

DIERICKX en Cie

beursmakelaars sinds 1901

handelen doorlopend in effecten en opties



Kasteelpleinstraat 44, 2000 Antwerpen, tel. 03/238.79.00
Statielei 117, 2640 Mortsel, tel. 03/449.50.78



Office Coffee Service,
een dienstverlening waar wij thuis in zijn!
Meer dan 8.000 klanten zijn daar
het bewijs van!

Onze succesformule:

Dit toestel volledig kosteloos bij U,
inclusief alle nazicht en onderhoud.
U betaalt enkel de koffie en de
bijproducten!

Wenst U meer inlichtingen of
een apparaat op proef, aarzel dan niet
ons vrijblijvend te contacteren:

M.C.S. N.V. Haachtsesteenweg 101
B-1820 Melsbroek

☎ (02) 751 81 54



Ad Huijser *

Het EMS: een terugblik

Dit artikel geeft aan de hand van de theoretische en de empirische literatuur een terugblik op de bewogen geschiedenis van het EMS. Gewezen wordt op de verschillende stadia die het Europese wisselkoersstelsel heeft doorgemaakt. Op basis van enkele criteria wordt het succes van het EMS geïllustreerd. Daarnaast wordt tevens gewezen op de discussies in de literatuur omtrent de werking van het EMS; met name de asymmetrie van het stelsel en de invloed van de dollarvolatiliteit komen ter sprake.

1. Inleiding

Het wisselkoersstelsel van het Europees Monetair Stelsel (EMS) heeft onmiskenbaar bijgedragen tot de stabilisatie van de bilaterale wisselkoersen van de deelnemende landen en het EMS heeft een actieve rol gespeeld bij het opgetreden proces van convergentie van de inflatie in Europa. Het succes van het EMS lijkt daarmee gunstig af te steken tegen het lot van vroegere stelsels van (semi-)vaste wisselkoersen zoals de Europese "slang", het Bretton-Woodsstelsel en, wellicht, de goudstandaard. Toch is een al te snelle conclusie niet op haar plaats. De vraag waaraan dit succes te danken is laat zich immers niet gemakkelijk beantwoorden. In feite bestaat het EMS vergeleken met het Bretton-Woodsstelsel en de goudstandaard nog slechts betrekkelijk kort en heeft het reeds verschillende stadia doorgemaakt, met als gevolg dat het feitelijke functioneren van het stelsel in een aantal opzichten afwijkt van de aanvankelijke opzet. Evenals bij het Bretton-Woodsstelsel stond de ontwerpers een flexibel en symmetrisch stelsel voor ogen. In het EMS komt dit tot uiting in de mogelijkheid tot aanpassing van de pari-

* De Nederlandsche Bank, Amsterdam. De auteur is bijzondere dank verschuldigd aan Christopher Polk voor zijn onderzoeksassistentie bij een vroegere versie van dit artikel. Het artikel is op persoonlijke titel geschreven en verwoordt niet noodzakelijkerwijs het beleid van de Nederlandsche Bank.

teiten en in de beoogde centrale rol van de ECU en de zogenaamde divergentie-indicator.

Asymmetrie, toegenomen kapitaalmobiliteit en een lage frequentie van koersschikking zijn echter de kenmerken van het EMS gedurende de laatste jaren, terwijl de divergentie-indicator geen praktische rol heeft gespeeld. Een recent verschijnsel is tevens dat de betekenis van het EMS in het licht van de EMU is veranderd, vooral door de uitgesproken politieke wil tot verdere integratie. In de aanloop naar Maastricht en de eerste maanden daarna leek het EMS zich te ontwikkelen tot een quasi monetaire unie met geloofwaardige, onaanpasbare wisselkoersen (Bakker, 1992). Het succes van het EMS kan derhalve gezien worden als resultante van de veranderende operationele kenmerken van het stelsel, maar tevens van de veranderende beleidskeuze van de deelnemende landen. Hieronder komen beide, en andere, gezichtspunten aan bod in een selectief overzicht, dat bij wijze van terugblik de theoretische en empirische literatuur over het Europees Monetair Stelsel in ogenschouw neemt. Recente problemen, zoals het uittreden van Italië en Engeland uit het wisselkoersmechanisme en de stagnatie rond de ratificatie van "Maastricht", komen slechts zijdelings ter sprake. De aandacht zal vooral uitgaan naar de structuur van het EMS en de opinies omtrent het functioneren van dit wisselkoersmechanisme.

2. Het begin

Het verval en einde van het Bretton-Woodsstelsel markeert het begin van de Europese wisselkoersstelsels. Tabel 1 geeft hiervan een overzicht. In 1979, het jaar waarin het EMS het licht zag, was het inmiddels maar al te duidelijk dat zwevende wisselkoersen niet de zegeningen brachten die velen ervan verwachtten. Een terugkeer naar een mondiaal stelsel van vaste wisselkoersen bleek echter onhaalbaar. Maar ook de poging om in Europees verband een stelsel van vaste koersen te formen was maar een gedeeltelijk succes gebleken. De slang was uiteengevallen en ingekrompen tot een D-markblok, doordat het Engelse pond, de Italiaanse lire en de Franse frank het stelsel hadden verlaten. De omstandigheden waren dan ook niet erg gunstig. De instabiliteit van de dollar, de oliecrisis en het gebrek aan convergentie in Europa bleken een te zware belasting voor het streven naar integratie en deden de hoop op een snelle realisering van de EMU op basis van het Werner-rapport van 1970 in rook opgaan (Europese Commissie, 1979). Het besef dat monetaire instabiliteit het proces van reële integratie in Europa in gevaar bracht, vormde een belangrijke impuls in de tweede helft van de jaren zeventig tot reactivering van de discussie rond de EMU (Euro-

Tabel 1
Europese wisselkoersarrangementen

1972	24 april	Akkoord van Bazel over het stelsel van beperkte fluctuatiemarges in de EG: de slang (marges van 2,25 %) in de tunnel ($\pm 2,25$ % ten opzichte van de dollar). Deelnemers: België, Frankrijk, Bondsrepubliek Duitsland, Italië, Luxemburg en Nederland.
	1 mei	Toetreding in de slang van het Engelse pond, het Ierse pond en de Deense kroon.
	23 juni	Het Engelse pond en het Ierse pond verlaten de slang.
	27 juni	De Deense kroon verlaat de slang.
	10 oktober	De Deense kroon treedt opnieuw toe.
1973	13 februari	De Italiaanse lire verlaat de slang.
	12 maart	Einde van de binding van EG-valuta's in de slang aan de dollar (de zogenaamde tunnel). De valuta's van de EG zullen gezamenlijk zweven met wederzijdse marges van 2,25 %, met uitzondering van het Engelse pond, het Ierse pond en de Italiaanse lire.
	14 maart	Associatie van de Noorse en de Zweedse kroon met de slang.
1974	19 januari	De Franse frank verlaat de slang.
1975	10 juli	Terugkeer van de Franse frank in de slang.
1977	28 augustus	De Zweedse kroon beëindigt de associatie met de slang.
1978	6 en 7 juli	Europese Raad van Bremen: overeenstemming over de hoofdlijnen van een Europees Monetair Stelsel.
	12 december	Noorwegen verlaat de slang.
1979	13 maart	Inwerkingtreding van het EMS. Deelnemers aan de wisselkoersovereenkomst: België/Luxemburg, Nederland, Denemarken, Bondsrepubliek Duitsland, Italië (brede marge van 6 %), Frankrijk, Ierland.
1987	12 september	Overeenkomst van Bazel-Nyborg.
1989	19 juni	Spanje treedt toe tot het wisselkoersarrangement van het EMS met een marge van 6 %.
1990	8 oktober	Het Engelse pond treedt toe tot het wisselkoersarrangement van het EMS met een marge van 6 %.
1992	17 september	Het Engelse pond en de Italiaanse lire verlaten het wisselkoersarrangement.

Bron: Europese Economie.

pese Commissie, 1979, blz. 72). De rede van Commissie-voorzitter Jenkins te Florence in september 1977 wordt in deze wel als een belangrijke inspiratiebron gezien (Maes, 1991). Op basis van een Duits-Frans initiatief mondde dit uit in de instelling van het EMS in 1979. De wens om de wisselkoersfluctuaties te beperken stond en staat daarbij nog steeds op de voorgrond.

De nadelen van grote wisselkoersonzekerheid zijn nauwelijks omstreden (Huijser en Stokman, 1991). Gegeven een zekere mate van risicomijding, leidt wisselkoersonzekerheid immers tot minder internationale handel en het niet optimaal benutten van de produktiecapaciteit. Bovendien kunnen zwevende koersen ver van hun evenwichtswaarde wegdrijven, zonder dat een voldoende sterk mechanisme van evenwichtsherstel wordt opgeroepen. Daarnaast zijn er tevens meer specifiek voor de Europese situatie geldende redenen voor de keuze van aanpasbare vaste koersen. Ten eerste betreft het hier relatief open economieën, waarvoor het belang van de internationale handel groter is dan voor b.v. de Verenigde Staten of Japan, terwijl de onderlinge handel een groot aandeel heeft. Daarnaast bewaart Europa wrange herinneringen aan de perioden met inkrimpende internationale handel en zwevende koersen in het interbellum ten gevolge van handelspolitieke maatregelen en valutaonrust. Tenslotte is voor een Europees beleid, met name het landbouwbeleid, een stabiele koers een bestaansvoorwaarde.

De ervaring met de slang had nogmaals duidelijk gemaakt dat een noodzakelijke voorwaarde voor het bereiken van monetaire stabiliteit een zekere convergentie tussen de economische ontwikkeling in de deelnemende landen is. Bij de start van het EMS, 13 maart 1979, kan men constateren dat het streven naar monetaire stabiliteit de EG-landen verenigt, maar dat de in ieder stelsel van vaste koersen benodigde spelregels de geesten verdelen.

Deze spelregels betreffen de mate van flexibiliteit van de pariteiten, de verdeling van de lasten van een aanpassingsbeleid en het nominale anker. De geschiedenis van het Bretton-Woodsstelsel leert dat vaste wisselkoersen op zichzelf ontsporingen niet kunnen uitsluiten. Ook vaste maar niet evenwichtige koersen vormen een obstakel voor de internationale handel en leiden tot protectionisme en restricties in het kapitaalverkeer. Twee samenhangende problemen kenmerken ieder stelsel van vaste wisselkoersen: het N-1-probleem en de geloofwaardigheid. Een stelsel met N landen kent N-1 koersen. Het stelsel legt derhalve alleen de prijsverhoudingen vast en niet het prijsniveau (Mundell, 1969). Een

dominant land heeft daarom de mogelijkheid het prijsniveau te bepalen en als "nominale anker" te fungeren. Deze rol leek weggelegd voor de Bondsrepubliek Duitsland, waarmee het EMS een geamendeerde voortzetting van de slang zou worden. Voor een aantal landen was dit niet acceptabel. De asymmetrische werking van de slang, waarin de lasten van evenwichtsherstel op de landen met de zwakkere munten rustten, zou dienen te wijken voor een meer symmetrisch stelsel. De operationele kenmerken van het EMS, zoals de beoogde rol van de ECU en de zogenaamde divergentie-indicator, weerspiegelen inderdaad deze wens.

3. Operationele kenmerken

Het belangrijkste uiterlijke kenmerk van het EMS is dat iedere munt een spilkoers heeft, uitgedrukt in de ECU. Hieruit volgen de bilaterale koersen, waaromheen een fluctuatiemarge van $\pm 2,25\%$ (6% voor Spanje en Engeland tot september 1992) is toegestaan. Interventies door de desbetreffende centrale banken zijn verplicht zodra de koersen op de grens van de toegestane marge komen. Daarnaast vinden tevens interventies plaats binnen de marges, waarbij ook derde valuta's zoals de dollar worden gebruikt. Een onbeperkte faciliteit op zeer korte termijn verschaft de centrale banken de onderlinge kredietruimte tot verplichte interventie en versterkt daarmee de geloofwaardigheid van het stelsel. Al snel na het begin bleek de divergentie-indicator niet aan de bedoelingen te beantwoorden¹. Deze indicator maakt het mogelijk het koersverloop van iedere valuta ten opzichte van het gezamenlijke gemiddelde te bepalen en beoogde op verzoek van Frankrijk een billijker verdeling van de aanpassingslast tussen sterke en zwakke munten tot stand te brengen. De technische bezwaren van de op de ECU gebaseerde indicator, maar vooral de door de Bundesbank niet gewenste eigenschap van deze indicator om één munt als de meest van het gemiddelde afwijkende te kunnen aanwijzen, verhinderden feitelijk gebruik. De beoogde centrale rol van de ECU in het stelsel is derhalve niet gerealiseerd. Dit wil overigens niet zeggen dat het EMS in feite niet meer is dan een met een aantal landen uitgebreid slang-arrangement. Zo is er

¹ De divergentie-indicator is gebaseerd op de ECU-marktkoers van de deelnemende valuta's. De ECU-marktkoers van een bepaalde valuta wordt bepaald door de gewogen som van tegenwaarden in die valuta van alle valuta's die in de ECU zijn vertegenwoordigd. Aangezien de ECU-spilkoers een vaste waarde heeft (afgezien van herschikking), vertoont de ECU-marktkoers een agio of disagio ten opzichte van deze spilkoers. De divergentie-indicator is gebaseerd op dit agio. Zij geeft aan in hoeverre een land divergeert ten opzichte van de overige deelnemers (Europese Commissie, 1979; Maes, 1991).

een met de divergentie-indicator verbonden verplichte consultatieprocedure van centrale banken, waar ook de Bundesbank blijkens het jaarverslag over het jaar 1978 mee instemde. Hoewel deze procedure niet is geactiveerd, tekent het uitgesproken voornemen het begin van intensievere monetaire coördinatie. Verder biedt het systeem de mogelijkheid van bredere marges (6 %). Evenals bij de slang behoort de mogelijkheid tot wijziging van de spilkoersen tot de spelregels. Deze laatste twee elementen beogen het stelsel de nodige soepelheid te geven.

Op dit moment bezien we het EMS vooral als een eerste stap op weg naar verdergaande monetaire integratie. Belangrijke ontwikkelingen in de jaren tachtig en het begin van de jaren negentig hebben deze verwachting gevoed. Het is goed, ondanks de recente onrust op de valutamarkt, hierbij een ogenblik stil te staan. Men denke slechts aan de toetreding in 1990 van het Verenigd Koninkrijk en in 1989 van Spanje tot het wisselkoersarrangement van het EMS, het afzien door Italië van de bredere interventieband, de intergouvernementele conferenties ter voorbereiding van de EMU en de EPU, cumulerend in de besluiten van Maastricht, december 1991, omtrent de vorming van de EMU en de EPU en de publikatie van de ontwerpstatuten voor een Europees stelsel van centrale banken (De Nederlandsche Bank, 1991, blz. 79 e.v.). Achteraf gezien opmerkelijk is dat ook bij het in leven roepen van het EMS in 1979 een snelle verdere evolutie van het stelsel in de richting van de EMU werd voorzien. De beoogde monetaire stabiliteit was toen echter nog niet binnen handbereik.

4. Het succes van het EMS

Bij de aanvang van het EMS werd de convergentie van de nationale inflatiepercentages als een eerste voorwaarde voor het welslagen van het nieuwe systeem beschouwd (Europese Commissie, 1979, blz. 81). In de visie van de Bundesbank mocht dit gezamenlijk streven niet leiden tot convergentie naar een collectief gemiddelde van hoge en lage inflatievoeten. Een standpunt dat ook thans in de discussie rond de EMU wordt uitgedragen. Met de herinnering aan het uiteenvallen van de slang nog vers in het geheugen, werd op gemeenschapsniveau de symmetrie in het EMS echter gezien als prijs voor de trouw van de deelnemers. Uiteraard staat dit op gespannen voet met het eveneens gezamenlijk beleden beginsel van monetaire stabiliteit bij een laag inflatieniveau.

Het is gebruikelijk het succes van het EMS af te meten aan de convergentie van de betrokken economieën, waarbij met name de inflatie, het overheidstekort en de betalingsbalans in de beschouwing worden betrokken. Dit zijn immers variabelen waarvan men mag aannemen dat ze op korte of langere termijn bepalend zijn voor de wisselkoers. Daarnaast zijn natuurlijk van belang de meer op korte termijn bij de valutamarkt betrokken variabelen, zoals de rentever verschillen tussen landen, de variabiliteit van de wisselkoersen en de frequentie van spilkoersherziening. De literatuur biedt een ruime keus aan empirische studies, waarin het EMS op deze wijze wordt doorgelicht. Een aantal van deze indicatoren heeft een zekere officiële status gekregen doordat het verdrag van Maastricht ze heeft aangewezen als convergentiecriteria aan de hand waarvan landen beoordeeld kunnen worden. Het betreft de inflatie, de rente, het overheidstekort en de overheidsschuld.

Sinds het begin van het EMS zijn er dertien spilkoersherzieningen doorgevoerd. Na een aanvankelijke stijging, zijn deze herschikkingen van de pariteiten afgenomen in frequentie en omvang (tabel 2). De devaluatie van de lire, enkele dagen voor het uittreden uit het wisselkoersmechanisme, is niet in de tabel opgenomen.

Opvallend is dat de recentere onderhandelingen over de herschikkingen meer een collectief beslissingsproces zijn geworden, in tegenstelling tot de eerste "realignments", waarbij Duitsland het initiatief nam (Giavazzi en Giovannini, 1989, blz. 40). Beginnend met de vierde herschikking vertonen de besprekingen over herschikking meer overeenkomst met het EG-beslissingsproces en werden ze meer multilateraal. Voor de continuïteit van het stelsel is van belang dat de herschikkingen zorgden voor voldoende flexibiliteit van de wisselkoersverhoudingen, zodat een overmatige starheid die het bestaan van het Bretton-Woodsstelsel bedreigde, is voorkomen. De bereikte flexibiliteit draagt bij tot de geloofwaardigheid van het stelsel (De Grauwe, 1989). Of de balans tussen flexibiliteit en discipline juist is getroffen, is moeilijk te zeggen. Wel is duidelijk dat de frequentie van koersherziening veel lager is dan bij een "crawling peg" het geval zou zijn (Ungerer e.a., 1986). De lage frequentie van devaluatie gedurende de afgelopen jaren betekent voor een aantal landen met een relatief hoge inflatie het voeren van een harde-muntbeleid in de hoop aldus de inflatie te bedwingen. Een voorbeeld is Italië, waar bij een aantal herschikkingen de spilkoers tot slechts een gedeelte van de inflatieverschillen uit het verleden werd aangepast. Het gevaar van onvoldoende flexibiliteit is dat iedere verwachte herschikking een "one way bet" voor het speculatieve kapitaalverkeer wordt. Een belangrijk kenmerk van de recentere herschikkingen

Tabel 2

EMS-wisselkoersaanpassingen (procentuele verandering ten opzichte van onroveranderde valuta's)

	1979	1981	1982	1983	1985	1986	1987	1990	Cumul. dev.				
Belgische frank	24/9	30/11	23/3	5/10	22/2	14/6	21/3	22/7	7/4	4/8	12/1	8/1	
Deense kroon	-2,9	-4,8			-8,5		1,5	2,0	1,0		2,0		31,2
Duitse mark	2,0			5,5	-3,0		2,5	2,0	1,0				35,1
Franse frank						4,25	5,5	2,0	3,0		3,0		nvt
Italiaanse lire				-3,0		-5,75	-2,5	2,0	-3,0				45,2
Iers pond				-6,0	-3,0	-2,75	-2,5	-6,0				-3,7	63,6
Gulden										-8,0			41,4
						4,25	3,5	2,0	3,0		3,0		4,0

Toelichting

De laatste kolom is de cumulatieve devaluatie van de spilkoers ten opzichte van de D-mark. Bron: zie Huijser (1991).

gen is daarom het niet-provocatieve karakter, waarbij de feitelijke koersen op het moment van revaluatie binnen de verschuivende marges blijven (Haldane, 1991, blz. 76). Een andere, in feite nog directere maatstaf voor het succes van het EMS is de variabiliteit van de betrokken wisselkoersen. Hoewel men niet voorbij kan gaan aan de problemen van een juiste meting van deze variabiliteit en de samenhang met de variabiliteit van de rentestanden, waarmee een zekere uitruil zou kunnen bestaan, komt uit de omvangrijke literatuur een helder beeld naar voren (Ungerer e.a., 1983; 1986; Rogoff, 1985; Padoa-Schioppa, 1985a, 1985b; Artis, 1986; Russo, 1986; Russo en Tullio, 1988). De daling van de wisselkoersvariabiliteit gedurende de EMS-periode is na een moeilijke beginperiode namelijk aanzienlijk. De orde van grootte van deze daling, gemeten aan de hand van de gemiddelde nominale effectieve wisselkoers van de EMS-landen zonder Engeland, is 30 %, waarbij de jaren 1979-1985 worden vergeleken met de meest recente periode (Polk en Huijser, 1990). Er is op gewezen dat vooral de onderlinge wisselkoersen van het stelsel stabiel zijn geworden, maar dat het effect op de wereldwijde effectieve koersen beperkt is geweest. Dit is de uitdrukking van het feit dat belangrijke koersen buiten het stelsel zoals de Japanse yen, de Amerikaanse dollar en tot voor kort het Engelse pond, ook in de tweede helft van de jaren tachtig een hoge variabiliteit vertonen.

Een verwante maatstaf is de variabiliteit van de rente. Het is immers mogelijk dat wisselkoersstabiliteit is "gekocht" met toegenomen rentevariabiliteit of verhoogde interventie-activiteit van de centrale banken op de valutamarkt. Een dergelijke toegenomen variabiliteit wordt niet geconstateerd in de betrokken landen (Ungerer e.a., 1986). Het feit dat grotere wisselkoersstabiliteit is bereikt zonder toename van de variabiliteit van de rente of grotere interventies door de centrale banken, illustreert hoezeer een geloofwaardig wisselkoersstelsel de verwachtingen op de financiële markten stabiliseert (De Grauwe, 1989). De ervaring van landen die toetreden tot het EMS is dat aanvankelijk een toegenomen rentevariabiliteit optreedt. Deze toegenomen onzekerheid verdwijnt na verloop van tijd, wanneer de financiële markten de geloofwaardigheid van deelname erkennen (Haldane, 1991).

Bij de doelstelling van het EMS als zone van monetaire stabiliteit staat naast wisselkoersstabiliteit een lage en weinig veranderlijke inflatie voor ogen. De inflatie is dan ook een belangrijke maatstaf voor het succes van het EMS. Wellicht meer nog dan andere divergenties vormen inflatieverschillen tussen landen van meer dan enkele procenten een bedreiging voor een stelsel van vaste wisselkoersen, zeker indien ge-

streeft wordt naar een lage frequentie van herziening van de pariteiten, of zoals binnen de EMU, naar het onverbrekkelijk vastleggen van de wisselkoersverhoudingen. Ook volgens deze maatstaf is de start van het EMS moeizaam. Ungerer e.a. (1986) vinden voor de eerste jaren van het wisselkoersmechanisme toenemende inflatieverschillen. Deze periode wordt gedomineerd door de gevolgen van de tweede oliecrisis, conjuncturele teruggang en toenemende inflatie. Pas na 1982 constateert deze studie een zekere inflatieconvergentie. Tabel 3 laat zien dat ook het inflatieniveau in belangrijke EG-landen in de eerste jaren van het EMS weinig lager ligt dan in de periode 1974-1978. Na 1983 treedt echter een grote verandering op. De inflatie komt op een belangrijk lager niveau. Nadere analyse leert dat daarmee tevens de inflatieverschillen en -variabiliteit lager uitkomen. Vergelijking met een groep niet-EG-landen laat zien dat in de tweede helft van de jaren tachtig ook buiten de EG de inflatie op een lager niveau lag, zodat we stuiten op een mondiaal verschijnsel (Polk en Huijser, 1990). In hoeverre het wisselkoersstelsel op zichzelf heeft bijgedragen aan de inflatiereductie, is daarom moeilijk vast te stellen (Fratianni en Von Hagen, 1990). Tabel 3 laat ook zien dat in de laatste jaren de inflatie in de EG weer aantrekt. Door de relatief toenemende inflatie in Nederland en Duitsland vormt zich een groep landen met zeer kleine inflatieverschillen. De recente deelnemer aan het wisselkoersmechanisme, Spanje, en de deelnemer met tot voor kort een bredere marge, Italië, vallen vooralsnog buiten deze groep en vertonen een hogere inflatie.

Een laatste kwantitatieve maatstaf die hier besproken wordt, betreft het saldo op de lopende rekening. Uit tabel 3 blijkt een verzwakking van de betalingsbalanssaldi in de laatste jaren van het EMS. Ook Ungerer e.a. (1986) constateren dit verschijnsel en vinden tevens een afname van de divergenties tussen landen. In de tweede helft van de jaren tachtig verbeteren de betalingsbalanssaldi weer. Vooral Duitsland laat een groot overschot zien, zodat van convergentie in dit opzicht geen sprake is. Onder invloed van de financiering van de Duitse hereniging is dit overschot overigens in 1991 omgeslagen in een tekort (tabel 3).

Bij de beoordeling van het succes van het EMS en, in het verlengde daarvan, bij de evaluatie van de voorwaarden voor de EMU wordt veelal de nadruk gelegd op de rol van het economisch beleid. De bereidheid van landen om inflatiebestrijding hoge prioriteit te geven is in de jaren tachtig toegenomen (Thygesen, 1991). Het beleid in Frankrijk na 1982 is het meest sprekende voorbeeld hiervan. De inflatie als kortetermijninstrument van conjunctuurbeleid heeft zijn aanhangers grotendeels verloren in de kringen van de beleidsmakers. Bovendien lijken

Tabel 3
Convergentie-indicatoren in de EG

	Nederland	Duitsland	België	Denemarken	Frankrijk	Ierland	Italië	Engeland	Spanje	Griekenland	Portugal
Consumptieprijs (percentuele mutatie)											
1974-78	7,9	4,7	9,2	11,0	10,7	15,3	16,7	16,1	18,9	15,5	23,8
1979-83	5,2	4,9	7,0	10,1	11,8	15,9	17,3	11,2	14,5	21,9	21,6
1984-88	1,1	1,2	3,0	4,6	4,4	4,6	7,1	4,7	7,8	18,1	15,6
1989	1,1	2,8	3,1	4,8	3,5	4,0	6,3	7,8	6,8	13,8	12,6
1990	2,5	2,7	3,5	2,6	3,4	3,3	6,5	9,5	6,7	20,4	13,4
1991	3,9	3,5	3,2	2,4	3,1	3,2	6,4	5,9	5,9	19,5	11,3
Saldo lopende rekening (in procenten van het BNP)											
1974-78	1,5	1,4	0,1	-3,1	-0,1	-5,6	-0,5	-1,1	-2,3	-4,4	-5,6
1979-83	0,9	-0,3	-2,9	-3,5	-0,7	-11,4	-0,8	1,3	-1,7	-5,4	-6,4
1984-88	2,9	3,4	1,5	-3,5	-0,2	-2,0	-0,4	-0,5	0,7	-5,0	0,7
1989	3,4	4,8	2,2	-0,8	-0,4	1,5	-1,2	-3,8	-2,9	-4,8	-1,2
1990	3,5	3,0	2,1	1,2	-0,7	1,0	-1,1	-2,3	-3,4	-5,4	-2,0
1991*	3,2	-1,2	2,5	1,7	-0,5	4,3	-1,8	-1,0	-3,0	-2,2	-1,1

* In procenten van het BBP.

ook de nadelen van structureel hoge en daardoor meer variabele inflatie algemeen te worden erkend. In deze interpretatie is de convergentie in het EMS vooral een convergentie van prioriteiten. De vraag of daarmee het nut van het EMS niet wordt gereduceerd tot niet meer dan een randvoorwaarde van het beleid, brengt ons terug bij de vraag welk voordeel de verschillende landen dankzij het stelsel van vaste maar aanpasbare wisselkoersen hebben gehad.

5. Het EMS en de dollar

Bij het instellen van het EMS werd reeds onderkend dat een gemeenschappelijk Europees beleid ten aanzien van de dollar een belangrijke voorwaarde is voor het welslagen van het Europese wisselkoersmechanisme. De soms grote dollarkoersmutaties raken de valuta's van de deelnemende landen in ongelijke mate, terwijl bovendien de beleidsreacties kunnen verschillen. Aldus ontstaan spanningen in het wisselkoersstelsel die de tegenstelling tussen de sterkere en de zwakkere munten verscherpt. Giavazzi en Giovannini (1989) spreken in dit verband van de "dollar - D-mark polarisatie" en onderzoeken de welbekende hypothese dat een sterke dollar de positie van de D-mark ten opzichte van de andere EMS-valuta's verzwakt. Het gaat daarbij uiteraard niet om momenten waarop de D-mark afzakt om redenen die speciaal de Duitse economie betreffen. Voor ogen staat het effect van algemene dollarbewegingen. Hun onderzoek over de periode 1973-1987 laat zien dat de Belgische frank, de Franse frank, de Italiaanse lire en de Deense kroon inderdaad de tendens tot appreciatie of depreciatie vertonen al naargelang de dollar apprecieert of deprecieert ten opzichte van een grote groep munten. Opmerkelijk is dat voor de gulden deze regelmatigheid niet wordt gevonden. Dit wordt toegeschreven aan de sterke binding tussen gulden en D-mark. Het genoemde verband blijkt vooral bij verzwakking van de dollar een rol te spelen. De conclusie is dat intra-EMS-stabiliteit tot op zekere hoogte afhankelijk is geweest van het Amerikaanse beleid ten aanzien van de dollar. Er zijn overigens aanwijzingen dat het genoemde verband aan betekenis heeft verloren. Voor de interpretatie van de wisselkoersen in de jaren tachtig is de "dollar - D-mark polarisatie" van belang. De Groep van Vijf (G5) bleek in deze periode een effectief forum voor de vijf economisch belangrijkste landen. De Plaza-bijeenkomst van deze groep in 1985 bracht het einde van de "hands-off"-politiek van de regering-Reagan ten aanzien van de dollarkoers. De Europese inbreng bij de Plaza-overeenkomst van 22 september 1985 was onder andere een pleidooi voor een "soft landing" van de dollar, ingegeven door de stabiliteit in het EMS (Funabashi, 1988).

6. Asymmetrie

Wellicht belangrijker dan de externe invloeden zijn verstoringen en on-evenwichtigheden van interne oorsprong voor de overlevingskansen van een stelsel van vaste wisselkoersen. Een eerste verdedigingslinie tegen de potentieel ontwrichtende invloed daarvan is de aanpasbaarheid van de spilkoersen. Meltzer (1991) schrijft de bereidheid van Duitsland tot regelmatige revaluatie gedurende de vroege EMS-periode toe aan de traumatische ervaring met het Bretton-Woodsstelsel, toen de revaluatie van de D-mark van oktober 1969 te laat kwam om de inflatoire Amerikaanse invloed te neutraliseren. Spilkoersaanpassing kan onder omstandigheden noodzakelijk zijn. Een nadeel is echter dat met de introductie van de soms wenselijke flexibiliteit tevens de disciplinerende werking van het wisselkoersmechanisme wordt ondergraven. Reeds bij het ontwerp van het Bretton-Woodsstelsel werd dit dilemma onderkend en wilde men zowel de starheid van de goudstandaard als elkaar oproepende devaluaties van het interbellum vermijden. Een tweede verdedigingslinie is het ondergeschikt maken van het monetaire beleid aan de wisselkoersdoelstelling of het leggen van restricties op het internationale kapitaalverkeer. Deze laatste optie is door de liberalisering van het kapitaalverkeer komen te vervallen, zodat thans landen als Italië en Frankrijk minder dan in de beginjaren van het EMS het binnenlandse monetaire beleid los kunnen maken van de wisselkoersdoelstelling.

Tenslotte, en niet onafhankelijk van de twee eerder genoemde verdedigingslijnes, is er de bereidheid om het economische beleid af te stemmen op het beleid in de partnerlanden en daarbij de vereisten van stabiele koersen zwaar te laten meewegen. Reeds gememoreerd is het mogelijke conflict dat opgeroepen wordt door de doelstelling van monetaire stabiliteit enerzijds en de wens om de aanpassingslasten te verdelen over landen met zwakkere en sterkere munten anderzijds. Het motto van het EMS dat alle landen de last van het aanpassingsbeleid zouden dragen, kan dit potentiële conflict niet verhullen. In de literatuur is de vraag of het EMS wellicht een grotere D-mark-zone is, niet eensluidend beantwoord. Men kan de thans gevoerde discussie rond het "EMU met twee snelheden" beschouwen als een ontkenning van de D-mark-zone in de meest uitgebreide zin. Giavazzi en Giovannini (1987) hebben echter sterke argumenten naar voren gebracht om de overheersende rol van de Bondsrepubliek aan te tonen. Daarbij gaat het niet om een eenzijdige causaliteit van het Duitse monetaire beleid op het beleid in de andere EMS-landen. Een dergelijke eenzijdigheid wordt door het empirisch onderzoek niet bevestigd (Haldane, 1991). Een zwakkere vorm

van leiderschap, waarin Duitsland een dominante maar niet overheersende rol is toebedeeld bij de coördinatie van het monetaire beleid, is wel aannemelijk. Dit blijkt onder andere uit de asymmetrie van rentereacties rond koersverschillen, die in Duitsland in de regel beperkt zijn in vergelijking met de overige EMS-landen. Deze trachten via renteverhogingen de spanningen in het wisselkoersmechanisme te keren. Huijser (1991) noemt in dit verband het Belgische discontobeleid in de jaren tachtig.

Overigens is het de vraag of de asymmetrie eigen aan het systeem is of dat ze het resultaat is van het gevoerde beleid. Sommigen (Wyplosz, 1989) wijzen erop dat het monetaire beleid in een stelsel van vaste wisselkoersen uit zichzelf tendert naar het beleid van het land met de laagste inflatiedoelstelling, omdat de deviezenreserve van het land met de hogere inflatie en het meest expansieve monetaire beleid wordt aangetast. Anders dan de landen met een lage inflatie dwingt de onevenwichtigheid deze landen tot deflatoire maatregelen, zodat convergentie ontstaat naar een lage inflatievoet. Een geheel andere interpretatie van de asymmetrie legt het accent bij het gevoerde beleid. In de literatuur wordt daarbij aan de hand van speltheoretische begrippen de interactie tussen de monetaire autoriteiten en de private sector geanalyseerd.

7. Geloofwaardigheid en reputatie

De voor- en nadelen van een asymmetrisch stelsel voor de deelnemers zijn moeilijk te kwantificeren. Giavazzi en Giovannini (1987) brengen het algemene argument naar voren dat satellietlanden een grotere monetaire stabiliteit genieten, hun transactiekosten zien dalen door het gebruik van een internationale munt en de mogelijkheid krijgen om een "beggar-thy-neighbor"-beleid te voeren zonder kans op vergelding². Het centrale land heeft eveneens het voordeel van verminderde transactiekosten dankzij het gebruik van zijn munt in het internationale verkeer. Meer voor het EMS specifieke argumenten wijzen op de voordelen van Duitslands anti-inflatiepolitiek voor de satellietlanden en op de goede concurrentiepositie voor Duitsland (Melitz, 1987).

Een bijzonder interessant licht werpt de zogenaamde hypothese van de EMS-geloofwaardigheid op de betekenis van de asymmetrie (Collins,

2 Een "beggar-thy-neighbor"-beleid houdt in dat een land de binnenlandse productie bevordert ten koste van de productie en werkgelegenheid in het buitenland door middel van importvervangende stimulering van de binnenlandse afzet.

1988; Giavazzi en Giovannini, 1990; Giavazzi en Pagano, 1988). Aannemende dat niet zozeer de inflatie maar juist het verschil tussen de feitelijke en de verwachte inflatie het nationaal inkomen beïnvloedt, is het voor een anti-inflatiebeleid van belang de verwachte inflatie te kunnen beïnvloeden. De welvaartskosten van het terugdringen van de inflatie worden daardoor beperkt. De geloofwaardigheid van het beleid berust op de strategische interactie tussen de beleidsmakers die het beleid formuleren en de private sector waar transacties op de financiële en andere markten tot stand komen (Haldane, 1991). Hierbij wordt veelal een beroep gedaan op het speltheoretische raamwerk van Barro en Gordon (1983)³.

Het EMS verschaft de mogelijkheid voor landen met relatief hoge inflatie "geloofwaardigheid" te importeren door hun wisselkoersen te binden aan de D-mark, zodat de evenwichtsinflatie waarbij verwachte en feitelijke inflatie gelijk zijn, op een lager niveau komt te liggen. Deze geloofwaardigheid neemt toe indien er politieke kosten verbonden zijn aan devaluatie (Melitz, 1988).

Hoewel de speltheorie een interessante bijdrage levert aan de eigenschappen van het EMS, is de betekenis daarvan nogal omstreven. Het EMS kent meerdere fasen van ontwikkeling (Weber, 1991), die moeilijk met een enkele theorie te beschrijven zijn. Bovendien blijkt het begrip *geloofwaardigheid* moeilijk empirisch te definiëren en te meten (Malinvaud, 1991). Zowel het dynamische aspect – geloofwaardigheid moet immers worden verdiend (Backus en Driffill, 1985) – als het subjectieve karakter maken operationalisering problematisch. Toch zijn er wel een aantal empirische studies naar het effect van het EMS op de inflatieverwachtingen (Giavazzi en Giovannini, 1988; Kremers, 1990; Artis en Nachane, 1990; Egebo en Englander, 1992). In het algemeen suggereren deze studies dat tijdens de EMS-periode een herziening van de inflatieverwachtingen plaatsvond in de richting van het Duitse monetaire beleid (Haldane, 1991). Effecten in de reële sfeer blijken echter moeilijk aantoonbaar (Egebo en Englander, 1992). De geloofwaardigheid van het EMS kan echter niet alleen aan de convergentie van inflatieverwachtingen worden afgelezen. De Grauwe (1990) merkt op dat de geloofwaardigheid van het EMS, vergeleken met het Bretton-Woodsstelsel, mede stoelt op de flexibiliteit van het EMS. Op deze wijze houden de EMS-spelregels de deelnemers aan een gedragslijn, die door de markt als houdbaar wordt gezien. Deze "time-consistency" verleent stabiliteit

3 De speltheorie bestudeert optimaal gedrag in een situatie waarin de deelnemers afhankelijk zijn van elkaars acties.

en voorkomt het optreden van zichzelf bevestigende speculatie tegen relatief zwakke munten.

8. Besluit

Het deelnemen aan een stelsel van vaste wisselkoersen betekent afstand doen van een instrument van economisch beleid. Dit geldt in sterke mate voor een monetaire unie en in beperktere mate tijdens de hier beschouwde EMS-periode. Terugblikkend zien we dat het streven naar economische integratie de belangrijkste impuls is geweest tot het ontstaan van het wisselkoersmechanisme van het EMS. De continuïteit van het stelsel in de jaren tachtig is bewaard door zijn flexibiliteit en de convergentie van de deelnemende economieën, waardoor de geloofwaardigheid van het stelsel sterk is toegenomen. De ervaring met vroegere stelsels van semi-vaste wisselkoersen leert dat de vruchten van stabiele wisselkoersen slechts geplukt kunnen worden zolang de interne en externe schokken waaraan de economieën onderhevig zijn de geloofwaardigheid van het stelsel niet aantasten. Convergentie en onderlinge afstemming van het beleid zijn daarbij noodzakelijk. De toekomst zal leren in hoeverre de positieve ervaringen met het EMS zullen bijdragen tot het realiseren van de voorgenomen verdere monetaire integratie en het onverbrekelijk met elkaar verbinden van de Europese wisselkoersen.

Geraadpleegde literatuur

- ARTIS, M.J., 1986, "The European Monetary System: an evaluation", *Journal of Policy Modeling* 9, blz. 175-198.
- ARTIS, M.J., 1990, *Wages and prices in Europe: a test of the German leadership hypothesis*, CEPR Discussion Paper, nr. 296.
- BACKUS, D. en J. DRIFFILL, 1985, "Inflation and reputation", *American Economic Review*, 75.
- BAKKER, A.P.P., 1992, *Spanningen in het Europees Monetair Stelsel*, De Nederlandsche Bank NV, Amsterdam.
- BARRO, R.J. en D. GORDON, 1983, "Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy", *Journal of Monetary Economics*, 12.
- COLLINS, S.M., 1988, "Inflation and the European Monetary System", in: F. GIAVAZZI, S. MICOSSI en M. MILLER (eds.), *The European Monetary System*, Cambridge University Press.
- DE NEDERLANDSCHE BANK, 1991, "Ontwerp-statuten van het Europees stelsel van centrale banken en van de Europese centrale bank", *Kwartaalbericht*, 1990/4, blz. 79-123.

- EGBEBO, T. en A.S. ENGLANDER, 1992, "Institutional commitments and policy credibility: a critical survey and empirical evidence from the ERM", *OECD Economic Studies*, nr. 18, Spring, blz. 45-84.
- EUROPESE COMMISSIE, 1979, "Europees Monetair Stelsel", *Europese Economie*, nr. 3, blz. 67-114.
- FRATIANNI, M. en J. VON HAGEN, 1990, "Credibility and asymmetry in the EMS", in: V. ARGY en P. DE GRAUWE (eds.), *Choosing an exchange rate regime: the challenge for smaller industrial countries*, IMF.
- FUNABASHI, Y., 1988, *Managing the dollar: from Plaza to Louvre*, Institute for International Economics, Washington.
- GIAVAZZI, F. en A. GIOVANNINI, 1987, "Models of the EMS: Is Europe a greater Deutsche-Mark area?", in: R.B. BRYANT en R. PORTES (eds.), *Global macroeconomics: policy conflicts and cooperation*, Macmillan, Londen.
- GIAVAZZI, F. en A. GIOVANNINI, 1989, *Limiting exchange rate flexibility: the European Monetary System*, The MIT Press, Boston.
- GIAVAZZI, F. en M. PAGANO, 1988, "The advantage of tying one's hands", *European Economic Review*, 32.
- GRAUWE, P. DE, 1989, *International money, post-war trends and theories*, Clarendon Press, Oxford.
- HALDANE, A.G., 1991, "The exchange rate mechanism of the European monetary system: a review of the literature", *Bank of England Quarterly Review*, 31, nr. 1, blz. 73-82.
- HUIJSER, A.P., 1991, *De geldmarkt en de centrale bank, een vergelijkende analyse voor Nederland, Duitsland en België*, NIBE, Amsterdam.
- HUIJSER, A.P. en A.C.J. STOKMAN, 1991, "Export en wisselkoersonzekerheid: een gededesaggregeerde analyse voor Nederland", *Economisch Statistische Berichten*, 76, nr. 3836, blz. 1176-1179.
- KREMERS, J.J.M., 1990, "Gaining policy credibility for a disinflation: Ireland's experience in the EMS", *IMF Staff Papers*, 37, nr. 1.
- MAES, I., 1991, "Monetaire integratie", *Economisch en Sociaal Tijdschrift*, 45, nr. 2, blz. 189-229.
- MALINVAUD, E., 1991, Panel discussion, *Economic Policy*, blz. 94.
- MELITZ, J., 1987, *Germany, discipline, and cooperation in the European Monetary System*, INSEE conference on the EMS.
- MELTZER, A.H., 1991, "US policy in the Bretton Woods era", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 73, nr. 3, blz. 54-83.
- MUNDELL, R.A., 1969, "Problems of the international monetary system", in: R.A. MUNDELL en A.K. SVOBODA (eds.), *Monetary problems of the international economy*, University of Chicago Press.
- PADOA-SCHIOPPA, T., 1985a, *Money, economic policy and Europe*, Europese Commissie.
- PADOA-SCHIOPPA, T., 1985b, "Policy cooperation and the EMS experience", in: W. BUTTER en R. MARSTON (eds.), *International Economic Policy Coordination*, Cambridge University Press, New York.
- POLK, C.K. en A.P. HUIJSER, 1990, *The European Monetary System: one more look*, Research Memorandum WO&E nr. 9016, De Nederlandsche Bank.

- ROGOFF, K., 1985, "Can exchange rate predictability be achieved without monetary convergence: evidence from the EMS", *European Economic Review*, 28, blz. 93-115.
- RUSSO, M., 1986, "EMS, the time is ripe", *Bow Educational*, nr. 3, Londen.
- RUSSO, M. en G. TULLIO, 1988, "Monetary coordination within the European Monetary System: is there a rule", in: *Policy coordination in the EMS*, IMF Occasional Papers, nr. 61, Washington, blz. 41-82.
- THYGESEN, N., 1991, "Monetary management in a monetary union", *European Economic Review*, 35, blz. 474-482.
- UNGERER, H.O.E., O. EVANS, T. MAYER en P. YOUNG; 1983, *The European Monetary System: the experience*, IMF Occasional Papers, Washington.
- UNGERER, H.O.E., O. EVANS, T. MAYER en P. YOUNG, 1986, *The European monetary system: recent developments*, IMF Occasional Papers, nr. 48.
- UNGERER, H.O.E., J.J. HAUVONEN, A. LOPEZ CLAROS en T. MAYER, 1990, *The European monetary system: developments and perspectives*, IMF Occasional Papers, nr. 73, Washington.
- WEBER, A.A., 1991, "Reputation and credibility in the European Monetary System", *Economic Policy*, blz. 58-101.
- WYPLOSZ, C., 1989, "Asymmetry in the EMS: international or systemic?", *European Economic Review*, 33.

Abstract

The EMS: One More Look

This article surveys the theoretical and empirical literature. The European exchange rate system has had a turbulent history and several separate stages can be distinguished. Some criteria are defined and applied in order to quantify the success of the EMS. The academic literature gives an important discussion about the actual functioning of the EMS; asymmetry and the influence of the dollar exchange rate volatility are discussed.

AANVULLENDE EN GESPECIALISEERDE STUDIES IN BEDRIJFSBELEID

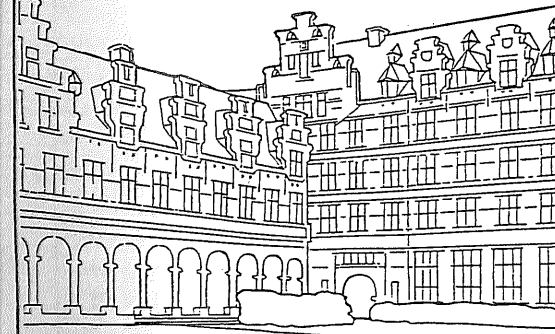
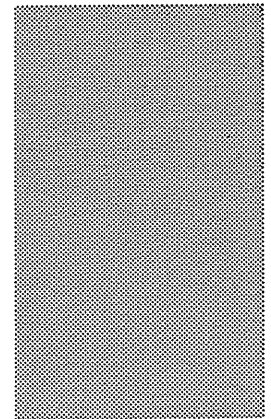
MASTER OF BUSINESS ADMINISTRATION

Een gespecialiseerde en praktijkgerichte opleiding in management - één jaar voltijds of twee jaar deeltijds - toegankelijk voor licentiaten in de (toegepaste) economische wetenschappen en handelswetenschappen.

AANVULLENDE STUDIES IN BEDRIJFSKUNDE

Een aanvullende brede en intensieve opleiding in de bedrijfseconomie - als finaliteit of ter voorbereiding van het MBA-programma - één jaar voltijds of twee jaar deeltijds - toegankelijk voor houders van een licentiaatsdiploma in andere disciplines.

UNIVERSITAIRE
FACULTEITEN
SINT-IGNATIUS
ANTWERPEN



CENTER FOR
BUSINESS
ADMINISTRATION
Prinsstraat 13
2000 Antwerpen
tel : 03/220 40 35
03/220 40 41
fax: 03/220 44 20