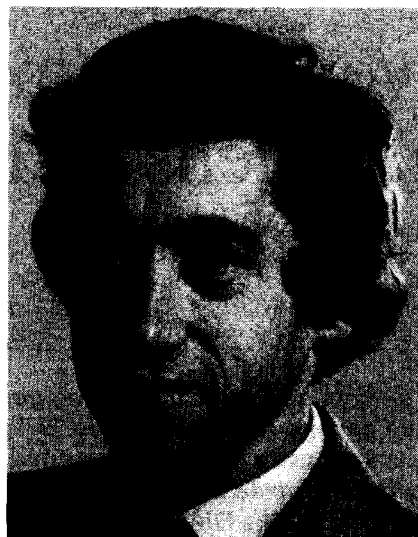


## Het EMS en de wisselkoersstabiliteit

De stichters van het Europees Muntstelsel (EMS) streefden naar de realisatie van grotere wisselkoersstabiliteit in Europa, zonder terug te keren tot een systeem van vaste wisselkoersen. Na bijna vijf jaar EMS kan de vraag worden gesteld of dit doel werd bereikt. De vraag is niet gemakkelijk te beantwoorden omdat het effect van het EMS op de wisselkoersbewegingen moeilijk kan worden afgezonderd van het effect van andere belangrijke veranderingen die tegelijkertijd optraden. Tijdens dezelfde periode trad de tweede olieschok op, die zeker ook invloed had op de wisselkoersvariabiliteit in Europa. Toch kunnen we enkele voorlopige conclusies trekken.

Het EMS kan een succes worden genoemd indien we alleen oog hebben voor de korte-termijn-wisselkoersbewegingen in Europa. De dagelijkse, wekelijkse en maandelijkse bewegingen van de EMS-wisselkoersen zijn beduidend kleiner geweest dan bewegingen in de zelfde periode van niet-EMS-wisselkoersen. Zo bedroeg bij voorbeeld de gemiddelde maandelijkse verandering van de EMS-koersen amper 0,5% (uitgezonderd de lire) gedurende 1979-1981. Weliswaar zijn de gemiddelde maandelijkse veranderingen sinds 1981 sterk toegenomen (tot 1% per maand), maar toch blijven deze belangrijk onder de gemiddelde maandelijkse veranderingen van de dollarkoersen (3% per maand). Het EMS heeft dus ongetwijfeld de onzekerheid over wat de koers van de EMS-munten volgende week of volgende maand zal zijn, verminderd.

Deze conclusie vormt slechts een deel van het verhaal. In productie-, export- en investeringsbeslissingen is de wisselkoers van de volgende maand niet zo belangrijk. Van groter belang is de wisselkoersverwachting over een langere periode. Daarenboven is het de verwachting omtrent het verloop van de reële wisselkoersontwikkeling die deze beslissingen beïnvloeden. De middellange en lange-termijnveranderingen van de wisselkoersen t.o.v. de inflatieverschillen spelen met andere woorden hier een grote rol. Deze veranderingen in de reële wisselkoersen hebben belangrijke effecten op de competitieve positie van een



land, en dus op de produktie en de werkgelegenheid.

Hoe groot zijn de reële wisselkoersbewegingen in het EMS? De volgende tabel geeft hierop een antwoord. Deze geeft de gemiddelde jaarlijkse veranderingen weer van de reële (effectieve) wisselkoersen van de EMS-valuta, vier jaar vóór en vier jaar ná 1979. Tegelijkertijd geeft ze dezelfde informatie weer over een aantal niet-EMS-valuta.

Tabel. Gemiddelde jaarlijkse procentuele veranderingen van de reële effectieve wisselkoersen

	Pre-EMS (1975-1978)	Post-EMS (1979-1982)
EMS-landen:		
Duitsland .....	1,7	3,1
Frankrijk .....	4,1	1,9
België .....	2,0	6,0
Nederland .....	2,2	3,5
Denemarken .....	2,1	4,0
Italië .....	3,7	2,7
EMS-gemiddelde .....	2,6	3,5
Niet-EMS-landen:		
Verenigde Staten .....	3,3	5,8
Verenigd Koninkrijk .....	5,3	8,8
Japan .....	8,1	6,7
Zwitserland .....	8,3	4,9
Zweden .....	3,5	2,4

Bron: Morgan Guaranty Trust, *World Financial Markets*, augustus 1983.

Uit deze tabel leren we, ten eerste, dat de jaarlijkse veranderingen van de reële wisselkoersen van de EMS-valuta zijn toegenomen sinds het ontstaan van het EMS (de uitzonderingen zijn Frankrijk en Italië). Als verzachtende omstandigheid kan worden aangevoerd dat de periode na 1979 werd gekenmerkt door wereldwijde schokken zoals de olieschok, die zeker een invloed hebben gehad op de reële wisselkoersbewegingen. In feite was de variabiliteit van de reële wisselkoersen na 1978 vergelijkbaar met deze van de periode 1973-

1974 (de eerste olieschok), toen de reële wisselkoersen van dezelfde landen jaarlijks met 3,3% veranderden. Deze vergelijking doet alvast de vraag rijzen of het EMS enig effect heeft gehad op de intensiteit van reële wisselkoersveranderingen. Immers, in een vergelijkbare periode van grote wereldwijde schokken, en toen het EMS nog niet bestond, observeren we dezelfde reële wisselkoersvariabiliteit als tijdens de EMS-periode van 1979-1982.

Als maatstaf voor het succes van het EMS vergelijkt men dikwijls de wisselkoersvariabiliteit van de EMS-valuta sinds 1979 met die van niet-EMS-valuta. De tabel werpt hier enig licht op. De reële wisselkoersen van de niet-EMS-valuta zijn, sinds 1979, duidelijk onderhevig aan grotere jaarlijkse veranderingen dan de reële wisselkoersen van de EMS-valuta. Dit schijnt erop te wijzen dat het EMS toch succesrijk was. De koersbewegingen in de periode vóór 1979 doen echter twijfels rijzen aan deze interpretatie. Immers, vóór de oprichting van het EMS observeren we een gelijk verschil tussen EMS- en niet-EMS-valuta. Over het algemeen zijn de reële wisselkoersen van de niet-EMS-valuta (opgenomen in onze steekproef) variabelere dan die van de EMS, zowel vóór als na de oprichting van het EMS. Het is merkwaardig dat de twee landen, Italië en Frankrijk, die vóór 1979 afzonderlijk zwevende valuta hadden en onderhevig waren aan grote reële wisselkoersveranderingen, er na 1979 in slaagden deze variabiliteit sterk te verminderen. Dit succes ging echter gepaard met een belangrijke verhoging van de reële wisselkoersvariabiliteit van alle EMS-landen die vóór 1979 reeds een wisselkoers-akkoord hadden (het zogenaamde slang-akkoord).

Een belangrijke oorzaak van dit onvermogen om binnen het EMS de reële wisselkoersonzekerheid te verminderen moet worden gezocht in het feit dat de inflatieverschillen tussen de EMS-landen groot zijn, en sinds 1979 zelfs zijn toegenomen. Gedurende de periode 1979-1982 was de standaardafwijking van de nationale inflatiepercentages binnen het EMS gemiddeld 5% per jaar, tegen slechts 4% gedurende 1974-1978. Deze situatie leidt tot voortdurende scheefftrekkingen in de reële wisselkoersen, en dus in de concurrentiepositie van de deelnemende landen, en dwingt tot periodieke (en meestal late) wisselkoersaanpassingen. Daar deze laatste meestal gebeuren in een crisisatmosfeer, leiden ze telkens tot ter discussie stellen van het systeem.

*De Grauwe*