

# De ecu en het EMS

**Bij de Europese eenwording speelt de politiek haasje over met het particulier initiatief. De oprichting van het EMS in 1979, waarbij de European Currency Unit (ecu) tot stand kwam, was een politieke aangelegenheid. Sindsdien is het belang van de ecu sterk toegenomen, enkel als gevolg van particulier initiatief. Volgens de auteur van dit artikel zijn de grenzen aan deze ontwikkeling nu in zicht, en is het weer aan de politiek om het voortouw te nemen.**

**DRS. A.N. SCHIM VAN DER LOEFF\***

## Ontstaan

### De officiële ecu

Op 13 maart 1979 werd de ecu 'officieel' door de centrale banken in de EG in gebruik genomen<sup>1</sup> als enerzijds rekeneenheid en anderzijds betaalmiddel. De ecu vormt de spil van de Europese monetaire samenwerking. Als rekeneenheid dient de ecu als:

- numeraire voor het wisselkoersmechanisme;
- basis voor de divergentie-indicator;
- rekeneenheid voor interventies en korte kredieten.

Als betaalmiddel wordt de ecu gebruikt door de centrale banken van het EMS. Met de ecu-reserves die de centrale banken van het EMS aanhouden bij het Europees Fonds voor Monetaire Samenwerking (EFMS) mogen verrichtingen binnen de Gemeenschap afgerekend worden.

Het volume aan ecu's wordt bepaald door het volume en de waarde van de aan het EFMS overgedragen reserves (20% van de goud- en dollarreserves). De creatie van ecu's tegen deposito's van goud en dollars is ontworpen naar analogie van het aanhouden van reserves bij het Internationale Monetaire Fonds. Deze reserves zijn op basis van revolverende swap-arrangementen ter beschikking gesteld aan het EFMS, opdat de bijdragen aan het EFMS 20% van de reserves zullen blijven vertegenwoordigen. Deze ecu's kunnen in het intra-communautaire verkeer gebruikt worden om interventies te financieren tot 50% van een transactie. De 50%-grens is een compromis, bedoeld om enerzijds de transfermogelijkheid te bevorderen en anderzijds te voorkomen dat buitensporige ecu-accumulaties optreden bij bepaalde centrale banken. Buiten het afrekenmechanisme mogen de centrale banken ook onderling ecu's tegen andere reserves overmaken. Deze regelingen hebben geleid tot de schepping van een aanzienlijk bedrag aan ecu's, dat echter binnen het circuit van de centrale banken en EFMS is gebleven. Derhalve spreekt men hier van de 'officiële' ecu.

Sinds in juni 1985 de eerste wijzigingen in het EMS zijn aangebracht, geschiedt de rentevergoeding op ecu-tegoeden (die boven de 'eerste allocatie' van het EFMS uitgaan) op basis van het gewogen gemiddelde van in de verschillende lidstaten voor de geldmarkt meest significante rente-

voet, te weten de particuliere ecu-rente. Verder is in september 1987, de tweede keer dat het EMS is gewijzigd, overeengekomen dat de 'sterke-valuta-landen' eerder en omvangrijker in de valutamarkt gaan interveniëren (eerder dan het moment dat de interventiepunten bereikt zijn), de zogenaamde intramarginale interventies. Ook werd besloten dat de EMS-landen elkaar, aan de hand van 'indicatoren', nauwkeuriger in de gaten zullen houden.

### De particuliere ecu

De 'particuliere' ecu bestond reeds in 1975 in de vorm van de Europese rekeneenheid (ere), de eerste echte communautaire 'valuta-mand', die in eerste instantie diende om verrekningen tussen de Europese Commissie en de EIB te verrichten. Het gebruik werd zoveel mogelijk uitgebreid: in het eerste Lomé-verdrag (21 april 1975), voor de verrichtingen van de Europese Gemeenschap voor Kolen en Staal (17 november 1975), en sinds begin 1978 voor de begroting van de Gemeenschap. Grote praktische operationaliteit kreeg de ere doordat de Europese Commissie en de EIB indertijd bepaalde banken verzochten te onderzoeken of (en zo ja, hoe) rekeningen konden worden geopend, transfers konden worden afgewikkeld, deposito's konden worden geplaatst en hoe transacties konden plaatsvinden tussen ere en 'andere' deviezen.

Intussen had in 1961 – in een parallelle ontwikkeling – de Belgische Kredietbank de eerste emissie in een eigen rekeneenheid de RE(KB) op de Euro-kapitaalmarkt gebracht. Vanwege de internationale monetaire instabiliteit en onder druk van de emittenten moest deze eenheid voortdurend worden aangepast. Vanaf 1971 experimenteerden andere banken met weer nieuwe formules, de Europese Monetaire Eenheid (eme), de eurco en de speciale trekingsrechten (sdr's). Alleen enkele specialisten behielden nog een duidelijk overzicht van deze deelmarkt(en). Vanaf april 1981 adopteerde de banksector de ecu als algemene rekeneenheid en schafte alle andere formules af.

\* De auteur is verbonden aan de Europese Investeringsbank te Luxemburg. Het artikel is op persoonlijke titel geschreven.  
1. Resolutie Europese Raad, 5 december 1978, over de instelling van het Europese Monetaire Systeem en aanverwante zaken.

Een derde ontwikkeling van het 'particuliere' ecu-circuit bestond uit initiatieven om deze rekeneenheid om te vormen tot een echt betaal- en spaarmiddel, gebruik makend van de zich ontwikkelende infrastructuur voor geld- en wisselmarktoperaties in ecu's. Daarmee heeft in feite de bankensector het pionierswerk verricht op het gebied van de rekeneenheden. Geleidelijk heeft de ecu de ere definitief vervangen in de 'niet-officiële, particuliere' sfeer. De organen van de Gemeenschap en de EIB hadden bij het ontstaan van de ecu weliswaar ervaring met rekeneenheden, maar deze ecu werd daardoor niet onderling uitwisselbaar met de ecu van het EMS zelf.

In essentie bestaat er slechts één enkele ecu, die echter in de twee financiële kringlopen verschillend wordt gebruikt. Het gebruik in het officiële circuit is relatief eenvoudig uit te leggen. Daarentegen speelt bij het particuliere circuit de vraag wat die particuliere ecu in feite vertegenwoordigt. Voor een econoom is de ecu een munt. Hij vervult alle functies die geld geacht wordt te vervullen: rekeneenheid, betaalmiddel en spaarmiddel.

Voor de ecu geldt dat zij – per definitie – een muntkorf met een 'open evolutief' karakter is. Stabiliteit van de ecu is primair en dit is één van de opvallendste kenmerken. Fundamentele wijzigingen zijn mogelijk, maar vereisen unanimititeit. Dit dwingt tot steeds meer convergentie, te meer daar de procedures voor zulke wijzigingen alle communautaire instellingen bij de besluitvorming betrekken. De politieke dimensie van de ecu komt op de derde plaats en mag geen belemmering vormen voor het gebruik van de ecu. In het uitzonderlijke geval van de toetreding van een nieuwe valuta geldt bovendien dezelfde procedure en gelden dezelfde randvoorwaarden. Belangrijk gegeven is dat bij dit soort aanpassingen binnenlandse beleidsaanpassingen vereist worden, met name in de relatief hoge-inflatielanden.

## Ecu, EMS en kapitaalmarkt

In de visie van Helmut Schmidt zijn door het EMS de deelnemers gekoppeld in de "härteste Stabilitätspolitik der Welt". Over de wijze waarop inhoud moet worden gegeven aan die koppeling bestaat verschil van mening. Volgens het 'monetaristische' standpunt moet economische convergentie tot stand worden gebracht door monetaire integratie; ten opzichte van een zich ontwikkelende ecu-circulatie moet daarom een 'accomoderend' beleid worden gevoerd. Hier tegenover staat het 'economische' standpunt dat convergentie van het economische beleid voorwaarde voor monetaire integratie is. Anders gezegd, de monetaire benadering definieert een wenselijke eindtoestand die het proces dat erheen moet voeren – convergentie – als gevolg zal hebben. Stimulering van het gebruik van de ecu zou aan deze ontwikkeling bijdragen voor zover in de publieke opinie grotere acceptatie van een Europees stelsel in de vorm van een ecu-zone zou ontstaan; groter dan bij voorbeeld een, zakelijk wellicht losgeroepen, DM-zone. Die acceptatie zal nodig zijn om de voor het ene of het andere stelsel onmisbare discipline op te brengen<sup>2</sup>. Het door dik en dun verdedigen van hetzij de 'economische', hetzij de 'monetaristische' visie is contraproductief.

Het uiteindelijke doel van monetaire samenwerking binnen de Gemeenschap is te komen tot een Economisch en Monetaire Unie (EMU). Het EMS is minder ambitieus dan deze EMU, maar zou als eerste stap op weg naar die EMU gezien kunnen worden. De doelstellingen van de EMU zijn:

- volledig vrij verkeer van personen, goederen, diensten en kapitaal;
- volledige en definitieve convertibiliteit van de geldsoorten, opheffing van de fluctuatiemarges;

- een communautair stelsel van centrale banken;
- communautariseren van het monetaire en economische beleid op een aantal punten.

Voor de officiële ecu betekent dit dat de huidige functies (rekeeneenheid, divergentie-indicator, reservemiddel en afrekenmiddel tussen centrale banken) slechts als tussenfase moeten worden gezien. Uiteindelijk zal de ecu moeten uitgroeien tot een gemeenschappelijke Euro-munt. Vooralsnog rest voor het EMS de rol als graadmeter en – in het beste geval – als alibi voor te voeren beleid.

Het EMS is primair gericht op het tot stand brengen van een gebied met een stabiel prijspeil en stabiele onderlinge wisselkoersen<sup>3</sup>. Het dient voorlopig met name voor de bevordering van de beleidsdiscipline die nodig is voor economische convergentie. Wat dat betreft is het EMS tot nog toe een succes. Een andere functie van het EMS is de signaalwerking naar de markten. Ook wat dit betreft lijkt het EMS goed te functioneren. Daarin speelt uiteraard mee het feit dat de resterende beleidsverschillen tussen de Europese landen geen aanleiding geven tot grote kapitaalstromen, zelfs niet als er wisselkoersaanpassingen op komst zijn<sup>4</sup>.

## De ecu-markten

Zowel de geldmarkt, de wisselmarkt als de kapitaalmarkt in de ecu zijn in een uiterst kort tijdsbestek zo belangrijk geworden dat ze niet meer weg te denken zijn uit de omvangrijke Euromarkt. De interbancaire markt voor ecu-operaties kenmerkt zich nog steeds door een belangrijke ecreatie. Er is hier, meer dan van geldcreatie, sprake van een spel van bundeling en ontbundeling van de componenten van de ecu. Door het feit dat het bij de ecu-markten om een vraagmarkt gaat en door de kosten van het (ont)bundelen bestaat een 'drempel' die zo nu en dan – nog niet weggegarbitreerde – koersverschillen tussen de ecu en haar componenten verklaart. De kapitaalmarkt in ecu heeft een, vooral qua volume, nog belangrijker ontwikkeling doorgemaakt. Dit geldt voor zowel de openbare obligatiemarkt, de markt voor gesyndiceerde kredieten als voor de markt voor lange-termijnkredieten.

De openbare obligatiemarkt voor ecu's, ontstaan in april 1981, kenmerkt zich door een bijna exponentiële ontwikkeling. Deze markt is uiterst soepel en hij past zich vlot aan aan de diverse nieuwe technieken die zich voordoen. De emittenten behoren tot de beste adressen: Europese en internationale organisaties, (lid-)staten, grote firma's en dergelijke. De EIB is al enige jaren de grootste emittent op deze markt. Het hoofdprobleem is de geringe omvang. Tot voor kort was de Belgisch-Luxemburgse markt de voornaamste bron voor deze emissies. Langzaam aan echter openen zich andere markten, in het algemeen door het uitgeven van 'targeted issues', zoals bij voorbeeld in de Verenigde Staten en in Japan. De ontwikkeling van de omvang van de ecu-markt is weergegeven in de tabel.

De eerste gesyndiceerde leningen in ecu's gaan terug tot juni 1980. Deze operaties zijn een belangrijke stimulans geweest voor het ontstaan van de interbankmarkt in kortlopende ecu-deposito's. De kredietopnemers waren dik-

2. A. Szász, Wisselkoerspolitiek; het slingerpad naar stabiliteit, in: *Wisselkoersen in een veranderende wereld*, Preadviezen van de Vereniging voor de Staathuishoudkunde, Stenfort Kroese, Leiden/Antwerpen, 1986.

3. Jan Michielsens, *EMU, EMS en ECU: Europese en Belgische Aspecten*, juli 1986.

4. T. de Vries, Naar een ordelijker wisselkoersstelsel en Th.A.J. Meys en E.F. Limburg, *Wisselkoersen in een geïntegreerde financiële wereldmarkt*, in: *Preadviezen*, op.cit.

Tabel. Ecu-creatie op de financiële markten, in mln. ecu

	Nationaal	Internationaal	Totaal
1981		190	190
1982	1.100	812	1.912
1983	540	2.007	2.547
1984	1.248	3.657	4.905
1985	2.743	9.262	12.005
1986	1.704	7.289	8.993
1987 <sup>a</sup>	800	4.773	5.573

a. Zes maanden  
Bron: EIB.

wijls minder ontwikkelde landen of minder bekende firma's die zelf moeilijk met een emissie op de kapitaalmarkt konden komen. Deze deelmarkt loopt terug op grond van de sinds de schulden crisis geringere kredietwaardigheid van deze emittenten. De lange-termijnkredieten in ecu vormen de derde deelmarkt. Met name de EIB verleende de eerste kredieten in ecu tegen vaste rentevoeten met looptijden van 5 tot 20 jaar.

Om twee redenen is de groei van de ecu-markt in 1986 afgenomen ten opzichte van 1984 en 1985. In de eerste plaats heeft de onzekerheid over de ontwikkeling van de wisselkoersen van de samenstellende valuta van de ecu haar gebruik als hedging-instrument beperkt. In de tweede plaats heeft het verkleinen van de rentever verschillen en de toegenomen instabiliteit geresulteerd in een geringere bereidheid tot het plaatsen van ecu-deposito's. De geldmarkt in ecu is een goed gestructureerde markt geworden en de wisselmarkt in ecu werkt zeer vlot. Minder ontwikkelde sectoren zijn nu nog de middellange deposito's en de secundaire markt.

## Ecu-clearing

In het begin gingen de ecu-operaties in het algemeen nog gepaard met het bundelen en ontbundelen van de ecu-componenten. Cliënten plaatsten de eerste deposito's in ecu en kochten de daarvoor benodigde ecu-bedragen tegen andere deviezen in de geld- en deviezenmarkt. Men trachtte echter dit dure proces zoveel mogelijk te reduceren. Zelf ecu's creëren (bundelen) of te vernietigen (ontbundelen) wordt de specialisatie van in feite een aantal marktmakers op het gebied van de ecu. Dit leidde op zijn beurt tot het ontstaan van een 'geclusterde' of 'multipolar bilateral' clearing. Op die wijze heeft zich reeds, de facto, een multipolair clearingsysteem ontwikkeld. De belangrijkste van deze marktmakers zijn een stap verder gegaan en hebben een eerste multilateraal clearingsysteem ontwikkeld: het Mutual Ecu Settlement-systeem (MESA). Naar aanleiding van een Commissie-studie kon in 1985 de Ecu Banking Association (EBA) worden opgericht, die in 1986 samen met de Bank voor Internationale Betalingen een nieuw clearingsysteem opzette dat met nadruk communautair van karakter is. Alle banken kunnen aan het clearingssysteem deelnemen als ze ten minste in één van de lidstaten van de Gemeenschap een filiaal hebben dat als clearer kan optreden in het communautaire clearingnet.

## Politiek initiatief

Met de geschetste ontwikkelingen zijn de grenzen van de mogelijkheden voor de particuliere ecu in zicht gekomen. Het is nu weer wachten op politieke initiatieven. Die

lijken ook van de grond te komen. Eén van de agendapunten van de laatste Europese Raad in Hannover was het instellen van een centrale bank. Zo'n centrale bank is essentieel, al was het alleen maar om – wat betreft de ecu – een relatie tussen de liquiditeitsbehoefte in de markt (de particuliere ecu) en de liquiditeit bij de monetaire autoriteiten (de officiële ecu) tot stand te brengen. Zo'n autoriteit kan slechts tot stand komen bij vérgaande integratie van het beleid en derhalve met de opgave van soevereiniteit over details van het te voeren beleid. Prof. Eizenga heeft in *ESB* een pleidooi gehouden voor zo'n centrale bank, maar dan wel naar Westduits/Nederlands model, dat wil zeggen met een grote mate van onafhankelijkheid van 'de politiek'<sup>5</sup>. Uitslatingen van de Duitse minister van Buitenlandse Zaken Genscher en van de (toenmalige) Franse minister van Financiën wijzen op groeiende overeenstemming op dit terrein. Ook anderen, waaronder de Franse presidentskandidaat Barre, het Engelse blad *The Economist* en de president van de Duitse Bundesbank Pöhl, hebben gepleit voor een grote mate van onafhankelijkheid van de centrale bank<sup>6</sup>.

## Verdere ontwikkeling

Bij de instelling van het EMS is met opzet gekozen voor een beperkte creatie van (officiële) ecu's. De mogelijkheid tot onbeperkte financiële steun zou de monetaire discipline verzwakken. Door de creatie van ecu's tegen officiële reserves, onder andere goud, is van deze beperkende factor niet veel terecht gekomen. Eind 1983, toen de goudprijs fors steeg, is het volume aan (officiële) ecu's ruim verdubbeld tot circa 53 miljard om daarna tot zijn huidige niveau van circa 43 miljard terug te vallen. Het gebruik van de officiële ecu is echter ver beneden de verwachtingen gebleven. De oorzaak hiervan is gelegen in de voorkeur van centrale banken om ecu-posities zo snel mogelijk af te bouwen, het revolverende karakter van deze ecu's en de beperkte kring van potentiële houders (centrale banken en anderen). In de conclusies van de Europese Raad in Bremen (juli 1978) is het idee geopperd om ecu's te creëren ex nihilo of tegen deposito's van nationale valuta. Een van de problemen met een dergelijke ecu-creatie is dat die door een onafhankelijke instelling, onder Gemeenschapsrecht, gereguleerd zou dienen te worden en – anders dan in het gekozen systeem – de reservepositie van de centrale banken onverlet laat. Er zouden dus disciplinerende waarborgen ingebouwd moeten worden.

De angst van diverse monetaire autoriteiten ten aanzien van de ecu is dat creatie ervan leidt tot uitholling van de eigen monetaire politieke speelruimte. Dat geldt nu al ten aanzien van de particuliere ecu. Nu het nog om creatie door bundeling van de componenten gaat wordt die angst ingeperkt door de gelijktijdige liquiditeitsvernietiging. Men is niet alleen bang voor een beperking van de monetaire beleidsruimte, maar ook voor ongebreidelde ecu-creatie. Uiteindelijk echter moet de ecu een valuta worden zonder verschil tussen de particuliere en officiële circulatie. Het toestaan van het gebruik van de officiële ecu in particuliere transacties is de enige – logische – oplossing die de Europese monetaire autoriteiten overblijft. Het ecu-gebruik dient afhankelijk te worden van de beoordeling van haar kwalificaties door de internationale financiële markten. On-

5. W. Eizenga, Een Europese centrale bank, *ESB*, 25 november 1987.

6. Barre deed zijn uitspraken in het programma 'l'Heure de vérité', op Antenne 2, 6 april 1988, *The Economist* verwoordde zijn mening over dit onderwerp op 5 maart 1988 en de visie van Pöhl verscheen in de *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, zaterdag 28 mei 1988.

---

der autoriteit van het EFMS zouden ecu's permanent in plaats van op basis van 3-maands revolverende swaps gecreëerd kunnen worden.

De ecu is een voor de hand liggende keuze als 'derde' valuta voor handelstransacties binnen de EG. Voor zo'n gebruik als derde valuta voldoet de ecu slechts gebrekkig aan de eis dat ze moet fungeren als algemeen aanvaard internationaal geld. Een valuta wordt vanzelf aantrekkelijk als 'derde' valuta als er dus een hoog ontwikkelde geldmarkt voor bestaat. Met het verdwijnen van het Duitse verzet is de ecu algemeen aanvaard en nemen de mogelijkheden van de ecu als betaalmiddel toe. Om een echte internationale rol te kunnen vervullen zal de ecu nog meer een munt van facturering en een munt van internationale betaling moeten worden. Met name in handelstransacties met de landen van de COMECON wordt de ecu al vaak gebruikt, enerzijds omdat de samenstelling van de ecu min of meer overeenkomt met de die van de handelsvolumes van de Europese landen in de handel met de COMECON en anderzijds omdat men in het COMECON-gebied gewend is aan samengestelde valutas. De voordelen van het gebruik van de ecu liggen in het treasury-beheer, en vereenvoudiging van de commerciële operaties (één prijslijst). De stabiliteit van de ecu en vermindering van de kosten bij een reductie van het aantal gebruikte deviezen, zijn hier belangrijke factoren. De nadelen zijn voornamelijk gebrek aan kennis van de ecu en het ontbreken van noteringen voor vele basisproducten in ecu.

Een middel om de ecu in het particuliere circuit te stimuleren en de ecu dichterbij de burgers zelf brengen zou het verder ontwikkelen van ecu-betaalmiddelen (zoals reischeques en credit cards) zijn. Daarna zou de waarde van eurocheques en de eurocard (de meest verspreide quasi-geldmiddelen in Europa) in ecu's gesteld kunnen worden.

---

## Conclusies

---

In december 1978 verklaarde de Europese Raad te streven naar consolidering binnen twee jaar van het EMS in een definitief arrangement, met een Europees Monetair Fonds en volledige toepassing van de ecu als reservevaluta en betaalmiddel. Zo snel is dat niet gegaan. De Europese monetaire eenwording is sindsdien meer het gevolg geweest van particulier initiatief dan van politieke daden. De politici en de verschillende nationale monetaire autoriteiten hebben grote moeite met het proces van Europese eenwording.

Op een aantal punten heeft de politieke samenwerking wel resultaten opgeleverd. De inflatie en de inflatieverschillen zijn sinds 1980 aanzienlijk verminderd. De verschillen in inflatie, werkgelegenheid, belastingen, begrotingen en betalingsbalansen zijn evenwel nog te groot om te denken aan de oprichting van een Europees Monetair Fonds, in de rol van een Europese centrale bank, zoals uiteindelijk in de EMU-doelstellingen beoogd wordt. Ongeacht hoe de ecu gecreëerd wordt, uiteindelijk is er één communautair orgaan nodig om de monetaire politiek zoals die is overeengekomen, uit te voeren.

De verdere ontwikkeling van de ecu hangt af van de mate waarin de economische en financiële convergentie binnen de EG voortschrijdt. Versterking van de rol van de ecu komt dus neer op versterking en verbetering van het EMS. Een groeiende rol van de ecu – officieel of particulier – komt uiteindelijk voort uit de flexibiliteit van het EMS. Ook de groei van de particuliere ecu is uiteindelijk begrensd. Verbetering van de werking van het EMS is alleen mogelijk bij een verdere integratie van de monetaire en economische politiek. Hiervoor is het in de eerste plaats nodig te komen tot een grotere stabiliteit van de onderlinge wissel-

---

koersen en dus tot convergentie van de inflatie in de verschillende landen, liefst op een zo laag mogelijk niveau.

De ontwikkeling van particuliere ecu, die onafhankelijk van die van de officiële ecu heeft plaatsgevonden, wijst erop dat in de afgelopen paar jaar meer inspiratie van de marktpartijen is uitgegaan voor verdere economische integratie dan van de politiek.

**Bram Schim van der Loeff**