



„Benign neglect” en het EMS

DRS. A. VAN T VEER*

Inleiding

De ontwikkelingen op de valutamarkten gedurende de eerste maanden van dit jaar hebben wederom aangetoond dat een internationaal monetair systeem, dat voor de voorziening in internationale reserve- en transactiemiddelen in hoge mate afhankelijk is van één valuta (de dollar), regelmatig onderhevig kan zijn aan destabiliserende kapitaalbewegingen. Door die grote afhankelijkheid worden de ontwikkelingen op internationale valuta- en kapitaalmarkten in sterke mate beïnvloed door het in de VS, uit interne overwegingen, gevoerde economische beleid. Zowel de recente sterke appreciatie van de dollar als het grillige koersverloop zijn dan ook grotendeels een gevolg van het in de VS gevoerde monetaire beleid. Tevens zal het in april jl. door de Amerikaanse monetaire autoriteiten genomen besluit terug te keren naar een beleid, waarbij interventies op de valutamarkten tot zeer extreme situaties worden beperkt („benign neglect”), een ontwikkeling naar meer evenwichtige wisselkoersontwikkelingen niet bevorderen. Gegeven de nadelige effecten van wisselkoersinstabiliteit op internationale handel, investeringen, inflatie en werkgelegenheid, zou juist moeten worden gestreefd naar meer samenwerking op valutar gebied tussen de belangrijkste reservevalutalanden. Zonder die samenwerking zal in de jaren tachtig een door verstoringe kapitaalbewegingen veroorzaakte instabiliteit op valutamarkten blijven bestaan, met het gevaar dat men deze symptomen uiteindelijk (blijvend) gaat bestrijden met een deflatoire rentepolitiek en/of maatregelen ter beperking van internationale kapitaalstromen. Onder deze omstandigheden zal een succesvol voortbestaan van het EMS in hoge mate afhankelijk zijn van de mate waarin men in staat zal zijn intern orde op zaken te stellen.

Het anti-inflatiebeleid in de VS

Sedert oktober 1979 wordt in de VS een restrictiever monetair beleid gevoerd, gericht op het terugdringen van de infla-

tie. De bepaling van de rentetarieven wordt daarbij overgelaten aan de vrije krachten op de financiële markten. Het terugdringen van de inflatie is op korte termijn, zeker ingeval een eenzijdige nadruk wordt gelegd op de monetaire instrumenten, een proces dat met grote spanningen op financiële markten gepaard gaat. De uit dit beleid resulterende rentestijging in de VS, alsmede de verwachting dat het beleid de inflatie zal terugdringen, hebben geleid tot een omvangrijke toestroom van kapitaal naar de VS en een sterke koersstijging van de dollar. Hoewel een restrictiever monetair beleid in de VS op zich niet kan worden bekritiseerd, mogen vraagtekens worden geplaatst bij de onevenwichtige wijze waarop dit anti-inflatiebeleid wordt doorgevoerd. Tot nu toe heeft het monetaire beleid in de VS geen ondersteuning gevonden van een anti-inflatoir fiscaal en inkomensbeleid. De regering-Reagan heeft weliswaar zeer ambitieuze budgettaire maatregelen bij het Congres ingediend, maar zolang deze, op het terugdringen van het begrotingstekort gerichte, maatregelen niet zijn doorgevoerd, zal er sprake zijn van een onevenwichtige nadruk op het monetaire beleid.

De continuering van het restrictieve monetaire beleid en de nog steeds bestaande onzekerheid over de mogelijkheid om in de komende jaren de begrotingstekorten te reduceren hebben niet alleen geleid tot hoge rentetarieven, maar ook tot zeer instabiele financiële markten. Een sterke nadruk op het monetaire beleid en de hoge rentetarieven kunnen soms voor korte perioden onvermijdelijk zijn, maar het voortduren van hoge rentetarieven voor lange perioden wijst erop dat de gekozen instrumenten onjuist of niet evenwichtig zijn. Bovendien worden de externe effecten van dit beleid volledig genegeerd. Van het belangrijkste reservevalutalands zou ten aanzien van dit aspect een grotere mate van verantwoordelijkheidsgevoel mogen worden verwacht. Dit geldt niet in het minst waar het de gevolgen voor de niet-olieproducerende ontwikkelingslanden betreft 1). De olieprijsverhogingen van 1979 en 1980 hebben voor deze groep van landen geleid tot zeer omvangrijke tekorten op de lopende rekening

van de betalingsbalans. Tevens heeft de groeivertraging in de geïndustrialiseerde landen hun mogelijkheden deze tekorten via exportgroei te reduceren, verminderd. De financieringsproblemen van deze landen worden nu in aanzienlijke mate vergroot door de, als uitvloeisel van het Amerikaanse monetaire beleid, gestegen rentetarieven op internationale kapitaalmarkten.

Het Europees monetair beleid

Het monetaire beleid in de VS heeft ook de rentetarieven in West-Europa omhoog gedreven, terwijl de appreciatie van de dollar als katalysator heeft gewerkt voor groeiende onevenwichtigheden binnen het EMS. Uit binnenlandse conjuncturele overwegingen worden de rentetarieven in met name Duitsland en Nederland te hoog geacht, maar verlaging van deze tarieven zonder een evenredige verlaging in de VS wordt niet doorgevoerd uit vrees voor een verdere koersdaling ten opzichte van de dollar, waardoor er meer inflatie zou worden geïmporteerd. Prioriteit wordt derhalve gegeven aan de strijd tegen de inflatie boven een conjunctuurstimulerend beleid.

In maart van dit jaar lanceerde een aantal ministers van Financiën uit de EG het idee van een gezamenlijke internationale actie ter verlaging van de rentetarieven; een boodschap die met name aan de VS was gericht. De Duitse Bondskanselier Schmidt merkte daarbij terecht op dat hij het wel eens was met dit idee, maar dat *eerst* het rentebeleid binnen de EG diende te worden gecoördineerd om pas *daarna* de VS te benaderen. Dus eerst de hand in eigen boezem steken.

Gedurende de eerste twee jaar van het bestaan van het EMS is men er redelijk in geslaagd de koersen van valuta's binnen de gestelde grenzen te houden. De recente ontwikkelingen hebben evenwel aangetoond dat, indien van een succes gesproken zou mogen worden, dit slechts een nominaal succes is geweest. In haar advies inzake het ontwerp-wisselkoersbesluit 1979 benadrukte De Nederlandsche Bank 2), dat een stelsel van

* De auteur is medewerker van het Economisch Bureau van de Amro Bank. Het artikel is geschreven à titre personnel.

1) Het voorstel van de regering-Reagan om de Amerikaanse bijdragen aan internationale financiële instellingen als het IMF en de Wereldbank te verminderen, wijst erop dat men weinig gevoelig is voor de noden van deze ontwikkelingslanden. De laatste jaren is juist gewezen op de grotere rol die deze instellingen zouden moeten spelen bij de financiering van de betalingsbalanstekorten van de niet-olieproducerende ontwikkelingslanden.

2) Advies van De Nederlandsche Bank N.V. inzake het ontwerp-wisselkoersbesluit 1979, Tweede Kamer der Staten-Generaal, zitting 1978-1979, 15 534, nr. 1.

nauwe monetaire samenwerking slechts succes zal hebben, indien de deelnemende landen een beleid voeren dat leidt tot grotere interne en externe stabiliteit en dat het voor de geloofwaardigheid van de wisselkoersverhoudingen van essentieel belang is de omvangrijke inflatieverschillen te reduceren. Nu, meer dan twee jaar later, zijn de inflatieverschillen eerder toe- dan afgenomen. Ook voor de Westeuropese landen geldt dat een eenzijdige nadruk op het monetaire beleid weinig vooruitzichten biedt op het verminderen van de inflatie en de inflatieverschillen. Het monetaire beleid zal moeten worden aangevuld met een beleid, dat op middellange termijn uitzicht biedt op het terugdringen van de begrotingstekorten alsmede een inkomensbeleid dat allerlei indexeringsmechanismen niet ongemoeid laat.

Het voortbestaan van omvangrijke inflatieverschillen heeft de realisatie van een belangrijke doelstelling van het EMS, te weten het kunnen voeren van een meer van de VS onafhankelijk monetair beleid, gefrustreerd. Als andere lidstaten met een krachtiger positie in het EMS hun rentetarieven hadden verlaagd, toen de Duitse mark begin dit jaar onder druk kwam te staan, hadden de spanningen binnen het EMS verminderd kunnen worden. Deze verlaging werd evenwel in de weg gestaan door het in deze lidstaten gevoerde monetaire beleid, dat gericht is op inflatieverlaging. Door het ontbreken van de mogelijkheid tot het voeren van een gecoördineerd rentebeleid om de spanningen in het EMS te verminderen, was de Bundesbank genoodzaakt eind februari de korte-rentetarieven scherp te verhogen. Tevens was reeds eerder met de Duitse banken tijdelijk een „gentlemen's agreement” overeengekomen, waarbij deze de lange kredietverlening aan het buitenland zouden beperken (een tijdelijke vrijwillige beperking dus van kapitaalexport). Het is dan nog slechts een kleine stap naar meer permanente beperkingen van het kapitaalverkeer. Nadat de Duitse mark hierdoor binnen het EMS een veiliger positie had ingenomen, zag Frankrijk zelfs weer een mogelijkheid zijn monetaire beleid verder te verkrappen via een verhoging van de geldmarkttarieven. De deflatoire gevolgen van het rentebeleid dat door Duitsland werd gevoerd ter verdediging van zijn geldeenheid en ter beperking van de import van inflatie, zullen niet alleen Duitsland zelf, maar ook de andere EMS-landen treffen.

Rentetarieven en wisselkoersen

De combinatie van starre wisselkoersen binnen het EMS en hoge nominale rentetarieven in een aantal lidstaten draagt er toe bij, dat landen met een relatief lage inflatie genoodzaakt worden hun rentetarieven opwaarts aan te passen tot een niveau dat niet in overeenstem-

ming is met de binnenlandse conjuncturele ontwikkelingen. Wisselkoersen worden op korte termijn in hoge mate beïnvloed door de verwachtingen ten aanzien van het te behalen rendement op verschillende valutabeleggingen. Dit rendement is het saldo van renteontvangsten en koersmutaties. Wanneer beleggers van oordeel zijn dat een koersaanpassing van een overgewaardeerde valuta op korte termijn niet zal plaatsvinden (of, in geval van een koersaanpassing, deze relatief beperkt zal zijn) kunnen zij, wanneer die overwaardering mede het gevolg is van een relatief hoge nominale rentevoet, toch besluiten voorlopig in die valuta te blijven beleggen. Hierdoor zal de periode van overwaardering weer worden verlengd. Gegeven de gedurende een bepaalde periode verminderde kans op een benedenwaartse aanpassing van de spilkoers van een EMS-valuta wordt het voor beleggers derhalve extra aantrekkelijk gemaakt te beleggen in EMS-valuta's met een hoge nominale rentevoet. Fundamenteel zwakkere valuta's met een hoge nominale rente dreigen zodoende fundamenteel sterkere valuta's met een lage nominale rentevoet, uit de markt te dringen.

Het gedurende langere perioden handhaven van de spilkoersen binnen het EMS heeft bovendien voor landen met relatief lage inflatiepercentages, zoals Duitsland en Nederland, nog het nadeel dat de uit EMS-lidstaten met hoge geldontwaarding geïmporteerde inflatie niet via appreciatie wordt geneutraliseerd. Daarenboven kan het via geldgroei-beperking gevoerde anti-inflatiebeleid in landen met lage inflatie worden doorkruist door verplichte interventies ten gunste van valuta's, die een zwakke positie binnen het EMS innemen.

Conclusie

Het eerder genoemde besluit van de monetaire autoriteiten in de VS terug te keren tot een beleid van „benign neglect” en derhalve slechts onder extreme omstandigheden op de valutamarkten te interveniëren sluit de mogelijkheid van omvangrijke „swap”-operaties tussen EMS-lidstaten en de VS uit. Eenzijdige interventies door het EMS ter beïnvloeding van de dollarkoers zullen weinig effectief blijken te zijn en bovendien een wenselijk geacht binnenlands monetair beleid in hoge mate frustreren. Dit impliceert dat, zelfs indien men de inflatieverschillen binnen het EMS zou weten te reduceren, een meer van de VS onafhankelijk monetair beleid slechts kan worden gevoerd, indien men de Amerikaanse autoriteiten volgt in het beleid om de koersvorming van de dollar aan de werking van de vrije-marktkrachten over te laten. Hierdoor kan bij een koersstijging van de dollar de geïmporteerde inflatie toenemen, maar aangezien eenzijdige actie van het EMS ter beïnvloeding van de dollarkoers weinig effectief zal zijn,

dreigt men het kwaad van beide te krijgen, namelijk en hoge deflatoire rentetarieven en hoge geïmporteerde inflatie.

Ook in de komende jaren mag worden verwacht dat mogelijke sentimentsveranderingen ten aanzien van de dollar en de daarmee gepaard gaande wijzigingen in kapitaalstromen van en naar de VS de individuele EMS-valuta's niet in gelijke mate onder druk zullen zetten. De terugkeer naar een beleid van „benign neglect” zal de EMS-lidstaten dan ook, nog meer dan tot nu toe, noodzaken de onderlinge inflatieverschillen te reduceren. Wordt hierin ook de komende jaren geen voortgang geboekt, dan zal de geloofwaardigheid van het EMS steeds meer in twijfel worden getrokken. Tevens zal dan de bereidheid van lidstaten met een relatief lage inflatie om tijdelijk, ter wille van het EMS, een met het binnenlands beleid conflicterend monetair beleid te voeren, kunnen afnemen. De opmerking van de president van de Bundesbank, Otto Pöhl, dat er een zeer grote kans op een mislukken van het EMS bestaat, tenzij meer vooruitgang wordt geboekt door lidstaten bij het terugdringen van de inflatie, had dan ook veel weg van een, niet geheel ten onrechte afgevuurd, schot voor de EMS-boeg 3).

A. van 't Veer

3) *Financial Times*, 10 april 1980.