

Het EMS opnieuw bezien

DRS. A. J. HUTTEN*

Sinds de inwerkingtreding van het Europese Monetaire Stelsel (EMS) is de valuta-onrust in de aangesloten landen beperkt geweest. Dat is evenwel niet te danken geweest aan een gecoördineerde economische politiek in de EMS-landen. Met de verkiezing van Mitterrand tot president van Frankrijk is het economisch beleid in de belangrijkste EMS-landen nog sterker uiteen gaan lopen, hetgeen de stabiliteit van de wisselkoersverhoudingen niet ten goede zal komen. De recente wisselkoersaanpassing wijst daar reeds op. In dit artikel wordt het functioneren van het EMS tot nu toe besproken, alsmede de vooruitzichten voor de toekomst. De auteur signaleert dat het succes van het stelsel niet mag worden toegeschreven aan internationale afstemming van het economisch beleid, maar veeleer aan factoren als de laatste golf olieprijsstijgingen, het restrictieve monetaire beleid in de Verenigde Staten en de rentepolitiek van de centrale banken in de EMS-landen. Hij voorziet voor de toekomst toenemende spanningen binnen het EMS.

Inleiding

Het Europese Monetaire Stelsel (EMS), dat op 13 maart 1979 in werking trad, heeft — wellicht tot verbazing van sommigen — in de eerste twee en half jaar van zijn bestaan redelijk gefunctioneerd indien het aantal wijzigingen van de centrale wisselkoersen als maatstaf wordt genomen. De aanpassing van 5 oktober jl. meegerekend zijn de spilkoersen tot dusver vier maal aangepast, zonder dat dit met grote speculatiegolven gepaard ging, zij het dat in de vier à vijf maanden voorafgaande aan de laatste koersaanpassing de spanningen in het EMS sterk waren toegenomen en in verband daarmee eveneens de omvang van de valuta-interventies. Het EMS heeft dan ook beslist geen slechtere staat van dienst dan zijn voorganger, het slangarrangement, dat van 1972 tot begin 1979 heeft bestaan. De slang werd namelijk vooral in de beginjaren van haar bestaan regelmatig geconfronteerd met hevige valuta-onrust en met het in- en uittreden van valuta's van verschillende pluimage. Problemen van die omvang heeft het EMS tot nu toe niet gekend.

In dit artikel wordt het functioneren van het EMS tot nu toe besproken. Het artikel is als volgt ingedeeld. Eerst wordt uiteengezet dat in de afgelopen jaren aan het EMS nauwelijks een bewust gecoördineerd economisch beleid ten grondslag heeft gelegen, maar dat er veeleer sprake lijkt te zijn geweest van een toevallige samenloop van economische factoren. Daarna wordt de periode mei-september van dit jaar nader beschouwd. Toen Frankrijk met de verkiezing van Mitterrand besloot om in de komende jaren een werkgelegenheidsbeleid in plaats van een anti-inflatiebeleid te zullen voeren, terwijl West-Duitsland daarentegen zijn politiek van inflatiebestrijding voortzette, heeft dit de spanningen in het EMS sterk vergroot, waardoor op 5 oktober jl. is besloten tot een aanpassing van de spilkoersen. Ten slotte komt de toekomst van het EMS aan de orde. De herziening van de wisselkoersen heeft de rust op de valutamarkten teruggebracht. Dit zal echter van korte duur zijn, indien de wisselkoersaanpassing niet wordt gevolgd door een passend en gecoördineerd economisch beleid. De kans hierop lijkt echter niet groot.

De periode maart 1979-mei 1981

De doelstelling van het Europese Monetaire Stelsel kan worden omschreven als het vergroten van de monetaire stabiliteit (het reduceren van onder meer wisselkoersfluctuaties en inflatieverschillen) in de aangesloten landen. Besloten werd om in eerste instantie de aandacht te richten op het stabiliseren van de wisselkoersen. De oprichters van het EMS gingen immers van de gedachte uit dat door het stabiliseren van de wisselkoersverhoudingen de aangesloten landen worden gedwongen het economisch beleid op elkaar af te stemmen. Daarmee zou na verloop van tijd de aloude EG-wens van een volledig verenigd Europa een stap dichterbij worden gebracht.

Afspraken werden gemaakt om de wisselkoersen slechts binnen een bandbreedte van maximaal 2,25% (voor de lire 6%) te laten fluctueren, waarmee het EMS in principe een voortzetting is van zijn voorganger, het slangarrangement. Weliswaar werden onder meer de interventieregels enigszins gewijzigd, alsmede maatregelen (o.a. overdrachten van gouden dollarreserves) genomen voor de toekomstige oprichting van een Europees Monetair Fonds en werd de „European currency unit” (ecu) in het leven geroepen, maar dit alles had geen wezenlijke veranderingen t.o.v. het oude wisselkoersstelsel tot gevolg. Een uitzondering hierop vormt evenwel de divergentie-indicator, die een centrale bank van een land waarvan de valuta éézijdig uit de pas loopt, een signaal geeft wanneer valuta-interventies moeten worden uitgevoerd of andere maatregelen moeten worden genomen ten einde de wisselkoersen binnen de gewenste marge te houden. Een verplichting hiertoe bestaat echter niet. Voor de technische aspecten van het EMS wordt overigens verwezen naar de artikelen van de hand van De Grauwe en Peters en van

* Medewerker van het Economisch Bureau van de Nederlandsche Middenstandsbank NV. De auteur dankt prof. dr. E. J. Bomhoff voor zijn commentaar op een eerdere versie van dit artikel.

Korteweg 1) alsmede naar het verslag van de Europese Gemeenschap en kamerstukken 2).

Het EMS is zijn eerste levensjaren zonder al te grote moeilijkheden doorgekomen. De partners 3) waren ruim twee jaar na de oprichting (maart 1979) nog lid van het stelsel, terwijl het aantal wijzigingen van de centrale spilkoersen in die periode beperkt is gebleven tot drie 4).

Beziet men evenwel de economische ontwikkeling in de lidstaten, dan blijkt dat op een aantal punten van de economische samenwerking weinig is terechtgekomen. Om deze reden is de tweede fase van het EMS, die omstreeks maart van dit jaar had moeten ingaan, dan ook voor onbepaalde tijd uitgesteld. In dit verband kunnen de volgende punten worden genoemd.

— de liquiditeitscreatie, gerelateerd aan de groei van het reële bruto nationaal produkt en de onvermijdbare inflatie, bleef in een aantal landen (o.a. Italië en Ierland) uitzonderlijk hoog, hetgeen niet in de laatste plaats is toe te schrijven aan binnenlandse oorzaken. Weliswaar is er in de loop van 1980 sprake geweest van een monetaire verkrapping in de aangesloten lidstaten (zie tabel 1), maar deze lijkt meer het gevolg van de verdediging van de positie van de verschillende EMS-valuta's t.o.v. de dollar, dan van een gecoördineerd anti-inflatiebeleid in de lidstaten zelf. Bovendien lijkt deze monetaire verkrapping voor een aantal landen van korte duur te zijn geweest. De meest recente gegevens wijzen namelijk uit dat bij voorbeeld in Ierland sedert september van het vorige jaar en in Denemarken en Frankrijk sinds februari/maart van dit jaar de twaalfmaandsstijging van de geldhoeveelheid weer toeneemt. Voorts blijven de inflatieverschillen (in termen van consumptieprijzen) onverminderd groot en zijn in 1980 t.o.v. 1979 zelfs toegenomen (zie tabel 1). Gezien de uiteenlopende ontwikkeling van de geldhoeveelheid behoeft dit geen verwondering te wekken, hoewel de toenemende inflatieverschillen voor een deel ook kunnen worden toegeschreven aan de uiteenlopende effecten van externe prijsschokken (o.a. olieprijsstijging in de jaren 1979/1980);

— ook bij de harmonisatie van het fiscale beleid, waarvan het verminderen van de begrotingstekorten een belangrijk onderdeel is, werd weinig vooruitgang geboekt. Zo zijn de begrotingstekorten van de centrale overheid van Nederland, België en Denemarken in de afgelopen jaren fors toegenomen, terwijl die van de andere lidstaten (Ierland niet meegerekend) nagenoeg geen wijziging hebben ondergaan. Het begrotingstekort van Italië is in het afgelopen jaar zelfs iets gedaald, het tekort blijft er echter uitzonderlijk hoog. Ook voor het lopende jaar mag niet op enige

relevante wijziging van dit beeld in positieve zin worden gerekend. Integendeel. Als gevolg van onder meer de conjuncturele inzinking nemen de belastingontvangsten veelal af en de overheidsuitgaven (met name de werkloosheidsuitkeringen) toe, zodat in het algemeen de begrotingstekorten nog verder zullen toenemen. De kans op nog grotere verschillen tussen de lidstaten is dan ook zeer wel aanwezig. Daarnaast kan niet aan de indruk worden ontkomen dat in een aantal landen (o.a. Nederland) de voorgenomen ombuigingen van de overheidsuitgaven niet of slechts voor een deel zijn gerealiseerd of voor een ander deel zijn doorgeschoven naar andere sectoren van de collectieve sector (lagere overheden en sociale fondsen). Door dit alles is de financieringsbehoefte van de collectieve sector in sommige landen (België, Italië) in de afgelopen jaren uitzonderlijk hoog geweest; in andere (Frankrijk) daarentegen erg laag (zie tabel 2). De in een aantal landen hoge binnenlandse liquiditeitscreatie is dan ook voor een belangrijk deel toe te schrijven aan de grote financieringsbehoefte van de overheid;

Tabel 2. Begrotingstekort van de centrale overheid en de financieringsbehoefte van de collectieve sector in de EMS-landen, in procenten van het bruto nationaal produkt

	West-Duitsland	Frankrijk	Italië	Nederland	België	Denemarken
Begrotingstekort 1978	-2,0	-1,3	-15,5	-3,3	-6,3	-5,2
1979	-1,9	-1,2	-11,1	-4,4	-7,4	-6,0
1980	-1,9	-1,5	-10,6	-4,8	-9,2	-6,9
Financieringsbehoefte van de collectieve sector 1978	3,1	1,8	15,0	4,0	8,1	n.b.
1979	3,4	0,8	11,6	5,1	9,4	n.b.
1980	3,8	0,8	10,6	6,8	12,1	n.b.

Bron: DNB, *Verslag over het jaar 1980*. Amsterdam, 1981; BIS, *Annual report 1980/1981*. Bazel, 1981; n.b.: niet beschikbaar.

1) P. de Grauwe en Th. Peeters, *The EMS, Europe and the dollar*, *The Banker*, april 1979; P. Korteweg, *The European Monetary System — Will it really bring more monetary stability for Europe*, position paper prepared for the third meeting of the Shadow European Economic Policy Committee (SEPEC), Parijs, 1979.

2) EG, *The European Monetary System*, Brussel, mei 1979; Europese Monetaire Stelsel, Tweede Kamer, zitting 1978-1979, 15533, nrs 1-2.

3) West-Duitsland, Frankrijk, Italië, Nederland, België/Luxemburg, Denemarken en Ierland.

4) September 1979: D-mark revalueert met 2% en de Deense kroon devalueert met 3%; november 1979: Deense kroon devalueert met 5%; maart 1981: Italiaanse lire devalueert met 6%.

Tabel 1. Geldhoeveelheid en inflatie in de EMS-landen, in procentuele mutaties t.o.v. de overeenkomstige maand van het voorafgaande jaar

		1979				1980				1981	
		maart	juni	september	december	maart	juni	september	december	maart	juni
Inflatie	μ	7,5	8,7	9,5	10,6	11,7	12,4	11,9	12,0	11,9	11,8
	sd	3,9	4,9	4,9	5,6	5,8	6,5	6,3	6,1	6,0	5,5
	s	9,8	12,4	11,9	14,1	14,8	14,9	16,2	15,9	15,3	14,4
Geldhoeveelheid volgens M-1	μ	14,3	13,5	10,2	9,5	5,8	4,9	6,2	7,2	8,3	8,9
	sd	8,8	9,5	7,6	7,4	7,1	6,2	3,5	4,2	5,1	5,5
	s	23,9	26,4	20,5	21,6	21,1	18,3	10,2	12,6	13,0	13,5
Geldhoeveelheid volgens M-2	μ	14,4	15,1	12,6	12,1	10,6	8,5	9,3	9,1	10,7	11,2
	sd	9,5	10,3	7,9	5,9	4,7	4,1	4,3	4,7	4,9	4,1
	s	29,3	31,6	22,7	14,3	12,9	12,4	13,3	13,7	15,9	11,8

Toelichting: μ = gemiddelde;
sd = standaarddeviatie;
s = spreiding (verschil tussen het hoogste en laagste stijgingspercentage).

Bron: IFS, OESO.

— ten slotte is ook op het gebied van het inkomensbeleid weinig coördinatie te bespeuren. De verschillen in loonstijgingen tussen de verschillende lidstaten blijven onverminderd groot en lijken zelfs weer toe te nemen, wat onder meer samenhangt met de ontwikkeling van de inflatie en de in sommige landen bestaande loon/prijsindexeringsmechanismen.

Niettegenstaande de grote verschillen tussen de lidstaten op het gebied van onder meer inflatie en liquiditeitscreatie zijn de onderlinge wisselkoersen betrekkelijk stabiel gebleven. Het relatieve succes van het EMS kan dan ook niet worden toegeschreven aan een gecoördineerd economisch beleid maar aan een aantal factoren, waarvan enkele min of meer toevallig en gelijktijdig optraden. Factoren die zodoende tot soms niet onaanzienlijke reële wisselkoersmutaties hebben geleid. Reële wisselkoersveranderingen zijn gedefinieerd als nominale wisselkoersveranderingen gecorrigeerd voor inflatieverschillen. Dit laat zich in het kort als volgt verklaren.

Als de inflatie van land A stijgt t.o.v. land B dan is het minder aantrekkelijk om te beleggen in financiële titels luidende in de valuta van land A. Een en ander is uiteraard afhankelijk van de te verwachten rente-opbrengsten en wisselkoersveranderingen. Daarnaast worden op de internationale goederenmarkt de produkten van land A t.o.v. die van land B duurder. In beide gevallen neemt de vraag naar de valuta van land A af. Als voorbeeld hiervan kan de sterke koersdaling van de dollar in de jaren 1977/1978 dienen. In de Verenigde Staten was in die tijd sprake van een aanzienlijk hogere inflatie (verwachting) dan in sommige landen van West-Europa en Japan. Daarnaast kenden de Verenigde Staten een groot tekort op de lopende rekening.

Behalve inflatieverschillen kunnen ook reële economische factoren aanleiding zijn tot wisselkoersaanpassingen. Produktiviteitsverschillen tussen landen of de vondst (en export) van een gewild artikel (bij voorbeeld het aardgas van Nederland en de Britse aardolie) kunnen resulteren in een grotere vraag naar een bepaalde valuta en derhalve in wisselkoersveranderingen. Ook een plotselinge wending in het monetaire beleid (het VK en de VS in 1980/1981), welke vaak gepaard gaat met scherpe rentefluctuaties, kan hetzelfde effect hebben. Deze wisselkoersveranderingen als gevolg van onder meer de zojuist genoemde reële factoren worden reële wisselkoersveranderingen genoemd. Voor een uitvoerige analyse van de hierbovengenoemde oorzaken van wisselkoersveranderingen wordt verwezen naar Humphrey en Korteweg 5).

In een systeem als het EMS, waarin wordt gepoogd de nominale wisselkoersen te stabiliseren, leiden inflatieverschillen automatisch tot reële wisselkoersaanpassingen. Hiermee wordt overigens niet gezegd dat in zo'n systeem, zowel de nominale als de reële wisselkoers(verandering) een evenwichtswisselkoers(verandering) behoeft te zijn. Binnen het EMS is de ontwikkeling van de nominale en reële wisselkoersen als volgt geweest. De stijging van de consumptieprijzen bedroeg in de periode maart 1979/mei 1981 in West-Duitsland en Nederland slechts 12% respectievelijk 14,3%, in Frankrijk en Italië daarentegen maar liefst 30,8% respectievelijk 47,3%. Dit betekent dat de reële wisselkoersveranderingen

in de lidstaten van het EMS in die periode nogal fors moeten zijn geweest. Tabel 4 geeft hierin wat meer inzicht.

Tabel 4. Reële wisselkoersmutaties van de EMS-valuta's over de periode maart 1979-mei 1981

	FF	Lire	FL	BF	DK	IP
DM	14,9	25,3	- 0,7	- 0,6	5,6	26,7
FF		10,6	-15,6	-15,5	-9,0	11,8
Lire			-26,6	-26,5	-19,5	1,0
FL				0,0	7,4	27,5
BF					6,5	27,4
DK						20,0

Toelichting: + = reële depreciatie;
- = reële appreciatie.

Tabel 4 dient als volgt te worden gelezen. De vermelde cijfers in de eerste rij geven de reële depreciatie/appreciatie van de DM t.o.v. de andere EMS-valuta's weer. Reële wisselkoersveranderingen zijn gedefinieerd als de nominale wisselkoersveranderingen gecorrigeerd voor de inflatieverschillen.

Zo konden er in de beschouwde periode binnen het EMS twee groepen valuta's worden onderscheiden. Het blok van West-Duitsland, Nederland en België, waarvan de valuta's t.o.v. elkaar nauwelijks enige reële wisselkoersverandering hebben vertoond maar t.o.v. alle andere EMS-valuta's daarentegen in reële termen fors zijn gedeprimeerd. Vervolgens was er het blok van Frankrijk, Italië en Ierland, waarvan de valuta's niet alleen t.o.v. elkaar (uitgezonderd de lire t.o.v. het Ierse pond) maar ook t.o.v. alle andere EMS-valuta's een forse reële wisselkoersaanpassing hebben laten zien. Dene-marken ten slotte nam als gevolg van twee officiële wijzigingen in de spilkoersen een positie tussen deze twee blokken in.

Als oorzaken van deze reële wisselkoersveranderingen, waarmee tevens het in stand blijven van het EMS gedurende zijn eerste twee levensjaren kan worden verklaard, kunnen onder meer de volgende factoren worden genoemd:

— de forse olieprijsstijgingen van de jaren 1979/1980 hebben de betalingsbalansposities van de EMS-landen uit het lood geslagen. De lopende rekening van met name West-Duitsland is hierdoor sterk getroffen, hoewel ook andere factoren (sterke appreciatie van de DM in de periode 1976/1979 en geringe produktiviteitsstijgingen) worden genoemd 6). Onder meer als gevolg hiervan veranderde de DM in de loop van 1980 van een relatief sterke valuta in een relatief zwakke valuta, waarmee een deel van de

5) Th. M. Humphrey, Explaining exchange rate behavior: an augmented version of the monetary approach, *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Richmond, mei/juni 1981; P. Korteweg, Monetair beleid in Nederland (I), Doelinden en dilemma's, *ESB*, 12 november 1980, blz. 1258; idem, *Exchange rate policy, monetary policy and real exchange rate variability*, Essays in International Finance, Princeton Studies, nr. 140, december 1980.

6) L. Julitz, Nicht mehr Wettbewerbsfähig? Zur Konkurrenzkräft der Deutschen Wirtschaft, *Frankfurter Allgemeine*, 4 augustus 1981.

Tabel 3. Bruto uurloon in de industrie, in procentuele mutaties t.o.v. het overeenkomstige kwartaal van het voorgaande jaar

	1979				1980				1981	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
West-Duitsland	6,3	5,8	4,5	4,6	3,1	6,3	7,2	7,1	6,9	5,1
Frankrijk	12,9	13,4	12,3	13,1	13,9	14,8	15,6	15,2	14,8	13,7
Italië	15,7	17,0	20,4	22,1	22,4	23,2	22,5	21,9	23,1	24,8
Nederland	4,1	4,1	4,8	4,0	4,7	4,7	3,8	3,8	2,3	2,3
België	6,3	6,2	7,7	7,5	7,4	8,7	8,6	9,1	10,3	8,1
Denemarken	9,7	10,5	11,4	13,6	13,1	12,1	11,2	8,6	8,9	8,6
Ierland	14,6	11,0	17,7	17,9	23,0	24,0	15,6	21,5	16,3	

Bron: OESO.

traditionele spanningen in het EMS werd weggenomen. Daarnaast heeft het gevoerde krappe monetair beleid in de Verenigde Staten en de daarmee samenhangende (sterke) rentestijgingen in de dollarsfeer de positie van de DM meer aangetast dan de positie van de andere EMS-valuta's. Ook de hoge rentes in het Verenigd Koninkrijk kunnen hierop van invloed zijn geweest, zij het in een wat mindere mate dan die in de VS. Dit lijkt erop te wijzen dat de rol van de DM als tweede reservevaluta, die zij onder meer als gevolg van de sterke dollardepreciatie in de jaren 1977/1978 kreeg opgedrongen, in de beschouwde periode juist in het nadeel van de DM heeft gewerkt. Ook werden soms politieke spanningen (Polen) als oorzaak van de zwakke positie van de DM genoemd, zij het dat dit meer van incidentele dan van structurele aard lijkt te zijn;

- als tweede belangrijke factor voor het toentertijd betrekkelijk rustige koersverloop binnen het EMS kan de gevoerde rentepolitiek worden genoemd. Nagenoeg alle EMS-valuta's hebben één of meer malen onder druk gestaan, maar slechts een enkele maal werd besloten de spilkoersen te herzien 7). Meestal werd echter het rente-instrument ingezet, onder meer door geldmarktverkrappen- de valuta-interventies uit te voeren. Hierdoor kon worden voorkomen, dat de koersen van de valuta's de ondergrens van de afgesproken bandbreedte te dicht zouden naderen of zelfs zouden overschrijden. Hierbij lijken ook politieke overwegingen een rol te hebben gespeeld 8). Het gevolg hiervan was, dat in sommige EMS-landen de nominale rentes sterk zijn opgelopen, hetgeen de economische bedrijvigheid niet heeft bevorderd. Daarnaast liep ook het gemiddelde rentepercentage in de EMS-landen fors op (zie tabel 5), wat naast de hierbovengenoemde reden ook is toe te schrijven aan het toentertijd gevoerde dollarbeleid van de Westeuropese monetair autoriteiten. Door binnenlandse renteverhogingen (de februari-maatregelen van de Bundesbank waren hiervan een duidelijk voorbeeld) is getracht de dollarappreciatie zoveel mogelijk te mitigeren om onder andere de hiermee verband houdende geïmporteerde inflatie zoveel mogelijk tegen te gaan. Echter met weinig succes. De dollar werd in de loop van 1981 steeds sterker, hoewel zij in de afgelopen twee maanden een deel van het veroverde terrein moest prijsgeven. En niettegenstaande de forse dollarappreciatie liep de inflatie dusver weinig op indien rekening wordt gehouden met de invloed van de sterke olieprijsstijgingen van de jaren 1979/1980. Al met al kan de gevoerde rentepolitiek worden beschouwd als één van de steunpilaren waarop het EMS in de beschouwde periode (en overigens ook daarna) heeft gerust. Door het bieden van hogere rentetarieven werd een reële wisselkoersappreciatie geïnduceerd die een hogere inflatie of een reële wisselkoersdepreciatie of beide heeft geneutraliseerd;
- ten slotte kunnen voor enkele landen één of meer factoren worden genoemd die de positie van de valuta mede hebben bepaald. Zo profiteerde en profiteert de gulden nog steeds van de hoge opbrengst van de aardgasexport, terwijl de

sterke positie van de Franse frank (tot mei van dit jaar) mede kan worden verklaard uit het sedert 1977 gevoerde economische beleid in Frankrijk. Onder leiding van premier Barre is in de afgelopen jaren vooruitgang geboekt op het gebied van de industriepolitiek (sanering verouderde bedrijfstakken zoals staal, minder individuele overheidssteun), het energiebeleid (grotere onafhankelijkheid t.o.v. het buitenland door middel van een groots opgezet kernenergieprogramma) en de prijspolitiek (liberalisatie van de prijzen). Mede hierdoor kregen de beleggers meer vertrouwen in de toekomst van Frankrijk en derhalve in de Franse frank.

Reële wisselkoersveranderingen hebben sedert het bestaan van het EMS in belangrijke mate de inflatieverschillen gecompenseerd. Waar aan de reële wisselkoersveranderingen in meer of mindere mate toevallige oorzaken ten grondslag liggen, is de stabiliteit van het EMS voornamelijk aan een toevallige samenloop van omstandigheden toe te schrijven.

De periode mei-september 1981

Met de komst van Mitterand als president van Frankrijk in mei van dit jaar is het EMS een nieuwe fase ingegaan. De oorzaak hiervan is onder meer gelegen in het feit dat Mitterand c.s. het economische roer hebben omgegooid. In de afgelopen maanden werd steeds duidelijker hoe groot de verschillen zijn tussen de economische politiek van de twee belangrijkste EMS-partners, West-Duitsland en Frankrijk. Deze beleidsverschillen hebben geleid tot uiteenlopende verwachtingen op het gebied van o.a. inflatie, lopende rekening en overheidsbegroting en hadden derhalve grote spanningen in het EMS tot gevolg.

In Frankrijk nam werkloosheidsbestrijding door middel van expansieve fiscale politiek en een ruimer monetair beleid de plaats in van een economisch beleid dat onder leiding van premier Barre inflatiebestrijding als economische prioriteit had. Als gevolg van allerlei maatregelen (o.a. in de inkomensfeer) resulteert voor het lopende jaar een begrotingstekort van de centrale overheid van ca. FF 70 mrd. (2,3% van het bnp), hetgeen ruim een verdubbeling is van het oorspronkelijk geraamde tekort van FF 30 mrd. Voorts heeft de Banque de France in de afgelopen maanden de kredietteugels laten vieren. De reserveverplichtingen zijn in juni verlaagd, waardoor de geldmarkt ruimer werd. Daarnaast werden de kredietplafonds stap voor stap verhoogd, speciaal voor kredieten aan kleine bedrijven, die elders moeilijk aan de nodige externe financieringsmiddelen kunnen komen.

Ook op het vlak van de inkomenspolitiek heeft de nieuwe

7) Zie voetnoot 4.

8) Zie hiervoor J. P. van Iersel, Het Europees Monetair Stelsel: een bijdrage tot stabiliteit in West-Europa, *ESB*, 17 september 1980.

Tabel 5. Rente-ontwikkeling in de EMS-landen

		1979				1980				1981	
		maart	juni	september	december	maart	juni	september	december	maart	juni
Gemiddelde van representatieve geldmarkrentes	μ	9,6	11,2	12,6	14,4	15,7	14,1	13,4	12,9	14,2	15,9
	sd	3,4	4,0	3,6	3,3	4,1	3,3	3,4	2,8	2,9	3,0
	s	9,1	11,8	9,7	9,4	10,5	7,5	9,8	8,0	9,4	8,6
Gemiddeld rendement op staatsobligaties	μ	10,6	11,5	11,8	12,4	13,7	13,1	13,1	13,5	14,3	15,0
	sd	3,1	3,4	3,7	3,8	3,6	4,2	3,8	3,6	3,2	3,7
	s	8,8	9,1	10,1	10,4	10,7	12,9	12,2	10,8	9,7	10,5

Toelichting: μ = gemiddelde;
 sd = standaarddeviatie;
 s = spreiding (verschil tussen het hoogste en laagste percentage).

Bron: Morgan Guaranty Trust Company, *World financial markets*; Privatbanken.

regering verscheidene maatregelen genomen om de inkomensongelijkheid, die in Frankrijk relatief groot is, te verkleinen. In augustus werd een plan voor de vermogensbelasting geïntroduceerd, terwijl andere plannen op het gebied van de inkomensherverdeling nog in voorbereiding zijn. Bovendien zullen de winsten van banken en oliemaatschappijen in de toekomst voor een groter gedeelte dan in het verleden in de staatskas vloeien. Ten slotte werd in september een gedeelte van het kernenergieprogramma officieel stilgezet en werden de definitieve nationalisatieplannen bekendgemaakt.

De gevolgen van dit economische stimuleringsprogramma voor de positie van de Franse frank waren desastreus. Kort na de verkiezing van Mitterrand verloor de frank haar relatief sterke positie binnen het EMS en veranderde in een relatief zwakke valuta (de plannen waren toen immers al bekend). Tot aan het begin van oktober kwam in deze situatie nagenoeg geen verandering. Slechts omvangrijke valuta-interventies, een hoge-rentepolitiek, alsmede andere maatregelen (o.a. deviezenrestricties) konden voorkomen dat de frank de benedengrens van de EMS-band overschreed.

In West-Duitsland is daarentegen de sedert begin 1979 gevoerde restrictieve monetaire politiek ook in de loop van dit jaar voortgezet, wat heeft geleid tot onder meer een geringe toename van de geldhoeveelheid⁹⁾. De gevolgen hiervan voor de inflatie zullen waarschijnlijk in de komende jaren zichtbaar worden. Voorts werd er in West-Duitsland, vergeleken met de andere EMS-landen, een grotere mate van overeenstemming bereikt om het financieringstekort van de centrale overheid, dat dit jaar wordt geraamd op DM 34 mrd., of 2,2% van het bnp, in de komende jaren terug te brengen. Hiervoor zal volgend jaar voor DM 15 à 20 mrd. op de overheidsuitgaven worden bezuinigd. Daarnaast hebben de sociale partners laten merken dat in de komende jaren een gematigde inkomensontwikkeling onontbeerlijk is voor een gezonde rendementspositie van de bedrijven en daarmee voor een redelijke groei van de economie. Ten slotte ontstonden in de afgelopen maanden duidelijk tekenen dat mede onder invloed van het gevoerde economische beleid in de komende jaren de lopende rekening van West-Duitsland zal verbeteren. Door de depreciatie van de DM sedert medio vorig jaar (op reële effectieve basis ca. 6,5%) is de concurrentiepositie van de Westduitse producten op de wereldmarkten verbeterd, wat inmiddels tot uiting is gekomen in een toegenomen stroom buitenlandse orders. Hoewel de ramingen voor de lopende rekening in 1982 sterk uiteenlopen (OESO en IFO-instituut: ca. DM 10 à 15 mrd.; Kieler-instituut: DM 20 mrd.) is de neerwaartse trend duidelijk aanwezig.

Door dit alles en onder invloed van de lichte rentedaling in de Verenigde Staten kon de stemming rond de DM, met name t.o.v. de dollar, in de loop van augustus/september omslaan. In het EMS kwam dit tot uiting in het steeds vaker overschrijden van de DM van de 75%-grens van de divergentie-indicator.

Naast de sterke omslag in de wisselkoersverhouding tussen de DM en de Franse frank, werd het beeld in de maanden mei t/m september mede bepaald door een sterk blijvende gulden en een zeer zwak blijvende Belgische frank. De gulden kon onder invloed van het toenemende overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans (naar raming in 1981: f. 2 à 3 mrd.; in 1982: ca. f. 7 mrd.) en het geldmarktbeleid van DNB de steeds sterker wordende DM goed volgen. De Belgische frank bezette daarentegen als gevolg van onder meer financieel-economische problemen (groot overheidsstekort en een fors tekort op de lopende rekening) en politieke problemen veelal de onderste plaats in het EMS.

Bovengenoemde ontwikkelingen waren de oorzaken van de toenemende spanningen in het EMS, die tot gevolg hadden dat de centrale banken massale valuta-ondersteunende interventies moesten uitvoeren. Het enorme deviezenverlies als gevolg van de interventies in de landen met een zwakke valuta (Frankrijk en België), alsmede de bij Frankrijk sterk levende wens om de binnenlandse rentes te laten dalen, waren de

redenen voor de aanpassing van de EMS-spilkoersen op 5 oktober. Zoals bekend, werden de DM en de gulden t.o.v. hun spilkoersen met 5,5% gerevalueerd, terwijl de Franse frank en de Italiaanse lire met 3% werden gedevalueerd. Door de wisselkoersaanpassingen is de rust op de valutamarkten voorlopig weer teruggekeerd. Hiermee is echter niet gezegd dat het EMS een rustige tijd tegemoet zal gaan. Dit brengt ons tot een beschouwing over de toekomst van het EMS.

De toekomst van het EMS

In het licht van de grote fundamentele onevenwichtigheden tussen de lidstaten is de wisselkoersaanpassing van 5 oktober te rechtvaardigen en in beginsel een stap in de goede richting. De vraag kan evenwel worden gesteld of de omvang van de wisselkoersaanpassing voldoende is geweest, of dat in de (nabije) toekomst opnieuw met een herziening van de spilkoersen rekening moet worden gehouden. Anders gezegd, zijn de huidige wisselkoersen evenwichtswisselkoersen of niet? Of nog anders gezegd, is de wisselkoersaanpassing het gevolg geweest van (economische) ontwikkelingen in het verleden (zo mogelijk na maart 1979) of hebben slechts verwachte (economische) ontwikkelingen een rol gespeeld? Dat laatste wil dan zeggen dat reeds een voorschot is genomen op wat nog komen gaat. Waarschijnlijk lijkt dat zowel het verleden als de toekomst een rol hebben gespeeld bij de recente wisselkoersaanpassing, maar welke precies is onduidelijk. De sedert maart 1979 tussen de lidstaten sterk uiteenlopende ontwikkeling op het gebied van de inflatie, de overheidstekorten en de lopende rekening was reeds voldoende voor een pariteitsaanpassing. De ontwikkelingen in Frankrijk, waarbij verwachtingen een belangrijke rol zullen hebben gespeeld, hebben naar mijn mening de wisselkoersaanpassing eerder laten plaatsvinden.

De gevolgen van de wisselkoersaanpassing laten zich moeilijk inschatten. Zeker is dat de concurrentiepositie van de landen waarvan de valuta is gedevalueerd, is verbeterd, terwijl die van de landen met een gerevalueerde valuta is verslechterd. Tabel 6 geeft hierin enig inzicht.

Tabel 6. Index van de reële effectieve wisselkoers op basis van consumptieprijzen, gewogen naar export aandelen van de EMS-landen (maart 1979 = 100)

	DM	FF	Lire	FL	BF	DK	IP
1. Koers vóór de wisselkoersaanpassing	88,4	110,2	121,8	93,1	92,7	101,1	124,8
2. Koers na de wisselkoersaanpassing	93,5	104,9	115,9	96,5	90,8	98,4	123,1
3. Optimistisch inflatiescenario a)	5,5	10	16	6,5	6	10	14
4. Koers één jaar later	89,6	106,2	125,9	95,5	88,8	100,6	130,5
5. Pessimistisch inflatiescenario a)	4,5	15	19	5,5	7,5	12	17
6. Koers één jaar later	86,4	110,2	127,6	93,5	89,0	101,7	132,5

Toelichting: index > 100: reële effectieve appreciatie; index < 100: reële effectieve depreciatie.

a) In procenten op jaarbasis.

Bron: DNB, kwartaalberichten; IMF, *Direction of Trade*.

Tabel 6 geeft de ontwikkeling van de reële effectieve wisselkoers van de EMS-valuta's na maart 1979 weer. De reële effectieve wisselkoers is hier gedefinieerd als de nominale koers, gecorrigeerd voor inflatieverschillen, beide gewogen met de export aandelen van slechts de EMS-landen. Voor de inflatie is de index van de consumptieprijzen

9) A. J. Hutten, Monetair beleid in West-Duitsland, *Bank en Effectenbedrijf*, maart 1981.

genomen 10). Gegevens hierover waren slechts tot augustus van dit jaar beschikbaar.

In reële effectieve termen bedroeg de revaluatie van de DM en de gulden respectievelijk 5,8% en 3,7%, terwijl de devaluatie van zowel de Franse frank als de Italiaanse lire op 4,8% neerkwam. Door de wisselkoersherziening is een deel van de sedert maart 1979 opgetreden verslechtering van de concurrentiepositie in Frankrijk en Italië tenietgedaan, terwijl in België de concurrentiepositie verder is verbeterd. De concurrentiepositie van West-Duitsland en Nederland is daarentegen achteruitgegaan. Niettemin blijven ook na de pariteitsaanpassing de verschillen tussen de reële effectieve wisselkoersen van de EMS-valuta's groot (zie regel 2 van tabel 6). Bovendien moet worden afgewacht of de landen waarvan de valuta (in effectieve termen) is gedevalueerd, in de toekomst het verkregen concurrentievoordeel kunnen behouden. Hiervoor is onder meer nodig dat zij het inflatieverschil 11) t.o.v. hun belangrijkste EMS-handelspartners terugbrengen. In hoeverre dit zal lukken, is moeilijk aan te geven. Om deze reden is voor deze landen zowel een optimistisch inflatiescenario (regel 3 van de tabel) als een pessimistisch inflatiescenario (regel 5 van de tabel) ontworpen. Nu blijkt in bijna alle gevallen dat na één jaar als gevolg van groot blijvende inflatieverschillen de verbetering van de concurrentiepositie volledig of voor een (groot) deel verloren is gegaan, e.e.a. afhankelijk van het gekozen inflatiescenario (regels 4 en 6 van de tabel). In Italië en Ierland is de concurrentiepositie zelfs slechter dan voor de wisselkoersaanpassing van 5 oktober. Een uitzondering hierop vormt België, waar de concurrentiepositie opnieuw is verbeterd.

Geconcludeerd kan worden dat Frankrijk, Italië, Denemarken en Ierland slechts tijdelijk kunnen profiteren van de uit de pariteitsaanpassing voortvloeiende verbetering van de concurrentiepositie, waarbij deze landen bovendien het economisch beleid dienen te richten op inflatiebestrijding en op beperking van de binnenlandse bestedingen 12). Hiermee is het beleidsdilemma voor Frankrijk in elk geval duidelijk geschetst.

Enerzijds tracht de regering-Mitterrand door middel van het door vrijwel alle OESO-landen afgezworen recept van keynesiaanse vraagpolitiek de economie van Frankrijk te stimuleren (groeidoelstelling bnp voor 1981: +3%), terwijl anderzijds een beleid gericht op inflatiebestrijding juist een terughoudende politiek vereist. Mitterrand c.s. denken de oplossing te hebben gevonden in het afkondigen van loon- en prijsmaatregelen. Met ingang van 5 oktober zijn de prijzen van enkele primaire levensbehoeften voor drie maanden en die van de diensten voor zes maanden bevroren. Voorts is de aanbeveling gedaan de stijging van de groothandelsprijzen tot aan het einde van dit jaar te beperken tot 8% op jaarbasis (stijging maart augustus 1981: +15,3%), terwijl de importeurs hun winstmarges de komende drie maanden dienen te bevroren. Ten slotte is de huurverhoging vastgesteld op 80% van de stijging van de bouwkosten en de prijsstijging van de overheidsdiensten op 8 à 10%. Met deze prijsmaatregelen hoopt men de inflatieverwachtingen om te buigen en zo de inflatie in 1982 terug te brengen tot 10% (1981: naar raming 14%).

Gegeven het in gang gezette expansieve fiscale en monetaire beleid en het feit dat niet is aangegeven wat in 1982 met de prijsmaatregelen zal gebeuren, lijkt het niet waarschijnlijk dat de onderliggende inflatietrend zal worden omgebogen. Hoogstens is een tijdelijke vertraging van de prijsstijgingen denkbaar. Mochten de prijsmaatregelen in de loop van 1982 worden opgeheven, dan is het tegenovergestelde effect te verwachten. De ervaring heeft geleerd dat juist dan de prijzen in een versneld tempo gaan stijgen. Worden de prijsmaatregelen daarentegen voortgezet zonder dat de kostenontwikkeling in de hand wordt gehouden, dan komen de bedrijfsrendementen onder druk te staan, hetgeen niet bevorderlijk is voor het investeringsklimaat. Matiging van de kosten, met name van de loonkosten, is dus belangrijk. Om deze reden heeft de

Franse regering een loonakkoord met de vakbonden afgesloten, zij het dat van een reële inkomensdaling geen sprake is. Afgewacht moet worden wat de uiteindelijke resultaten van dit akkoord zullen zijn.

Voorts heeft de regering-Mitterrand besloten FF 15 mrd. op de overheidsuitgaven, nog wel op de overheidsinvesteringen, te bezuinigen. Niettemin laat de overheidsbegroting in 1982 een aanzienlijk groter tekort zien dan dit jaar, namelijk FF 100 mrd. (2,8% van het bnp) tegen FF 70 mrd.

Betekent dit alles een wijziging in het financieel-economische beleid van Frankrijk? Het lijkt mij van niet. Bovengenoemde maatregelen lijken meer te zijn genomen om het vertrouwen in de Franse frank te herstellen, en van een echt anti-inflatiebeleid is dan ook geen sprake. Hiervoor zijn andere maatregelen nodig, zoals een stringent fiscaal en monetair beleid.

Al met al is het niet onwaarschijnlijk dat de nu ingeslagen weg zal leiden tot een hoog blijvende of zelfs hogere inflatie, een mogelijk nog groter tekort op de lopende rekening en grotere financieringstekorten. Over het financieringstekort van de overheid kan nog het volgende worden opgemerkt. In afgelopen jaren zijn de financieringstekorten in Frankrijk relatief laag geweest en konden mede daardoor grotendeels met (binnenlandse) kapitaalmarkt middelen worden gedekt. Hierdoor lijkt de financiële armslag van Frankrijk, vergeleken met die van de andere EMS-landen, wat groter te zijn 13). De verwachte grotere tekorten in de toekomst doen echter vermoeden dat het gevaar van monetaire financiering van een gedeelte van het financieringstekort van de overheid groter wordt. In dat geval wordt het beheersen van de inflatie een steeds moeilijker zaak, zoals andere EMS-landen reeds hebben ervaren.

West-Duitsland lijkt daarentegen op weg te zijn naar een periode met een lagere inflatie, met afnemende tekorten op de lopende rekening (zo mogelijk zelfs met een overschot), alsmede met waarschijnlijk een lager tekort op de overheidsbegroting (zie hiervoor).

Voor zover de bovengenoemde verwachte economische ontwikkelingen in West-Duitsland en Frankrijk nog niet in de huidige koersverhouding tussen de DM en de Franse frank zijn verdisconteerd en aannemende dat zich tussentijds geen beleidswijzigingen in beide landen zullen voordoen, zullen na verloop van tijd de spanningen tussen de DM en de Franse frank opnieuw toenemen. In het kader van de EMS-afspraken zal de Bundesbank ook dan weer geldmarktverruimende valuta-interventies moeten uitvoeren. Of de Westduitse monetaire autoriteiten hiertoe steeds bereid zullen zijn, moet worden betwijfeld, gezien het feit dat zij hiermee de controle over de geldhoeveelheid dreigen te verliezen. West-Duitsland heeft in de afgelopen jaren duidelijk te kennen gegeven dat een te sterk toenemende geldhoeveelheid niet in zijn beleid past, vanwege het gevaar van een stijgende inflatie(verwachting). Weliswaar heeft de Bundesbank in de afgelopen maanden de

10) Beter is het om de index van de groothandels- of exportprijzen te nemen. Echter, deze waren voor een aantal landen (tot en met de maand augustus) niet beschikbaar. Bovendien is het verschil tussen de ontwikkeling van de groothandels- en consumptieprijzen in de belangrijkste EMS-landen bijzonder gering.

11) Gemakshalve is hier aangenomen dat slechts de prijs van een produkt de concurrentiepositie bepaalt. Zoals bekend spelen in de praktijk ook andere factoren zoals service, kwaliteit en levertijd een rol.

12) Hiermee is niet gezegd, dat de landen waarvan de valuta is gerevalueerd (West-Duitsland, Nederland) het financieel-economisch beleid op zijn beloop kunnen laten. Integendeel. Ook zij dienen hun beleid zodanig in te richten dat in de toekomst hun valuta's sterk blijven.

13) De grootte hiervan hangt in beginsel af van de grootte van het structurele begrotingstekort van de overheid en derhalve van het structurele spaaroverschot van de particuliere sector.

Fransen frank op grote schaal gesteund, maar het geldmarktverruimende effect dat hiervan uitging, werd voor een groot deel gecompenseerd door de geldmarktverkrappende valuta-interventies, die ten behoeve van de verdediging van de DM t.o.v. de dollar werden uitgevoerd. De betrekkelijk stabiele rente-ontwikkeling in West-Duitsland in de afgelopen zomermaanden wijst namelijk in deze richting, hoewel de Bundesbank hiervoor ook andere geldmarktinstrumenten heeft ingezet. Aannemende dat de dollar van de Westduitse monetaire autoriteiten in de toekomst best wat in waarde mag dalen, is de noodzaak voor DM ondersteunende valuta-interventies voorbij. Derhalve lijkt de ruimte om binnen het EMS valuta-ondersteunende interventies uit te voeren kleiner te worden.

Ook lijkt het onwaarschijnlijk dat Frankrijk bereid zal zijn door het uitvoeren van geldmarktverkrappende valuta-interventies de binnenlandse rentes op te laten lopen. Dit zou namelijk het werkgelegenheidsbeleid van de Franse regering te sterk doorkruisen (14). Weliswaar is het niet direct noodzakelijk dat bij een hoogblijvende (toenemende) inflatie en hoge(re) nominale rentes ook de reële rentetarieven op een hoog niveau komen te liggen, maar hoge nominale rentes zelf lijken reeds voldoende om de economische bedrijvigheid in negatieve zin te beïnvloeden (15). Daarnaast zal bij hoog blijvende inflatieverschillen t.o.v. het buitenland en het handhaven van de nominale wisselkoersen de concurrentiepositie van Frankrijk (met name t.o.v. West-Duitsland) opnieuw verslechteren.

In een dergelijke situatie is een nieuwe aanpassing van de spilkoersen de enig mogelijke oplossing. Het is zelfs niet ondenkbaar dat Frankrijk besluit (tijdelijk) uit het EMS te stappen, waarmee het stelsel vroegtijdig aan een einde zal komen. Het EMS is immers in eerste instantie een Duits/Franse aangelegenheid. In de tijd van het slangarrangement leek zo'n belangrijke beslissing van Frankrijk te zijn ingegeven door de ontwikkeling van zijn lopende rekening. De Franse frank verliet de slang twee maal, namelijk in januari 1974 en maart 1976. Beide keren vertoonde de lopende rekening van Frankrijk een toenemend tekort, terwijl op dat moment de lopende rekening van West-Duitsland daarentegen een groeiend overschot liet zien. Nu geldt de interne positie (hoge rentes) van Frankrijk als het argument om eventueel het EMS te verlaten.

Naast het uiteenlopen van het economisch beleid van West-Duitsland en Frankrijk en de daarmee samenhangende verwachte koerswijzigingen tussen de DM en de Franse frank lijkt het EMS ook te worden bedreigd door de economische politiek van de andere lidstaten. Nu de werkloosheid naar verwachting ook in de komende jaren hoog zal blijven of in sommige landen zelfs nog zal toenemen (een probleem dat het EMS bij zijn start in een veel mindere mate kende), wordt het beleidsdilemma tussen enerzijds het voeren van een anti-inflatiebeleid en het terugbrengen van de overheidsstekorten en anderzijds het voeren van een werkgelegenheidsbeleid dat op vrij korte termijn vruchten afwerpt, steeds groter. Dit maakt het voeren van een onderling gecoördineerde economische politiek er niet gemakkelijker op.

Zo heeft Denemarken wat haar overheidsfinanciën betreft de zijde van Frankrijk gekozen. De Deense overheidsbegroting zal volgend jaar een recordtekort van naar raming DK 60 mrd. (ca. 12% van het bnp) laten zien. Ook voor België hoeft, zoals de meest recente berichten uitwijzen, voorlopig niet gerekend te worden op een werkelijke ombuiging van de overheidsuitgaven. Aan het echte probleem (overdrachtsuitgaven) is men tijdens het opstellen van de overheidsbegroting voor 1982 niet toegekomen. Deze overheidsbegroting, die overigens nog door het parlement moet worden goedgekeurd, vertoont een deficit van BFr. 460 mrd., of 12% van het bnp.

In Italië zijn onlangs bezuinigingen op de overheidsuitgaven afgekondigd. Het verleden heeft echter geleerd dat de uiteindelijke resultaten hiervan vaak tegenvallen.

In Nederland wordt thans het financieringstekort van de totale overheid voor dit jaar geraamd op circa 7,5% van het

bnp. Over de plannen van de (nieuwe) regering om het tekort te verminderen is nog weinig bekend. Drie maanden formen en vijf weken sleutelen aan een regeringsverklaring waren niet voldoende om een aanpak te vinden voor de inmiddels overbekende economische problemen van ons land.

Uit het bovenstaande kan worden afgeleid dat in een aantal EMS-landen geen sprake zal zijn van betekenisvolle ombuigingen van de overheidsuitgaven en daarmee van een terugdringing van de overheidsstekorten. Mogelijkerwijs kan de algemeen verwachte conjuncturele opleving enig soelaas bieden, maar de opstellers van de overheidsbegrotingen zullen hiermee reeds rekening hebben gehouden. Evenzo verwacht ik niet dat de hoge-inflatielanden binnenkort zullen overgaan op een aanmerkelijk restrictiever monetair beleid waardoor binnen afzienbare tijd de inflatieverschillen t.o.v. de lage inflatielanden fors zullen zijn teruggebracht. De korte-termijnkosten van zo'n beleid in termen van een toenemende werkloosheid en produktieverlies worden waarschijnlijk als te hoog ervaren, zeker nu de werkloosheid al zo hoog is. De inkomenspolitiek blijft dan als enig beleidsterrein over waar de coördinatie tussen de lidstaten lijkt te kunnen toenemen. In landen waar het loon/prijnsindexeringsmechanisme op grote schaal is doorgevoerd (België, Italië, Denemarken) heeft coördinatie op zijn minst een wezenlijke verandering van dit mechanisme tot gevolg. Afgewacht moet worden in hoeverre dit zal lukken. Tot dusver was het een politiek struikelblok.

Tegen de achtergrond van dit weinig opwekkende beeld met betrekking tot de beleidscoördinatie lijkt het waarschijnlijk dat de resultaten op het gebied van economische groei, produktiviteit, inflatie, tekorten op de lopende rekening en overheidsbegroting tussen de lidstaten uiteen blijven lopen. De wisselkoersspanningen in het EMS zullen daardoor opnieuw toenemen. Het valt dan niet te verwachten dat in zo'n situatie een rentepolitiek alleen voor voldoende tegendruk kan zorgen. Met deze vooruitzichten lijkt het EMS een moeilijke tijd tegemoet te gaan.

Samenvatting en conclusie

Het EMS heeft in de afgelopen jaren redelijk gefunctioneerd, hetgeen onder meer is toe te schrijven aan factoren als de sterke olieprijsstijgingen in de jaren 1979/1980, de sedert eind 1979 gevoerde restrictieve monetaire politiek in de Verenigde Staten, alsmede aan de rentepolitiek van de centrale banken in de EMS-landen. Deze factoren hebben geleid tot reële wisselkoersveranderingen die de in beginsel aanwezige spanningen in het EMS, veroorzaakt door de forse inflatieverschillen tussen de lidstaten, in belangrijke mate hebben weggenomen. Hierdoor is het aantal aanpassingen van de spilkoersen beperkt gebleven, niettegenstaande het feit dat tot dusver van een gecoördineerd economisch beleid weinig is terechtgekomen.

Toen Frankrijk echter in mei van dit jaar besloot werkgelegenheidscreatie voorrang te verlenen boven inflatiebestrijding, terwijl West-Duitsland daarentegen zijn politiek van inflatiebestrijding voortzette, is het EMS een nieuwe fase ingegaan. De sterk uiteenlopende economische politiek tussen deze twee landen heeft geleid tot een stijgende noodzaak van wisselkoersaanpassingen en is om deze reden mede de

14) Hoewel over tijdsvertragingen in de economie nog te weinig bekend is, lijkt het niet waarschijnlijk dat op zo'n moment Frankrijk haar werkloosheidsprobleem in een voldoende mate heeft opgelost, waardoor het inflatieprobleem de volle aandacht kan krijgen.

15) Zie E. J. Bomhoff, *Monetaire politiek en werkgelegenheid, Socialisme en Democratie*, juni 1981, blz. 285.

aanleiding geweest van de algemene herziening van de spilkoersen van 5 oktober.

In het licht van de fundamentele onevenwichtigheden tussen de lidstaten is de wisselkoersaanpassing te rechtvaardigen en in beginsel een stap in de goede richting. De vraag kan evenwel worden gesteld of de omvang van de wisselkoersaanpassing voldoende groot is geweest. Gegeven de verwachte economische-beleidsverschillen tussen West-Duitsland en Frankrijk en de daarmee verband houdende verwachte min of meer tegengestelde ontwikkelingen op het gebied van inflatie, lopende rekening en financieringstekort, moet dit in elk geval voor de koersverhouding tussen de DM en de Franse frank worden betwijfeld. Op voorwaarde dat zich geen nieuwe economische schokken voordoen, lijkt een nieuwe koersaanpassing tussen deze twee valuta's in de (nabije) toekomst onvermijdelijk. Het is zelfs niet ondenkbaar dat Frankrijk besluit (tijdelijk) uit het EMS te stappen.

De stabiliteit van het EMS wordt daarnaast bedreigd door de economische politiek van de overige lidstaten. Nu de

werkloosheid naar verwachting ook in de komende jaren hoog zal blijven (een probleem dat bij het ontstaan van het EMS veel kleiner was), wordt het beleidsdilemma tussen enerzijds het voeren van een anti-inflatiepolitiek en het verminderen van de financieringstekorten en anderzijds het voeren van een werkgelegenheidsbeleid dat op vrij korte termijn resultaten oplevert, steeds groter. Dit maakt het voeren van een gecoördineerde economische politiek tussen de lidstaten er niet gemakkelijker op.

Tegen deze achtergrond valt niet te verwachten dat de fundamentele onevenwichtigheden tussen de lidstaten snel zullen verdwijnen. Derhalve zal na verloop van tijd de kans op wisselkoersspanningen in het EMS opnieuw toenemen. Niet mag worden verwacht dat een rentepolitiek daarbij voor voldoende tegendruk kan zorgen. Met deze vooruitzichten lijkt het EMS een moeilijke tijd tegemoet te gaan.

A. J. Hutten