

De come-back van de sterke Belgische frank

Door de koppeling aan de Duitse mark, het herstel van de Belgische economie en de belangstelling voor Belgische beleggingen is de frank één van de sterkste munten van het EMS geworden.

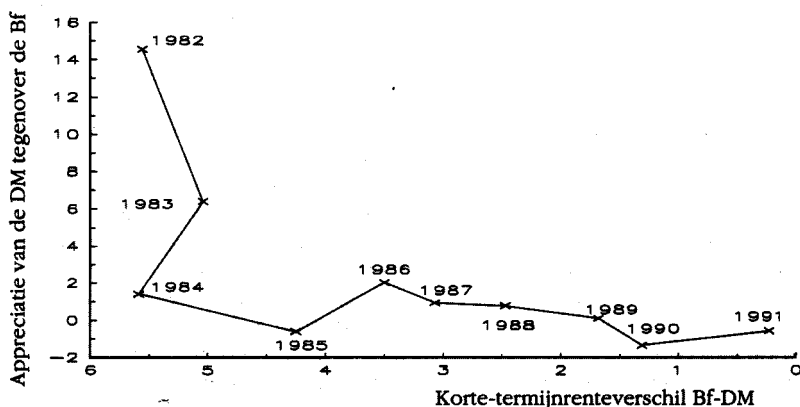
Een van die onverbidelijke wetten uit de sportwereld luidt dat vergane glorie niet weerkeert. Ook vandaag werkt een aantal gewezen kampioenen naarstig aan hun come-back, maar een trieste afgang is het lot dat velen van hen wacht. De Belgische frank behoorde destijds, en dat is minder dan twintig jaar geleden, tot de erkende kampioenen, tot de club van de sterke munten. Maar de Belgische economie verziekte, en de frank degradeerde willens nillens tot de klasse van de monetaire zwakkelingen. Hij bood echter weerwerk en, wellicht tot verbazing van een groot aantal waarnemers, hij kwam terug. Sterker dan ooit.

Het hardingsproces

De eenzijdige devaluatie met 8,5% in februari 1982 kenmerkt misschien wel het best de moeilijke positie waarin de Belgische frank destijds was verzeild. In de zeven muntherschikkingen die het EMS in zijn eerste vier bestaansjaren (1979-1983) moest verwerken, verloor de Belgische frank in totaal niet minder dan 27% tegenover de Duitse mark. Om nog erger te voorkomen, wierp de Nationale Bank een hoge rentedam op en voerde ze op grote schaal

steunaankopen uit ten voordele van de frank. En nog luidde het oordeel van de beleggers destijds: 'te weinig en te laat'. Getuige hiervan was de hoge 'spread' (afwijking) tussen de officiële en de vrije frank: het wantrouwen was zo groot dat de beleggers in die periode bereid waren 10 tot 15% meer voor hun vreemde valuta's te betalen dan de geldende koersen op de officiële markt. Nadien is de frank opmerkelijk versterkt. In de vier EMS-herschikkingen tussen maart 1983 en januari 1987 bleef het verlies tegenover de Duitse mark beperkt tot slechts 3%. En sinds januari 1987 is de spilkoers tegenover de Duitse mark zelfs totaal onveranderd gebleven. Toch raakte de frank maar moeilijk af van zijn imago van zwakkere EMS-munt. Een verklaring hiervoor vinden we in de ietwat dubbelzinnige geldpolitiek van de Nationale Bank, die de korte rente telkens liet zakken zodra de positie van de Belgische frank in het EMS dat toeliet; dit om de rentelasten op de hoge (kortlopende) overheidsschuld niet nodeloos te verzwaren. Het gevolg was dat de frank tussen twee herschikkingen in vrijwel ononderbroken de zwakste EMS-munt was. Hoewel het ging om

Figuur 1. De come-back van de frank



een technische zwakte, kreeg hij hierdoor (vooral in het buitenland) een minder goed imago dan hij verdiende en de beleggers bleven dan ook hardnekkig een risicopremie eisen. Rekening houdend met de goede prestaties van de Belgische economie, bleef de korte-termijnrente hierdoor relatief hoog.

In zijn aanbevelingen aan de regering deed het Internationaal Monetair Fonds in 1989 een voorstel om van deze politiek af te stappen en de munt volledig te koppelen aan de intrinsiek sterkste EMS-munt, de Duitse mark. Misschien zou dit in een aanvangsfase alleen maar mogelijk zijn door het verschil met de Duitse rente op te trekken. Maar de nieuwe aanpak zou het renteverskil doen wegsmelten naarmate de financiële markten ervan overtuigd raakten dat de Belgische frank de Duitse mark wel degelijk op de voet kan volgen. De koppeling van de Belgische frank aan de Duitse mark werd op 16 juni 1990 officieel. Bij eventuele toekomstige EMS-herschikkingen zou de frank telkens de meest appreciërende munt volgen, iets wat volledig in de lijn lag van de wisselkoerspolitiek van na 1983.

De grote nieuwigheid was echter dat de toegelaten marge rond de spilkoers van Bf 20,6255 per DM niet meer volledig werd (en wordt) benut. Een nieuwe schommelingsmarge is nooit officieel bekendgemaakt, maar sedert de aankondiging zijn de marktcoersen nooit meer dan een half procent van deze spilkoers afgeveken. En in tegenstelling tot wat men lang had gevreesd, zijn op de geldmarkt de renteverskillen met de Bondsrepubliek Duitsland al van meet af aan gaan inkrimpen en snel zelfs onbeduidend geworden.

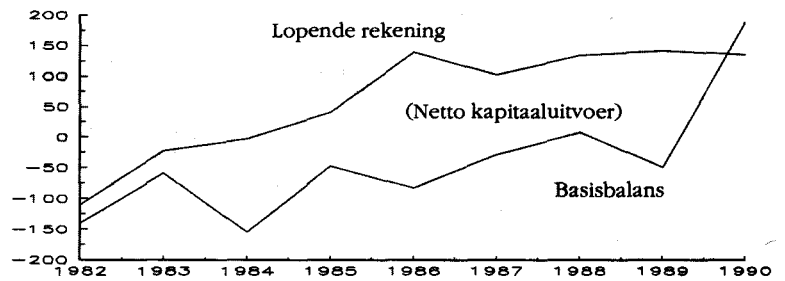
Het ware tamelijk naïef die plotselinge sterkte alleen maar toe te schrijven aan het aankondigingseffect dat de koppeling ongetwijfeld heeft gehad. De eigenlijke verklaring ligt dieper. Ze is terug te vinden in de betalingsbalans, en meer bepaald in de kapitaalrekening.

Massale kapitaaluitvoer

Lopende verrichtingen en kapitaaltransacties tussen ingezetenen en niet-ingezetenen worden samengevat in de betalingsbalans. Grosso modo bepalen zij samen de vraag naar en het aanbod van de nationale munt op de wisselmarkt en dus ook de sterkte van een munt.

Zo was de geleidelijke versteviging van de frank na de devaluatie van

Figuur 2. Lopende rekening en basisbalans, in mrd. Bf



1982 slechts mogelijk dank zij het opmerkelijke herstel van de lopende rekening van de betalingsbalans: het tekort van ruim 4% van het bnp in 1981 was drie jaren later al volledig weggewerkt. Dat zoiets mogelijk is geweest, is in belangrijke mate te danken aan de loonmatiging die de devaluatie heeft begeleid. Omdat hierdoor werd voorkomen dat de Belgische lonen weer sneller gingen stijgen dan bij de voornaamste handelspartners, heeft de Belgische export volop kunnen profiteren van het herstel van de wereldeconomie na 1982. Tegelijkertijd heeft de loonmatiging de groei van de particuliere consumptie, en derhalve van de invoer, afgeremd, wat eveneens tot het herstel van de lopende rekening heeft bijgedragen.

Ook in de tweede helft van de jaren tachtig kon het Belgische bedrijfsleven volop blijven profiteren van zijn verbeterde concurrentiekracht. In 1988 en 1989 bij voorbeeld groeide de uitvoer van goederen en diensten met 8 à 9%. En niettegenstaande een toename van de binnenlandse vraag met 5% in reële termen, bleef de invoergroei goed onder controle: een ander bewijs van de verbeterde concurrentiekracht. Te zamen met het gunstige effect van de val van de olieprijs in 1986, is het aan de sterk verbeterde concurrentiepositie te danken dat de lopende rekening de laatste jaren telkens een overschot vertoonde van circa 2% van het bnp.

Het herstel van de basisbalans, de som van het lopende-rekeningsaldo en het saldo van de langlopende (autonome) kapitaalverrichtingen, is echter heel wat moeizamer verlopen dan dat van de lopende rekening. Tussen 1982 en 1986 is het autonome kapitaalverkeer met het buitenland immers stelselmatig verslechterd; in 1986 bereikte het een recordtekort van Bf 222 miljard.

Maar wie versluisde al dat kapitaal naar het buitenland? Dat de Belgische belegger daarin een behoorlijk aandeel heeft gehad, staat als een paal boven water. Beleggingen in Euro-obligaties uitgegeven door buitenlandse emittenten, voor het leeuwedeel in vreemde valuta's, hebben in de periode 1982-1989 een slordige Bf 1.000 miljard Belgische spaartegoeden doen afvloeien naar het buitenland, of ongeveer het dubbele van het positieve saldo van de lopende rekening. In het begin van de jaren tachtig was vooral het wantrouwen in de Belgische frank doorslaggevend: de belegger zocht toen veilige munten, zoals de Duitse mark en de Nederlandse gulden. Nadien kreeg hij ook meer oog voor obligaties met een hoog couponrendement: ecu, Franse frank, Deense kroon... en later eveneens Australische en Nieuwzeelandse dollar. Bij de ongewoon grote belangstelling voor Euro-obligaties speelden ook fiscale overwegingen een niet geringe rol. Die verklaren trouwens ook de succesrijke opkomst van de SICAV's (Luxemburgse beleggingsvennootschappen) in de tweede helft van de jaren tachtig die, met hun rijk gevarieerd aanbod van beleggingsmogelijkheden, de aankopen van Euro-obligaties nog in de hand hebben gewerkt.

Beleggen in vreemde munt is diversifiëren en dus op zich niets ongewoons. Trouwens ook onze buurlanden kennen dit. Bedenklijk is wel dat het in België hoofdzakelijk een eenrichtingsverkeer was: in de periode 1982-1989 hebben niet-ingezetenen per saldo slechts voor Bf 135 miljard Belgische en Luxemburgse obligaties gekocht, of ongeveer een tiende van de Belgische obligatiebeleggingen in het buitenland. Een handicap is ongetwijfeld dat in België de obligatierente lange tijd te laag bleef, gegeven de comparatieve

nadelen van de Belgische markt. Deze was (en blijft) in een internationaal perspectief immers relatief klein. Maar tot voor kort was de Belgische obligatiemarkt ook weinig aangepast aan de behoeften en wensen van buitenlandse institutionele beleggers. Zo heeft het tot 1987 geduurd vooraleer de trading-activiteit in Bf-overheidsobligaties vaste vorm kreeg: voor een actieve belegger die speelt op de koersschommelingen was er dus weinig of geen plaats. Ook de terugorderingsprocedures van de roerende voorheffing voor de op de secundaire markt verhandelde effecten schrikten buitenlanders af. Pas toen in 1989 de lineaire obligaties werden ingevoerd, beschikte België over een beleggingsinstrument dat deze problemen uit de weg ruimde en de concurrentie met buitenlandse markten aankon.

Met een substantieel overschot op de lopende rekening, maar met een nog grotere lange-termijnkapitaaluitvoer, bleef de basisbalans in de jaren tachtig overwegend deficitair, onder meer als gevolg van een te lage obligatierente. Om het gat te vullen, moest er kortlopend kapitaal uit het buitenland worden aangetrokken, wat alleen maar mogelijk was door de korte-termijnrentetarieven op een relatief hoog peil te houden. Een ander helpt verklaren waarom de Belgische rentecurve lange tijd erg vlak is gebleven, vooral wanneer we deze vergelijken met de omringende landen.

Bij dit alles zou men bijna vergeten dat België en Luxemburg tot maart 1990 een dubbele wisselmarkt hebben gehad: in- en uitvoerverrichtingen van goederen en diensten (de z.g. lopende verrichtingen) liepen over de officiële markt, kapitaalverrichtingen over de vrije. Met een perfecte scheiding tussen beide markten zouden kapitaalbewegingen niet de minste invloed hebben gehad op de officiële frank. Dit was echter niet het geval. Heel wat financiële verrichtingen werden immers afgehandeld op de officiële markt, volledig in overeenstemming met de wisselrelementering overigens. Omgekeerd konden sommige lopende ontvangsten van vreemde valuta's naar keuze worden omgezet op een van beide deelmarkten. Zo werd onder meer een almaar groeiende stroom rente-inkomsten uit buitenlandse beleggingen omgezet op de vrije markt, omdat daar de koersen iets hoger lagen dan op de officiële. Door het bestaan van deze verbin-

dingskanalen, werkten beide deelmarkten als het ware als communicerende vaten en konden kapitaalbewegingen indirect toch de koers van de frank op de officiële markt beïnvloeden.

1990-1991: come-back

Terwijl de almaar toenemende stroom obligatiebeleggingen in vreemde valuta's gedurende de jaren tachtig belette dat de kwalitatieve verbetering van de Belgische economie zich ten volle weerspiegelde in een versteviging van de munt, heeft zich nadien juist het omgekeerde voorgedaan: met de Belgische economie is sinds midden 1990 niets opzienbarends gebeurd, maar toch toonde de frank zich sindsdien bijzonder stevig. Eerst verliet hij moeiteloos zijn traditioneel zwakke positie in het EMS en krom hij op naar zijn spilkoers met de Duitse mark; nadien bleef hij rond deze koers hangen bij een steeds kleiner wordend renteververschil met Duitsland.

De inkrimping van de renteververschillen was er over de hele looptijdenvaaier. Toch blijven de verschillen voor de lange rente aanmerkelijk hoger dan voor de korte. Dit is niet zo verwonderlijk. Het relatieve peil van de korte rente weerspiegelt immers vooral de kwaliteit van de munt, en dus van de economie in haar geheel. Dit is natuurlijk ook zo voor de obligatierente. Maar wetende dat de Belgische obligatiemarkt gedomineerd wordt door één debiteur die diep in de schuld zit, de eigen overheid namelijk, moet de obligatierente ook een minimale risicopremie bevatten. Vanwaar die plotselinge versteviging van de frank? De verklaring ligt bij het effectenverkeer, dat in 1990 plots een overschot is gaan vertonen, iets wat sinds het begin van de statistieken in 1961 nog niet was voorgevallen. Het ligt voor de hand dat de verlaging van de roerende voorheffing op interestinkomsten van 25% tot 10% hiervoor de doorslaggevende factor is geweest. Samen met de relatief hoog blijvende obligatierente, heeft deze maatregel het Bf-sparen opnieuw aantrekkelijker gemaakt. Deze ingreep was dringend nodig geworden. In 1989, bij voorbeeld, was de aanwas van deviezenbeleggingen al haast half zo groot als de toename van alle Bf-spaartegoeden bij de financiële instellingen en op de Belgische kapitaalmarkt samen. In 1990 was er geen verdere aangroei meer van beleggingen in vreemde valuta's en misschien zal dat ook de volgen-

de jaren nog zo blijven: vreemde valuta's hebben nu eenmaal al een tamelijk groot aandeel in de Belgische beleggingsportefeuilles.

Van buitenlandse belangstelling voor Bf-overheidspapier was er in 1990 nog niet veel te merken. Met name de iets grotere kwetsbaarheid van de Belgische economie voor olieprijsstijgingen heeft tijdens de Golfcrisis heel wat potentiële beleggers afschrikt. Maar nadien is er ook hier een spectaculaire doorbraak geweest: de netto-aankoop van overheidspapier door niet-ingezetenen bedroeg tijdens de eerste zes maanden van 1991 Bf 115 miljard, een peil dat nooit eerder werd bereikt. Een aantrekkelijke verwachte opbrengst en een reeks grondige hervormingen zowel op de primaire als op de secundaire markt voor overheidspapier waren de ingrediënten van dit succes. En gezien het geringe aandeel van Bf-overheidspapier in de buitenlandse beleggingsportefeuilles, kan deze toestroom van buitenlandse kapitalen eveneens nog een hele tijd doorgaan.

Nu èn de lopende rekening èn de langlopende kapitaalbalans een overschot vertonen, is de Belgische frank in een ongewoon comfortabele positie terechtgekomen. Kortlopende kapitalen moeten niet langer worden aangetrokken, maar integendeel wegvloeien om een evenwicht op de wisselmarkt te bereiken. Hierdoor kon op de geldmarkt het renteververschil met Duitsland zo snel verdwijnen.

Met een aanhoudend overschot op de lopende rekening en nu ook een groeiend overschot op het effectenverkeer maakt de Belgische frank in de komende jaren een goede kans om tot de sterkste munten van het EMS te blijven behoren. Voorwaarde is dan wel dat de beleidselementen die de come-back hebben mogelijk gemaakt niet worden teruggedraaid.

M. Bex

De auteur is werkzaam bij de stafafdeling Economie en Statistiek van de Kredietbank in Brussel.