

## De escudo in het EMS

Portugal heeft de periode waarin het land het voorzitterschap van de Europese Gemeenschap bekleedt (de eerste helft van 1992), benut om de escudo op te nemen in het wisselkoersmechanisme van het EMS.

Daarbij zal een bandbreedte van 6% worden gehanteerd. Hoewel over een toetreding al werd gespeculeerd, kwam het moment toch eerder dan in het algemeen werd verwacht. Vooral de afname van de prijsstijging was voor Portugal de aanzet om de escudo in het wisselkoerssysteem onder te brengen. Het Portugese initiatief moet worden gezien als een duidelijke politieke wilsverklaring om zo snel mogelijk aan de voorwaarden voor toetreding tot de EMU te voldoen. Het land wil zich in de derde fase bij de kopgroep voegen.

De toetreding van de escudo tot het EMS per 6 april werd voorafgegaan door een periode van anderhalf jaar waarin de munt zich de facto reeds binnen de huidige bandbreedte bevond (zie figuur 1). Door zich nu ook officieel aan dit beleid te committeren is het wisselkoersrisico verder afgenomen, waardoor het renteniveau kan dalen.

### Economie

De Portugese economie vertoonde bij de toetreding tot de EG in 1986 in veel sterkere mate dan Spanje een

achterstand ten opzichte van de rest van de EG. Behalve een sterk achtergebleven industriële basis was er in Portugal een grote mate van regionale ongelijkheid met een overwegend arm en agrarisch zuiden en een meer geïndustrialiseerd en in het algemeen welvarender noorden. Een lange periode van isolement tot de jaren zestig, na de anjerrevolutie van 1974 gevolgd door een periode van politieke instabiliteit waren hier de voornaamste oorzaken van. De sterke mate van overheidsinvloed via de in 1974 genationaliseerde banken en bedrijven zorgde bovendien voor een aanzienlijke misallocatie van middelen.

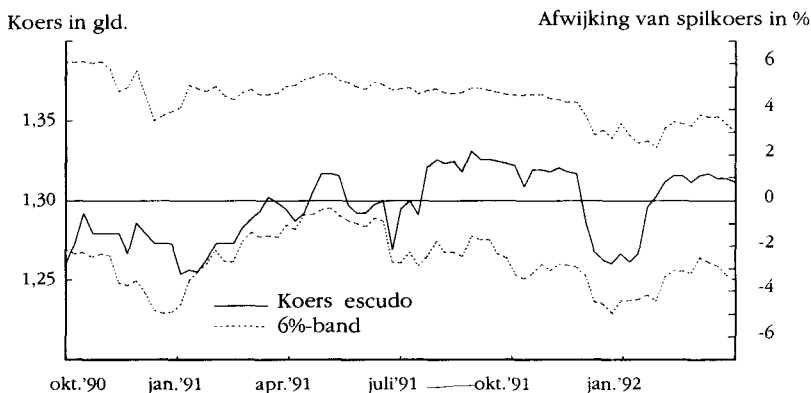
Sinds 1986 hebben zich echter in snel tempo veranderingen voltrokken. De belangrijkste economische hervormingen waren het vereenvoudigen van het belastingstelsel, de privatisering, het liberaliseren van het kapitaalverkeer, het verbeteren van de infrastructuur en het moderniseren van de industrie. De toetreding van Portugal tot de EG ging bovendien gepaard met een herstel van de politieke stabiliteit onder de rechts van het midden staande sociaal-democratische partij van premier Cavaco Silva. Cavaco Silva was de eerste premier, na de omverwerping van de dictatuur in 1974, die zijn gehele ambtsperiode uitzat en deze bovendien bij de algemene verkiezingen in 1991 opnieuw wist te verlengen. Dit alles zorgde voor een toegenomen vertrouwen in de economie en daarmee gepaard gaand een sterke groei van zowel de particuliere consumptie als de bedrijfsinvesteringen, bij een zich eveneens krachtig ontwikkelende export. De groei van de economie bedroeg tussen 1986 en 1990 gemiddeld 4,5% per jaar, in vergelijking met een gemiddelde groei in de EG van 3,1%.

De hiervoor genoemde structurele hervormingen, te zamen met de EG-bijdragen en een gematigd expansief budgettair beleid, zorgden voor een snelle vermindering van de achterstand ten opzichte van de EG. De invoering van de btw in 1986 en de belastinghervorming van 1989 versterkten bovendien de inkomstenbasis van de overheid. Daarnaast maakte de privatiseringswet van 1990 volledige privatisering van overheidsbedrijven, waaronder ook het bank- en verzekeringswezen, mogelijk.

Een niet onaanzienlijke bijdrage aan het snelle moderniseringsproces dat zich sinds 1986 heeft voltrokken, werd geleverd door subsidies van de EG. De netto-transfer van EG-middelen bedraagt circa 2,5% van het bbp. Het merendeel hiervan was bestemd voor investeringen op infrastructureel gebied en voor speciale programma's ter stimulering van de landbouw en de industrie. Het industrieprogramma richt zich daarbij vooral op de sterk verouderde textiel- en kledingsector. Deze sector is goed voor circa 38% van de totale export.

De economische structuur van Portugal is sinds 1986 aanmerkelijk verbeterd. Niettemin blijft het land als kleine open economie gevoelig voor externe schokken. De olieprijsstijging van eind 1990, te zamen met een krachtig blijvende binnenlandse vraag en toegenomen spanningen op de arbeidsmarkt, had dan ook een sterk prijsopdrijvend effect. Pas in 1991 zorgde de voortzetting van het strakke monetaire beleid voor een afname van de bbp-groei tot 2%, en nam de inflatie af van 13,1% in 1990 tot 11,4%. Inmiddels is de inflatie in februari 1992 ten opzichte van een jaar eerder tot 7,7% gedaald. Het tekort op de lopende rekening steeg echter van 0,4% in 1990 tot 2% in 1991. Dit werd evenwel ook in 1991 meer dan gecompenseerd door een aanzienlijke instroom van kapitaal (zie figuur 2). De Portugese monetair autoriteiten zagen zich daarmee voor hetzelfde beleidsdilemma geplaatst als hun collega's in Spanje. De hoge rente, nodig om de binnenlandse vraag in te dammen en bovendien via een sterke munt de importprijzen te drukken, had een zodanige aantrekkingskracht op buitenlandse beleggers dat de toestroom van buitenlands kapitaal de doelstellingen van het beleid in gevaar bracht.

Figuur 1. Portugese escudo in fictieve 6%-band



## Wisselkoersbeleid

Het depreciatietempo van de escudo liep in de tweede helft van de jaren tachtig geleidelijk terug. Gedurende 1989 en 1990 leidde kapitaalimport soms zelfs tot opwaartse druk op de escudo. De centrale bank was veelvuldig genoodzaakt te interveniëren om de koers te drukken. Tevens werden beperkingen opgelegd aan binnenlandse instituten die in het buitenland geld leenden, ten einde de kapitaalimport af te remmen.

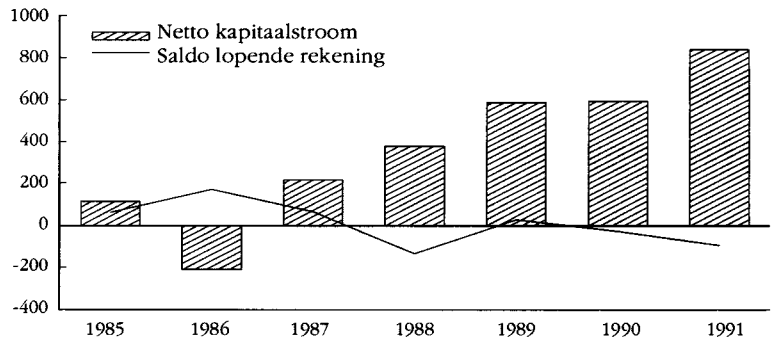
Vanaf oktober 1990 werd het wisselkoersbeleid van Portugal gericht op het binnen een band houden van de escudo ten opzichte van een valutamand met slechts vijf munten. Deze valutamand was als volgt opgebouwd: Duitse mark (met een aandeel van 35%), Spaanse peseta (20%), Franse frank (19%), Britse pond (15%) en Italiaanse lire (11%). De koers van de escudo zou daarbij ten opzichte van de ecu iets moeten depreciëren, een doelstelling die men de laatste tijd overigens niet kon realiseren. De wijziging van het wisselkoersbeleid betekende echter al een belangrijke stap in de richting van een verdere integratie met de Europese Gemeenschap. Het toegenomen vertrouwen in de Portugese economie en het restrictieve monetaire beleid met de daarmee gepaard gaande hoge rente zorgden voor extra interesse van de kant van beleggers. In 1991 en begin 1992 leidde dit opnieuw tot een toevloed van buitenlands kapitaal en tot een opwaartse druk op de escudo.

Op 3 april 1992 kwam vervolgens de beslissing om het wisselkoersbeleid een nieuwe inhoud te geven. De escudo zal, evenals momenteel het Britse pond en de Spaanse peseta, binnen het wisselkoersmechanisme van het EMS participeren met een bandbreedte van 6%. De escudo treedt toe tegen een spilkoers van Ecu 178,735. Tegenover de gulden betekent dit:

Bovengrens:	f 1,376
Spilkoers:	f 1,296
Ondergrens:	f 1,221

Een belangrijke doelstelling van de Portugese autoriteiten is het onder controle brengen van de inflatie. Met de toetreding van de escudo tot het wisselkoersmechanisme van het EMS wordt duidelijk aangegeven dat het Portugese monetaire beleid gericht blijft op het terugdringen van de inflatie. Een grotere geloofwaardigheid van het wisselkoersbeleid, gekoppeld aan een dan noodzake-

**Figuur 2. Saldo lopende rekening en netto kapitaalverkeer, miljarden escudo (1991 is voorspelling)**



lijk geworden krappere budgettaire en loonbeleid, moet er voor zorgen dat de stijging van het consumptieprijspeil daadwerkelijk meer in de pas zal lopen met die van de overige EMS-lidstaten.

Het risico dat de escudo binnen afzienbare tijd zal devalueren achten wij gering. De inflatie blijft in vergelijking met andere EMS-deelnemers weliswaar aan de hoge kant, maar zit evenals in Spanje vooral in de dienstensector. Dit maakt te zamen met de relatief lage loonkosten dat de concurrentiepositie naar verwachting niet zal verslechteren. Het verwachte toenemende tekort op de lopende rekening is dan ook niet zozeer het resultaat van een verslechterende concurrentiepositie, als wel van de nog altijd vrij sterke groei van de binnenlandse vraag. Een devaluatie biedt hier geen oplossing voor en doorkruist ook het streven om het inflatietempo te verlagen.

## Deelname aan de EMU

De laatste jaren heeft de integratie van Portugal met de rest van Europa zich in hoog tempo voltrokken. Zo was het aandeel van de EG-handel in de totale buitenlandse handel in 1990 al ruim 70%, tegenover nog circa 52% in 1985. Ook in procenten van het bbp is het aandeel van de intra-EG-handel vanaf het begin van de jaren tachtig snel toegenomen. Slechts drie landen hebben wat de intra-EG-handel betreft een meer open economie (België, Ierland en Nederland). Ook op het gebied van de directe investeringen en de totale netto kapitaalstroom is sinds het EG-lidmaatschap een duidelijke kentering waarneembaar. De directe investeringen zijn sinds 1985 verachtvoudigd en de instroom van netto kapitaal is eveneens trendmatig toegenomen. Beide ontwikkelingen duiden op een stijging van het vertrouwen in de Portugese economie.

Desalniettemin blijft Portugal een van de armste landen binnen de Gemeenschap. Het bruto binnenlands product per hoofd is te zamen met dat van Griekenland het laagste binnen de EG en ligt ongeveer op een derde van het niveau van Nederland. De sterkere integratie binnen Europa moet er uiteindelijk toe leiden dat Portugal aan het begin van de derde fase van de EMU aan de convergentiecriteria voldoet. Op dit moment voldoet het land aan geen enkel criterium. De inflatie (in 1991: 11,4% en in februari jl. 7,7% jaar op jaar) ligt nog ruim boven de huidige referentiewaarde. Ook het criterium van de kapitaalmarktrente (de lange rente moet binnen een marge van 2% liggen van het gemiddelde van de landen met de laagste inflatie) wordt niet vervuld. Het vorderingstekort van de Portugese overheid bedroeg in 1991 5,3% van het bbp, eveneens boven het gestelde maximum van 3%. De overheidsschuld in procenten van het bbp (1991: 65%) komt wel dicht bij de in het EMU akkoord gestelde bovengrens van 60%. Ten slotte voldoet Portugal niet aan de eis dat de nationale munt zich met een nauwe bandbreedte (2,25%) in het EMS bevindt. Op alle gebieden moet dus nog een inspanning worden geleverd. Met de toetreding tot het wisselkoersmechanisme is echter een nieuwe stap in de goede richting gezet. Of het lukt om in 1996 aan de criteria te voldoen is twijfelachtig, maar in 1999 zal Portugal bij voortzetting van het huidige beleid, zich zeker kunnen kwalificeren.

**Henk Rozendaal**  
**Marijke Zewuster**

De auteurs zijn verbonden aan het Economisch Bureau Buitenland van de ABN AMRO Bank.