



De Ecu op weg naar volwassenheid

DRS. J. VAN GELDER*

Inleiding

Nu het gebruik van de Ecu een steeds grotere vlucht blijkt te nemen, rijst de vraag of deze ontwikkeling duurzaam zal zijn. Voor het beantwoorden van deze vraag zijn twee elementen van eminent belang: de gebruiker moet vertrouwen houden in de stabiliteit en het voortbestaan van de Ecu en het kiezen voor de Ecu in plaats van een andere valuta moet nuttig blijven. Alvorens op beide elementen nader in te gaan, wordt eerst een korte historische schets gegeven.

De ontwikkeling van de Ecu-markt tot nu toe

In het op 13 maart 1979 gestarte Europees Monetair Systeem (EMS) werd aan de Ecu een cruciale rol toebedeeld. Omdat het in de bedoeling lag dat alle EG-munten in het EMS zouden participeren is het Britse pond wel in de Ecu-korf opgenomen, terwijl het nog steeds niet aan de wisselkoersovereenkomst deelneemt. In het officiële verkeer ontstaan Ecu's door halfjaarlijkse „swaps” tussen het Europees Fonds voor Monetaire Samenwerking (EFMS) en de centrale banken van de aan het EMS deelnemende landen, waarbij de laatste 20% van hun goud- en dollarvoorraad in het EFMS inbrengen. De in ruil hiervoor ontvangen Ecu's worden voor interne verrekening, voor onderlinge steunverlening en voor valuta-interventies gebruikt.

Buiten het officiële circuit kwam de Ecu op 21 april 1981 aarzelend tot leven met de emissie van de eerste Ecu-obligatielening op de internationale ka-

pitaalmarkt. Deze primeur werd geleid door de Belgische Kredietbank ten behoeve van de Italiaanse telecommunicatiemaatschappij SOFTE. Vanaf medio 1982 begon de opmars van de Ecu duidelijk vorm te krijgen. Het aandeel van de Ecu op de internationale obligatiemarkt steeg vrij snel (zie tabel 1), maar ook de variatie in emittenten en produkten nam toe. De emittenten zijn niet alleen uit West-Europa afkomstig, maar ook uit Scandinavië, Noord-Amerika en Japan. En hoewel vastrentende obligaties nog steeds de boventoon voeren, had Gaz de France al in 1982 de eerste „floater”, terwijl onlangs de Finse bank Postipankki met de eerste „zero” op de markt kwam.

Tot begin dit jaar werd de Ecu-obligatiemarkt gereguleerd door de drie grootste Belgische banken (Generale Bankmaatschappij, Kredietbank en BBL), die overbelasting van de markt trachtten te voorkomen door het opstellen van een emissiekalender. Overigens betekende dit niet automatisch dat zij altijd als „leader” van een emissie optraden. Deze ordening werd in maart door de EG verboden, maar de door de Belgen voorspelde chaos op deze naar hun mening nog onvolwassen markt is uitgebleven. In mei nam de EG een nieuw initiatief door de grenzen van de Gemeenschap te overschrijden: de eerste door Zwitserse banken geleide Ecu-obligatielening werd geplaatst.

De markt voor gesyndiceerde leningen begint zich eveneens voorspoedig te ontwikkelen. De Franse Credit National, die in juni 1980 voorzichtig Ecu 20 mln. had opgenomen, plaatste in juli 1981 de eerste forse lening (Ecu 200 mln.). Toch kwam deze markt eerst in 1983 echt tot bloei. In

de periode januari 1983 - april 1984 werden 34 euro-leningen geplaatst met een totale omvang van Ecu 1,6 mrd. Onder de 100 uit 19 landen afkomstige banken bevonden zich onder meer 18 Japanse, 14 Amerikaanse en 6 Arabische 1). De debiteuren waren vooral Italiaanse en Franse instellingen.

Het pakket door de banken aangeboden diensten omvat onder meer deposito's, handelskredieten, travellercheques, spaarrekeningen en een visakaart. Vanzelfsprekend zijn nog niet alle van de momenteel ca. 350 bij de Ecu-markt betrokken banken op al deze deelgebieden actief.

Het vertrouwen in de Ecu

De Ecu kent voorsnog een aantal beperkingen. Alhoewel hij zeker dienst doet als rekenenheid, oppotmiddel en ruilmiddel (10% van de Italiaanse buitenlandse handel wordt in Ecu's gefactureerd) is hij nog niet algemeen aanvaard en voldoet derhalve niet volledig aan de eisen die aan een volwaardige munteenheid kunnen worden gesteld 2). Immers, in West-Duitsland is het particuliere gebruik van de Ecu nog steeds verboden. In dit verband is het opmerkelijk dat het met betrekking tot de internationale kapitaalmarkt toch weinig vooruitstrevende Japan het gebruik van de Ecu wel toelaat. Ook het gegeven dat de samenstelling kan worden veranderd, zowel qua gewicht als qua aantal deelnemers (open-korf-constructie), wordt wel als nadeel genoemd, evenals het kunstmatige karakter ervan, al gaan wat dit laatste betreft slechts weinigen zover dat zij de Ecu op één lijn plaatsen met de kunsttaal Esperanto: „Sowohl Kunstwährungen wie auch Kunstsprachen werden sich gegen ihre Konkurrenten nicht durchsetzen können, nicht zuletzt deshalb, weil beide Kunstprodukte keine nationale Basis besitzen” 3). De munt representeert wel een economische „vrijhandels”-zone, iets waar bij voorbeeld de SDR van het IMF zich niet op kan beroemen.

Eén van de grootste nadelen is het ontbreken van een centrale instelling waarbij banken onderling vorderingen en verplichtingen in Ecu's kunnen verrekenen („clearing house”). Het overleg tussen de 18 meest betrokken banken, de Europese Commissie, de Europese Investeringsbank, de Europese Bankiersfederatie en de Bank voor Internationale Betalingen (BIS) is echter ver gevorderd 4).

Tabel 1. Emissies internationale obligatieleningen

	1981		1982		1983		1984 t/m april	
	mln. \$	%	mln. \$	%	mln. \$	%	mln. \$	%
Duitse mark	1.396	4,5	3.253	6,5	4.042	8,1	1.682	6,4
Pond sterling	535	1,7	846	1,7	2.153	4,3	1.776	6,8
Canadese dollar	688	2,2	1.200	2,4	1.067	2,1	277	1,1
Guiden	490	1,6	618	1,2	748	1,5	307	1,2
SDR	430	1,4	—	—	—	—	—	—
Overige munten	1.841	5,9	1.361	2,7	1.592	3,2	374	1,4
Ecu	153	0,5	823	1,6	2.191	4,4	1.184	4,5
US dollar	25.761	82,3	42.228	83,9	39.230	78,3	20.612	78,6
Totaal	31.294	100	50.329	100	50.123	100	26.212	100

Bron: OECD, *Financial Statistics Monthly*, deel I, mei 1984.

* De auteur is medewerker van het Economisch Bureau van de Amro-bank. Hij schrijft dit artikel op persoonlijke titel.

1) Volgens: *Agéfi*, uitgave 515. Het betreft hier alleen de z.g. „leaders” en „co-leaders”.

2) Zie bij voorbeeld Korteweg en Keesing, *Het moderne geldwezen*, deel II, blz. 10, Amsterdam, 1974.

3) G. Maier, *Wirtschaftswoche*, nr. 44, 28 oktober 1983, blz. 145.

4) Het „clearing system” zou moeten lopen via het internationale netwerk SWIFT met de BIS als centraal punt.

Het vertrouwen in en het gebruik van de Ecu als betaalmiddel zou sterk kunnen toenemen als West-Duitsland zijn verzet tegen de Ecu zou opgeven. Dit verzet wordt ingegeven door de vrees dat het vrijlaten van het Ecu-bedrijf inflatoir zou kunnen werken, doordat een gedeelte van het dan in Duitsland circulerende geld oncontroleerbaar zou zijn en aldus de geldhoeveelheid in ongewenste mate zou kunnen vergroten. Het ontbreken van een centrale controlerende autoriteit rechtvaardigt deze vrees enigszins. De stabiliteit van de DM-koers en -rente biedt evenwel voldoende garantie tegen een al te sterke penetratie van de Ecu op de Duitse markt. Dat Frankrijk en Italië de Duitse vrees niet koesteren vindt zijn oorzaak ten dele in hun afgeschermd kapitaalmarkt en derhalve de mogelijkheid corrigerend op te treden. In de huidige situatie worden de Duitse bedrijven echter geleidelijk in een onvoordelige concurrentiepositie gedrongen omdat zij niet kunnen meedingen naar de veelvuldig voorkomende in Ecu's genoteerde transacties.

De genoemde open-korf-constructie is in zoverre problematisch dat de samenstelling van de korf kan worden gewijzigd, of, indien dit niet zou gebeuren, de rol van de sterke munten in de korf te dominant zou worden. Nu al is het gewicht van DM en gulden toegenomen van 43,5% bij de aanvang van het EMS tot 48,5% nu, waarbij dan nog de pondkoers van toen (f. 4,11) versus die van dit moment (f. 4,24) een corrigerende rol speelt. Het moment dat gulden en mark de Ecu-koers voor de helft bepalen is dichtbij, hetgeen deze munt vanuit Italië en Frankrijk steeds minder aantrekkelijk zou maken.

Ook als men de verschuiving van de procentuele aandelen vergelijkt met de ontwikkeling van BNP en buitenlandse handel in de afgelopen 5 jaar bestaat er alleszins reden om de samenstelling van de korf te wijzigen en wel door het aandeel van DM te verlagen en dat van de lire te verhogen. Deze samenstelling zal toch al moeten worden aangepast, doordat de drachme voor eind 1985 zal moeten worden opgenomen in de Ecu.

De huidige korf heeft nog twee andere factoren, die beide destabiliserend werken op de Ecu-koers. De grote bandbreedte van de lire (12% tegenover 4,5% voor de overige valuta's) en het niet deelnemen van het pond sterling aan het EMS zouden hier toe moeten worden gecorrigeerd. Wel is het zo dat de fluctuaties van beide munten door hun relatief geringe aandeel slechts zeer beperkt doorwerken in de Ecu-koers.

Het wijzigen van de samenstelling van de korf mag geen invloed hebben op de Ecu-koers op het moment van die verandering. Dit kan worden gerealiseerd dank zij een vrij ingewikkelde rekenconstructie 5). Onvermijdelijk is echter dat de Ecu-rentevoet dan een ander niveau krijgt. Bij de te verwachten aanpassing – verkleinen van het aandeel van de sterke munten en vergroten van het aandeel van de zwakke – zal de hoge rente van landen als Italië en Frankrijk zwaarder gaan meewegen in de Ecu-rente dan nu het geval is, hetgeen tot een rentestijging van enkele tienden van

procenten zal leiden.

Hiermee dient zich een ander probleem aan, dat zich niet bij het wijzigen van de samenstelling van de korf manifesteert, maar bij re- en devaluaties. Rond de data van verwachte koersaanpassingen kan van de devaluatiekandidaten de korte rente zeer sterk oplopen. Dit heeft zijn onmiddellijke weerslag op de rentevergoeding op Ecu's, zij het vanzelfsprekend in gematigde vorm. Wil men de stabiliteit van de Ecu-rente ten opzichte van bij voorbeeld de dollarrente nog verder vergroten, dan zal voor dit probleem een oplossing moeten worden gevonden. Het is niet goed mogelijk om in de wijze van renteberekening een zodanige wijziging aan te brengen dat extremen worden afgevlakt 6). Op langere termijn zal de markt in Ecu's mogelijk zo omvangrijk worden dat de rentevoet onafhankelijk van de achterliggende tarieven tot stand komt. De enige substantiële bijdrage tot grotere stabiliteit is convergentie in het economisch en monetair beleid. Zolang die convergentie niet tot stand is gebracht kan men slechts pogen aanpassingen door te voeren voor de speculatiestroom op gang komt.

Een laatste bezwaar dat naar voren wordt gebracht, is dat de Ecu een centrale bank ontbeert die als monetaire autoriteit en als „lender of last resort” kan optreden. In het kader van dit artikel voert het te ver om op de wenselijkheid van meer internationaal toezicht in te gaan. Bovendien is het ontbreken van een monetaire autoriteit niet een specifiek Ecu-probleem, maar doet het zich voor bij het hele internationale kapitaalverkeer. Het ontbreken van een „lender of last resort” kan in crisistijd een ernstig gemis blijken te zijn.

De aantrekkelijkheid van de Ecu

Binnen het EMS is de functie en dus ook het nut van de Ecu duidelijk. Hij wordt gebruikt als referentiepunt voor het al dan niet verrichten van koersondersteunende interventies, als rekeneenheid voor EG-activiteiten en in het verkeer tussen de centrale banken van de EMS-lidstaten, en vormt als zodanig een, wellicht op dit moment één van de weinige, samenbindend element in de Gemeenschap.

In het particuliere verkeer is wat moeilijker aan te geven waarom en waarvoor de Ecu beter kan worden gehanteerd dan een andere munt. De voor- en nadelen van het

gebruik kunnen per land verschillen. Voor een land met een sterke munt, zoals Nederland, kunnen korte-termijnbeleggingen in Ecu zeer aantrekkelijk zijn omdat de koersstabiliteit vrijwel is gegarandeerd, terwijl de rente relatief hoog is. Inwoners van bij voorbeeld Italië zullen veeleer lenen in Ecu omdat dan de lagere rente en – alweer – de koersstabiliteit een voordeel opleveren. Italië is dan ook het enige land waar Ecu-leningen binnenslands worden geplaatst; iets waarbij de overheid voorop loopt.

Vanzelfsprekend kan de Ecu ook in het handelsverkeer een rol spelen, vooral als beide handelspartners in elkaars munt nogal forse koersrisico's lopen. Italië, maar ook Frankrijk zijn voorbeelden van landen waar deze toepassing steeds meer opgeld doet, maar ook niet EG-landen laten blijken duidelijk hierin geïnteresseerd te zijn. Zo heeft de Sovjetunie al enkele malen geëist dat ten minste een deel van een handelscontract in Ecu's zou worden gefactureerd.

Zowel voor handel als voor kapitaalverkeer is de stabiliteit van koers en rente in combinatie met de spreiding van het koersrisico over een negental Europese munten – iets waar vooral kleinere bedrijven normaliter niet toe in staat zijn – de belangrijkste drijfveer om in Ecu's zaken te doen. Dat wil zeggen, risicomijders zullen vaak geneigd zijn om de Ecu te verkiezen boven andere buitenlandse valuta. Dat dit achteraf niet altijd terecht is, mag blijken uit tabel 2, die echter wel duidelijk aantoonst dat in de beschouwde periode het lenen in Ecu's vele malen aantrekkelijker was dan het lenen in dollars.

De toekomst

Het tempo waarin de Ecu-markt zich zal ontwikkelen en de duurzaamheid van de groei is mede politiek bepaald. Allereerst zal elk gemarchandeerd achterwege moeten blijven. Het rondbrengen van een landbouwakkoord door het wijzigen van de in de Ecu-korf opgenomen koers van het pond

5) Zie: *Tijdschrift Nationale Bank van België*, juli/augustus 1979, blz. 3-44.

6) Zie bij voorbeeld J. van Gelder, *Bankieren in Ecu's, Bank- en effectenbedrijf*, augustus/september 1983, blz. 248-251.

Tabel 2. Effectieve kosten van 6-maands-lening op jaarbasis (meetkundig gemiddelde, oktober 1979 - december 1983)

Eurovaluta	Debiteurenland						
	VS	BRD	Japan	Zwitserland	Groot-Brittannië	Frankrijk	Nederland
\$	13,63	23,78	16,50	21,12	24,10	31,03	24,41
DM	0,43	8,78	2,81	6,28	9,68	15,57	9,33
YEN	6,89	16,42	7,87	13,55	16,39	23,13	16,99
ZFR	0,47	8,80	2,52	5,87	9,83	15,59	9,32
UK £	5,10	14,31	7,29	11,91	13,71	21,02	14,81
FF	1,14	9,48	3,28	6,97	10,22	16,13	10,02
ECU	1,45	9,95	3,71	7,46	10,54	16,68	10,48

Bron: Istituto Bancario San Paolo di Torino, *Ecu Newsletter*, maart 1984.

(mei 1983) is strijdig met het door de EG-ministers beleden streven de rol van de Ecu te versterken. Vervolgens zal de stabiliteit van de munt worden bevorderd wanneer door meer beleidsconvergentie de stelselmatige koersaanpassingen in het EMS zoveel mogelijk achterwege blijven. Ook zou de status van de Ecu in elke EG-lidstaat die van volwaardige vreemde munt moeten zijn. Italië ging hierin voor. Ten vierde kan de Ecu ook in het monetaire beleid een belangrijker toepassing vinden. Als de EG-lidstaten ertoe zouden kunnen besluiten hun rente- en koersbeleid beter te synchroniseren, kan een beter tegenwicht worden geboden aan de Amerikaanse monetaire politiek. Een (theoretisch) eenvoudig middel is het versterken van de rol van het EFMS, dat door middel van Ecu-dollar-„swaps” en interventies de koersontwikkeling van de dollar tegenover het blok EMS-munten zou kunnen beïnvloeden 7).

Het opvijzelen van de rol van de Ecu binnen Europa zal zeker gevolgen hebben voor het buiten-Europees toepassen ervan. Reeds gemeld werd de participatie van niet-Europese banken in euroleningen. Van veel belang kan de Ecu eveneens zijn voor ontwikkelingslanden. Voor hen geldt zeker, dat een risicospreiding van hun schuldportefeuille een aanzienlijke verbetering van hun situatie tot gevolg kan heb-

ben. De veel kleinere fluctuaties van rente en koers van de Ecu versus die van de Amerikaanse dollar moeten voor hen zeker aantrekkelijk zijn, te meer waar de Ecu-rente dikwijls lager is dan *libor* op dollars. Het stimuleren van de Ecu als leenvaluta door banken zowel als overheden is hierbij essentieel. Een automatisch gevolg hiervan is dat de Ecu ook als reservevaluta een dominantere plaats zal kunnen innemen.

Ten slotte kan nog worden gewezen op de grotere stabiliteit van de grondstofprijzen indien deze in Ecu's zouden worden uitgedrukt. De voor inflatie gecorrigeerde grondstoffenindex (exclusief olie) vertoont met uitzondering van de eerste helft van 1977 een veel gelijkmatiger verloop in Ecu's dan in dollars 8). Wellicht ligt hier het grootste, nog onontgonnen terrein voor de verdere ontwikkeling van de Ecu en gelijktijdig het terugdringen van de overdominantie van de Amerikaanse dollar in de wereld.

J. van Gelder

7) Dit is ook één van de aanbevelingen uit het „Rapport Herman” dat dit voorjaar door het Europees Parlement werd aanvaard.

8) Zie het artikel van Anatole Kaletski, *Financial Times*, 13 maart 1984.