



Het Europees Monetair Stelsel

DRS. J. VAN GELDER*

Inleiding

Het uiteenvallen van het stelsel van vaste wisselkoersen (Bretton Woods) in 1971 en de sterke koersval van de Amerikaanse dollar veroorzaakten grote onzekerheid op de internationale valutamarkten. Ten einde hieraan tot op zekere hoogte het hoofd te kunnen bieden besloten de zes lidstaten van de toenmalige EG op 24 april 1972 te Basel tot de z.g. slangovereenkomst. De slang was de aanduiding voor de maximale fluctuatiemarge, die de deelnemende valuta's ten opzichte van elkaar in acht zouden nemen. Gedurende een jaar werd bovendien getracht de slang als geheel te laten stabiliseren tegenover de Amerikaanse dollar (de slang in de tunnel).

De slang werd gedurende een groot deel van zijn korte leven geplaagd door het voortdurend in- en uittreden van diverse landen. Ook vonden vele spilkoersaanpassingen plaats. Alleen tussen 19 januari 1974 (uittreding Frankrijk) en 10 juli 1975 (terugkeer Frankrijk) kende de slang een rustige periode. De laatste drie maanden van zijn bestaan participeerden nog slechts West-Duitsland, Denemarken en de Beneluxlanden in de overeenkomst.

Op 13 maart 1979 trad het Europees Monetair Stelsel in werking met als deelnemers de slangveteranen, Frankrijk, Italië en Ierland. Na een voorzichtige start trad vanaf 1981 meer turbulentie op. De pariteitswijzigingen namen toe in omvang, in frequentie en in aantal betrokken munten met als climax 21 maart 1983, toen alle munten van spilkoers veranderden. Sedertdien is er een windstille ingetreden. Onderstaand wordt ingegaan op de belangrijkste oorzaken voor de spilkoersaanpassingen en de sedert maart 1983 opgetreden rust binnen het EMS.

Ontwikkelingen in het EMS

Kort na de start van het EMS verslechterde het internationale financiële en economische klimaat. De tweede oliecrisis (1979/1980) en de gewijzigde monetaire politiek van de VS (medio 1979) brachten grote verschuivingen teweeg in de betalingsbalans-, en wisselkoersverhoudingen, alsmede in de relatieve inflatie-ontwikkelingen. Alhoewel de effecten van deze gebeurtenissen per land verschilden, vloeiden hier geen grote spanningen binnen het EMS uit voort en konden de overeengekomen koersverhoudingen grotendeels overeind blijven. Slechts Denemarken (tweemaal in najaar 1979, in totaal met ongeveer 8% t.o.v. de gulden) en Italië (maart 1981

met 6%), vroegen om neerwaartse pariteitsaanpassingen. Kortom, het EMS was een eiland van betrekkelijke rust in deze woelige financiële periode. Deze rust kan niet worden verklaard door een grotere mate van beleidsconvergentie tussen de lidstaten. Integendeel, op dit essentiële terrein was nauwelijks enige voortgang geboekt. De meest genoemde verklaring voor die rust is gestoeld op de relatie tussen dollar en DM. Een toenemende belangstelling voor de dollar, zoals met name in de tweede helft van 1980 en de eerste helft van 1981 kon worden gesignaleerd, leidde tot een zwakke DM. Hierdoor werden de spanningen tussen de DM en de zwakkere valuta's binnen het EMS verminderd.

De Europese monetaire autoriteiten trachtten de koersstijging van de dollar af te remmen door de uitslagen van de Amerikaanse rente, althans gedeeltelijk, in de rente van het eigen land te laten doorwerken. Met name de Bundesbank voerde een actief beleid in deze, met als gevolg dat in 1981 de driemaands Eurorente op DM van 9,0% medio januari naar 14,4% eind februari schoot. Ter vergelijking: in dezelfde periode steeg de overeenkomstige guldenrente van 9,4% naar 11,1%. In de zomer van 1981 verzwakte de dollar. De geringere belangstelling voor de dollar impliceerde een grotere belangstelling voor een aantal andere valuta's en in het bijzonder de DM. Deze munt rukte in snel tempo op naar de koppositie van het EMS. De ongelijke economische evolutie in de lidstaten, met name op het gebied van inflatie, betalingsbalans en overheidsfinanciën, werd toen genadeloos voor het voetlicht geplaatst. Omdat bovendien de Duitse rente relatief hoog bleef, bleken in de periode oktober 1981 - juni 1982 drie herschikkingen noodzakelijk met als resultaat een afwaardering van de Franse, Belgische en Luxemburgse frank met ruim 19%, van de Deense kroon met ruim 13%, van de lire met 16% en van het Ierse pond met 10% ten opzichte van gulden en mark. Ook toen gingen de koerswijzigingen in onvoldoende mate gepaard met begeleidende economische maatregelen 1).

De Italiaanse economie werd gekenmerkt door een plotselinge omslag naar een tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans, een inflatie van rond de 20% en een snel groeiend financieringsstekort. België presteerde vooral slecht op de betalingsbalans en de overheidsbegroting, terwijl in Frankrijk, dat had getracht tegen het internationale conjunctuurbeeld in een stimulerend beleid te voeren, de hoge inflatie en het tekort op de lopende rekening ongunstig afstaken bij die van West-Duits-

land en Nederland. Bovendien werden genoemde drie landen politiek negatief beoordeeld: België en Italië door de snelle opeenvolging van machteloze regeringen, Frankrijk vanwege het afwijkende beleid dat na de socialistische verkiezingsoverwinning werd gevoerd. Een bezinning op de in deze landen te nemen economische maatregelen was daarom bittere noodzaak.

Het Ierse pond vertoonde een op het eerste gezicht opmerkelijk gedrag. Het land kende in 1981 een tekort op de lopende rekening van 13,8% van het bruto binnenlands produkt (vlg. het op één na hoogste cijfer in de Belgisch-Luxemburgse Economische Unie (BLEU) met 4,1%), een inflatie van 19,5% (Italië 19,0%) en een financieringsstekort van 15,8% (België 12,6%). Dat het Ierse pond desondanks ten opzichte van de gulden en de DM slechts in beperkte mate deprecieerde, wordt verklaard uit de dominante positie van het VK in de Ierse buitenlandse handel. Tot 13 maart 1979 hadden Iers en Brits pond dezelfde wisselkoers. In de jaren daarna deprecieerde het Ierse pond ten opzichte van de Britse munt. Als gevolg van het hierdoor verkregen concurrentievoordeel kon het Ierse pond zich goed handhaven ten opzichte van de EMS-valuta's.

Hoewel in 1982 door bovengenoemde landen beleidsaanpassingen werden doorgevoerd, konden deze de marktpartijen op de valutamarkt niet overtuigen. Men erkende de juistheid van de beleidsrichting, maar ervoer met name de Franse maatregelen te veel als cosmetica, die het onderliggende gezicht niet veranderde. Een volgende pariteitswijziging bleek nodig (21 maart 1983), waarbij andermaal forse percentages niet werden geschuwd, terwijl ditmaal ook alle munten van spilkoers veranderden 2). In Frankrijk en België (en in mindere mate in Ierland) werd eindelijk het mes ter hand genomen en een ingrijpende saneringsoperatie in gang gezet.

Evaluatie

Het destijds gesloten akkoord over de start van het EMS impliceerde een tweede fase vanaf 1981, waarin men meer gestalte zou geven aan de coördinatie van de economische politiek van de lidstaten. Op den

* De auteur is medewerker van het Economisch Bureau van de Amro Bank. Het artikel is op persoonlijke titel geschreven.

1) Een meer uitgebreide weergave van de reacties in o.a. H. Ungerer, O. Evans en P. Nyberg, *The European Monetary System: The experience, 1979-1982, Occasional Paper 19*, IMF, Washington, mei 1983, blz. 4; J.P. Abraham, F. Abraham en Y. Lacroix-Destrée, *EMS, ECU and commercial banking, Bank- en Financiewezen*, 48e jg., nr. 2, Brussel, februari 1984, blz. 10-11; J.G. Nellis, *Britain and the EMS - to be or not to be?*, SUERF series 45A, Tilburg, 1984, blz. 5.

2) De spilkoersen werden als volgt gewijzigd: DM: + 5,5%, HFL: + 3,5%, DKr: + 2,5%, BF/LF: + 1,5%, Fr.fr.: - 2,5%, Lire: - 2,5% en Ierse pond: - 3,5%.

duur had dit moeten leiden tot financiële integratie: een monetaire unie. Deze tweede fase is niet van de grond gekomen. In deze zin is het EMS derhalve geen succes geweest. Anders gezegd, deze monetaire overeenkomst heeft harmonisatie en integratie van het economisch beleid in onvoldoende mate kunnen afdwingen. Het is zelfs niet mogelijk gebleken om in de ruim vijf jaar die het EMS nu functioneert, alle EG-munten in het stelsel op te nemen (pond sterling) of alle deelnemende munten dezelfde voorwaarden op te leggen (lire). Op het monetaire vlak lijkt de uitbouw van de EG te stagneren.

Beschouwt men de wisselkoersovereenkomst pur sang, dan kan evenwel weer niet worden geconcludeerd dat de feiten de pessimisten in het gelijk hebben gesteld, zeker als het EMS met zijn voorganger, de slang, wordt vergeleken. Met name de bereidheid van de diverse landen om valutarische crises binnen het raam van de overeenkomst te bezweren in plaats van door uittreding het nemen van pijnlijke beslissingen te vermijden is een belangrijk verschil. De deelnemende landen toonden zich daarmee bereid hun monetaire zelfstandigheid tot op zekere hoogte prijs te geven. De renteontwikkelingen in de VS en de koersbewegingen van de dollar accentueren eens te meer de noodzaak van een gemeenschappelijke Europese dollarpolitiek. Een eensegzind optreden is evenwel slechts mogelijk indien meer beleidsconvergentie tot stand is gebracht.

Het EMS heeft zeker de wisselkoersstabiliteit in West Europa bevorderd. De schommelingen van de EMS-valuta's zijn kleiner geweest dan die van bijvoorbeeld dollar, yen en pond sterling 3). Een bijkomend voordeel is de voorspelbaarheid van de koersbewegingen binnen het EMS-gebied, het incidentele achterblijven van de gulden bij de mark vorig jaar daargelaten. Deze voorspelbaarheid heeft overigens niet geleid tot het uitblijven van speculatie. Integendeel, in anticipatie op veronderstelde pariteitswijzigingen werd dikwijls zo zwaar gespeculeerd dat omvangrijke interventies en soms astronomisch hoge rentetarieven (daggeld Franse frank liep incidenteel op tot ver boven de 1000% op jaarbasis) nodig waren om de EMS-munten in het gareel te houden.

Een belangrijk hulpmiddel bij de prognose van omvang en richting van de pariteitswijzigingen is de inflatie. Uit tabel 1 blijkt dat voor Denemarken, West-Duitsland en Frankrijk het inflatieverschil met Nederland vrij nauwkeurig is verwerkt in de aanpassingen van de spilkoers (Luxemburg blijft buiten beschouwing vanwege de koppeling van de Luxemburgse aan de Belgische frank). België, Ierland en Italië vallen echter niet qua richting, maar wel qua omvang uit de toon. Een toelichting is hier op zijn plaats.

Voor Italië geldt dat de spilkoers die bij de start van het EMS werd vastgelegd niet realistisch was. Het indexcijfer voor de reële effectieve wisselkoers ten opzichte van de EMS-partners bedroeg op basis 1970 = 100 slechts 78,7 4) zodat een duidelijk concurrentievoordeel aanwezig was

Tabel 1. *Vergelijking inflatie EG-landen met Nederland en spilkoersmutatie t.o.v. de gulden, in procenten*

Land	Inflatieverschil 1979-1983	Spilkoersmutatie 1979-1983
België	9,3	-21,7
Denemarken	25,2	-23,5
West-Duitsland	-1,8	+ 4,0
Frankrijk	33,6	-26,5
Ierland	62,9	-17,7
Italië	72,5	-30,4
Luxemburg	14,3	-21,7
Griekenland	103,5	-76,1 a)
VK	29,1	+11,2 a)

a) Wisselkoers ultimo 1983 t.o.v. ultimo 1978.
Bron: Amro

dat nu geheel is geëlimineerd.

Ierland dient, zoals gezegd, rekening te houden met de hechte economische band met Groot-Brittannië. Daardoor ontstaat pas ruimte voor een gunstiger koers van het Ierse pond ten opzichte van de EMS-valuta's als ook het Britse in waarde daalt. De sterke afwaardering van de Belgische frank wordt voor een belangrijk deel veroorzaakt door de devaluatie met 8,5% in februari 1982, die deel uitmaakte van een omvangrijk pakket saneringsmaatregelen van de nieuwe regering-Martens, dat het terugdringen van de tekorten op handelsbalans en overheidsbegroting ten doel had. De reacties op deze spilkoersaanpassing liepen sterk uiteen. Sommigen meenden dat het gebrek aan evenwicht van betalingsbalans en begroting zodanig was dat een veel grotere devaluatie (die overigens ook was gevraagd) op haar plaats was geweest. Anderen beschuldigen België van concurrentievervalsing. De reële effectieve koersverhoudingen binnen het EMS gaven huns inziens geen aanleiding voor een afwaardering 5).

De opmerkelijke stabiliteit van het EMS gedurende de laatste anderhalf jaar is ten dele het gevolg van de sterke dollar maar wordt door velen ook verklaard uit de toegenomen beleidsconvergentie in de lidstaten. Dit zou vooral moeten blijken uit het meer synchroon verlopen van ontwikkelingen op het gebied van inflatie en betalings-

Tabel 2. *Enkele economische indicatoren van de EG-lidstaten.*

	mutatie consumptie prijspeil in procenten			saldo lopende rekening (in procenten van het BBP)		
	1979	1981	1984	1979	1981	1984
België a)	3,8	8,9	6	-1,6	-4,1	0
Denemarken	10,2	11,8	6	-4,7	-3,1	-2
West-Duitsland	4,2	5,6	3	-0,8	-1,1	1,1
Frankrijk	10,6	12,9	7,5	-0,0	-1,4	-0,4
Ierland	14,2	19,5	9	-11,2	-13,8	-1
Italië	15,0	19,0	10,5	1,7	-2,3	-0,1
Luxemburg	5,8	7,7	7,5	-	-	-
Nederland b)	4,0	6,2	3,5	-1,2	2,4	3,2
Griekenland	17,5	24,4	19	-2,9	-2,2	-5
VK	13,2	11,0	5,5	-0,0	2,4	0,4

a) Lopende rekening: BLEU-cijfers; in 1984 zal België een tekort van rond 0,8% hebben, Luxemburg een overschot van 37%.

b) Op EG-basis.

Bron: *Europese Economie*, nr. 18, november 1983; 1984: eigen prognoses.

balans. In tabel 2 worden deze voor een drietal jaren weergegeven. De inflatieverschillen blijken indrukwekkend te zijn verminderd. Het saldo van hoogste en laagste prijsstijgingspercentages in het EMS is teruggelopen van 13,4% in 1981 naar 7,5% in 1984. Omdat voor 1985 een stabilisatie tot lichte toename wordt verwacht van de inflatie in West-Duitsland en Nederland bij een verdere daling van de geldontwaarding in de meeste overige landen, zullen de ontwikkelingen op dit gebied in afnemende mate aanleiding zijn voor spanningen in het EMS.

Ook de lopende rekeningen van de betalingsbalansen laten een verbetering zien, die in de meeste van de huidige tekortlanden zal doorzetten in 1985. De ontwikkelingen in de EG op het gebied van inflatie en de betalingsbalans lopen de laatste paar jaar derhalve duidelijk minder uiteen dan in de jaren daarvoor het geval is geweest. Dit heeft ongetwijfeld bijgedragen aan de rust binnen het EMS sedert de laatste spilkoersaanpassingen in maart 1983. Twee kanttekeningen zijn evenwel op zijn plaats.

Ten eerste zijn deze meer evenwichtige ontwikkelingen geen resultaat van in gezamenlijk EG-overleg gemaakte afspraken over het te voeren monetaire en economische beleid in de lidstaten. Zolang van een geïnstitutionaliseerde coördinatie geen sprake is kan de beleidsconvergentie van tijdelijke aard blijken te zijn.

Ten tweede moet de rust in het EMS voor een belangrijk deel mede verklaard worden uit de krachtige positie van de dollar. Zodra in die positie een verandering gaat optreden valt niet te verwachten dat beleggers geen onderscheid zullen maken tussen de verschillende EMS-valuta's.

Wederom zullen verschillen in vertrouwen in het gevoerde economisch beleid in het algemeen en de nog steeds bestaande verschillen in inflatie tot spanningen in het EMS en daarmee tot spilkoersaanpassingen noodzakelijk. Wel is het mogelijk dat deze aanpassingen als gevolg van de genoemde geringere verschillen in inflatietempo en de verbeterde betalingsbalansverhoudingen van beperkte omvang zullen zijn. Zeker indien deze worden gerelateerd aan de periode die dan is verstreken sedert maart 1983.

J. van Gelder

3) Zie onder meer Ungerer, op.cit., blz. 9 en tabel 7, en: D.F. Lomax, *The European Monetary System and the challenge ahead for Europe*, *International Review*, National Westminster Bank, Londen, 21 februari 1984, blz. 5 en tabel A.

4) Economisch jaarverslag 1983-1984, *Europese Economie*, nr. 18, Luxemburg, november 1983, blz. 128, tabel 6.2.

5) Het indexcijfer uit noot 4 was voor België in de jaren 1979-1981 achtereenvolgens 104,9, 100,8 en 97,8. Overigens wordt dit argument door anderen bestreden. Zie bv. P. Korteweg en L.H. Verwoerd, *Het EMS en de dollar*, *Rotterdamse Monetaire Studies*, nr. 6, 1982, blz. 17.