

Het te ver opgerekte EMS?

K. Knot en J. de Haan*

Een wisselkoerssysteem met een spilkoers en een brede band kent meer voordelen dan een wisselkoerssysteem met een smalle band. De levensvatbaarheid is groter, terwijl de koersen ongeveer even stabiel zijn. Terugkeer naar een smalle bandbreedte binnen het EMS is voor de vorming van de Europese Monetaire Unie niet nodig.

Op 2 augustus 1993 is het wisselkoersmechanisme van het Europese Monetaire Stelsel (EMS) ten grave gedragen: de wisselkoersbanden zijn verbreed tot 15% aan weerskanten van de (ongewijzigde) spilkoersen. Alleen de gulden en de D-mark bleven nauw aan elkaar gekoppeld. Door de oprekking van de bandbreedte is deze in feite niet meer effectief. De nog aan het wisselkoersmechanisme deelnemende landen zijn hierdoor in een soortgelijke situatie terecht gekomen als Oostenrijk. Vanaf 1980 streven de monetaire autoriteiten in dit land er met succes naar om de waarde van de Oostenrijkse schilling ten opzichte van de Duitse mark te stabiliseren, zonder dat hierbij sprake is van een officiële (smalle) bandbreedte. Uit recent onderzoek blijkt dat het Oostenrijkse monetaire beleid als zeer geloofwaardig kan worden gekenschetst¹.

Volgens de Nederlandsche Bank moeten de overeengekomen zeer brede marges worden gezien als een noodmaatregel. Voortzetting van het arrangement in deze vorm brengt het voornemen tot uitdrukking terug te keren tot een meer effectief wisselkoerssysteem, zodra de omstandigheden dat toelaten². Het is echter de vraag of het verstandig is om (te zijner tijd) terug te keren naar een smallere bandbreedte.

In dit artikel worden vier verschillende wisselkoersregimes geanalyseerd aan de hand van de volgende criteria: wisselkoersstabiliteit, monetaire autonomie, levensvatbaarheid en politieke haalbaarheid. De wisselkoersregimes die aan de orde komen zijn: een systeem van volstrekt vaste wisselkoersen (zoals voorzien in het Verdrag van Maastricht), volledig zwevende wisselkoersen, en een doelzonesysteem met een ruime en met een smalle band. Aan de hand van deze analyse, die aan het eind van dit artikel in een tabel wordt samengevat, proberen wij antwoord te vinden op de vraag in hoeverre het verstandig is om binnen het wisselkoersmechanisme van het EMS terug te keren naar een smalle bandbreedte. Wij zijn van oordeel dat terugkeer naar een smallere bandbreedte niet gewenst is: het levert weinig voordeel op boven het huidige stelsel, het werkt destabiliserend en het is voor een overgang naar de beoogde monetaire unie niet nodig.

Stabiliteit in een doelzonesysteem

Vanuit het oogpunt van wisselkoersstabiliteit is een systeem van volledig vaste wisselkoersen natuurlijk optimaal. Het Verdrag van Maastricht voorziet in een dergelijk systeem, alvorens wordt overgestapt naar één gemeenschappelijke munt. Zogeheten 'vaste' wisselkoerssystemen uit het verleden kenden veelal geen volledig vaste koersverhoudingen. Zij hadden vaak een spilkoers en een daaromheen gedefinieerde doelzone, waarbinnen de wisselkoers kon zweven. Het Bretton-Woods systeem kende bij voorbeeld een bandbreedte van 1 procent rondom de afgesproken dollarkoers; het wisselkoersarrangement van het EMS kende een doelzone van 2,25 procent rondom de bilaterale spilkoersen. Bovenop de beweging binnen de band kunnen koersaanpassingen plaatsvinden door herschikking van de spilkoersen.

Binnen een doelzonesysteem wordt de stabiliteit van de wisselkoers bereikt door het zogenoemde 'honeymoon effect'³. Uitgangspunt is dat de huidige wisselkoers bepaald wordt door een soort index van onderliggende economische factoren, de zogeheten 'fundamental', in combinatie met verwachtingen omtrent de toekomstige waarden van de wisselkoers zelf. Naarmate de huidige wisselkoers verder afwijkt van de centrale spilkoers, wordt het steeds waarschijnlijker dat de monetaire autoriteiten zullen intervensiëren. Dit wekt de verwachting dat de toekomstige wisselkoersverandering tegengesteld zal zijn aan de huidige beweging, waardoor deze laatste nu al wordt afgeremd: het 'honeymoon effect'.

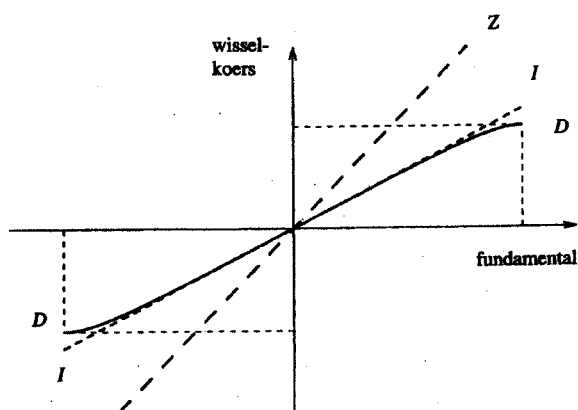
* De auteurs zijn verbonden aan de vakgroep Algemene Economie van de Economische faculteit van de Rijksuniversiteit Groningen. Wij danken C.A. de Kam voor zijn commentaar.

1. Zie K. Knot en J. de Haan, De geloofwaardigheid van het wisselkoersbeleid in Oostenrijk en in Nederland, *Maandschrift Economie*, 1993, blz. 379-387.

2. A. Szász, Het opgerekte EMS, *ESB*, 18 augustus 1993, blz. 755-757.

3. P. Krugman, Target zones and exchange rate dynamics, *Quarterly Journal of Economics*, 1991, blz. 669-682.

Figuur 1. De wisselkoers als functie van de onderliggende economische factoren



Een en ander is grafisch weergegeven in figuur 1⁴. De gestippelde 45-graden lijn ZZ correspondeert met een regime van volledig vrij zwevende wisselkoersen, waarbij geen interventies plaats vinden. In dat geval wordt de wisselkoers slechts bepaald door de 'fundamental', waardoor de wisselkoersstabiliteit minimaal is. De S-vormige curve DD geeft de wisselkoers als functie van de 'fundamental' weer onder het regime van een doelzone-systeem met een beperkte bandbreedte. Door de voortdurende interventies is de helling kleiner dan onder het regime van zwevende wisselkoersen, terwijl de toenemende intensiteit van deze interventies zorg draagt voor de S-vorm aan de uiteinden van de band. De curve II ten slotte representeert het intermediaire geval, waarbij er wel voortdurend interventies plaatsvinden die gericht zijn op terugkeer van de wisselkoers naar de spilkoers (intra-marginale interventies), zonder dat daarbij een operationele bandbreedte is vastgesteld. Deze situatie correspondeert redelijk met de huidige ruime fluctuatiemarge van 15%.

Uit figuur 1 wordt duidelijk dat het zogeheten 'honeymoon effect' ook optreedt indien er geen sprake is van een (expliciete) bandbreedte. De additionele reductie in de wisselkoersvariabiliteit van een smalle doelzone DD ten opzichte van de doelzone zonder operationele bandbreedte II is zeer gering en blijft hoofdzakelijk beperkt tot de uiteinden van de band. Intuïtief valt dit als volgt te verduidelijken. Wanneer de wisselkoers onder de spilkoers noteert (de binnenlandse valuta is verzwakt), zijn er twee oorzaken waardoor een appreciatieverwachting ontstaat. Ten eerste zal de centrale bank ingrijpen om de wisselkoers weer richting de spilkoers te doen bewegen. Dit geldt echter onder elk doelzone regime, ongeacht de breedte van de band. Ten tweede zullen in de toekomst additionele interventies plaats vinden om een overschrijding van de bandbreedte te voorkomen, als de wisselkoers de ondergrens te dicht nadert. Deze veronderstelling is alleen geldig in het regime met smalle doelzones. De kans dat de toekomstige wisselkoers deze ondergrens ooit zal naderen, is echter zeer gering wanneer de monetaire autoriteiten tijdig interveniëren. Daarom zal de (additionele) apprecia-

tieverwachting als gevolg van de tweede oorzaak veel kleiner zijn dan die uit hoofde van de eerste oorzaak. De additionele reductie van de wisselkoersvariabiliteit in een systeem van smalle bandbreedtes is dus gering ten opzichte van de doelzone zonder operationele bandbreedte.

Uit het bovenstaande wordt duidelijk dat het voordeel van een doelzone van 2,25% ten opzichte van een doelzone van bijvoorbeeld 15% in termen van wisselkoersstabiliteit zeer gering is. De Oostenrijkse ervaringen tot dusver met een doelzone-regime zonder officiële bandbreedte lijken dit inderdaad te bevestigen⁵.

Monetaire autonomie

Het belangrijkste voordeel van een vrij zwevende wisselkoers is de relatief grote monetaire autonomie met betrekking tot de binnenlandse rente-ontwikkeling, zelfs wanneer het internationale kapitaalverkeer volledig is geliberaliseerd. Dientengevolge kan de centrale bank het rente-instrument aanwenden voor de stabilisatie van de economie. Verlaging van de rente was een belangrijke motivatie voor het Verenigd Koninkrijk om het wisselkoersmechanisme van het EMS in september 1992 de rug toe te keren. Hierbij rijst wel de vraag hoe belangrijk de (korte) rente voor de conjunctuurontwikkeling is.

Een volledig vaste wisselkoers leidt bij een hoge mate van kapitaalmobilititeit tot een (vrijwel) volledig verlies aan monetaire autonomie⁶. Volgens diverse auteurs leidt het 'honeymoon effect' in een doelzone-systeem tot het behoud van een beperkte mate van monetaire autonomie⁷. Deze visie is onder meer door de Franse monetaire autoriteiten naar voren gebracht als steun voor het Franse monetaire beleid⁸.

Het argument kan als volgt worden toegelicht. In een kleine open economie zonder enige restricties op het internationale kapitaalverkeer, is de binnenlandse interestvoet gelijk aan de som van de buitenlandse interestvoet, de verwachte wisselkoersveran-

4. Deze figuur is ontleend aan L.E.O. Svensson, An interpretation of recent research on exchange rate target zones, *Journal of Economic Perspectives*, Fall 1992, blz. 119-144.

5. Zo bedraagt de variatiecoëfficiënt (standaarddeviatie gedeeld door het gemiddelde) van de Schilling/DM koers over de periode april 1983 tot en met september 1991 0,0010, tegen 0,0023 voor de gulden. Zie Knot en De Haan, op.cit., blz. 380.

6. Zie J. de Haan en L.H. Hoogduin (red.), *De gevolgen van financiële innovatie en integratie voor het monetaire beleid*, NIBE, Amsterdam, 1989.

7. L.E.O. Svensson, Why exchange rate bands? Monetary independence in spite of fixed exchange rates, *CEPR Discussion Paper*, nr. 742, 1992. Keynes beargumenteerde reeds dat de betekenis van verschillende aan- en verkoopprijzen van goud met dit zelfde argument voor centrale banken onder de 'gouden standaard' kon worden verklaard. Zie J.M. Keynes, *A Treatise on money*. Volume II, The applied theory of money, MacMillan, Londen, 1930.

8. A. Icard, Monetary policy and exchange rates: the French experience, paper gepresenteerd op het congres A Framework for Monetary Stability, 20-22 oktober 1993, Amsterdam; te verschijnen in: J.O. de Beaufort Wijnholds, S.C.W. Eijffinger en L.H. Hoogduin (red.), *A framework for monetary stability*, Kluwer, 1994.

dering, en een risico-premie uit hoofde van de handel in vreemde valuta⁹. In een doelzone-regime kan de verwachte wisselkoersverandering worden onderverdeeld in twee componenten: de verwachte spilkoersaanpassing en de verandering in de verwachte wisselkoers ten opzichte van de spilkoers. In een stelsel van volledig vaste wisselkoersen is de laatste term gelijk aan nul. In een doelzone-systeem is de centrale bank in staat enige controle uit te oefenen over de binnenlandse rente door deze term te manipuleren.

Veronderstel dat in de uitgangssituatie de wisselkoers zich op de spilkoers bevindt, en dat de verwachte verandering van de wisselkoers ten opzichte van de spilkoers gelijk is aan nul. Indien de centrale bank nu autonoom de binnenlandse interestvoet verlaagt, zullen beleggers hun relatieve bezit van buitenlandse waardepapier willen vergroten, ten koste van binnenlandse activa. Deze herschikking van portefeuilles zal leiden tot een uitstroom van kapitaal, waardoor de wisselkoers zal depreciëren. In het standaard vaste-wisselkoersverhaal moet de centrale bank dan interveniëren, waardoor haar reservepositie wordt aangetast. Ingeval van een doelzone daarentegen, kan zij de wisselkoers laten depreciëren binnen de band. Indien de marktparticipanten verwachten dat de wisselkoers in de nabije toekomst zal terugkeren naar de centrale spilkoers, ontstaat een appreciatieverwachting. De wisselkoers zal niet langer depreciëren op het moment dat de appreciatieverwachting qua omvang het spiegelbeeld vormt van de aanvankelijke daling van de binnenlandse rente, zodat de interest pariteit is hersteld. Op deze wijze maakt de centrale bank eenvoudigweg gebruik van de inherente tendens van een wisselkoers in een geloofwaardig doelzone-systeem om terug te keren naar zijn lange termijn gemiddelde, ofte wel de spilkoers.

Hierbij dient wel bedacht te worden dat de beoogde monetaire onafhankelijkheid slechts tijdelijk kan zijn, en in betekenis afneemt naarmate de interestvoet betrekking heeft op een langere looptijd. Niettemin laat zelfs een betrekkelijk smalle doelzone als bij voorbeeld 2,25% ruimte voor een aanzienlijke appreciatieverwachting. Een voorbeeld kan dit verduidelijken. Veronderstel dat de afwijking van de wisselkoers ten opzichte van de spilkoers maximaal is (2,25%), en dat wordt verwacht dat de wisselkoers een half jaar nodig heeft om naar de spilkoers terug te keren. Dit impliceert een appreciatieverwachting van 4,5% per jaar, hetgeen een omvangrijke verlaging van de binnenlandse rente mogelijk maakt.

In het licht van het bovenstaande lijken de mogelijkheden met een bandbreedte van 15% welhaast onbeperkt, en vergelijkbaar met de autonomie onder zwevende wisselkoersen. Terugkeer naar een smalle bandbreedte stuit, vanuit deze visie, niet op onoverkomelijke bezwaren. Aan de zojuist geschetste argumentatie kleeft echter een belangrijke beperking: de doelzone moet door de markt als volstrekt geloofwaardig worden beschouwd, en wel in die zin dat de wisselkoers te allen tijde wordt verondersteld terug te keren naar zijn centrale spilkoers. Het is zeer wel mogelijk dat verwachtingen over spilkoersaanpassingen mede afhankelijk zijn van de positie van de wis-

selkoers binnen de band. Frankrijk heeft regelmatig zijn rente verlaagd, ook als de Franse frank onder de spilkoers noteerde. Dit kan twijfel hebben gezaaid over de geloofwaardigheid van het Franse wisselkoersbeleid. Wel blijkt de geloofwaardigheid van het wisselkoersbeleid van de meeste EMS-leden na het Bazel-Nyborg akkoord van 1987 substantieel te zijn toegenomen¹⁰.

Levensvatbaarheid

De toegenomen internationale kapitaalmobiliteit legt aanzienlijke beperkingen op aan de keuze van een wisselkoersregime in het algemeen, en aan de bepaling van de optimale bandbreedte van een eventuele doelzone in het bijzonder. De sterk toegenomen gevoeligheid van kapitaalstromen voor 'nieuws' in combinatie met de omvang van deze kapitaalstromen, maakt het centrale banken zeer moeilijk om speculatieve aanvallen tegen een smalle bandbreedte langdurig te weerstaan. Bij dergelijke bandbreedtes krijgen speculanten een prikkel om de standvastigheid van de monetaire autoriteiten te testen, zoals de recente ervaringen hebben geleerd. Of, zoals directeur Quaden van de Belgische centrale bank het onlangs uitdrukte: "speculanten willen niets liever dan officiële hekken waar ze tegen aan kunnen stormen om hun winst te halen uit het geld waarmee de autoriteiten dat hek verdedigen"¹¹.

Voldoende brede doelzones geven ruimte voor geleidelijke (kleine) spilkoersaanpassingen, zonder een discrete sprong in de feitelijke wisselkoers¹². Zodoende wordt speculatie teruggedrongen en de variabiliteit van de rente beperkt. In het 'oude EMS' – dat wil zeggen in de periode voor 1987 – vonden regelmatig herschikkingen plaats, zodanig dat de oude en de nieuwe bandbreedte elkaar overlaptten, waardoor speculanten het risico liepen een verlies te lijden. Het creëren van een tweezijdig risico is ook een belangrijke overweging geweest bij de recente verbreding van de bandbreedte van het EMS-wisselkoersmechanisme¹³.

Het vooraangaande leidt tot de conclusie dat er weinig redenen zijn om terug te keren naar een smalle bandbreedte binnen het wisselkoersmechanisme van het EMS. Ook vanuit het perspectief van een Europese Economische en Monetaire Unie in 1997 of 1999 is het niet nodig om eerst terug te keren naar

9. Zie voor de modellering van de binnenlandse rente in een doelzonesysteem K. Knot en J. de Haan, Interest rate differentials and exchange rate policies in Austria, the Netherlands, and Belgium, te verschijnen in: *Journal of Banking and Finance*.

10. Zie bij voorbeeld C.G. Koedijk, Ph.A. Stork en C.G. de Vries, De geloofwaardigheid van het EMS, *ESB*, 20 oktober 1993, blz. 959-962.

11. *Het Financieel Dagblad*, 27 december 1993.

12. P. De Grauwe, *The economics of monetary integration*, Oxford University Press, Oxford, 1992.

13. "De 15% fluctuatiemarges moeten daarom voornamelijk gezien worden als een methode om de markten weer met een tweezijdig risico te confronteren". W. Duisenberg, De rente verlagen ja of nee: enige kanttekeningen bij het wisselkoersmechanisme van het EMS, DNB, *Kwartaalbericht 1993/3*, blz. 19.

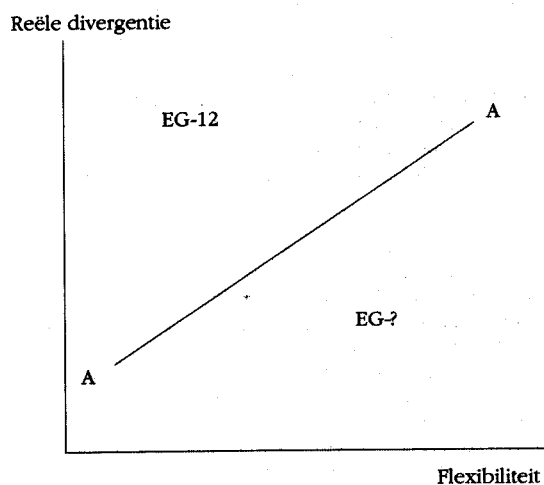
een smalle bandbreedte. De Grauwe heeft zelfs betoogd dat de margeverruiming het gemakkelijker maakt om tot een muntunie over te gaan, omdat zij de mogelijkheid biedt om onvermijdelijke speculaties ten gevolge van een laatste herschikking op te vangen¹⁴. Een brede band is ook niet in strijd met het Verdrag van Maastricht. Dit verdrag noemt als convergentievoorwaarde participatie in het wisselkoersmechanisme van het EMS met een normale fluctuatiemarge, zonder dat deze concreet wordt ingevuld¹⁵.

Politieke haalbaarheid

Bij velen bestaat de indruk dat het EMS kan worden gekarakteriseerd als een D-mark zone. Onderzoek heeft echter aangetoond dat deze impressie onterecht is¹⁶. Niettemin vormde onvrede over de (vermeende) Duitse dominantie binnen het EMS voor landen als Frankrijk en Italië een belangrijk motief voor de oprichting van de EMU. Het zal duidelijk zijn dat deze landen dus ook weinig gelukkig zijn met het huidige systeem, met een ruime bandbreedte. Hoezeer het systeem met een smalle bandbreedte ook is bekritiseerd, het was formeel een multilateraal en symmetrisch systeem. Het huidige systeem met een brede band is een aanzienlijk minder multilateraal stelsel. Door de ruime bandbreedtes zijn intra-marginale interventies in het huidige stelsel veel belangrijker dan de interventies aan de uiteinden van de band. Deze intra-marginale interventies hebben in principe een eenzijdig karakter. De Bundesbank heeft dan geen interventieverplichting. Het grensgeval van de Oostenrijkse optie (geen band) kent zelfs een volstrekt eenzijdig karakter.

Maar ook de in dit artikel onderscheiden alternatieve wisselkoersregimes kennen zo hun politieke bezwaren. Een systeem van zwevende wisselkoersen zou de Europese integratie ernstig hebben belemmerd en was politiek dus onacceptabel. Snelle invoering van de EMU met een beperkt aantal lidstaten stuitte eveneens op politieke bezwaren, hoewel deze optie economisch zeer goed te verdedigen is op

Figuur 2. De Europese Gemeenschap als optimaal valutagebied



basis van de theorie van het optimale valutagebied (OVG). Deze theorie behandelt de vraag in hoeverre landen economisch voordeel kunnen behalen door een monetaire unie aan te gaan. Mogelijke voordelen zijn onder meer lagere transactiekosten, grotere prijsstabiliteit en bevordering van de economische integratie.

De essentie van deze literatuur kan worden weergegeven door figuur 2. De verticale as geeft de mate van reële divergentie weer tussen landen. Onder reële divergentie wordt in dit geval verstaan de mate waarin de economische groei en de werkloosheid in verschillende landen uiteenlopen als gevolg van asymmetrische schokken. Op de horizontale as staat de flexibiliteit van de arbeidsmarkt weergegeven (flexibiliteit van lonen en mobiliteit van arbeid). Het centrale inzicht van de OVG-literatuur is dat landen die een hoge mate van reële divergentie vertonen, een zeer flexibele arbeidsmarkt dienen te hebben bij een systeem van volstrekt vaste wisselkoersen.

Dit kan als volgt worden verduidelijkt. Stel dat de vraag verschuift van produkten van het ene land naar produkten van het andere land. Wanneer arbeid zeer mobiel is en/of de loonvoet zeer flexibel, dan leidt deze vraagverschuiving niet tot oplopende werkloosheid in het eerste en een overspannen arbeidsmarkt in het laatstgenoemde land. De voordelen van vaste wisselkoersen overtreffen in dat geval de kosten van het opgeven van het wisselkoersinstrument. Dit wordt weergegeven door de lijn AA. Landen beneden deze lijn hebben voordeel van volstrekt vaste koersen, landen boven de lijn doen er verstandiger aan (voorshands) buiten de monetaire unie te blijven. Zij vormen (vooralsnog) geen OVG en kunnen beter een (enigszins) flexibele wisselkoers houden.

De vraag is nu waar de EG in figuur 2 dient te worden geplaatst. Er blijkt grote overeenstemming te bestaan in de literatuur dat de EG boven de lijn AA ligt, met andere woorden dat de huidige twaalf lidstaten van de EG (nog) geen OVG vormen. Vaste wisselkoersen en op termijn een gemeenschappelijke munt voor alle twaalf EG-landen lijkt derhalve een slecht idee. Velen zijn echter van oordeel dat er een kleinere groep van lidstaten is die wel een monetaire unie zou moeten nastreven. In figuur 2 is dit weergegeven door het punt EG-?. De vraag is welke landen tot dit optimaal valutagebied behoren. Diverse studies concluderen dat deze groep in ieder geval België/Luxemburg, Duitsland, Nederland en Frankrijk zou omvatten. Deze landen zouden dus snel een systeem van volstrekt vaste wisselkoersen kunnen introduceren. Politiek is deze optie voor het eind van de eeuw echter niet haalbaar¹⁷.

14. P. de Grauwe, Einde EMS, leve de EMU, *ESB*, 18 augustus 1993, blz. 758-759.

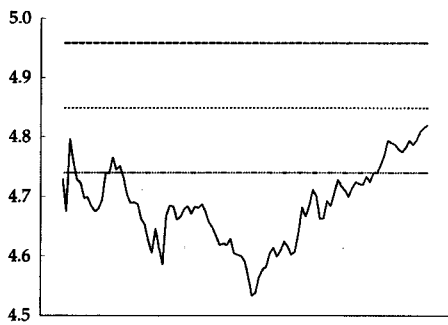
15. Zie *Protocol on the Convergence Criteria*, article 3.

16. Zie D. Gros en N. Thygesen, *European monetary integration*, Londen, 1992, blz. 136-150.

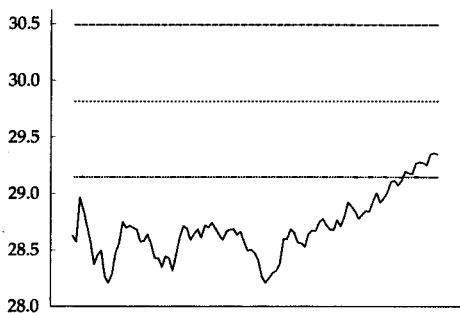
17. Zie J. de Haan en I. Advokaat, Monetaire Unie in Europa?, te verschijnen in: *Tijdschrift voor Politieke Economie*.

Figuur 3. Ontwikkeling van de wisselkoers ten opzichte van de D-mark van enkele EMS-valuta's, 2 augustus tot en met 22 december 1993

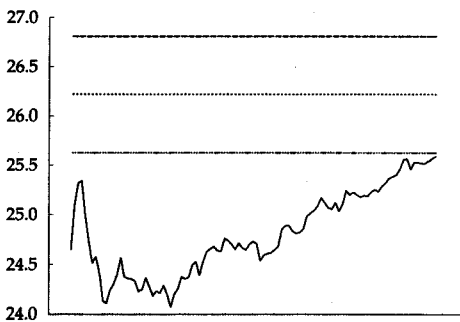
Figuur 3a. Belgische frank (100)



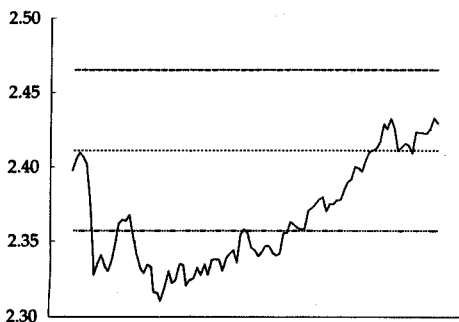
Figuur 3b. Franse frank (100)



Figuur 3c. Deense kroon (100)



Figuur 3d. Ierse punt



Tabel 1. Vergelijking wisselkoersregimes aan de hand van de vermelde criteria

Criterion	wisselkoers- stabiliteit	monetaire autonomie	levensvat- baarheid	politiek haalbaar
Wisselkoersregime				
• Vaste wisselkoersen	+	-	+	-
• Doelzone, smalle band	+/-	+/-	-	+
• Doelzone, brede/geen band	-/+	+	+	+/-
• Zwevende wisselkoersen	-	+	+	-

Wisselkoersontwikkelingen

Ter illustratie geeft figuur 3 de ontwikkeling weer van enkele EMS-munten ten opzichte van de D-mark sinds 2 augustus 1993. Hierbij is ook de bandbreedte van plus en min 2,25 procent weergegeven. Het is zeer opvallend dat de meeste munten zich inmiddels weer binnen deze smalle bandbreedte bevinden. Zelfs de Deense kroon heeft het traject naar de oude doelzone reeds vrijwel geheel overbrugd, ondanks recente renteverlagingen en het feit dat een aantal van Denemarken's voornaamste handelspartners (de overige Scandinavische landen alsmede het Verenigd Koninkrijk) hun munten recent fors hebben afgewaardeerd.

Minstens zo opvallend is de ontwikkeling van de Franse frank. Voor de crisis in het EMS hadden de Franse monetaire autoriteiten voortdurend kritiek op de Bundesbank, die in hun ogen de rente te hoog hield. Na augustus 1993 is de Franse rente niet meer verlaagd dan elders. Aanvankelijk viel de frank sterk terug, maar de munt is aan een opmars begonnen en bevindt zich inmiddels weer binnen de oude bandbreedte. Met andere woorden, ondanks de afwezigheid van een smalle bandbreedte valt het feitelijk wel mee met de gevreesde toegenomen fluctuaties van de wisselkoersen.

Ten slotte

In dit artikel zijn vier wisselkoersregimes met elkaar vergeleken aan de hand van vier criteria. Tabel 1 vat de discussie samen. In het artikel is gebleken dat er geen overtuigende economische redenen zijn aan te voeren om binnen het EMS terug te keren naar een wisselkoersarrangement met een smalle (operationele) bandbreedte. Een smalle bandbreedte levert weinig voordeel boven het huidige stelsel met betrekking tot de reductie van wisselkoersvariabiliteit, het werkt destabiliserend en is voor de beoogde overgang naar de EMU niet nodig. Het feitelijke beloop van de wisselkoersen sedert 2 augustus jongstleden lijkt dit inderdaad te bevestigen.

**Klaas Knot
Jakob de Haan**