

## Een korte geschiedenis van het EMS

**Auteur(s):**

De Nederlandsche Bank

**Verschenen in:**

ESB, 81e jaargang, nr. 4060, pagina 489, 29 mei 1996

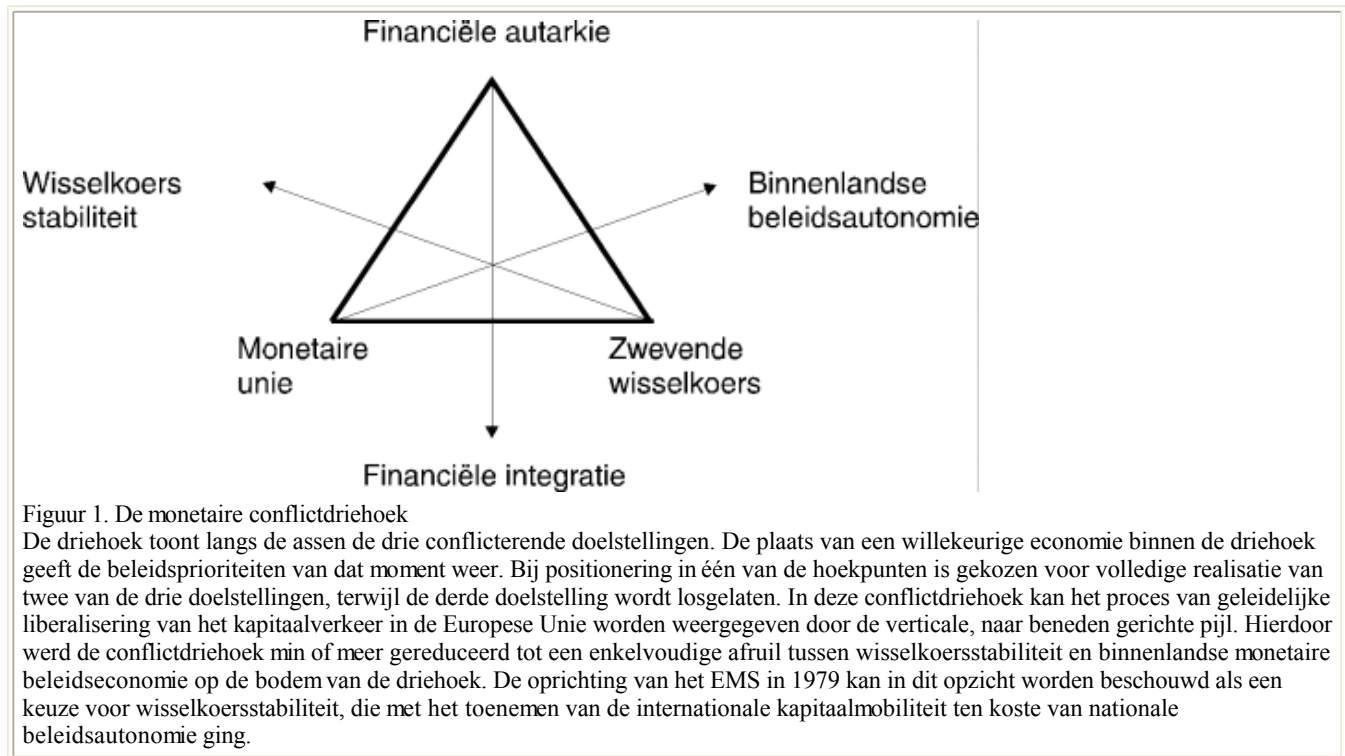
**Rubriek:****Trefwoord(en):**

eu, emu, monetaire, economie

Het EMS-tijdperk valt onder te verdelen in vier perioden van vier à vijf jaar. De beginjaren, 1979-1983, moeten achteraf worden beoordeeld als een oriëntatiefase, ofwel 'al doende leert men'. Deze jaren werden gekenmerkt door hardnekkige onderlinge inflatieverschillen en, mede als gevolg daarvan, regelmatig terugkerende rondes van herschikkingen. In deze periode moest de disciplinerende werking vooral worden gezocht in een minder dan volledige accommodatie van de inflatieverschillen bij de bepaling van de omvang van de herschikkingen.

Ondanks veelvuldige herschikkingen was in de tussenliggende perioden sprake van relatieve rust op de valutamarkten. Dit werd mogelijk gemaakt doordat restricties op het internationale kapitaalverkeer de reserves van de centrale banken wisten af te schermen van speculatieve aanvallen. Op deze wijze was eveneens sprake van een beperkt behoud van monetaire beleidsautonomie.

Meer dan in de beginjaren, gingen de onvermijdelijke herschikkingen in de periode 1983-1987 tevens gepaard met de uitvoering van binnenlandse aanpassingsprogramma's. De toegenomen financiële discipline verminderde de noodzaak van opeenvolgende devaluaties. Deze fase van consolidatie wordt daarom thans ook wel aangeduid als 'het klassieke ERM'. Voorts werden de restricties op het internationale kapitaalverkeer in de Unie gaandeweg afgeschaft; een proces dat ongeveer in 1990 was voltooid<sup>1</sup>. In termen van [figuur 1](#) betekent dit dat vrijwel alle deelnemers de bodem van de monetaire conflict driehoek hadden bereikt. Iedere poging om een onafhankelijk rentebeleid te voeren leidt in deze omstandigheden ogenblikkelijk tot oplopende wisselkoersspanningen en lange-renteverschillen. Teneinde de intenties van het beleid beter zichtbaar te maken, werd in 1987 het Bazel/Nyborg akkoord gesloten. In dit akkoord werd de nadruk gelegd op het tijdig en adequaat inzetten van de monetaire beleidsinstrumenten ten behoeve van de wisselkoersdoelstelling, hetgeen in feite een sterkere committering van de diverse lidstaten betekende.



Dit markeerde eveneens het begin van de derde periode, 'het nieuwe EMS'<sup>2</sup>, waarin de opeenvolging van devaluaties ten opzichte van de Duitse mark definitief tot het verleden leek te behoren. Zowel beleidsmakers als financiële markten gedroegen zich alsof de monetaire unie in Europa de facto al bestond. Het optimisme in de deelnemende landen kende dan ook nauwelijks grenzen en devaluaties waren politiek gezien nagenoeg onmogelijk. Ondanks aanzienlijke verschillen in het inflatiebeloop werd de fluctuatiemarge voor de lire teruggebracht tot de smalle marge. Spanje, het Verenigd Koninkrijk en Portugal sloten zich één voor één aan bij het ERM, zij het met een

marge van ongeveer 6%.

De Duitse eenwording bracht een ruw en onvoorzien einde aan deze dagdromerij. Door de enorme vraagimpuls die deze met zich bracht, liep de inflatie in Duitsland op en ging de Bundesbank logischerwijs over tot monetaire verkrapping. In eerste instantie profiteerden de overige deelnemers sterk van de impuls die van de Duitse eenwording op hun exporten uitging. Door de stringente koppeling van hun wisselkoersen aan de Duitse mark werden zij evenwel na verloop van tijd geconfronteerd met een hogere rente dan op dat moment vanuit binnenlands perspectief wellicht wenselijk was. Reeds bestaande onevenwichtigheden in deze landen zelf werden door de beleidsverkrapping in Duitsland geaccentueerd. Ingeval de andere deelnemers 'hun eigen huis op orde' hadden gehad, zou de Duitse rentesprong ongetwijfeld minder geprononceerd hebben doorgewerkt. Door de eenwording zaten immers bovenal de Duitsers met een (inflatie)probleem, meer dan de overigen.

Niet alle deelnemers aan het EMS bleken bereid de 'renterekening' zonder slag of stoot te voldoen, soms tot uitdrukking komend in woorden, maar soms ook in onvoldoende ferme rente-daden. Aan de financiële markten kon dit potentiële conflict tussen interne en externe doelstellingen van het monetaire beleid dan ook niet onopgemerkt voorbijgaan<sup>3</sup>. Na een ongekend heftige speculatiegolf werd de deelname van de Italiaanse lire en het Britse pond aan het wisselkoersmechanisme in september 1992 opgeschort. Na herhaaldelijke speculatieve aanvallen op een groot aantal overblijvende valuta's werden de bandbreedtes van het ERM in augustus 1993 opgerekt tot ongeveer 15%, waarmee het EMS zijn vierde fase inging. Alleen Nederland sloot een bilaterale overeenkomst met Duitsland, waarin de oude bandbreedtes van ongeveer 2,25% werden herbevestigd. De gulden was dan ook de enige munt die zich nadien stelselmatig wist te onttrekken aan de zo nu en dan weer oplevende volatiliteit op de Europese wisselmarkten. (Bron: DNB

---

<sup>1</sup> A.F.P. Bakker, *The liberalization of capital movements in Europe: The Monetary Committee and financial integration 1958-1994*, Kluwer Academic Press, 1995 en A.P.D. Gruijters, *Financiële integratie en monetair beleid*, NIBE Publikatierreeks 78, Amsterdam 1995.

<sup>2</sup> F. Giavazzi en L. Spaventa, The new EMS, in: P. de Grauwe en L. Papademos, *The European Monetary System in the 1990s*, Longman, Londen, 1990, blz. 65-85.

<sup>3</sup> J.H. Garretsen en L.H. Hoogduin, De instabiliteit van het EMS en de rol van speculatieve aanvallen nader bezien: verklaringen voor de EMS-crisis, *Maandschrift Economie*, nr. 58, 1994, blz. 249-266.