

De toekomst van het EMS

Het EMS maakt de zwaarste crisis in zijn bestaan door. Is er nog toekomst voor het wisselkoersmechanisme en welke aanpassingen zouden noodzakelijk zijn om het stelsel te laten overleven?

Het EMS maakt momenteel de moeilijkste periode door uit zijn dertienjarige bestaan. In tien weken tijd hebben drie herschikkingen plaatsgevonden en zagen zowel de Italiaanse als de Britse autoriteiten zich genoodzaakt de deelname aan het wisselkoersarrangement voor kortere of langere tijd op te schorten. Gegeven de crisis waarin het EMS de afgelopen week opnieuw terecht is gekomen, is de vraag gerezen of het stelsel in de huidige vorm zal kunnen voortbestaan. Ter beantwoording hiervan dient eerst te worden nagegaan wat de oorzaak is van deze instabiliteit. Is het EMS qua opzet c.q. structuur te kort geschoten of is er wellicht een verkeerd beleid gevoerd? Zal het stelsel de huidige frontale aanval kunnen overleven? Zo ja, wat voor toekomst heeft het EMS en hoe hangt deze samen met het Europese economische en monetaire integratieproces?

Terugblik

De onverwachte negatieve uitslag van het Deense referendum zette begin juni de toekomst van het Verdrag van Maastricht op losse schroeven. In de onzekere periode vóór het Franse referendum zagen de valutamarkten hun kans schoon de aanval te openen op de zwakkere munten in het EMS. Toen de rook was opgetrokken, hadden de Italiaanse lire en het Britse pond hun deelname aan het wisselkoersregime moeten opschorten, terwijl de peseta was gedevalueerd. De rust keerde na deze gebeurtenissen echter geenszins terug. Nadat Frankrijk, in samenwerking met de Bundesbank, erin was geslaagd om eind september een devaluatieaanval af te slaan, werd op 22 november opnieuw tot een EMS-herschikking besloten. Zowel Spanje als Portugal devalueerden hun munt met 6%. Figuur 1 geeft de wisselkoersveranderingen ten opzichte van de gulden weer, vanaf 1 september jl.

Als verklaring voor de onrust kan op een aantal factoren worden gewezen. Ten eerste heeft het EMS de afgelopen jaren onvoldoende flexibel gefunctioneerd. Het feit dat sedert 1987 geen noemenswaardige spijkooersaanpassingen meer waren doorgevoerd, illustreert dat het wisselkoersstelsel op een te krampachtige manier is gehanteerd. Zo was op de markt de overtuiging gegroeid dat de spijkooers op weg naar een EMU niet meer zouden worden aangepast. Deze illusie werd door de problemen rond de Deense en Franse referenda echter ruw verstoord. Daarnaast valt te wijzen op een te kortschietend economisch beleid in een aantal landen. Oorspronkelijk vormde het systeem een instrument om het lage-inflatieregime van Duitsland te exporteren naar landen die op een fundamenteel hoger inflatiepad zaten. Zonder aanvullende beleidsmaatregelen, met name op het gebied van beheersing van de overheidsfinanciën, inflatiebestrijding en vergroting van de onafhankelijkheid van de nationale centrale bank, werd in sommige landen (Italië, VK) enkel de disciplinerende werking van het EMS als tovermiddel gezien om de economische aansluiting met het DM-blok te bewerkstelligen. Hiertoe bleek het wisselkoersstelsel niet in staat. Door de toenemende onderliggende verschillen in economische ontwikkeling ontstond derhalve een vruchtbare voedingsbodem, waarin de wisselkoerscrisis relatief gemakkelijk wortel kon schieten.

Ten derde twijfelden de financiële markten in toenemende mate aan de bereidwilligheid van de autoriteiten om de munten in het stelsel koste wat kost te verdedigen. Het verslechterende economische klimaat droeg hieraan bij, aangezien een onvoorwaardelijke verhoging van de rente binnenlands veel weerstand zou oproepen¹.

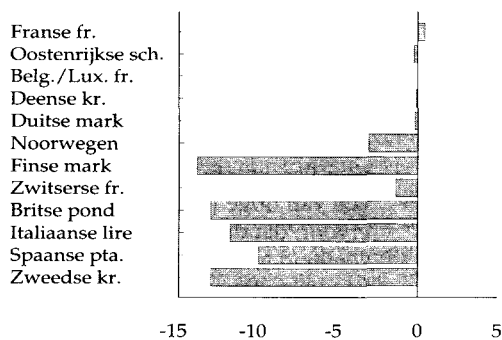
Ten vierde zorgde een lage dollar, in combinatie met het hoge rentever-schil tussen de VS en Duitsland, voor een opwaartse druk op de koers van de Dmark. Dit vergrootte de spanning in het EMS.

Op de vijfde plaats dreigde het krappe monetaire beleid in een aantal zwakkere EG-landen een onomkeerbaar karakter te krijgen. Het handhaven van hoge rentetarieven zorgde ervoor, dat de binnenlandse geldhoeveelheid toenam door de instroom van beleggingskapitaal. Via een stimulerende doorwerking op de inflatie belemmerde dit vervolgens een verlaging van de rentetarieven. Ten slotte kan worden gewezen op de rol die de Scandinavische munten hebben gespeeld. Sinds enige tijd hadden deze landen hun valuta gekoppeld aan de ecu, als eerste stap op weg naar economische en monetaire aansluiting met de EG. Toen in november 1991 de Finse markka onder speculatieve druk de ecu-pariteit had moeten loslaten, maakten de valutamarkten sinds lange tijd in Europa weer kennis met het begrip devaluatie. Het afdwingen van een devaluatie bleek bij een juiste shortpositie uiterst lucratief. Meer recentelijk moest ook Zweden buigen voor de speculatie-aanval en werd het land, na aanvankelijk succesvol weerstand te hebben geboden, gedwongen de ecu-koppeling los te laten². Hiermee werd het startsein gegeven voor de jongste devaluatie-ronde.

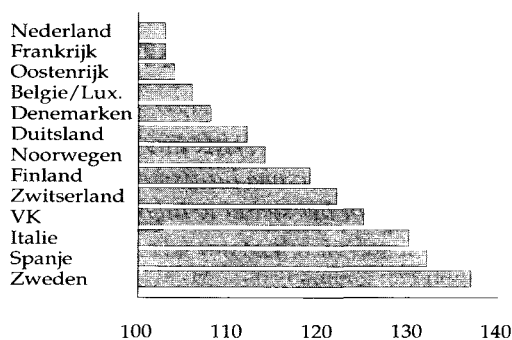
In het verlengde hiervan kan worden gewezen op de rol die de liberalisering van het internationale kapitaalverkeer heeft gespeeld. In een wereld van vrij kapitaalverkeer is het voor de autoriteiten een aanzienlijk zwaardere opgave gebleken stabiele wisselkoersen in stand te houden. Door hun enorme omvang hebben speculatieve stromen een destabiliserende invloed op internationale rentes en wisselkoersen. In zekere zin onderstreept dit tegelijkertijd de noodzaak van een grotere mate van onderliggende economische convergentie. Zolang hier nog onvoldoende sprake van is, kan dit de behoefte aan re-regulering vergroten. Deze

1. Dit argument was met name in het Verenigd Koninkrijk van belang. Voor een nadere uitwerking zie L.A.M. Dinkhuijsen, Het Verenigd Koninkrijk aan de Europese zijlijn, *ESB*, 7 oktober 1992, blz. 973-977.
2. Zie C.A.M. Biemans, Zweden voor de monetaire krachtproef, *ESB*, 21 oktober 1992, blz. 1025-1029.

Figuur 1. Wisselkoersontwikkeling t.o.v. de gulden, in %, periode 1 september tot 25 november 1992



Figuur 2. Arbeidskosten per eenheid produkt in 1992 in lokale valuta, 1987 = 100



roep is toch al ontstaan, omdat inmiddels ook forse speculatie optreedt tegen valuta's van landen die wél orde op zaken hebben gesteld. Hierdoor dreigen financiële markten de doorvoering en het tijdstip van devaluaties te bepalen, ongeacht de economische wenselijkheid van zo'n stap. Voor landen als Frankrijk, Denemarken en Ierland die zich met een hogere rente tegen deze aanvallen pogen te verweren, worden de drijven zo wel heel erg zuur. Het blijkt dat de financiële markten ook als zelfstandige verstoring kunnen optreden en positieve beleidsresultaten op frustrerende wijze teniet kunnen doen.

Devaluatiespiraal?

De vraag is wanneer de huidige devaluatiegolf zal ophouden. Hier dient bij bedacht te worden, dat de recente wisselkoersaanpassingen de geloofwaardigheid van de autoriteiten hebben aangetast. Politieke uitspraken leggen gezien de geschonden beloften steeds minder gewicht in de schaal. Het belang van fundamentele economische verhoudingen in een land, zoals inflatietempo, overheidsfinanciën, handelsbalanssituatie en internationale concurrentiepositie, neemt daarentegen toe. Ter illustratie is in figuur 2 de ontwikkeling van de loonkosten per eenheid produkt in lokale valuta weergegeven (exclusief Ierland). Puur op grond hiervan leken de recente devaluaties reeds voor de hand te liggen, ter compensatie van de te hoog opgelopen kostenontwikkeling. De recente devaluaties hebben echter geleid tot een verslechtering van de concurrentiepositie van de niet-gedevalueerde landen van het EMS. Dit verklaart mede waarom de afgelopen week met name het Ierse

punt, de Deense kroon en de Franse frank het moesten ontgelden. In Ierland gaat 42% van de goederenexport naar landen, waarvan de valuta inmiddels is gedevalueerd. Voor Denemarken is dit 32%, terwijl dit percentage voor Frankrijk thans 30 bedraagt. De verslechtering van de concurrentiepositie in een zwakke conjunctuur verhoogt in de ogen van de valutamarkt de kans op een devaluatie van een munt. De financiële markten dragen hierdoor bij aan een spiraal van concurrerende devaluatie.

Maar er speelt meer. Nu de markten door de succesvolle speculatie tegen het Britse pond en de drie mediterrane valuta's bloed hebben geroken, is er weinig dat valutahandelaren ervan weerhoudt verder op zoek te gaan naar gewin in de vorm van 'one way bets' tegen munten, die op een op zichzelf gezonde onderliggende economie kunnen bogen. Bovendien wordt er een psychologische drempel overwonnen indien eenmaal aan devaluaties wordt begonnen. Dat dit ook voor de monetair autoriteiten geldt, wordt geïllustreerd door het relatieve gemak waarmee de beleidsmakers tot de meest recente spilkoersaanpassingen besloten (in tegenstelling tot die van september).

De afgelopen week richtten de financiële markten hun vizier zoals gezegd op het Ierse punt, de Deense kroon en de Franse frank. De eerste twee landen zagen zich genoodzaakt de officiële rentetarieven fors te verhogen. Gezien de voorgaande opmerkingen dient met een devaluatie van de Ierse en Deense valuta ernstig rekening te worden gehouden, waarbij met name het punt het eerst dreigt te bezwijken. Dit klemt te meer aangezien zij zelfstandig niet

in staat kunnen worden geacht om de speculatieve druk te weerstaan. Voor de Franse frank liggen de zaken echter anders.

Ten eerste is, nog meer dan in Ierland en Denemarken, sprake van een gezonde uitgangspositie voor de Franse economie: als enige van de grote EG-landen voldoet Frankrijk momenteel aan de Maastrichtse convergentiecriteria. Belangrijker is evenwel, dat een mogelijke devaluatie van de frank tevens de facto het einde van het EMS zou inluiden. Op weg naar verdere Europese monetair integratie is de as Frankrijk-Duitsland essentieel. Er zal de Bundesbank daarom veel aan gelegen zijn om de Franse frank te verdedigen³. Zo heeft zij in september reeds aangegeven, ten behoeve van de frank tot intramarginale interventie bereid te zijn. Zowel Frankrijk als Duitsland hebben bovendien nog een aantal wapens in het vuur om de speculanten het leven zuur te maken. Voor het opnieuw zover komt is het mogelijk, dat de Bundesbank Denemarken als een buffer tegen de frank zal beschouwen en daarom reeds de kroon fors zal verdedigen. Frankrijk kan daarnaast nog besluiten tot renteverhogingen.

Vooruitzichten

Een wisselkoerssysteem dat, ondanks alle kritiek, lange tijd goed gefunctioneerd heeft, kan niet zomaar als afgedaan worden beschouwd. Er moet echter worden geconstateerd, dat de politieke dimensie van het Europese wisselkoersbeleid de afgelopen jaren is toegenomen. In tegenstelling tot de praktijk van voor

3. Bovendien levert de Duitse exportlobby hiervoor een steun in de rug.

1987, toen spilkoersaanpassingen relatief frequent plaatsvonden, is een devaluatie steeds meer als een falen van de nationale beleidsmakers, en daarmee als politiek gezichtsverlies, geïnterpreteerd. Deze ontwikkeling hangt samen met de discussies rond de EMU, waarbij landen door te steunen op een stabiele wisselkoers wilden aantonen aansluiting bij de sterkere Europese economieën te kunnen bewerkstelligen. Dit heeft als een belasting gewerkt voor een goed functioneren van het EMS.

Met dit in het achterhoofd dient het EMS weer flexibeler te worden gehanteerd, waarbij tegelijkertijd het wisselkoersbeleid uit de sfeer van het politieke prestige wordt gehaald. Dit moet ervoor zorgen dat, gebaseerd op structureel-economische ontwikkelingen, tijdige en realistische spilkoersaanpassingen plaatsvinden. Het EMS is immers geen systeem van vaste wisselkoersen, waar het sedert 1987 tot voor september enigszins op leek, maar een systeem van aanpasbare wisselkoersen gericht op het creëren van een zone van monetaire stabiliteit in Europa. Indien de spilkoersen in de perceptie van financiële markten economisch goed gefundeerd zijn, hoeft de binnenlandse rentepolitiek in mindere mate in dienst te worden gesteld van de ondersteuning van door de markt onrealistische geachte wisselkoersen. Deze praktijk heeft juist in de economisch minder goed presterende landen de afgelopen tijd tot een neerwaartse druk op de conjunctuur geleid.

Deze opmerkingen laten onverlet, dat het EMS wel een rol van betekenis kan spelen in de economische en monetaire integratie in Europa. In een flexibel EMS vormen devaluaties een belangrijk beleidsinstrument om in het uiterste geval te gebruiken ter correctie van economische onevenwichtigheden tussen landen. Dit geldt met name voor de zwakkere EG-economieën. Zolang hier op diverse binnenlandse markten (waaronder de arbeidsmarkt) nog onvoldoende flexibel wordt geopereerd, of indien er sprake is van infrastructurele of institutionele inefficiënties, bestaat het risico van een verdere verslechtering van de concurrentiepositie van deze landen ten opzichte van de verder ontwikkelde EG-economieën, indien het devaluatie-instrument wordt opgegeven.

Het EMS op zichzelf kan niet in staat worden geacht deze economische problemen op te lossen en is daar

bovendien niet voor bedoeld. Hiervoor is eerder een adequaat binnenlands aanbodbeleid nodig, dat inefficiënties in de economie aanpakt, gekoppeld aan een verantwoord budgettair beleid. Pas wanneer de inflatie bij de binnenlandse bron wordt aangepakt, heeft het zin via een wisselkoersdoelstelling de inflatiebestrijding te ondersteunen.

Hoewel de onrust in het EMS duidelijk heeft geïllustreerd, welke landen momenteel op een sterke valuta kunnen bogen, is er een risico dat het leggen van een al te vanzelfsprekende relatie tussen de harde kern van het EMS en een toekomstige kopgroep van de EMU contraproductief uitpakt. Ook al heeft de recente turbulentie op de valutamarkten duidelijk gemaakt welke landen op dit moment een vergevorderde mate van convergentie vertonen, blijft de weerslag hiervan op de toekomstige EMU betrekkelijk. Ten eerste kunnen landen die nu nog (al dan niet gedwongen) devaluaties doorvoeren, zich te zijner tijd wel degelijk voor de EMU kwalificeren. Een politiek van in omvang en frequentie afnemende devaluaties kan zelfs onderdeel uitmaken van dit geleidelijke convergentieproces. In het verlengde hiervan is het ongewenst dat de fixatie op het criterium van non-devaluatie uit het Verdrag van Maastricht reeds nu al haar schaduw vooruit werpt. Dit kan immers het noodzakelijke aanpassingsproces bemoeilijken.

Ten slotte moet er op worden gewezen dat de vorming van een EMU nog dermate onzeker is (waarbij de ratificatie van het Verdrag van Maastricht zeker niet de laatste hindernis zal vormen), dat om nu al te spreken van een EMU-kopgroep voorbarig is, zeker als dit een flexibele hantering van het wisselkoersstelsel bemoeilijkt. Overigens zou een succesvolle afronding van het ratificatieproces wel een bijdrage kunnen leveren aan grotere wisselkoersstabiliteit in het EMS. Hierdoor blijft immers het uitzicht op de EMU langs de lijnen van het Verdrag van Maastricht intact, hetgeen kan bijdragen tot een geleidelijke convergentie van inflatie- en renteontwikkelingen. Tegelijkertijd moet de negatieve uitwerking van een eventuele verwerping van het Verdrag van Maastricht voor het EMS niet worden overdreven. Door de verdergaande economische verstregeling van de EG-landen zal de behoefte aan een Europees wisselkoersarrangement zich immers blijvend aandienen.

Aanpassing van het EMS?

De vraag dient zich aan of het stelsel gebaat zou zijn bij de invoering van een aantal veranderingen. Wij richten ons hier op de versmalling van bandbreedtes binnen het EMS, alsmede op de uitbreiding van het aantal deelnemende landen.

Bij een eventuele versmalling van de bandbreedtes binnen het EMS is een aantal overwegingen van belang. Slechts indien een kleine kopgroep versneld van start gaat met de vorming van een EMU, lijkt versmalling of zelfs afschaffing van de betrokken bandbreedte voor de hand te liggen. Zo'n versnelde totstandkoming van een EMU in de harde-kernlanden van het EMS, vooral gericht op het voorkomen van toekomstige speculatieve aanvallen op de munten van fundamenteel-economisch gezonde landen, lijkt echter ongewenst. Allereerst stuit dit op aanzienlijke praktische problemen, die samenhangen met de voorbereidingen van de introductie van een gemeenschappelijke munt in de deelnemende landen.

Daarnaast is het wenselijk dat het EMU-proces, ook als enkele EMS-deelnemers zouden moeten afvallen, zich afspeelt in het institutionele communautaire raamwerk zoals dat in het Verdrag van Maastricht wordt voorzien. Ten slotte is er een politiek bezwaar, aangezien een spurt naar een kopgroep-EMU de tegenstellingen in economisch en politiek opzicht binnen de EG zal verscherpen. De invoering van smallere bandbreedtes voor de 'harde'-EMS valuta's als voorloper op een kleine EMU zal bovendien eventuele speculatie tegen deze munten bepaald niet uitsluiten. Zo blijft in een smallere bandbreedte het opwaartse koersrisico voor de speculant beperkt, terwijl bovendien 'technische' devaluaties (waarbij de nieuwe spilkoers binnen de oude bandbreedte blijft, met als gevolg dat de speculant ondanks het afdwingen van een devaluatie met verlies kan worden geconfronteerd) niet meer goed mogelijk zijn. In algemene zin beperkt een versmalde bandbreedte daarnaast de manoeuvreerruimte van de autoriteiten in het geval van mogelijke toekomstige schokken. Uiteraard kunnen landen in de praktijk binnen de reguliere bandbreedte smallere marges hantieren, hetgeen in feite al het geval is bij een aantal deelnemers aan het DM-blok.

Uitbreiding van het EMS op korte termijn lijkt om een aantal redenen wel opportuun. De twee aspirant EG-le-

den Oostenrijk en Zwitserland zouden zich zonder veel problemen bij het EMS kunnen aansluiten. De toetreding van deze sterke valuta's tot het EMS zou een wezenlijke versterking van de harde kern van het stelsel betekenen. Voor de andere kandidaat EG-landen Zweden, Noorwegen en Finland zou EMS-deelname een welkome bijdrage aan wisselkoersstabiliteit leveren, nu de ecukoppeling veel van haar glans heeft verloren. De voordelen van deze uitbreiding liggen voornamelijk aan de kant van de Scandinavische landen en minder aan de kant van de huidige EMS-landen. Wel komt door EMS-lidmaatschap van de Scandinavische valuta's, wellicht een einde aan de destabiliserende invloed die zij het afgelopen jaar op het EMS hebben uitgeoefend. Immers, door deel uit te maken van het interventieregime binnen het stelsel, kunnen valutaire spanningen in een sterker institutioneel kader worden opgevangen. Ten slotte sluit een bredere EMS-samenstelling aan bij het ontstaan van de Europese Economische Ruimte, aanzien een grotere zone van mone-

taire stabiliteit de economische integratie in dit gebied kan bevorderen.

Conclusie

Al met al moet worden geconcludeerd, dat het EMS een blijvende rol kan spelen in het creëren van stabiele monetaire verhoudingen in Europa. Hoewel het beleid in de EG-lidstaten gericht moet blijven op convergentie, moet de inzet van het devaluatiewapen uit de taboesfeer worden gehaald. Hierbij moet worden bedacht, dat ook de landen die inmiddels hun economische 'fundamentals' op orde hebben, in het verleden de inzet van het devaluatieinstrument, zij het geflankeerd met een goed aanpassingsbeleid, niet hebben geschuwd.

Op de korte termijn moet voor een voortzetting van de speculatieve aanvallen op een aantal EG-valuta's worden gevreesd. Hierbij dreigt het gevaar, dat fundamenteel-economisch gezonde, maar kleinere landen toch worden gedwongen tot devaluatie van hun munt, omdat de kosten van de verdediging van de valuta tot onaanvaardbare hoogte dreigen op te

lopen. De as van het EMS, de pariteit tussen de mark en de frank, zal echter tot het uiterste worden verdedigd. Voorts lijkt de praktische winst van een formele versmalling van de bandbreedte tussen de sterke EMS-landen beperkt. Ofschoon tegen een informele smalle band, zoals Nederland en België die al jarenlang hanteren, geen bezwaren bestaan zolang de economische krachtsverhoudingen worden weerspiegeld, kan een formalisering van deze situatie een onnodige inperking van de manoeuvreerruimte van de monetaire beleidsmakers betekenen. Tot slot zal een uitbreiding van het EMS met een aantal EVA-landen zowel de monetaire stabiliteit als de economische integratie in Europa kunnen ondersteunen.

Corné Biemans Rens Dinkhuijsen

De auteurs zijn werkzaam bij de activiteit Internationaal Onderzoek, onderdeel van de Stafgroep Economisch Onderzoek van Rabobank Nederland. Zij schreven dit artikel op persoonlijke titel.