheid van convergentie in het algemeen.

Belangrijkste kenmerken

Het ERM II is een multilateraal mechanisme van vaste, maar aanpasbare wisselkoersen met een spilkoers en een standaardfluctuatiemarge van $\pm 15\%$. Het economisch beleid van de deelnemende lidstaten dient in overeenstemming te zijn met het handhaven van de spilkoers en aldus een verstoring van de wisselkoersverhoudingen te voorkomen.

² Resolutie van de Europese Raad inzake de instelling van een wisselkoersmechanisme in de derde fase van de Economische en Monetaire Unie, Amsterdam, 16 juni 1997 (Publicatieblad C 236, 2 augustus 1997, p.5-6). Zoals voorzien in de Resolutie, zijn de operationele procedures van het ERM II vastgelegd in de Overeenkomst van 1 september 1998 tussen de Europese Centrale Bank en de nationale centrale banken van de lidstaten buiten het eurogebied, in welke overeenkomst de operationele procedures voor een wisselkoersmechanisme in de derde fase van de Economische en Monetaire Unie zijn uiteengezet (Publicatieblad C 345, 13 november 1998, p.6-12).

³ Lid 1.1 respectievelijk 1.3 van de Resolutie.

Bij het bereiken van de boven- of ondergrens van de fluctuatiemarge is interventie in principe automatisch en onbeperkt, tenzij deze de hoofddoelstelling van prijsstabiliteit in de lidstaat of in het eurogebied doorkruist. Teneinde dergelijke interventies te ondersteunen, kan zeer kortetermijnfinanciering beschikbaar worden gesteld.

Het ERM II is gebaseerd op een multilaterale overeenkomst tussen de betreffende lidstaat, de landen die deel uitmaken van het eurogebied, de ECB en andere aan het mechanisme deelnemende lidstaten. In deze context worden besluiten betreffende spilkoersen en, mogelijk, smallere fluctuatiefbanden genomen in onderlinge overeenstemming van de deelnemende partijen, met inbegrip van de ECB. Alle aan het mechanisme deelnemende partijen, met inbegrip van de ECB, hebben het recht een confidentiële procedure inzake heroverweging van de spilkoersen te starten. Dergelijke herschikkingen kunnen noodzakelijk zijn, bijvoorbeeld wanneer de evenwichtswisselkoersen in de loop der tijd veranderen, zoals blijkt uit de door de huidige lidstaten opgedane ervaringen.

Het ERM II kan ruimte bieden aan kenmerken van een aantal wisselkoersstrategieën die thans in de toetredende landen worden gevolgd. Niet verenigbare elementen ten opzichte van het ERM II zijn de gevallen van *free floating* (of *managed floats* zonder een onderling overeengekomen spilkoers), *crawling pegs*, en koppelingen aan andere valuta's dan de euro.⁴ Wat betreft de *currency boards*, beschouwt de ECB deze niet als substituut voor deelname aan het ERM II, hetgeen inhoudt dat van landen die een *currency board* hebben, zal worden vereist dat zij ten minste twee jaar aan het ERM II hebben deelgenomen voorafgaand aan de convergentiebeoordeling die plaatsvindt ter bepaling of een land de euro mag invoeren. Landen die echter een op de euro gebaseerde *currency board* hebben die duurzaam wordt geacht, hoeven mogelijk niet tweemaal van wisselkoersregime te veranderen, d.w.z. het laten zweven (*floaten*) van de valuta binnen het ERM II om deze in een later stadium te herkoppelen aan de euro. Dergelijke landen mogen derhalve aan het ERM II deelnemen met een *currency board* als unilaterale committering, waarmee de discipline binnen het ERM II wordt bevorderd. De ECB heeft echter benadrukt dat een dergelijke regeling van geval tot geval zal worden beoordeeld, en dat overeenstemming zal dienen te worden bereikt over de spilkoers ten opzichte van de euro.

Zoals voorzien in de Resolutie, kunnen op verzoek van de betreffende lidstaat buiten het eurogebied formeel overeengekomen fluctuatiemarges worden vastgesteld die smaller zijn dan de standaardfluctuatiemarge. Dergelijke besluiten zullen van geval tot geval worden genomen en zouden, net als in het verleden, als uitzonderingen worden beschouwd, in aanmerking nemend dat de standaardfluctuatiemarge passend is voor de lidstaten die zich in een convergentieproces bevinden. Multilateraal overeengekomen smalle fluctuatiemarges kunnen slechts in een zeer gevorderd convergentiestadium worden overwogen, zoals in het geval van Denemarken⁵.

⁴ Verslag van de Ecofin-Raad aan de Europese Raad te Nice betreffende wisselkoersaspecten van de uitbreiding, Brussel, 8 november 2000, persbericht van de Raad van de EU, nr. 13055/00.

⁵ Denemarken neemt deel aan het ERM II op basis van een multilateraal overeengekomen fluctuatiemarge van $\pm 2,25\%$.

Deelname aan het mechanisme

Lidstaten buiten het eurogebied kunnen op basis van vrijwilligheid deelnemen aan het ERM II. Aangezien deelname aan het ERM II echter een voorwaarde is voor de uiteindelijke invoering van de euro, worden nieuwe lidstaten geacht op enig moment tot het mechanisme toe te treden. Deelname aan het ERM II kan op elk moment na toetreding tot de EU geschieden. Hoewel de procedure om aan het ERM II deel te nemen op elk moment door de betreffende lidstaat gestart kan worden en niet gekoppeld is aan specifieke kalenderdagen, dienen de hoofdkenmerken, in het bijzonder de spilkoers en de breedte van de fluctuatiemarge, door alle bij het mechanisme betrokken partijen onderling te worden overeengekomen.

Toetreding tot het ERM II is niet onderhevig aan een reeks vooraf bepaalde criteria, en er zijn geen vereisten waaraan vooraf moet worden voldaan om aan het mechanisme deel te kunnen nemen. Teneinde een soepele deelname aan het ERM II te waarborgen, zou het echter noodzakelijk zijn dat aanzienlijke beleidsaanpassingen – bijvoorbeeld met betrekking tot prijsliberalisering en begrotingsbeleid – vóór deelname aan het mechanisme worden doorgevoerd en dat een geloofwaardig begrotingsconsolidatietraject wordt gevolgd. Bovendien is, net als bij welk wisselkoersregime dan ook, deelname aan het ERM II slechts één element van het totale beleidskader en dient dit derhalve niet als een op zichzelf staande stap te worden gezien. Deelname dient verenigbaar te zijn met andere elementen van dit totale beleidskader, in het bijzonder met de monetaire, begrotings- en structurele beleidsmaatregelen.

De gekozen spilkoers dient de best mogelijke beoordeling van de evenwichtswisselkoers op het moment van toetreding tot het mechanisme te weerspiegelen. De beoordeling dient te zijn gebaseerd op een brede reeks van economische indicatoren en ontwikkelingen, waarbij tevens rekening wordt gehouden met de marktcoers. Geen van de partijen bij de overeenkomst kan de uitkomst van een dergelijke beoordeling vooraf bepalen.

Besluiten over spilkoersen worden genomen met onderlinge instemming van de verschillende aan het ERM II deelnemende partijen. Bijgevolg zijn unilaterale aankondigingen van de voorgenomen spilkoersen niet in overeenstemming met het multilaterale karakter van het arrangement en dienen te worden vermeden. Zij zouden in ieder geval geen invloed hebben op de uiteindelijke keuze van een spilkoers.

Herschikkingen van de spilkoersen dienen tijdig te geschieden. Wat dit betreft bepaalt de ERM II-Resolutie dat alle partijen een procedure kunnen starten gericht op heroverweging van de spilkoers. Dergelijke herschikkingen kunnen nodig zijn, bijvoorbeeld wanneer evenwichtswisselkoersen in de loop der tijd veranderen, zoals blijkt uit de door de huidige lidstaten opgedane ervaringen. Dergelijke ontwikkelingen zijn waarschijnlijk des te relevanter in een situatie van reële convergentie, in het geval van belangrijke veranderingen in de externe concurrentiekracht, of in een situatie van inconsistent macro-economisch beleid.

Duur van de deelname

Het Verdrag bepaalt de minimum periode van deelname aan het ERM II voorafgaand aan invoering van de euro.⁶ In een aan het Verdrag gehecht protocol wordt het criterium voor deelname aan het wisselkoersmechanisme nader uiteengezet. Hierin wordt gesteld dat een lidstaat zich ten minste twee jaar vóór de beoordeling zonder grote spanningen dient te hebben gehouden aan de standaardfluctuatiemarges waarin het wisselkoersmechanisme voorziet. Meer in het bijzonder dient de lidstaat de spilkoers van zijn valuta ten opzichte van de euro binnen dezelfde periode niet op eigen initiatief te hebben gedevalueerd.⁷ Van lidstaten wordt derhalve verwacht dat zij voor minimaal twee jaar voorafgaand aan de convergentiebeoordeling die leidt tot uiteindelijke invoering van de euro, hebben deelgenomen aan het mechanisme.

Buiten de minimum periode van deelname aan het ERM II van twee jaar voorafgaand aan de convergentiebeoordeling, zijn er geen beperkingen voor nieuwe lidstaten wat betreft de duur van deelname aan het ERM II. Ofschoon van alle nieuwe lidstaten uiteindelijk wordt verwacht dat zij toetreden tot het eurogebied, is er geen tijdspad voorzien en kan er geen *ex ante* garantie worden gegeven betreffende een beperking van de duur van deelname aan het mechanisme. De duur van deelname aan het ERM II dient derhalve te worden beoordeeld op basis van wat het meest bijdraagt aan het convergentieproces, in plaats van op basis van de vereiste minimum periode van twee jaar.

Er mag niet van de veronderstelling uit worden gegaan dat de aanvankelijke spilkoers ook de uiteindelijke conversiekoers bij invoering van de euro zal zijn. Dit komt niet alleen door het feit dat herschikkingen nodig kunnen blijken, maar ook vanwege de relevante institutionele bepalingen: de besluiten over spilkoersen en die over conversiekoersen worden afzonderlijk, op verschillende tijdstippen, en via verschillende besluitvormingsprocessen genomen.

Belangrijke overwegingen betreffende deelname

De besluiten betreffende het tijdstip van toetreding en de duur van deelname aan het ERM II dienen gebaseerd te zijn op de mate waarin deelname aan het mechanisme de vooruitzichten voor het bereiken van duurzame convergentie van economische *fundamentals* verbetert. Het algehele doel van dit proces dient te zijn het bevorderen van macro-economische stabiliteit in de nieuwe lidstaten, daarmee de best mogelijke bijdrage leverend aan duurzame groei en reële convergentie. De nieuwe lidstaten dienen tevens in overweging te nemen in welke mate de beperking van hun wisselkoersstabiliteit kan helpen bij het verankeren van de inflatieverwachtingen en het nastreven van een gezond macro-economisch en

⁶ Zie het derde streepje van artikel 121, lid 1. Het vierde streepje van artikel 121, lid 1, waarin het rentecriterium wordt uiteengezet, verwijst tevens op de volgende wijze naar deelname aan het ERM II: “*de duurzaamheid van de door de lidstaat bereikte convergentie en van zijn deelneming aan het wisselkoersmechanisme van het Europees Monetair Stelsel, hetgeen tot uitdrukking komt in het niveau van de rentevoet voor de lange termijn.*”

⁷ Het protocol betreffende de convergentiecriteria waarnaar in artikel 121 van het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschappen wordt verwezen.

structuurbeleid kan stimuleren, aldus reële en nominale convergentie bevorderend. Hoewel deelname aan het ERM II op zichzelf geen garantie vormt voor ondersteunend en consistent macro-economisch en structuurbeleid, kan het mogelijk als katalysator fungeren, daarmee het disciplinaire effect van dergelijk beleid vergrotend.

Teneinde hun optimale strategie te bepalen ten aanzien van het ERM II en uiteindelijke invoering van de euro, zullen nieuwe lidstaten rekening dienen te houden met de specifieke omstandigheden van hun land, waaronder hun algehele monetaire-integratiestrategie, het monetaire en wisselkoersbeleidskader en de begrotingspositie. Verder dient door hen in aanmerking te worden genomen in welke mate het overgangsproces en de voortgang met het maken van een inhaalslag in de reële-inkomenssfeer, gevolgen zou kunnen hebben voor de gewenste graad van aanpasbaarheid van hun wisselkoersen. Gezien de risico's die zijn verbonden aan een voortijdige rigiditeit van de wisselkoers, zou het voor sommige nieuwe lidstaten wenselijk kunnen zijn om pas na het bereiken van een verdere graad van convergentie een verzoek tot deelname aan het ERM II te doen. Dit is met name aan te bevelen wanneer een voortijdige rigiditeit van de wisselkoers zou kunnen leiden tot wanordelijke herschikkingen met mogelijk ontwrichtende economische gevolgen, ook voor de geloofwaardigheid van het mechanisme als geheel. Voor andere nieuwe lidstaten, die belangrijke structurele hervormingen hebben doorgevoerd en in staat zijn gebleken verder te convergeren door middel van gezond economisch beleid en een wisselkoersregime dat in beginsel verenigbaar is met het ERM II, kan deelname aan het mechanisme snel na toetreding geschieden, mits er onderlinge overeenstemming bestaat inzake de spilkoers.

In bepaalde gevallen kunnen nieuwe lidstaten het wenselijk achten om langer binnen het ERM II te blijven, terwijl verdere convergentie plaatsvindt. Daarnaast kan verdere voortgang naar duurzame convergentie van economische *fundamentals*, structurele hervormingen en de inhaalslag in de inkomenssfeer, resulteren in veranderingen van de reële evenwichtswisselkoers die mogelijk moeilijker te verwezenlijken zijn door uitsluitend binnenlandse prijsveranderingen. In een dergelijk scenario zou het noodzakelijk zijn langer binnen het ERM II te blijven en, indien nodig, de spilkoers aan te passen, alvorens de wisselkoers onherroepelijk vast te leggen en de euro in te voeren.

III. DE INVOERING VAN DE EURO

Van alle nieuwe lidstaten wordt verwacht dat ze te zijner tijd de euro zullen invoeren zodra ze worden geacht te hebben voldaan aan de voorwaarden die in het Verdrag worden gesteld. Deze voorwaarden omvatten een beoordeling van de duurzaamheid van de mate van nominale convergentie die is bereikt. Bij deze beoordeling zal tevens, overeenkomstig artikel 121, lid 1, van het Verdrag, de ontwikkeling van de lopende rekening van de betalingsbalans, en de ontwikkeling van de loonkosten per eenheid product en andere prijsindices in aanmerking worden genomen. Net als in het verleden zal het oordeel per geval

worden gevormd, en zal daarbij rekening moeten worden gehouden met de specifieke situatie van elk afzonderlijk land.

De beoordeling dient te zijn gebaseerd op het beginsel van gelijke behandeling met de huidige lidstaten. Derhalve zullen geen aanvullende criteria worden gesteld voor invoering van de euro door de nieuwe lidstaten, terwijl er tegelijkertijd geen sprake zal zijn van versoepeling van de in het Verdrag neergelegde criteria, met inbegrip van het criterium betreffende de duurzaamheid van de nominale convergentie. Wat betreft de wisselkoersstabiliteit, verwijst het criterium naar deelname aan het ERM II voor een periode van ten minste twee jaar voorafgaand aan de convergentiebeoordeling zonder grote spanningen, in het bijzonder zonder te devalueren ten opzichte van de euro. De beoordeling van de wisselkoersstabiliteit ten opzichte van de euro zal er met name op zijn gericht te bepalen of de wisselkoers dicht bij de spilkoers ligt, terwijl tevens rekening wordt gehouden met factoren die tot een appreciatie zouden kunnen hebben geleid, hetgeen in overeenstemming is met de procedure zoals die in het verleden is toegepast. In dit verband zal de breedte van de fluctuatiemarge binnen het ERM II de beoordeling van het wisselkoersstabiliteitscriterium onverlet laten. Bovendien wordt het punt betreffende het ontbreken van “grote spanningen” doorgaans benaderd door: (i) te kijken in welke mate de wisselkoersen zijn afgeweken van de ERM-II-spilkoersen ten opzichte van de euro; (ii) gebruik te maken van indicatoren als korte-renteécarts ten opzichte van het eurogebied en het beloop ervan; en (iii) te kijken naar de rol die valuta-interventies hebben gespeeld.