
40 jaar na Bretton Woods: het internationale wisselkoersstelsel

DRS. A. SZÁSZ*

Veertig jaar geleden vond de conferentie van Bretton Woods plaats, waar de hoofdlijnen van het naoorlogse internationale monetaire stelsel werden vastgesteld. De afspraken die daar werden gemaakt hielden echter geen stand; in het begin van de jaren zeventig stortte het stelsel van vaste pariteiten ineen waarna de monetaire instabiliteit in de wereld toenam. Vandaag de dag wordt opnieuw de wens uitgesproken naar meer internationale ordening op financieel-economisch gebied. In dit artikel beschrijft de auteur de institutionele trekken van het stelsel van Bretton Woods en de oorzaken waaraan dit ten onder ging. Vervolgens gaat hij in op het systeem van fluctuerende wisselkoersen dat in de jaren zeventig ontstond. Ten slotte analyseert hij de voorwaarden waaraan moet zijn voldaan om in de jaren tachtig een grotere wisselkoersstabiliteit te verwezenlijken.

Inleiding

Veertig jaar na Bretton Woods staat het internationale monetaire stelsel nog steeds, of opnieuw, in het centrum van de belangstelling. De roep van sommige politici om bijeen te komen in een nieuw Bretton Woods mag dan wat verrassend zijn in het licht van de nagenoeg volledige afwezigheid van politici in het Bretton Woods van veertig jaar geleden, het feit dat juist nu zoveel belangstelling bestaat voor internationale monetaire zaken is niet verwonderlijk. Het wisselkoersstelsel en, meer in het algemeen, het financiële bestel wordt gekenmerkt door instabiliteit en gebrek aan coördinatie. Dit maakt het verlangen begrijpelijk naar meer internationale ordening op financieel-monetair gebied, zoals veertig jaar geleden tot stand werd gebracht 1).

De veertig jaren die sinds Bretton Woods zijn verlopen, kunnen in drie perioden van ieder iets meer dan een decennium worden ingedeeld:

- de periode van naoorlogs herstel, gekenmerkt door dollarschaarste en reglementering van het internationale betalingsverkeer. Op deze tijd wordt wel teruggezien als de grote succesperiode van het stelsel van Bretton Woods;
- maar eigenlijk functioneerde dat stelsel pas echt sinds het herstel van de convertibiliteit van de belangrijkste Europese valuta's in de tweede helft der jaren vijftig. Dit was een periode van ongekende stijging van welvaart en handel. Maar spoedig bleken ook de zwakke kanten van het stelsel: divergentie in beleid en economische ontwikkeling, waardoor de bestaande vaste wisselkoersverhoudingen onrealistisch werden, maar toch nog lang werden vastgehouden, en onbeheerste speculatieve kapitaalstromen;
- het stelsel van vaste wisselkoersen was daartegen niet bestand en maakte, voorlopig in 1971, twee jaar later definitief, plaats voor de zwevende koersen en valutablokken die wij sindsdien kennen. Dezelfde factoren die handhaving van vaste koersen onmogelijk hadden gemaakt, leidden tot grote instabiliteit van de koersen in de daaropvolgende jaren.

In deze beschouwing zal eerst worden ingegaan op enkele institutionele kanten van het stelsel van Bretton Woods. Vervolgens zullen achtereenvolgens de zwakke punten van het stelsel van vaste koersen van de jaren zestig en fluctuerende koersen van de jaren zeventig worden gezien, om ten slotte enkele conclusies te trekken voor de jaren tachtig.

Het pariteitenstelsel

Het stelsel van Bretton Woods ging ervan uit dat betalingsbalansonevenwichtigheden tijdelijk met behulp van het Internationale Monetaire Fonds moesten kunnen worden gefinancierd, doch vervolgens tot aanpassingen dienden te leiden. In operationele termen was het gebaseerd op in goud uitgedrukte pariteiten, die de leden dienden te handhaven door te voldoen aan twee verplichtingen: interventie op de valutamarkt en convertibiliteit.

De interventieplicht, geregeld in artikel IV der IMF-statuten, beoogde te verzekeren dat de lidstaten koersafwijkingen van de pariteit op hun valutamarkt beperkten tot 1%. In de praktijk werd deze verplichting – en dan met een afwijking van driekwart in plaats van 1% – uitsluitend nagekomen tegenover de dollar. Afwijkingen tussen andere valuta's konden derhalve het dubbele bedragen van de afwijking van iedere valuta tegenover de dollar. Naast hun interventieplicht hadden de leden van het IMF de verplichting om hun valuta, hun door anderen ter conversie aangeboden, om te zetten in goud of de valuta van de crediteur. Er bestond op dit punt een keus tussen meer en minder vergaande verplichtingen. De meest vergaande verplichting was die, waarbij een land zich bereid verklaarde, tegen een vaste prijs vrijelijk goud te kopen of te verkopen. Nam het die verplichting op zich, dan werd het geacht aan zijn interventieplicht te voldoen ook zonder op de valutamarkt te interveniëren. In de praktijk was dit slechts het geval bij de Verenigde Staten.

Het stelsel kwam er derhalve in de praktijk op neer dat:

- de Amerikaanse autoriteiten een vaste verhouding handhaafden tussen de dollar en het goud; en
- de autoriteiten der andere landen een vaste verhouding handhaafden tussen de dollar en hun eigen valuta.

De vaste verhouding kon zo nodig worden aangepast. Daartoe was de medewerking vereist van het IMF. Voorwaarde was de constatering van een fundamentele onevenwichtigheid.

* Directeur van De Nederlandsche Bank NV.

1) Geïnteresseerden in de gang van zaken in Bretton Woods kunnen worden verwezen naar Armand van Dormael, *Bretton Woods. Birth of a monetary system*, Macmillan, Londen, 1978, en Richard N. Gardner, *Sterling-dollar diplomacy in current perspective*, New York, 1980. Dit artikel beperkt zich tot één aspect: het wisselkoersstelsel.

*Harry Dexter White (links) en
John Maynard Keynes*



Goud en dollar in het pariteitenstelsel

Uit het voorgaande blijkt dat goud – tegen een officiële prijs van \$ 35 per troy ounce – en de dollar in het stelsel een centrale rol speelden. Het goud vervulde de rol van rekeneenheid, waarin de pariteiten waren uitgedrukt, van reservemiddel en van uiteindelijk salderingsmiddel. De dollar was interventiemiddel.

Landen met betalingsbalansoverschotten namen in eerste instantie dollars uit de markt. Vervolgens konden zij kiezen of zij deze wilden aanhouden dan wel bij de Amerikaanse monetaire autoriteiten in goud omzetten. Het aanhouden van dollars betekende, anders dan bij een goudvoorraad, rente-opbrengst, maar tevens een koersrisico. Voortgezette Amerikaanse betalingsbalanstekorten leidden ertoe dat men dit laatste zwaarder ging tellen. Conversie van dollars in goud was het middel om dat te ontgaan, en tevens een manier om druk uit te oefenen op de Verenigde Staten om hun beleid bij te stellen ten einde hun tekorten te verkleinen.

Zolang de houders van dollars vrij waren in hun beslissing al dan niet te converteren, werkte de goudwisselstandaard zoals het behoorde. Naarmate de Amerikaanse betalingsbalanstekorten in de jaren zestig echter voortduurden, begonnen de Amerikaanse autoriteiten op de dollarhouders druk uit te oefenen om conversie achterwege te laten. Daarmee ontwikkelde de goudwisselstandaard zich in de richting van een dollarstandaard. Sommige landen weerstonden de Amerikaanse pressie: Frankrijk zag hierin een middel bij uitstek in zijn confrontatiepolitiek tegenover de Verenigde Staten; De Gaulle maakt in een van de laatste bladzijden van zijn onvoltooide memoires melding van de desbetreffende opdracht aan de Banque de France ²⁾. Even politiek gefundeerd als de Franse politiek om dollars te converteren was de Duitse politiek om dat niet te doen, bevestigd in een brief van

Bundesbank-president Blessing aan zijn Amerikaanse collega Martin van 30 maart 1967.

Problemen van het pariteitenstelsel

De problemen rond de dollar vormden een aspect van de meer algemene zwakke kanten van het pariteitenstelsel:

- een ontoereikende beleidscoördinatie van de belangrijkste landen, waardoor betalingsbalansonevenwichtigheden ontstonden, en een onbevredigend internationaal aanpassingsproces; meningsverschillen over de verdeling der aanpassingslasten speelden daarbij een belangrijke rol;
- ondanks het feit dat de bestaande wisselkoersverhoudingen ongeloofwaardig werden, was er een sterke neiging om er toch zo lang mogelijk aan vast te houden. Dit leidde tot steeds omvangrijker speculatie op wisselkoerswijzigingen;
- een ongereguleerde nationale en internationale geldcreatie, die zowel de onevenwichtigheden liet voortduren als de speculatie onbeheersbaar maakte.

De onevenwichtigheden deden zich met name voor op de Amerikaanse betalingsbalans. De Amerikaanse tekorten werden voor een deel gefinancierd door onvrijwillige dollaraanwas in

2) Charles de Gaulle, *Mémoires d'espoir. L'effort 1962-....*, Parijs, 1972, blz. 202 e.v. In zijn betoog omschreef hij de mogelijkheid die de Verenigde Staten hadden hun tekorten met het aangaan van dollarschulden te financieren als „privilege monumentalement abusif que l'univers accorde à la monnaie américaine depuis que la Première puis la Seconde Guerre mondiale l'avaient laissée debout au milieu de la ruine des autres.”

handen van monetaire autoriteiten van andere landen en voor een ander deel door goudafgifte, wat het vertrouwen in de dollar verder ondermijnde. De Amerikaanse goudvoorraad, in 1959 nog \$ 20 mrd., was in 1971 gehalveerd; de schulden aan officiële dollarhouders liepen in die periode op van \$ 10 mrd. tot \$ 50 mrd. Tot in 1967 waren de tekorten toe te schrijven aan kapitaalexport die het overschot op lopende rekening overtrof.

Toen de Verenigde Staten naderhand, onder invloed van de oorlog in Vietnam, een expansief beleid gingen voeren ging ook de lopende rekening tekorten vertonen. Naarmate deze tekorten langer voortduurden, steeg de twijfel over de vooruitzichten op evenwichtsherstel zolang aan de oorlog geen eind kwam en won de overtuiging veld dat zij het karakter hadden van een fundamentele onevenwichtigheid. Dat betekende dat evenwichtsherstel zonder een devaluatie van de dollar niet mogelijk was. Maar velen achtten die in het bestaande stelsel niet mogelijk: de meeste valuta's zouden volgen, en het enige resultaat zou een hogere goudprijs zijn.

Financiering of aanpassing

De voortgezette onevenwichtigheden en de daarmee samenhangende „invoer van inflatie” in Europa leidden daar tot een toenemende verontrusting. Men weet deze aan een onjuist Amerikaans beleid, dat slechts kon worden volgehouden omdat de Verenigde Staten door de bijzondere positie van de dollar in staat werden gesteld de erme samengaan tekorten te blijven financieren, en ging twijfelen aan de toekomstkansen van een dergelijk internationaal monetair stelsel.

De gesprekken over een mogelijke hervorming van het stelsel, die in de jaren zestig op gang kwamen, kunnen in hun oorsprong worden gezien als een Amerikaanse poging om met hun veront-ruste crediteuren tot een regeling te komen. Zij gingen enerzijds over de internationale liquiditeitsvoorziening, anderzijds over mogelijkheden om het internationale aanpassingsproces te verbeteren. Deze onderwerpen hingen nauw met elkaar samen. De beleidsvraag bij betalingsbalansonevenwichtigheden is steeds in hoeverre zij moeten worden gefinancierd en in hoeverre zij tot aanpassingen moeten leiden. Meningsverschillen over de verdeling van de aanpassingslasten over tekort- en overschotlanden zijn veelal het motief om de aanpassing uit te stellen, maar de mogelijkheid daartoe wordt bepaald door de beschikbaarheid van financieringsmiddelen.

Reeds bij de voorbereiding van Bretton Woods had dit vraagstuk een centrale rol gespeeld. De Britten vertegenwoordigden toen het debiteurenstandpunt, belichaamd in Keynes' voorstel inzake een „clearing”-unie, neerkomend op een ruime liquiditeitsvoorziening en gemakkelijk krediet. De Verenigde Staten namen in die tijd bij monde van White een crediteurenstandpunt in, hetgeen neerkwam op een stelsel waarin kredieten aan tekortlanden werden beperkt en aan quota's werden gebonden. Gezien de bestaande machtsverhoudingen was het hun standpunt dat zegevierde 3). Wel trachtte men van Amerikaanse kant aan het Britse standpunt tegemoet te komen. Het IMF kon de valuta van een land met hardnekkige betalingsbalansoverschotten schaars verklaren; andere landen mochten dan tegenover dat land beschermende maatregelen treffen. Dit werd tijdens de onderhandelingen als een majeure doorbraak gezien, maar is nooit toegepast.

Ook in de hervormingsgesprekken van de jaren zestig speelde deze controverse een centrale rol, evenals trouwens in alle latere internationale monetaire gesprekken, mondiaal en regionaal. Alleen waren thans de Verenigde Staten als gevolg van hun veranderde betalingsbalanspositie van standpunt verwisseld.

De gesprekken over de internationale liquiditeitsvoorziening leidden tot de conclusie dat gepoogd moest worden deze beter te beheersen dan in het verleden, en dat het niet logisch was om haar zozeer afhankelijk te laten van Amerikaanse betalingsbalanstekorten als men tegelijk vond dat die moesten worden aan-gepast. Deze overwegingen leidden tot de totstandkoming van de bijzondere trekingsrechten (SDR), maar niet tot een betere beheersing van de internationale liquiditeitsvoorziening.

De gesprekken over verbetering van het internationale aanpassingsproces resulteerden in een in 1966 uitgebracht rapport van Werkgroep 3 van de OESO 4). Daarin werden o.m. criteria

ontwikkeld voor typen van betalingsbalansverstoringen, waaruit in beginsel moest voortvloeien wie moest aanpassen en hoe. Hoewel nog steeds lezenswaard heeft het weinig operationale betekenis gehad, ook al omdat van een beheersing van de internationale reservevoorziening die tot aanpassing zou stimuleren geen sprake was.

De Amerikaanse betalingsbalanstekorten (en daarnaast periodiek de Britse) bleven dan ook de internationale monetaire verhoudingen overschaduwen en leidden tot irritatie over en weer. Van Amerikaanse kant werd gesteld dat de tekorten ten dele een weerspiegeling vormden van een Europese behoefte aan reserves c.q. van een Europees beleid dat op het ontstaan van eigen overschotten was gericht, en ten dele een gevolg waren van een eenzijdige verdeling der defensielasten ten nadele van de Verenigde Staten. Van Nederlandse kant is in juni 1971 gepoogd dit vraagstuk aan de orde te stellen in een breed kader, waarbij overeenkomstig de Amerikaanse wens de verdeling der defensielasten zou worden besproken, en daarnaast die van de ontwikkelingshulp. Daarnaast zou onderdeel van dat pakket moeten zijn een herstructurering van wisselkoersen en operationele conversie-afspraken.

Maar het uur had geslagen. In augustus maakten de Verenigde Staten eenzijdig een eind aan de inwisselbaarheid van de dollar in goud. Volgens de IMF-statuten kwam daarmee op hen dezelfde verplichting te rusten als op andere landen om hun pariteit door interventies op de valutamarkt te verdedigen. Deze verplichting negeerden zij. Hiermee kwam de grondslag van het pariteitenstelsel van Bretton Woods te vervallen. Wel werd eind 1971 na doorvoering van een algemene herstructurering van wisselkoersen het stelsel van vaste koersen tijdelijk gelijmd, maar hieraan kwam in maart 1973 definitief een einde.

Fluctuerende koersen

Op zoek naar een nieuw wisselkoerssysteem

De ineenstorting van het pariteitenstelsel kwam niet als een verrassing. In de jaren die eraan voorafgingen zijn diverse pogingen gedaan om het stelsel aan te passen en daarmee te redden. In dit verband kan melding worden gemaakt van een in september 1970 uitgebracht rapport van de Executive Directors van het IMF 5). Zij stelden vast dat wisselkoersaanpassingen in een aantal gevallen te lang waren uitgesteld en dat dit de neiging bij de autoriteiten weerspiegelde om wisselkoersaanpassingen te beschouwen als een ultimum remedium. Ten einde hierin verbetering te brengen, stelden zij o.m. een soepelere interpretatie voor van het begrip fundamentele onevenwichtigheid dan totdien in de praktijk was gehanteerd: zo zou er geen sprake meer hoeven te zijn van een feitelijke betalingsbalansonevenwichtigheid indien het ontstaan daarvan was vermeden door bij voorbeeld te berusten in een onaanvaardbaar inflatietempo.

Het was de bedoeling dat op basis van dit rapport zou worden voortgewerkt in de in juli 1972 ingestelde Commissie van Twintig 6). Toen begin 1973 het pariteitenstelsel definitief ineenstortte, kregen de werkzaamheden van deze Commissie echter een ander karakter: niet meer het zoeken naar aanpassingen om het bestaande stelsel te redden, maar het zoeken naar een nieuw stelsel werd haar hoofdtaak.

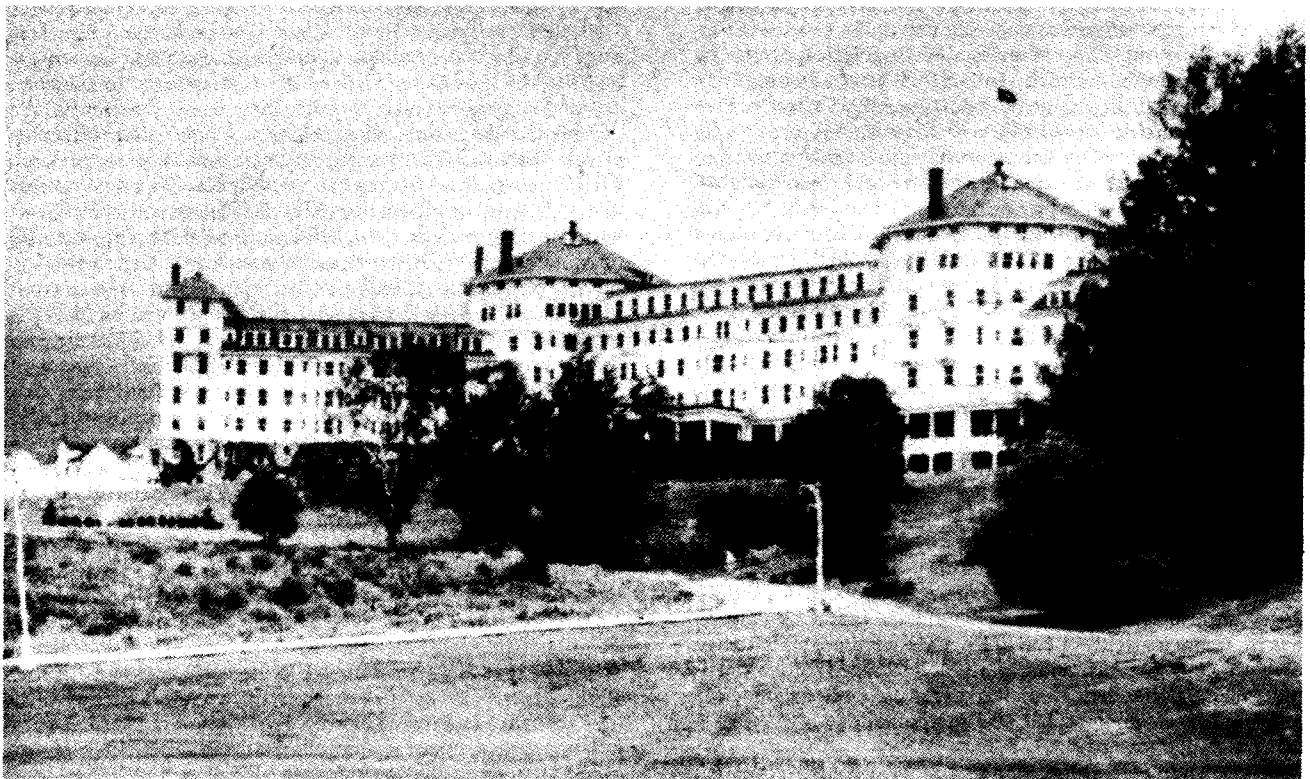
3) De Britten troostten zich met het volgende rijmpje:
In Washington Lord Halifax
Once whispered to Lord Keynes:
"It's true they have the money bags
But we have all the brains."

(Gardner, op. cit., blz. xiii).

4) *The balance of payments adjustment process*, OECD, Parijs, augustus 1966.

5) *The role of exchange rates in the adjustment of international payments*; A Report by the Executive Directors, IMF, Washington (DC), 1970.

6) De twintig landen waartoe de Executive Directors behoorden. Hiermee werden naast de tien industriële landen nu ook de ontwikkelingslanden bij de gesprekken over hervorming van het internationale monetaire stelsel betrokken.



Het Mount Washington Hotel te Bretton Woods waar de onderhandelingen plaatsvonden

De Commissie van Twintig bracht in 1974 rapport uit. Hierin werd een aantal doelstellingen van monetaire hervorming geformuleerd, waaronder „an effective and symmetrical adjustment process, including better functioning of the exchange rate mechanism, with the exchange rate regime based on stable but adjustable par values and with floating rates recognized as providing a useful technique in particular situations” 7).

Ogenschijnlijk leek dit overeenstemming in te houden over de wenselijkheid van uiteindelijke terugkeer naar een verbeterd pariteitenstelsel. In werkelijkheid gingen achter deze formulering diepgaande meningsverschillen schuil.

Aan de Europese kant vond men de (zij het niet noodzakelijk unanieme) visie dat een pariteitenstelsel inhield „...een stelsel van vaste wisselkoersen, die slechts met instemming van het IMF worden veranderd ingeval van fundamentele onevenwichtigheden, hetgeen impliceert dat de wijze van aanpassing moet afhangen van de aard van de verstoring” 8). Deze visie sloot aan bij het rapport van Werkgroep 3 van de OESO over het aanpassingsproces van 1966.

Hiertegenover stond de Amerikaanse visie, die sinds 1971 een belangrijke wijziging had ondergaan. Nog slechts enkele maanden voor de staking van de goudafgifte door de Verenigde Staten had de Amerikaanse minister van Financiën Connally zich terughoudend getoond tegenover wisselkoersaanpassingen: „The danger is plain. To revert to the use of exchange rates as a supplementary tool of domestic policy is fraught with danger to the essential stability and sustainability of the system as a whole” 9). Thans wezen de Verenigde Staten iedere inperking van de hantering van dit instrument af en stelden zij zich op het standpunt dat aan een land zelf moest worden overgelaten welk aanpassingsinstrument het koos. De enige eis die de internationale gemeenschap in hun gedachtengang mocht stellen was dat bij betalingsbalansverstoringen die een zekere omvang overschreden (hetgeen moest worden gemeten aan de reserve-ontwikkeling) aanpassing in enigerlei vorm diende te geschieden 10).

Aan de verschillen in visie lag opnieuw de controverse inzake de verdeling der aanpassingslasten ten grondslag, zoals bleek bij een ander punt dat nauw met een pariteitenstelsel verband hield. Een van de kenmerken van een hervormd internationaal mone-

tair bestel waarover de opstellers van het rapport van de Commissie van Twintig het eens heetten te zijn, was aanvaarding van enigerlei vorm van convertibiliteit, aangeduid als „asset settlement” om aan te geven dat niet noodzakelijk terugkeer naar de convertibiliteit van het pariteitenstelsel werd bedoeld: in het bijzonder conversie van de in het verleden door monetaire autoriteiten geaccumuleerde dollarvoorraden was niet mogelijk aangezien de Amerikaanse goudvoorraad daartoe niet toereikend was. Aan Europese kant werd gezocht naar verrekeningsregels die bij hernieuwde Amerikaanse betalingsbalanstekorten tot Amerikaans reserveverlies zouden leiden om aldus automatische kredietverlening aan de Verenigde Staten te voorkomen. Zonder zulk een regeling was voor de andere industrielanden het handhaven van een vaste koers met de Amerikaanse munt onaanvaardbaar. Aan Amerikaanse kant werd er niet over gedacht de andere landen opnieuw een dergelijk drukmiddel in handen te geven. „...U.S. officials did not want fiscal and monetary flexibility constrained by worries over balance-of-payments deficits...”, schreef oud-Minister van Financiën (thans van Buitenlandse Zaken) Shultz naderhand 11). „Asset settlement” werd dan ook afhankelijk gesteld van een voor de Verenigde Staten bevredigende verdeling der aanpassingslasten. Die kwam erop neer dat bij Amerikaanse tekorten de overschotlanden niet de mogelijkheid mochten krijgen de Verenigde Staten tot reserveverlies te dwingen, maar hun overschotten moesten aanpassen.

In de volgende jaren verdween ook de schijnbare overeenstemming over de uiteindelijke doelstelling van stabiele doch aanpasbare pariteiten en „asset settlement”. Ter gelegenheid van een conferentie in Rambouillet in november 1975 vonden voor- en tegenstanders (bij monde van Fransen en Amerikanen) elkaar in een nieuwe formulering: niet een stelsel van stabiele wisselkoersen, maar „een stabiel stelsel van wisselkoersen”. De-

7) *International monetary reform*, Documents of the Committee of Twenty, IMF, Washington (DC), 1974, blz. 8.

8) DNB, *Verlag over het jaar 1973*, Amsterdam, 1974, blz. 113.

9) Opmerkingen van John B. Connally, Secretary of the US-Treasury, International Banking Conference of the American Bankers Association te München, Duitsland, 28 mei 1971.

10) DNB, op.cit.

11) George P. Shultz en Kenneth W. Dam, *Economic policy beyond the headlines*, New York, 1977, blz. 119.

ze vondst werd vereeuwigd in artikel IV van de geamendeerde statuten van het IMF (de amendering was nodig geworden omdat de oude statuten niet meer werden nageleefd). Onder de nieuwe statuten zijn de leden van het IMF vrij in de keuze van hun wisselkoersarrangement. Wel draagt artikel IV het IMF op „... (to) exercise firm surveillance over the exchange rate policies of members...”. Daartoe is een aantal „principes” geformuleerd, die onder meer situaties omschrijven welke voor het IMF aanleiding kunnen zijn, het wisselkoersbeleid van een lid ter discussie te stellen, zoals omvangrijke en langdurige interventies in één richting, dan wel een op den duur onhoudbaar tempo van kredietopneming ter financiering van betalingsbalanstekorten c.q. het omgekeerde bij overschotten 12). Maar tot nu toe heeft het IMF-toezicht op het wisselkoersbeleid niet die inhoud gekregen die velen hadden gehoopt 13). Het heeft ook niet weten te voorkomen dat de wisselkoersontwikkeling zich in de afgelopen jaren heeft gekenmerkt door een grote mate van instabiliteit.

Instabiliteit

De vrijheid die de leden van het IMF hebben bij keuze van hun wisselkoersarrangement, houdt o.m. afwezigheid in van een algemene interventieplicht in de geamendeerde statuten. De wisselkoersen zweven, afzonderlijk dan wel in blokken 14). Dezelfde factoren die vaste koersen op mondiale schaal onmogelijk maken, hebben geleid tot een grote mate van instabiliteit in de koersontwikkeling, met name tussen dollar en de valuta's van de andere industrielanden. De dollarkoers tegenover de gulden illustreert dit: een daling van f. 3,50 naar minder dan f. 2, vervolgens een stijging naar ruim f. 3,20.

De bezwaren van de instabiliteit zijn even controversieel als het wisselkoersstelsel zelf. Een poging tot kwantificering van de negatieve invloed van de wisselkoersonzekerheid op de internationale handel wordt gedaan in een recente Amerikaanse studie ten aanzien van de handel met Duitsland 15). Nog moeilijker te kwantificeren is de invloed op investeringsbeslissingen waarbij wisselkoersen een belangrijke rol spelen, maar men kan enig begrip hebben voor de recente uitspraak van de Franse president in zijn rede voor het Amerikaanse Congres dat transacties met het buitenland nu iets hebben van een kansspel („c'est comme jouer aux courses ou s'adonner à la roulette”). Op de inflatie kan de wisselkoers beide kanten uitwerken, tenzij er reden is om aan te nemen – en daar zijn wel argumenten voor – dat hier dikwijls sprake is van een asymmetrie, waardoor het prijsopdrijvend effect van een depreciatie in het algemeen sterker zal zijn dan het prijsdrukkend effect van een appreciatie. Overigens biedt het stelsel van fluctuerende wisselkoersen meer mogelijkheden tot afscherming tegen import van inflatie dan een pariteitstelsel. Ten aanzien van de invloed op de rente kan men vermoeden dat de onzekerheid tot uitdrukking komt in een onzekerheidspremie, waardoor het algemene rentepercentage hoger zou zijn dan in een stabielere internationale stelsel. Grote fluctuaties vergemakkelijken hantering van dit instrument om de concurrentiepositie onevenredig te verbeteren en kunnen elders de roep om protectionistische maatregelen versterken.

Landen met een grote mate van onderlinge vervlechting kunnen pogen zich ten dele aan deze negatieve gevolgen te onttrekken door stabiele onderlinge koersen te handhaven, zoals in het Europese Monetair Stelsel. Grote fluctuaties in de dollarkoers leiden in de praktijk echter dikwijls tot spanningen in het EMS.

Al deze bezwaren zijn zoals gezegd controversieel, maar zij worden in voldoende mate gevoeld om de roep om een grotere mate van wisselkoersstabiliteit in leven te houden.

Voorwaarden voor wisselkoersstabiliteit

Een eerste voorwaarde voor wisselkoersstabiliteit is een betere beleidscoördinatie tussen de belangrijkste landen. Zij moet onder meer de inflatie en daarmee de inflatieverschillen beperken, daar anders de bestaande wisselkoersverhoudingen niet lang geloofwaardig zullen blijven. Deze voorwaarde wordt betwist noch verwezenlijkt. Wel betwist is de stelling dat zij weliswaar een noodzakelijke, maar niet een voldoende voorwaarde is voor stabiele koersen en dat daartoe naast interne ook externe doelstellingen zijn vereist. Bij fluctuerende koersen kunnen deze rui-

mer zijn dan in een pariteitstelsel. Zij beogen niet handhaving van een bepaalde wisselkoers, maar handhaving van een zekere mate van wisselkoersstabiliteit, die niet in strijd mag komen met de eisen van intern evenwicht en die daarom mede afhangt van de ernst waarmee de andere landen naar evenwicht streven. Ten dele gaat het bij externe doelstellingen om hun disciplinerende effect. Zoals Zijlstra betoogde vervullen wisselkoersen een dubbelrol: enerzijds weerspiegelen zij het gevoerde beleid, anderzijds bepalen zij mede het beleid 16). Daarnaast is voor stabiliteit nodig dat de grote landen bij hun interne beleid, en met name bij hun „policy mix”, rekening houden met de externe gevolgen. Het is vooral hierover dat in de Verenigde Staten anders wordt gedacht dan veelal in Europa. Door de geslotenheid van de Amerikaanse economie bestaat in de Verenigde Staten traditioneel weinig bereidheid het interne beleid mede te laten bepalen door externe overwegingen. Daarbij komen bij de huidige regering overwegingen van „ideologische” aard. Dat grote overheidstekorten de rente opstuwten en daarmee de wisselkoers kunnen beïnvloeden wordt in haar monetaristische zienswijze ontkend 17) (een ontkenning overigens die men ook in Nederland ten aanzien van ons eigen financieringstekort tegenkomt, maar dan juist bij groeperingen voor wie monetarisme een gruwel is!). Niet het feit dat het tekort moet verminderen is punt van discussie, maar hoe dat moet gebeuren en waarom. De controverse over het hoe verkleint de kansen dat het gebeurt, die over het waarom de kans op internationale coördinatie, want daarvoor is een gemeenschappelijke analyse nodig.

Een externe doelstelling impliceert dat de autoriteiten een oordeel hebben over de „juiste” wisselkoers die de concurrentieverhoudingen redelijk weerspiegelt. Dat is slechts mogelijk op grond van een oordeel over de wenselijke betalingsbalansstructuur, waarbij mijns inziens uitgangspunt dient te zijn dat industriële landen op langere termijn middelen aan de derde wereld afstaan en derhalve crediteuren en niet debiteuren behoren te zijn. Ten slotte houdt het in dat bij betalingsbalansonevenwichtigheden een oordeel wordt gegeven – door het land zelf, maar ook door het IMF – of die „fundamenteel” zijn en door middel van wisselkoersaanpassingen (ondersteund door binnenlandse maatregelen) dienen te worden verholpen, dan wel conjunctureel c.q. toe te schrijven aan incidenteel kapitaalverkeer.

Ten slotte vereist grotere wisselkoersstabiliteit de bereidheid om het monetaire beleid daarop te richten. Dat houdt de bereidheid in om het effect van betalingsbalansonevenwichtigheden in de monetaire verhoudingen en in de geldmarkt te laten doorwerken en de daarbij behorende rente te aanvaarden.

Vooruitzichten

Hoe groot zijn de kansen dat de genoemde voorwaarden voor stabiliteit op mondiale schaal zullen worden vervuld? Zij nemen toe, maar groot zijn zij nog niet. De problemen aan Amerikaan-

12) *Selected decisions of the International Monetary Fund and selected documents*, Tenth Issue, Washington (DC), 1983, blz. 10 e.v.

13) Een eerdere versie van deze principes was opgenomen in het rapport van de Commissie van Twintig als *Guidelines for countries authorized to adopt floating rates*. Van Nederlandse kant was hier sterk voor geijverd: „Men zou de aanvaarding van deze richtlijnen kunnen zien als een erkenning dat het nationale beleid inzake wisselkoersen – ook onder de heersende omstandigheden van zwevende valuta's – weer een aangelegenheid van internationaal overleg en toezicht door het Fonds diende te worden”. (DNB, *Verslag over het jaar 1974*, Amsterdam, 1975, blz. 110).

14) Een groot aantal landen koppelt zijn munt aan een andere valuta, veelal de dollar, of een „mand” van valuta's. Zie tabel 1 in het artikel van dr. Polak in dit nummer.

15) M.A. Akhtar en R. Spence Hilton, *Effects of exchange rate uncertainty on German and US trade*, Federal Reserve Bank of New York, *Quarterly Review*, lente 1984. De uitkomst is sterk afhankelijk van de veronderstelling die men hanteert.

16) DNB, *Verslag over het jaar 1975*, Amsterdam, 1976, blz. 15.

17) Rentestijging wordt in die visie veroorzaakt door inflatieverwachtingen, die op hun beurt in het leven worden geroepen door een te grote geldgroei en niet door grote overheidstekorten, zolang die maar niet worden gemonetiseerd.

se kant zijn reeds vermeld. Wel groeit daar het besef dat een nadelig effect van het interne beleid op de buitenwereld (in het bijzonder dat van rentestijging op de debiteurlanden) repercussies kan hebben voor het eigen bankwezen en daarmee de eigen economie. Opmerkelijk is verder dat er internationaal – mogelijk ook bij het IMF – een hernieuwde belangstelling lijkt te ontstaan voor hantering van het begrip fundamentele onevenwichtigheid (men spreekt ook wel van „onderliggende” betalingsbalansposities) bij de beoordeling van de betalingsbalans- en wisselkoersontwikkeling. Meer begrip groeit voorts voor het feit dat wisselkoersstabiliteit – naast andere voorwaarden – ook vereist dat het monetaire beleid en het geldmarktbeleid daarop worden gericht. Een voorbeeld is de hantering van het begrip „niet gesteriliseerde interventies” in een recent rapport over valutamarktinventies, opgesteld door functionarissen van de grote industriële landen, en het toenemend besef dat slechts zo de wisselkoers wezenlijk kan worden beïnvloed 18). Een ander voorbeeld is de toenemende belangstelling voor de denkbeelden van McKinnon 19).

Aangenomen mag worden dat deze zaken aan de orde zullen komen tijdens de gesprekken in de Groep van Tien over mogelijke verbeteringen in het internationale monetaire stelsel, die op het ogenblik aan de gang zijn en in de eerste helft van 1985 moeten worden afgerond. Het lijkt echter twijfelachtig dat de voorwaarden voor meer stabiliteit dan vervuld zullen zijn. Daarvoor lopen zowel de (directe) belangen van de belangrijkste landen als hun visies nog te zeer uiteen. Zolang dat zo is, kan men van voorstellen tot het instellen van „doelzones” tussen de belangrijkste valuta's (zoals van tijd tot tijd wordt geopperd) weinig verwachten omdat over de vaststelling ervan noch over de wijze van handhaving overeenstemming denkbaar is. Ook meer stabiliteit als gevolg van een effectiever IMF-toezicht op het wisselkoersbeleid van de lidstaten is zolang niet waarschijnlijk, al zijn pogingen om tot een effectiever Fondstoezicht te komen wel nuttig omdat zij aanleiding vormen tot discussie over de bestaande meningsverschillen.

Zolang de voorwaarden tot meer wisselkoersevenwicht op mondiale schaal niet zijn vervuld, wint hetgeen er gebeurt in het Europese valutablok, zowel voor Europa als voor het stelsel als geheel, aan betekenis. Geloofwaardiger onderlinge wisselkoersen maken de EMS-landen minder gevoelig voor Amerikaanse rente- en wisselkoersfluctuaties: de buitenhandel van de EG maakt immers slechts 12% uit van het gezamenlijke bruto nationale produkt. Bij vaste onderlinge koersen zou de Gemeenschap derhalve vrijwel net zo gesloten zijn als de Amerikaanse economie.

Een solide valutablok maakt Europa niet slechts minder gevoelig voor Amerikaanse rente- en wisselkoersfluctuaties, maar plaatst het tegelijkertijd in een betere positie om met de Verenig-

de Staten te zamen naar meer stabiliteit te streven, in het belang niet slechts van Europa, maar van het stelsel als geheel. Dat de daartoe benodigde Europese samenwerking moeilijk te verwezenlijken is, is de afgelopen jaren genoegzaam gebleken. De convergentie in beleid en economische ontwikkeling, de vermindering van de inflatieverschillen zijn onvoldoende. Toch is de bereidheid om bij het bepalen van het interne beleid rekening te houden met de eisen van extern evenwicht in het EMS groter dan elders, en zij lijkt toe te nemen. De bereidheid om het monetaire beleid te richten op handhaving van de wisselkoersen was in het verleden evenmin toereikend 20). Maar ook hier zijn er tekenen die op verbetering wijzen.

Verwezenlijking van de voorwaarden voor grotere wisselkoersstabiliteit is een strijd op vele fronten. In de eerste plaats thuis, waar bij de politieke besluitvorming een – tot op zekere hoogte gegeven – monetair kader zal moeten worden aanvaard waarbinnen de beleidskeuzen moeten worden gemaakt. Voorts op het Europese vlak, waar de steeds aanwezige drang om onaanneembare problemen te ontwijken door zich op „gimmicks” te concentreren zal moeten worden overwonnen. In de derde plaats in de daartoe geëigende mondiale samenwerkingsverbanden, waar zal moeten worden aanvaard dat van een internationaal monetair stelsel slechts sprake is als allen zekere internationale verplichtingen en daarmee beperkingen aanvaarden. Het is een lange weg, en „short cuts” zijn er niet.

A. Szász

18) *Rapport du groupe de travail sur les interventions sur les marches de changes*, Parijs, 1983. Niet gesteriliseerde interventies houden in dat men hun geldmarkteffect niet compenseert, en de daarbij behorende rente aanvaardt. „Aldus bezien zijn interventies alleen een specifieke vorm van het gebruik van het monetaire beleid voor wisselkoersstabiliteit” aldus dr. Duisenberg in het jaarverslag van De Nederlandsche Bank over 1982 (blz. 19/20).

19) Ronald I. McKinnon, *An international standard for monetary stabilization*, Washington, 1984. Zijn pleidooi om het monetaire beleid te richten op de geldhoeveelheid, niet in één land maar in een aantal landen, komt neer op wisselkoersstabilisatie.

20) Een punt waarop vooral van Nederlandse kant telkens weer is gegaan, bij voorbeeld in een brief die de Nederlandse leden van het Monetair Comité van de EG kort voor de herstructurering van wisselkoersen van maart 1983 schreven, gepubliceerd door P. Korteweg in: *Het EMS, het internationale monetaire stelsel en de weg naar monetaire en wisselkoersstabiliteit*, in: *Zicht op bancaire en monetaire wereld*, Leiden, 1984, blz. 322-323. Ook gouverneur De la Genière van de Banque de France wees erop dat het monetaire beleid in zijn land onvoldoende tot handhaving van de wisselkoers had bijgedragen; „Aspects extérieurs de la politique monétaire française”, toespraak in Parijs op 23 januari 1984.