

## De ecu op drift

*Het ontwerpverdrag voor een EMU bevat onder meer een voorstel om de ecu-mand te bevroren. Een alternatief voorstel is de ecu hard te maken. Bevriezing van de ecu-structuur blijkt de meeste zekerheid te bieden voor een grotere aantrekkelijkheid van de ecu.*

In maart 1979 is de ecu ingevoerd als onderdeel van het besluit in de EG over te gaan tot oprichting van het EMS. De ecu kreeg het karakter van een mandvaluta. Deze mand bevat uiteenlopende hoeveelheden van de nationale munten van de EG-lidstaten die aan het EMS deelnemen. Het relatieve belang van een land in zowel het bruto nationaal produkt als de interne handelsstromen van het EMS bepaalt sterk het bedrag van zijn valuta in de ecu-mand. Onderlinge waardeveranderingen van de nationale valuta's in de mand leiden ertoe dat de aandelen van deze valuta's in de mand aan verandering onderhevig zijn. Het aandeel van revaluerende valuta's neemt toe ten koste van dat van devaluerende valuta's. Periodiek worden de aandelen van de valuta's weer in overeenstemming gebracht met hun economische belang. Geleidelijk is enige discussie ontstaan over de doelmatigheid van de gekozen mandmethode. In eerste instantie werd de idee van een bevroren van de mand geopperd, later gevolgd door de gedachte van de z.g. harde ecu. Daartoe zou de ecu zodanig moeten worden aangepast dat in het geval van een herschikking van de koersen in het EMS de ecu niet in waarde daalt ten opzichte van enige nationale valuta in het EMS-gebied. Het ontwerpverdrag voor de EMU, dat op de Europese topconferentie op 9 en 10 december in Maastricht op de agenda staat, bevat het voorstel de ecu-mand te bevroren.

Wij zullen in dit artikel nagaan wat de te verwachten consequenties zijn van deze wijziging van de ecu en tevens aangeven hoe deze zich verhouden tot die van een eventuele overgang naar een harde ecu, een stap die in de toekomst zeker niet behoeft te worden uitgesloten. Aangezien de ecu thans voornamelijk in de beleggings sfeer van betekenis is, zal hier de nadruk liggen op de gevol-

gen voor de aantrekkelijkheid van deze op drift geraakte ecu als beleggingsmiddel.

### Ecu-herziening

Er zijn verschillende redenen voor enige onvrede met de huidige methode van waarde- en rentebepaling voor de ecu. Er zijn drie overwegingen van politieke aard. In verschillende EMS-landen bestaat de vrees dat de EMU niet alleen de facto, maar zelfs de jure een Duitse-marktblok wordt. Vandaar dat een kracht-dadige ondersteuning van de ecu is vereist. Een belangrijke ingreep in die richting is het ontwikkelen van de ecu tot een valuta die minstens zo sterk is als de D-mark. Een tweede overweging is dat het streven in de richting van een krachtige EMU ondersteuning moet krijgen van een beoogde gemeenschappelijke valuta die zich nu al als een sterke valuta manifesteert. De derde politieke reden is dat verschillende landen zich hebben uitgesproken voor een versterking van de ecu, waardoor ook de overige EMS-landen hiervoor open staan in een poging de eenheid in het EMS te bewaren. Daarnaast is er nog een financiële reden. De mogelijkheid dat de ecu-mand periodiek kan worden aangepast, draagt bij aan de financiële risico's en derhalve de onrust in het ecu-segment van de financiële markten. Het is belangrijk moeilijk dit soort risico's af te dekken. Het is in het licht van deze overweging van financiële aard begrijpelijk dat de gedachte aan een bevroren van de ecu-mand, en dus afschaffing van de periodieke herzieningen ervan, sterk leeft. Ze zou bovendien tegemoet komen aan het verlangen de ecu tot een sterkere valuta te maken. De periodieke herzieningen van de mand leiden namelijk tot een daling van de aandelen van de sterke EMS-valuta's. Zonder dergelijke herzieningen zullen de sterke valu-

ta's geleidelijk aan steeds grotere aandelen krijgen. Dit komt de sterkte van de mand en dus van de ecu ten goede komt.

Het z.g. harde-ecuplan komt nog meer tegemoet aan het politieke verlangen naar een sterke ecu. Van het plan tot invoering van een harde ecu zijn thans twee versies in omloop. Als eerste kwam de Britse regering met dat denkbeeld. Daarin functioneert de ecu als dertiende EMS-valuta. Zijn waarde wordt door marktkrachten bepaald. De mandconstructie is dus verdwenen. De ecu dient de sterkste valuta in het EMS te worden. In concreto betekent dit dat bij iedere koersherziening in het EMS de revaluatie van de ecu gelijk moet zijn aan die van de nationale valuta met de hoogste revaluatie. In de periode tussen koersherzieningen in mag de ecu vrijelijk binnen de fluctuatieband bewegen, maar uiteraard de interventiepunten niet overschrijden. Hiertoe dient de koers van de ecu met het rente-instrument te worden gestuurd. Er is derhalve een instantie nodig, de harde-ecubank, die zorgdraagt voor de ecu. Een tweede versie van een harde ecu is gesuggereerd door de Spaanse en de Duitse monetaire autoriteiten. Daarin wordt het doel van de ecu als sterkste EMS-valuta verwezenlijkt door bij iedere koersherziening de ecu-mand zodanig aan te vullen dat de ecu-waarde niet daalt ten opzichte van welke nationale valuta in het EMS dan ook. In het Duitse plan wordt de wijze van aanvulling van de mand nog enigermate geconcretiseerd: niet-devaluerende valuta's dienen te worden toegevoegd. Voor ons onderzoek leveren de plannen voor een harde ecu het grote probleem op dat het beloop van de ecu-rente wordt opengelaten (het Britse plan) of dat ze te weinig concreet zijn over de precieze vorm waarin de ecu-mand bij koersherzieningen wordt uitgebreid (het Duitse en Spaanse plan). Vandaar dat hier een harde ecu zal worden geïntroduceerd die deze onduidelijkheden niet heeft, die toch ook het kenmerk heeft de sterkste EMS-valuta te zijn en die bovendien nog een brug slaat naar een ecu met een vaste mand. Bij iedere herziening van de spilkoersen in het EMS wordt de hoeveelheid van elke valuta in de harde ecu aangevuld, waarbij de onderlinge verhouding van de munten van de betrokken valuta's echter intact blijft, zoals bij een vaste mand. Deze aanvulling is zo groot dat de mand-

ecu ten opzichte van geen der EMS-valuta's in waarde daalt. Aangezien de onderlinge verhouding van de hoeveelheid munten van de nationale EMS-valuta's nooit verandert, is de (gewogen) rentevoet van deze harde ecu altijd gelijk aan die van de ecu met een vaste mand.

### Vormgeving portefeuilles

Voor het aftasten van de aantrekkelijkheid van de drie mogelijke verschijningsvormen van de ecu zal gebruik worden gemaakt van de 'mean variance'-analyse. De grondgedachte ervan is dat een beleggingsmiddel voornamelijk wordt beoordeeld op de te verwachten opbrengstvoet en de onzekerheid rond de verwezenlijking ervan. Deze beleggingskarakteristieken worden veelal benaderd door middel van de gemiddelde waarde en de variantie van de opbrengstvoet in het verleden. Het wezenlijke voordeel van de 'mean variance'-analyse is dat de beleggingskarakteristieken van de onderscheiden beleggingsmogelijkheden in hun onderlinge samenhang worden bezien: ook de co-varianties van hun opbrengstvoeten spelen een wezenlijke rol.

Anders dan op het eerste gezicht lijkt, behoeft een harde ecu uit beleggingsoverwegingen lang niet altijd te worden geprefereerd. De wisselkoerswinst op een harde ecu zal inderdaad nooit lager uitvallen dan die op een mand-ecu. Voor wat betreft

**Tabel 1. Optimale internationale driemaandsbeleggingen, in procenten, over de periode 1983-2 tot 1990-3**

Aard ecu	Ecu	Dollar	Yen	Mark	Pond	Totaal
Aanpasb. mand	32,6	7,9	15,3	25,3	19,0	100,1
Vaste mand	34,7	7,9	15,4	23,1	19,0	100,1
Harde ecu	27,5	8,8	16,1	25,9	21,6	99,9

de renteopbrengst bestaat die zekerheid evenwel niet. Evenmin is op voorhand duidelijk welke ecu-vorm de laagste standaarddeviatie van de opbrengstvoet oplevert. De harde ecu heeft daarbij het nadeel dat zij bij een wisselkoersherziening in het EMS altijd een minstens zo sterke koersverandering ondergaat als de mand-ecu. Deze abrupte verandering verhoogt de standaarddeviatie. Dit nadeel is in de praktijk zichtbaar in de moeilijkheid van een adequate afdekking van dit koersrisico. Een andere reden waarom een harde ecu niet altijd de voorkeur zal krijgen, is dat het niet bij voorbaat duidelijk is wat per saldo zijn uitwerking op de co-varianties ten opzichte van de andere beleggingen zal zijn. Tot slot is ook het criterium op grond waarvan de belegger zijn keuze uit de veelheid van efficiënte beleggingsportefeuilles maakt van groot belang voor de uiteindelijke aantrekkelijkheid van de harde ecu. In dit artikel zal de minimale variantie als criterium worden gehanteerd.

In dit onderzoek is gekozen voor een potentiële beleggingsportefeuil-

le die naast de ecu bestaat uit beleggingen in de Amerikaanse dollar, de Duitse mark, het Britse pond en de Japanse yen. Dit zijn de vier veruit belangrijkste valuta's in de financiële wereld. De te onderzoeken periode loopt van april 1983 tot medio 1990. De eerste jaren van het EMS zijn buiten beschouwing gelaten, omdat zich daarin betrekkelijk veel wisselkoersaanpassingen in het EMS voordeden. Na de herschikking van maart 1983 kwamen deze aanpassingen nog slechts sporadisch voor. Dat zal onzes inziens ook het toekomstbeeld van het EMS zijn.

Verder is gekozen voor een analyse van driemaandsbeleggingen. Voor het bepalen van de opbrengstvoet van een bepaalde belegging wordt de gegeven rentevoet voor beleggingen van drie maanden vermeerderd met de in die periode gerealiseerde (procentuele) wisselkoerswinst, over zowel de hoofdsom als de uit te keren rente. Gekozen is voor maandelijkse waarnemingen van deze opbrengstvoet<sup>1</sup>.

Een ernstige complicatie bij een internationale toepassing van de 'mean variance'-analyse is de gevoeligheid van de uitkomsten voor de valuta waarin de opbrengstvoeten van de beleggingen worden uitgedrukt. Voor het verkrijgen van een evenwichtig beeld is het noodzakelijk dat de berekeningen worden uitgevoerd met diverse numerairs. In dit onderzoek is voor de volgende numerairs gekozen: alle huidige EMS-valuta's met uitzondering van die van de twee kleine lidstaten Griekenland en Portugal<sup>2</sup> en daarnaast de valuta's van de VS en Japan.

### De marktkracht van de ecu's

In de tabellen 1 en 2 zijn de resultaten zichtbaar gemaakt van de toepassing van de 'mean variance'-analyse op de drie onderscheiden vormen

**Tabel 2. Optimale portefeuilles en ecu-karakteristieken voor vier numerairs**

Numerair/ Aard ecu	Optimale portefeuille				Ecu			
					Gem. wisselkoerswinst	Gem. rente	Gem. opbr. voet <sup>a</sup>	Stand. deviatie w.k.-winst
<i>Gulden</i>	ecu	DM	£					
Aanp. mand	8,6	90,9	0,5	-0,38	2,02	1,63	0,77	
Vaste mand	14,2	85,8	0,0	-0,28	1,96	1,68	0,67	
Hard	6,4	92,3	1,3	0,04	1,96	1,99	0,97	
<i>D-mark</i>	ecu	\$						
Aanp. mand	99,4	0,6		-0,39	2,02	1,62	0,81	
Vaste mand	98,5	1,5		-0,29	1,96	1,67	0,72	
Hard	99,2	0,8		0,02	1,96	1,98	1,02	
<i>Dollar</i>	ecu	DM	¥	£				
Aanp. mand	29,5	2,5	35,6	32,4	1,09	2,02	3,14	5,87
Vaste mand	31,5	0,5	35,7	32,3	1,20	1,96	3,18	5,86
Hard	1,3	20,5	37,0	41,3	1,53	1,96	3,52	6,18
<i>Yen</i>	ecu	DM	\$	£				
Aanp. mand	0,0	50,9	22,8	26,3	-0,47	2,02	1,54	4,41
Vaste mand	0,0	50,9	22,8	26,3	-0,37	1,96	1,59	4,40
Hard	55,7	0,2	23,6	20,5	-0,06	1,96	1,90	4,37

a. De gemiddelde opbrengstvoet kan iets afwijken van de voorgaande twee opbrengstcomponenten omdat tevens de koerswinst op de rente is opgenomen.

1. De data zijn ontleend aan diverse nummers van *International Financial Statistics* van het Internationale Monetair Fonds en Morgan Guaranty Trust Company, *World Financial Markets*, New York.  
2. Voor deze landen waren geen rentevoeten voor de gehele onderzochte periode te verkrijgen.

van de ecu: de huidige vorm met de periodiek aanpasbare mand, de mand met een vaste samenstelling die overeenkomt met de in 1979 geïntroduceerde mand en verder de harde ecu zoals die in het voorgaande is geconcretiseerd.

In tabel 1 zijn de geaggregeerde cijfers gepresenteerd. De optimale portefeuilles zijn daarbij per numerair berekend en vervolgens via de relatieve bruto nationale produkten van de landen van de beleggers geaggregeerd. In de tabel is te zien dat de huidige ecu in de gewenste beleggingsportefeuille een substantieel aandeel heeft. In de concurrentiestrijd met imposante valuta's als de dollar, yen, mark en het pond is het aandeel van de ecu met 32,6% zelfs het grootst. Bevriezing van de mand blijkt de positie van de ecu nog te versterken. Het aandeel stijgt dan naar 34,7%. Bij invoering van de harde ecu valt het ecu-aandeel echter terug tot 27,5%, waarmee het zelfs lager is dan dat van de ecu in de huidige vorm.

Tabel 2 bevat de gedesaggregeerde cijfers voor vier landen. Zij leveren samen een bijdrage van zo'n 75% aan de geaggregeerde portefeuille en geven derhalve een aardige indicatie van de relevantie van specifieke numerairs voor de marktaandelen van de beleggingsvaluta's. In de laatste vier kolommen van de tabel zijn de beleggingskarakteristieken van de drie ecu-varianten weergegeven. Dat beeld is niet verrassend. De vaste mand heeft in vergelijking met de huidige ecu een waardeontwikkeling die circa 0,10% per kwartaal sterker is. Doch dit gaat ten koste van de renteopbrengst die per kwartaal gemiddeld 0,06% achterblijft. In deze verschillen komt de grotere invloed van de sterke valuta's in de vaste mand naar voren: zij stuwen de waarde van de vaste mand op, maar hebben in vergelijking met de zwakkere EMS-valuta's lagere rentevoeten. Gezien de vormgeving van de harde ecu is het verklaarbaar dat zijn gemiddelde koerswinst die van de vaste mand overtreft (met ruim 0,3%) en dat de rentevoeten van deze beide ecu-varianten aan elkaar gelijk zijn. Voor de beide gepresenteerde EMS-landen blijkt de wisselkoerswinst van de vaste mand wat stabiel te zijn dan die van de huidige ecu. Hier is waarschijnlijk op-nieuw de grotere invloed van de sterkere EMS-valuta's merkbaar; zij zijn namelijk tevens de nationale valuta's van deze beide landen. Voor de Ver-

enigde Staten en Japan, maar ook voor de overige EMS-landen, is dit verschil in stabiliteit van de wisselkoerswinst geringer. De harde ecu blijkt ten aanzien van deze stabiliteit duidelijk slechter te scoren, zij het niet over de gehele linie, getuige het geval dat de yen numerair is.

De ecu blijkt het voor Duitsland uitstekend te doen; voor Nederland doet zich het andere uiterste voor. Terwijl het aandeel van de ecu in de gewenste portefeuilles van de Duitse beleggers vrijwel 100% is, beweegt het ecu-aandeel zich voor Nederland rond de 10%. Daarbij wordt de vaste mand met een aandeel van ruim 14% duidelijk nog het sterkst geprefereerd. De uitkomsten voor Nederland laten verder zien dat de D-mark een te grote concurrent voor de ecu is. Het positieve element van de D-mark is de lage standaarddeviatie van de koersverandering ten opzichte van de gulden (slechts 0,27); zijn nadeel is de relatief lage gemiddelde opbrengstvoet (maar 1,63), die wordt veroorzaakt door de relatief lage Duitse rente. Het grote verschil met de Duitse beleggers is natuurlijk dat voor hen de D-mark geen optie kan zijn bij het samenstellen van de gewenste internationale-beleggingsportefeuille.

Voor de beleggers van buiten het EMS in tabel 2 is de marktpositie van de harde ecu duidelijk afwijkend van die van de mand-ecu's. Voor de Verenigde Staten is het marktaandeel van de harde ecu verwaarloosbaar, terwijl de mand-ecu's toch rond de 30% scoren. Voor Japanse beleggers daarentegen is de harde ecu veruit het aantrekkelijkst. Dit lijkt te worden ingegeven door het feit dat met de yen als numerair de hoge gemiddelde opbrengstvoet van de ecu geen tegenwerking ondervindt van een relatief hoge standaarddeviatie van de wisselkoerswinst.

### Slotbeschouwing

De ecu in zijn huidige vorm blijkt voor beleggers, gezien de uitkomsten van de in dit artikel toegepaste optimale-portefeuilletheorie, goede beleggingskarakteristieken te bezitten. Zijn portefeuilleaandeel bedraagt 33%. Dit is bij voorbeeld beter dan de Duitse mark, met een aandeel van 25%, en zelfs veel beter dan de dollar, die op 8% blijft steken. Op het eerste gezicht lijkt er dan ook geen aanleiding de wijze waarop de waarde en de rente van de ecu worden bepaald, te veranderen. Voor de toekomst dreigt er echter ge-

vaar voor de ecu. De ecu heeft sterk geprofiteerd van het feit dat er vanaf 1983 opvallend weinig wisselkoersherzieningen in het EMS zijn geweest. De onderlinge koersveranderingen van de EMS-valuta's hebben daardoor geen gelijke tred gehouden met de divergentie in de nationale inflatievoeten. Deze divergentie gaf aanleiding tot sterk uiteenlopende nationale nominale rentevoeten. Pas na verloop van enige jaren werd een convergentie zichtbaar van de inflatie- en rentevoeten in het EMS. De ecu heeft zijn voordeel kunnen doen met deze asynchrone convergentie naar een uiteindelijk definitief evenwicht in het EMS. Zijn waarde bleef daardoor nauwelijks achter bij die van de sterkste EMS-valuta's, terwijl anderzijds de rentevergoeding op ecu's aanvankelijk beduidend hoger lag.

Gezien de recente convergentie van rentevoeten in het EMS is het te verwachten dat de concurrentie voor de ecu van nationale EMS-valuta's in de naaste toekomst sterk zal toenemen<sup>3</sup>. Op grond van verschillende aanwijsbare politieke overwegingen is daarom een versterking van de ecu gewenst. Hoewel bedacht dient te worden dat de uitkomsten zijn beïnvloed door de gekozen onderzoeksuitgangspunten en daarom met enige onzekerheid zijn omgeven, blijkt de bevriezing van de samenstelling van de ecu-mand volgens onze berekeningen tot een verbetering van de positie van de ecu te leiden. Zijn beleggingsaandeel zou erdoor tot 35% stijgen. De overgang naar een harde ecu zou daarentegen een verlaging van het aandeel tot 27% tot gevolg hebben. Een valuta-mand met vaste samenstelling vormt derhalve een aanbevelenswaardige verankering voor de ecu.

**H. Jager  
E. de Jong**

De auteurs zijn als hoogleraar en universitair hoofddocent verbonden aan de vakgroep macro-economie van de Universiteit van Amsterdam. Zij danken de staf van het Centrum voor Economische Studies van de Katholieke Universiteit Leuven voor hun opbouwende kritiek. Een uitgebreidere versie van dit artikel met enige alternatieve berekeningen is verkrijgbaar bij de auteurs.

3. Zie voor een beeld dat dan voor de ecu ontstaat H. Jager en E. de Jong, The exchange rate mechanism of the EMS and the ecu as a reserve asset: an impending incompatibility, *European Economic Review*, vol. 31, 1987, blz. 1071-91.