

De instabiliteit van het internationale wisselkoersstelsel

DRS. A. F. P. BAKKER — DRS. J. R. PRUNTEL *

Het is ruim tien jaar geleden dat het Bretton Woodsstelsel van vaste wisselkoersen ineenstortte en de wereld overging op een stelsel dat de landen vrijlaat het eigen wisselkoersregime te bepalen. Velerlei varianten werden gekozen, uiteenlopend van een puur zweven tot een vaste koppeling aan een valutamandje en deelname aan een wisselkoersarrangement als het EMS. De ervaringen met dit stelsel van zwevende wisselkoersen zijn niet onverdeeld bevredigend. Grote schommelingen in de wisselkoersen hebben zich voorgedaan, die ten dele de internationale economische instabiliteit sedert het begin van de jaren zeventig weerspiegelen maar deze tegelijkertijd ook bestendigen. In dit artikel gaan de auteurs in op de achtergronden van de grote wisselkoersfluctuaties van de afgelopen jaren en worden wegen aangegeven tot het bereiken van een grotere stabiliteit op de wisselmarkten. Betoogd wordt dat een herstel van binnenlandse niet-inflatoire evenwichtscondities een noodzakelijke voorwaarde is voor het bereiken van wisselkoersstabiliteit. Maar dit is niet voldoende. Daarnaast zal er een grotere wilsovereenstemming tussen de grotere landen moeten komen ten gunste van een versterking van het overleg over de betalingsbalansaanpassing in OECD-verband en van het wisselkoerstoezicht door het IMF.

Het einde van de vaste wisselkoersen

Met de opheffing van de dollarconvertibiliteit in augustus 1971 kwam het einde van het vaste wisselkoersstelsel in zicht. Dit op de goudstandaard gebaseerde stelsel was vastgelopen door de grote reservecreatie in de vorm van dollars als gevolg van de Amerikaanse betalingsbalanstekorten, die in steeds mindere mate gedekt werd door de slinkende goudvoorraad en die de inflatie internationaal aanwakkerde. Daarbij bestond onvoldoende bereidheid de wisselkoersen in geval van fundamentele evenwichtsverstoringen aan te passen. Na een korte periode waarin de valuta's van enkele belangrijke industriële landen gingen zweven, werd een algemene herstructurering van wisselkoersen overeengekomen, de zogenaamde „Smithsonian Agreement”, die evenwel een kort leven was beschoren omdat een verbetering van de Amerikaanse betalingsbalans uitbleef.

De onrust rond de dollar in 1973 bracht een aantal landen ertoe hun dollarinterventies opnieuw stop te zetten, waarmee de overgang naar een stelsel van zwevende wisselkoersen een feit was. De internationale economische problemen werden verscherpt door de eind 1973 uitgebroken oliecrisis. Daardoor leden pogingen om het geldstelsel alsnog te hervormen in de richting van vaste maar aanpasbare wisselkoersen schipbreuk. De in de praktijk gegroeide „hervorming” van het internationale monetaire stelsel, die erop neerkwam dat de landen vrij waren in de keuze van het wisselkoersregime, werd uiteindelijk in 1976 gelegaliseerd op de vergadering van het IMF in Jamaica. Daarbij werd vastgesteld dat het IMF toezicht zou uitoefenen op een „stabiel stelsel van wisselkoersen” (dus niet een „stelsel” van stabiele wisselkoersen”¹).

Wisselkoersontwikkelingen 1973–1983

Het wisselkoersstelsel is evenwel sedert 1973 niet bijzonder stabiel geweest. Ook is niet gebleken dat de omvang van de wisselkoersfluctuaties afnam naarmate de marktparticipanten meer vertrouwd raakten met het nieuwe stelsel, zoals voorstanders van zwevende wisselkoersen meenden. De koersschommelingen lijken na

de tweede oliecrisis eerder te zijn toegenomen. Dit geldt in het bijzonder voor de wisselkoersverhoudingen van de belangrijkste valuta's: de dollar, de yen, de Duitse mark en het pond sterling. Zo bereikte, na een allengs versnellende verzwakking van de dollar vanaf eind 1973, de Dm-dollar koers een dieptepunt van Dm 1,70 in begin 1980, om in de zomer van 1981 alweer Dm 2,55 te noteren: een dollarappreciatie van maar liefst 50% in anderhalf jaar. De yen-dollar koers werd nog lang na 1973 op 300 yen gehouden, maar vertoende vanaf 1977 grote uitslagen: van 175 yen in oktober 1978 naar 260 in april 1980, en vervolgens weer van 200 yen in januari 1981 naar 280 in oktober 1982. Ook voor de sterlingkoers gelden dergelijke ver uiteenliggende koersposities.

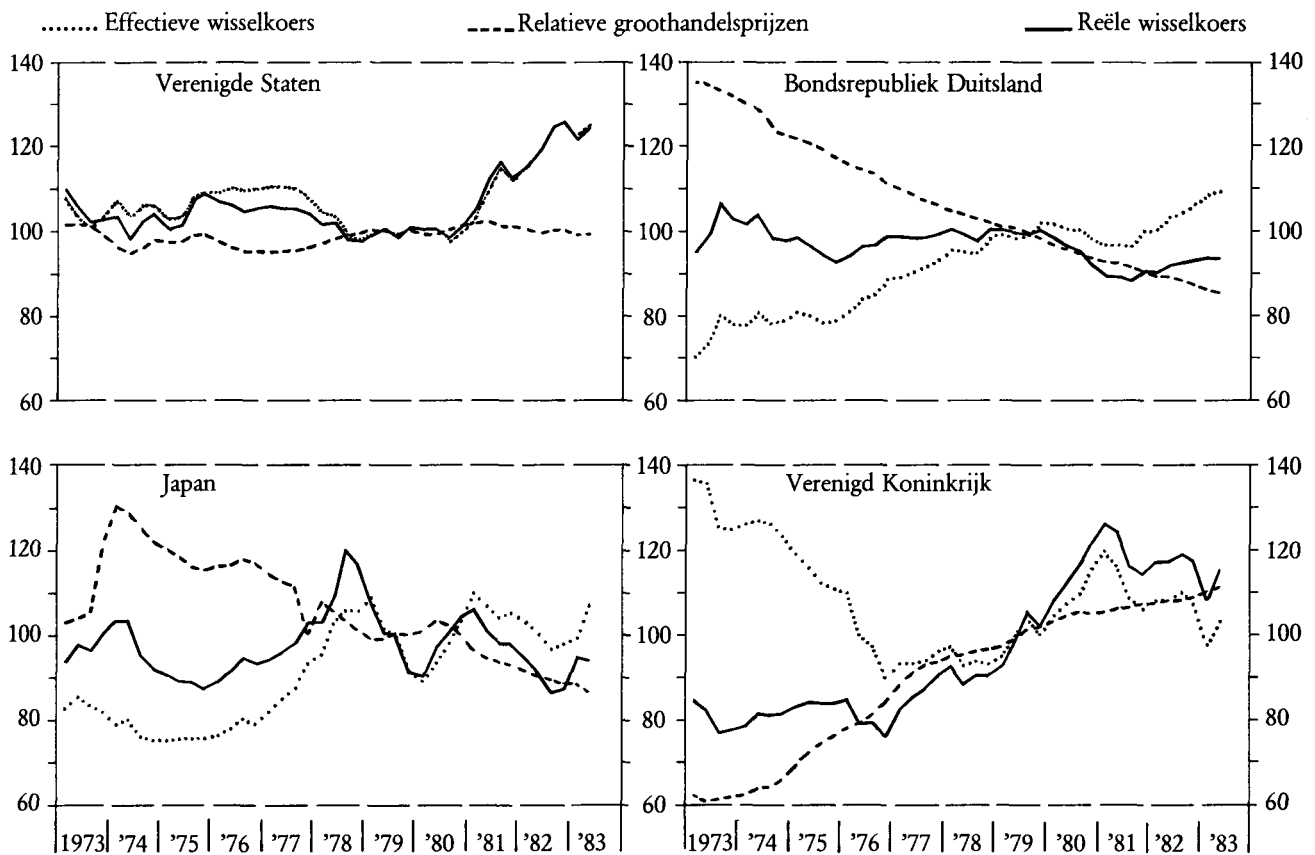
Deze bilaterale voorbeelden weerspiegelen voor een deel het wel en wee van de Amerikaanse dollar. Voor een beoordeling van de economische gevolgen van wisselkoersmutaties is echter vooral de ontwikkeling van de effectieve koers van belang, dat is de naar het handelspatroon gewogen som van de bilaterale wisselkoersverhoudingen met de voornaamste handelspartners. Deze zijn voor de hier beschouwde valuta's in de figuur weergegeven door de stippellijn. De nominale effectieve koersen van dollar, yen en sterling vertonen zeer geprononceerde fluctuaties en een over de gehele periode gezien onregelmatig verloop. Opvallend is echter dat de effectieve koers van de Duitse mark een stabiel verloop heeft met lichte schommelingen rond een trendmatige effectieve appreciatie. Zulks weerspiegelt enerzijds de politiek van enkele belangrijke handelspartners die een stabiele wisselkoersverhouding tot de mark nastreven, en anderzijds de herhaalde devaluaties van enkele zwakke EMS-valuta's die sedert 1979 per saldo de verzwakking van de mark ten opzichte van de dollar ruimschoots compenseerden.

De wisselkoersbewegingen worden in theorie voor een deel be-

* De auteurs zijn als adjunct-chef resp. econoom werkzaam bij de Afdeling Internationale Zaken van De Nederlandsche Bank. Zij geven in dit artikel hun persoonlijke opvattingen weer.

1) Zie hierover T. de Vries, Jamaica or the non-reform of the international monetary system, *Foreign Affairs*, april 1976, en A. M. Dierick, Vijf jaar „hervorming” van het internationale geldstelsel, *Maandschrift Economie*, augustus 1976.

Figuur. Nominaal en reëel effectief wisselkoersverloop (1979 = 100)



Toelichting: De effectieve wisselkoersontwikkeling en de relatieve groothandelsprijsstijging zijn berekend als de mutaties t.o.v. het naar handelspatroon gewogen gemiddelde bij de voornaamste industriële landen. Te zamen bepalen zij de reële, dat is voor de relatieve prijsbewegingen gecorrigeerde, effectieve wisselkoersbeweging.

paald door de onderlinge inflatieverschillen. Bezien we echter het reële, d.i. het voor relatieve prijsbewegingen gecorrigeerde, effectieve wisselkoersverloop (de ononderbroken lijn in de figuur), dan wordt duidelijk dat zich evenzeer belangrijke fluctuaties hebben voorgedaan. Voor de Verenigde Staten lopen de omvangrijke mutaties in reële en nominale effectieve wisselkoersen betrekkelijk parallel. Ook in het Japanse geval zijn de schommelingen in de reële wisselkoers geprononceerd. In het Verenigd Koninkrijk werd een aanvankelijk sterk uit de pas lopende inflatievoet grotendeels gecompenseerd door effectieve depreciatie. Nadien deed zich evenwel een reële appreciatie van de sterlingkoers voor, van het dieptepunt in 1976 tot het hoogtepunt in 1981 van niet minder dan 65%; daarop volgde weer een reële depreciatie met 10%. Opvallend is wederom dat de Duitse reële wisselkoers een verhoudingsgewijs stabiel verloop toont: de relatief lage inflatievoet werd min of meer gecompenseerd door de gesignaleerde trendmatige nominale appreciatie. Ten opzichte van 1979 is zelfs sprake van een lichte reële depreciatie.

Nederland profiteert via zijn band met de Duitse mark in het EMS van aanzienlijk stabilere concurrentieverhoudingen op binnen- en buitenlandse markten dan landen als het Verenigd Koninkrijk, Japan en de Verenigde Staten. Dit geldt ook voor de andere EMS-partners, zij het in mindere mate omdat de economische ontwikkeling nog aanzienlijk divergeert van die in Duitsland. De koersherstellingen van hun munten binnen het EMS bedroegen aanvankelijk niet meer dan 5%. Maar bij de vier herschikkingen sedert najaar 1981 werden bij een toenemende instabiliteit op de Europese valutamarkten onderlinge aanpassingen van telkens meer dan 8% overeengekomen. Ook landen die hun wisselkoers koppelden aan een sleutelvaluta of een valutamandje voerden steeds vaker devaluaties door, die dikwijls in de dubbele cijfers liepen.

Niet alleen de grote wisselkoersfluctuaties over de wat langere termijn baren zorgen, maar ook de schommelingen in de koersvorming van dag tot dag. Zo was bij voorbeeld de gemiddelde dag-

fluctuatie van de dollar-guldenkoers in 1981 ruim 0,7%, waarbij op 62 werkdagen de koers meer dan 1% afweek van de een dag tevoren bereikte notering. In de eerste maanden van dit jaar bedroegen deze cijfers in een stabielere marktsituatie nog altijd 0,4% en 21 werkdagen op jaarbasis. Dergelijke dagelijkse fluctuaties zijn in het geval van de Zwitserse frank en de yen nog aanzienlijk groter geweest.

Oorzaken van wisselkoersfluctuaties

De wisselkoersvorming op de valutamarkten wordt in belangrijke mate bepaald door de lopende transacties uit hoofde van het handels- en dienstenverkeer. Daarnaast zijn, met de toegenomen liberalisering van het kapitaalverkeer, de valutamarkten steeds meer gelijkennis gaan vertonen met financiële markten. De bereidheid om een bepaalde valuta aan te houden hangt dan mede af van het verwachte rendement in verhouding tot dat op andere valuta's. Dit verwachte rendement bestaat uit de som van het feitelijke geboden rendement op activa in die valuta, de verwachte procentuele mutatie in de koers van de effecten waarin is belegd, op haar beurt ten dele bepaald door de verwachte rente-ontwikkeling, en de verwachte procentuele wisselkoersmutatie. De contante wisselkoers houdt derhalve mede verband met verwachtingen omtrent de toekomstige wisselkoers. Veranderen deze, dan gaan de verwachte rendementen op de verschillende valuta's bij gegeven renten immers uiteenlopen. Dit leidt tot netto vraag of aanbod van diverse valuta's, waardoor de contante koersen veranderen. Verwachtingen worden herzien op grond van feitelijke en geanticiperde veranderingen in betalingsbalansposities, beleidswijzigingen of economische mee- en tegenvallers. Ook gebeurtenissen van niet-economische aard, maar veelal wel met mogelijke economische implicaties, zoals verkiezingsuitslagen en internationale spanningen, doen hun invloed gelden.

Een eenmaal op gang gekomen wisselkoersbeweging kan zich zelf versterken doordat marktparticipanten er op speculeren dat deze

nog even zal voortduren („bandwagon”-effecten). Wisselkoersbewegingen neigen daarbij vaak groter te zijn dan nodig is voor het bereiken van een evenwichtspositie op langere termijn („overshooting”), omdat aanpassingen op financiële markten zich sneller uittrekken dan op goederenmarkten 2).

Anderzijds kunnen de autoriteiten door hun rentepolitiek tot op zekere hoogte de contante-wisselkoersbeweging beïnvloeden. Zo kan een tendens tot appreciatie worden afgeremd door renteverlaging, die dan een teken van sterkte van de betrokken munt is. Bij afwezigheid van appreciatieverwachtingen zal een door beleidsverruiming veroorzaakte rentedaling echter depreciatie in de hand werken, dus een bron van zwakte voor de munt zijn. Depreciatie leidt vervolgens echter veelal tot rentestijging, mogelijk zelfs tot boven het oorspronkelijke niveau, doordat al gauw de verwachting van verdere depreciatie ontstaat. Het is derhalve zaak internationale renteversillen in samenhang met wisselkoersverwachtingen te bezien. Te zamen zijn deze goeddeels bepalend voor bewegingen in contante koersen op korte termijn. Meer trendmatige koersbewegingen zijn evenwel veeleer afhankelijk van ontwikkelingen in de betalingsbalansposities van de verschillende landen, met name die op de lopende rekening.

Voor een achttal landen wordt in de tabel een kwalitatieve indicatie gegeven van drie belangrijke factoren voor de betalingsbalansaanpassing op de lopende rekening. De groeimarge, die een indruk geeft van de ontwikkeling van de relatieve conjuncturele positie van een land, is het verschil tussen de volumegroei van de binnenlandse bestedingen en het met bilaterale handelsgewichten gewogen gemiddelde groeitempo bij de andere industriële landen. Relatief snelle groei zou op zich leiden tot een verslechtering van de lopende rekening en wordt daarom door een minteken weergegeven (relatief trage groei door een plusteken). Wijzigingen in concurrentieposities zijn benaderd door de reële effectieve wisselkoersmutaties; een verbetering (verslechtering) van de concurrentiepositie is met een plus (minus) teken (minteken) weergegeven. Wijzigingen in de netto olie-invoerwaarde zijn opgenomen vanwege hun kwantitatieve belang, en geven aan in welke mate landen zijn getroffen door de olieprijsverhoging van 1979/1980, en welke voortgang zij sindsdien hebben geboekt bij het verminderen van de olie-invoer. Ten slotte is de wijziging in het saldo op lopende rekening zelf opgenomen.

Conjunctuurverschillen en belangrijke veranderingen in de waarde van de olie-invoer blijken aanvankelijk het effect van wijzigingen in concurrentieposities, dat pas met vertraging optreedt, te overheersen. Reële wisselkoersmutaties hebben in eerste instantie zelfs een invers effect door de ermee gepaard gaande ruilvoetverandering (het zogenaamde J-curve-effect). Pas na verloop van tijd, als de invloed van de verandering in concurrentiepositie op in- en uitvoervolumina het ruilvoeteffect gaat overheersen, reageert de lopende rekening op „normale” wijze.

Los daarvan blijkt het reële wisselkoersverloop een gebrekkige indicator van de concurrentiepositie te zijn, en is het verband met de ontwikkeling van de lopende rekening complex. Niet-prijsfactoren en fundamentele betalingsbalanspositieverschuivingen spelen ook een grote rol. Zo dient de aan het eind van de jaren zeventig opgetreden omvangrijke reële appreciatie van het pond sterling in verband gebracht te worden met de opkomst van het Verenigd Koninkrijk als olieproducent en met het beginnend herstel van stabiliteitscondities in de Britse economie. Ook voor de Amerikaanse dollar geldt dat, volgend op de in de afgelopen jaren opgetreden fundamentele versterking van enkele deelbalansen (energie, landbouw, diensten), de reële appreciatie (met 25% sedert eind 1980) eerder wijst op de kracht van de Amerikaanse economie dan dat zij zelfstandig een achteruitgang van de lopende rekening inluidt. Daar kwam bij dat de dollar een toevluchtshaven bood toen de internationale spanningen uit hoofde van de schuldenproblematiek van de ontwikkelingslanden sterk waren opgelopen, terwijl ook de langdurig relatief hoge Amerikaanse rente de dollar ondersteunde. Overigens zal het huidige hoge Amerikaanse groeitempo wel een conjuncturele verslechtering van de lopende rekening tot gevolg hebben, en daarmee wellicht een verzwakking van de dollar.

Naast de fundamentele factoren die hun invloed op de wisselkoersen doen gelden, kunnen onder het stelsel van zwevende wisselkoersen immers ook conjuncturele betalingsbalansmutaties de wisselkoersen in beweging brengen. Dit geldt vooral indien zij samenhangen met onevenwichtigheden in het gevoerde macro-economische beleid. Zo heeft bij voorbeeld het combineren van een ex-

pansief budgettair beleid met een meegevend monetair beleid in Frankrijk in de afgelopen twee jaren geleid tot een verslechtering van de lopende rekening terwijl het gezamenlijke OECD-saldo juist verbeterde. Bovendien bleef de inflatie anders dan elders op een hoog niveau, waardoor de concurrentiepositie dreigde te worden geërodeerd. Het ruime monetaire beleid zorgde vervolgens niet voor een tegenkracht tegen het externe lopende tekort, maar hielp kapitaaluitvoer in stand. In deze omstandigheden van fundamentele en conjuncturele positieverslechtering kon een belangrijke waardevermindering van de Franse frank niet uitblijven.

De gevolgen van wisselkoersinstabiliteit

De directe gevolgen van de grote fluctuaties onder het stelsel van zwevende wisselkoersen op de wereldhandel en de economische groei laten zich bijzonder moeilijk kwantificeren. Instabiliteit is op zich niet wenselijk omdat het de kosten van de internationale handel verhoogt door een vergroting van het risico van ongedekte handelscontracten en een mogelijke toename van de dekkingskosten op de termijnmarkt. Enige remmende invloed van labiele wisselkoersen op de handel lijkt derhalve waarschijnlijk. Ernstiger is dat bij over langere termijn aanhoudende afwijkingen van wisselkoersen van hun evenwichtswaarde het prijsmechanisme niet meer goed functioneert: de allocatie van productiefactoren, in zonderheid van bedrijfsinvesteringen, kan in een ongewenste richting worden beïnvloed. Daar komt bij dat het weerstandsvermogen van de industrie in de Westerse wereld door de ongunstige winst- en vermogenspositie zo sterk is aangetast dat grote mutaties in de internationale concurrentieverhoudingen soms niet goed kunnen worden opgevangen. Dit versterkt de roep om protectionisme die toch al door de laagconjunctuur aan kracht had gewonnen.

Wat betreft de gevolgen voor de inflatie van het huidige wisselkoersstelsel is een genuanceerd oordeel op zijn plaats. Onder vaste wisselkoersen konden inflatoire impulsen die in belangrijke landen optraden zich algemeen voortplanten. Maar bij een stelsel van zwevende wisselkoersen kunnen landen met een goede binnenlandse kostenbeheersing zich daar beter tegen afschermen. Een sprekend voorbeeld is Duitsland waar de gemiddelde stijging van de consumptieprijzen in de jaren zestig slechts in geringe mate onder het OECD-gemiddelde lag, maar nadien nauwelijks de helft van dat gemiddelde bedroeg. Voor Nederland geldt dat onder het vaste wisselkoersregime de inflatie 30% boven en onder het zwevende regime 30% beneden het OECD-gemiddelde ligt. Deze landen bleken in staat een zogenaamde „virtuous circle” in stand te houden van binnenlandse kostenbeheersing, nominale appreciatie, relatieve invoerprijsdaling en lage prijsinflatie. Daarentegen werden andere landen, zoals Italië en voorheen het Verenigd Koninkrijk, geconfronteerd met hardnekkige depreciatie-inflatiespiralen („vicious circles”), met name als krachtige indexatiemechanismen werkzaam zijn. De terugkeer naar economische stabiliteit in deze landen is veelal een moeizaam en pijnlijk proces, maar biedt, zoals de Britse ervaringen steeds duidelijker maken, uiteindelijk de meeste kans op duurzaam herstel van de groei.

Wisselkoersinstabiliteit en de geringe houvast die zowel praktijk als theorie bieden bij het voorspellen van toekomstige wisselkoersbewegingen brengen niet alleen een onzeker ondernemersklimaat met zich. Evenzeer bemoeilijken zij voor de autoriteiten de beleidsvoering en de internationale coördinatie daarvan. Het stelsel van zwevende wisselkoersen heeft immers, anders dan wat de voorstanders ervan verwachtten, geen grotere autonomie verleend aan het binnenlandse economische beleid. Dit blijkt het duidelijkst uit het optreden van „vicious circles”. Is eenmaal door een minder solide beleid een neerwaartse wisselkoersbeweging in gang gezet, dan blijkt deze veelal slechts te stuiten door een drastische beleidsomgeving die vaak wordt bemoeilijkt door de inflatoire gevolgen van de reeds opgetreden depreciatie. De wisselkoers van een land fungeert immers thans in belangrijke mate als indicator van het vertrouwen dat de internationale financiële gemeenschap stelt in het gevoerde be-

2) Zie hiervoor R. Dornbusch, Expectations and exchange rate dynamics, *Journal of Political Economy*, december 1976. Voor een afwijkend oordeel, T. D. Willett, The causes and effects of exchange rate volatility, in: J. S. Dreyer (red.), *The international monetary system. A time of turbulence*, Washington, 1982.

leid, kortom als indicator van de „standing” van het land. Wisselkoersbewegingen die in de hand worden gewerkt door krachten van marktpsychologische aard krijgen dan vaak een zelfbevestigend karakter.

Overigens kan een dergelijke beperking van de beleidsautonomie evenzeer gelden voor overschotlanden. Een voorbeeld daarvan is Japan. In de tweede helft van 1982 was de koers van de yen, beoordeeld naar de internationale koopkrachtverhoudingen, bijzonder laag, hetgeen voor een deel samenhangt met tegenvallende lopende-rekeninguitkomsten. Dit laatste werd evenwel mede veroorzaakt door de afweermaatregelen die Westerse landen troffen tegen Japanse exportproducten die op hun beurt goedkoop waren door de lage yenkoers. Een dergelijke zelfbevestigende koersontwikkeling belemmerde niet alleen het internationale handelsklimaat, maar beperkte tevens de Japanse manoeuvreerruimte voor het binnenlandse beleid. Uit een oogpunt van binnenlandse conjunctuur was namelijk rentedaling zeer gewenst — de reële lange rente bedroeg 6% —, maar het gevaar werd te groot geacht dat zulks, zolang de Amerikaanse rente hoog bleef, verdere yendepriciatie en daarmee verscherping van de protectionistische maatregelen tot gevolg zou hebben.

Daarbij komen de nadelen van grote wisselkoersfluctuaties voor landen die voor hun betalingsbalansfinanciering, en soms zelfs voor hun begrotingsfinanciering, een beroep hebben gedaan op de internationale kapitaalmarkten. Dit geldt in het bijzonder voor de ontwikkelingslanden die hun schuldendienst, luidend in harde dollars tegen een hoge rentevoet, onverwacht snel zagen oplopen. In zulke onzekere omstandigheden wordt de ontwikkelingsplanning bijzonder moeilijk. Maar ook de externe schuld van enkele industrielanden liep mede onder invloed van wisselkoersbewegingen snel op. Een voorbeeld is Zweden, dat zelf omvangrijke reële devaluaties doorvoerde en mede daardoor de externe schuld vergroot zag van 9½% van het bruto nationale product in 1980 tot maar liefst 22¼% in 1982. Tegenover het concurrentievoordeel dat Zweden behaalde staat dus een grotere belasting van de betalingsbalans door de toegenomen schuldendienst. Dit maakt de noodzakelijke aanpassingsinspanning des te zwaarder.

Hiermee komt dan tevens de belangrijkste vraag aan de orde ter beoordeling van het stelsel van zwevende wisselkoersen, namelijk de vraag naar de effectiviteit van de wisselkoers als instrument voor de betalingsbalansaanpassing. Voorop dient wel te worden gesteld dat het onwaarschijnlijk is dat de grote onevenwichtigheden van de afgelopen tien jaar hadden kunnen worden opgevangen in een stelsel van vaste wisselkoersen. Anderzijds brachten de grote wisselkoersfluctuaties van de afgelopen jaren vaak meer problemen dan aanpassing met zich. Voor een deel vloeit dit voort uit de te geringe bereidheid van autoriteiten om de wisselkoersontwikkeling te beschouwen als een graadmeter voor de noodzaak interne beleidsaanpassingen door te voeren. Momenteel schiet met name in de Verenigde Staten de beleidsaandacht voor de externe implicaties van het gevoerde binnenlandse beleid te kort, maar ook in andere landen is dit vaak het geval geweest. Meer in het algemeen bleek, zoals eerder betoogd, dat het inzetten van het wisselkoersinstrument voor een herstel van betalingsbalansenveelal veelal minder effectief is dan zulks te bereiken door binnenlandse inkomens- en prijsstabilisatie.

Naar stabielere wisselkoersen

De vraag kan worden gesteld in hoeverre de autoriteiten rechtstreeks, dat is door het interventiebeleid, een grotere beheersing van de wisselkoersontwikkelingen zouden moeten nastreven. Men zou immers kunnen beweren dat de partijen op de valutamarkt zelf het beste kunnen uitmaken wat op een gegeven moment de „juiste” wisselkoersen zijn, of althans dat de autoriteiten dat niet beter kunnen. Uit verschijnselen als „overshooting” blijkt dat de markten echter niet steeds koersen tot stand brengen die verenigbaar zijn met houdbare betalingsbalansposities. Zelfs al zouden de marktpartijen weten wat de lange-termijnevenwichtskoers is, dan nog kan niet worden verwacht dat zij door stabiliserende speculatie deze koers tot stand zullen brengen. De risico's van speculatie op een koers die betrekkelijk ver in de toekomst ligt, zijn namelijk te groot: in de tussentijd kan door wijzigingen van economisch beleid of andere exogene invloeden de evenwichtskoers veranderen. De autoriteiten verkeren in een wezenlijk andere positie, omdat zij hun eigen beleid kun-

Tabel. Indicatoren voor de betalingsbalansaanpassing

		Groei-marge	Reële wisselkoers-mutatie	Mutatie netto olie-invoerwaarde	Mutatie saldo lopende rekening
Verenigde Staten	1979	+	0	—	+
	1980	+	0	—	0
	1981	—	—	0	0
	1982	0	—	+	—
Japan	1979	—	+	—	—
	1980	0	0	—	0
	1981	+	—	0	+
	1982	—	+	0	0
Bondsrepubliek Duitsland	1979	—	0	—	—
	1980	0	+	—	—
	1981	+	+	0	+
	1982	+	—	0	+
Verenigd Koninkrijk	1979	0	—	+	—
	1980	+	—	+	+
	1981	+	—	+	+
	1982	—	+	+	—
Frankrijk	1979	0	—	0	—
	1980	0	—	—	—
	1981	—	0	0	0
	1982	—	+	+	—
Nederland	1979	+	+	—	0
	1980	+	+	—	0
	1981	+	+	0	+
	1982	0	—	+	0
BLEU	1979	+	+	0	—
	1980	—	+	—	—
	1981	0	+	—	0
	1982	+	+	+	+
Zweden	1979	—	—	—	—
	1980	—	0	0	—
	1981	+	0	0	+
	1982	+	+	0	—

Toelichting: + = verbetering, — = verslechtering van de lopende rekening. De groei-marge is berekend als het verschil van de volumegroei van de binnenlandse bestedingen (incl. voorraadmutaties) met het naar handelspatroon gewogen gemiddelde daarvan bij de voornaamste industriële landen. Een groei-marge groter dan 0,5% (kleiner dan —0,5%) is vanwege het te verwachten negatieve (positieve) effect op de lopende rekening door een minteken (plusteken) weergegeven: voor Japan, dat een structureel relatief hoog groeitempo kent, zijn deze marges evenwel op 3 resp. 1% gesteld. Analooft is een reële wisselkoersstijging (-daling) met 2% of meer met een minteken (plusteken) aangeduid, evenals een toename (afname) van de netto olie-invoerwaarde groter dan 0,5% van het bnp. Ten slotte is een gerealiseerde verbetering (verslechtering) van het saldo op lopende rekening met 0,5% van het bnp of meer door een plusteken (minteken) weergegeven. Marges en wijzigingen binnen deze grenzen zijn als neutraal aangemerkt.

nen afstemmen op handhaving van een als evenwichtig beoordeelde wisselkoers.

Interventies sorteren eerst dan effect ten gunste van wisselkoersstabilisatie als het beleid gericht is op herstel van economische evenwichtscondities in de prijs-, begrotings- en monetaire sfeer, en aldus tevens bijdraagt aan stabilisatie van verwachtingen. In de internationale context is het vervolgens dienstig dat de autoriteiten door overleg in OESO-verband het eens worden over internationaal consistente doelstellingen voor houdbare betalingsbalanssaldo's en over een bijpassende hantering van beleidsinstrumenten. Betalingsbalanssaldo's zijn immers bepalend voor de meer trendmatige wisselkoersbewegingen. Daarbij is van belang dat overeenstemming bestaat over de termijn waarin betalingsbalansaanpassing zich dient te voltrekken en over de wijze waarop financiering van de betalingsbalanssaldo's plaatsvindt. Als het bereiken van een betalingsbalansdoelstelling te hoge kosten in termen van interne doelstellingen met zich zou brengen, met name in het geval van een fundamentele positiewijziging, is een wisselkoersaanpassing in beginsel gerechtvaardigd mits begeleid door passende maatregelen. Een grote mate van kwantitatieve precisie is in dit alles niet goed mogelijk. Veeleer zullen dergelijke doelstellingen een globaal karakter hebben, in de vorm van uiterste waarden voor het wenselijke saldo op de lopende rekening. Maar indien een uiterste waarde dreigt te worden overschreden, zou het beleid dan ook daadwerkelijk moeten worden aangepast.

Als instrumenten voor het bereiken van wenselijke saldo's op de lopende rekening komen met name het begrotings-, monetaire en inkomensbeleid in aanmerking. Als algemene richtlijn kan gelden dat te grote conjuncturele overschot- of tekortposities zoveel mogelijk door aanpassing van het relatieve groeitempo moeten worden voorkomen, dan wel geëlimineerd. De ambities moeten wat dit betreft echter niet te hoog worden gesteld. Pogingen tot „fine tuning”

van het groeitempo zijn in het verleden immers niet erg succesvol gebleken, maar hebben veeleer bijgedragen tot het ontstaan van structurele (begrotings) problemen. In de praktijk komt het er dan ook op neer dat al te grote afwijkingen van het groeitempo van het binnenlandse-bestedingsvolume van dat bij de handelspartners vermeden moeten worden.

Een tweede algemene richtlijn voor de betalingsbalansaanpassing is dat landen die een groter dan gewenst tekort hebben hun prijs- en kostenniveau ten opzichte van het buitenland verlagen ten einde hun concurrentiepositie te verbeteren. Hiertoe kunnen het monetaire en het inkomensbeleid worden ingezet. In de mate waarin deze instrumenten de binnenlandse bestedingen beïnvloeden, is ook daarmee de betalingsbalansaanpassing gediend. Het monetaire beleid kan daarbij, veelal tegelijkertijd, bij het lopende saldo passen de particuliere kapitaalstromen tot stand brengen. Daartoe dient het monetaire beleid in geval van een tekort op de lopende rekening gericht te worden op beheersing van de binnenlandse liquiditeitscreatie op zodanige wijze dat de liquiditeitsafvloeiing via het lopende tekort niet volledig wordt geaccomodeerd. Het dan optredende verkrapende effect zal bijdragen tot een binnenlandse rentestijging, zodat een binnenkomende kapitaalstroom ter dekking van het tekort op de lopende rekening kan optreden. Aldus kan het monetaire beleid neerwaartse druk op de wisselkoers tegenwerken, en tegelijkertijd de terugdringing van het tekort op de lopende rekening bevorderen. In geval van een groter dan gewenst lopend overschot kan van de daarmee gepaard gaande opwaartse druk op de wisselkoers gebruik worden gemaakt om de rente te verlagen. Zowel de kapitaaluitvoer als de eliminatie van het lopend overschot worden dan bevorderd.

Het interventiebeleid kan gelden als een bijzondere vorm van monetair beleid. De landen van de Groep van Zeven besloten tijdens hun topconferentie te Versailles in 1982 een studie naar dit onderwerp te laten uitvoeren, waarvan de resultaten besproken zijn op de top in Williamsburg 3). Interventies kunnen een effectief instrument zijn, vooral indien het verkrapende effect ervan op de geldmarktliquiditeit niet wordt gecompenseerd door andere monetaire beleidsmaatregelen, of, anders gezegd, indien ze niet gesteriliseerd worden. Meer in het algemeen concludeert de studie dat interventies effectiever zijn als ze gepaard gaan met binnenlandse aanpassingsmaatregelen. Indien dat niet het geval is, kunnen interventies zelfs contraproductief zijn, doordat zij dan onrust wekken in de valutamarkten en het vertrouwen in de betrokken munt ondergraven. De zeven grote landen zijn het er over eens dat interventies een nuttige rol kunnen vervullen bij het beperken van de koersschommelingen van dag tot dag, vooral indien zij worden gecoördineerd tussen de betrokken centrale banken; tot beïnvloeding van fundamentele wisselkoersbewegingen zijn zij echter minder geschikt gebleken. De beperkte rol die interventies kunnen spelen, blijkt ook uit het minimale effect op de dollarkoers van de enorme netto interventies die de overige industrielanden uitvoerden: ca. \$100 mrd. vanaf begin 1980.

In feite zijn we nog ver af van een algemene aanvaarding van de internationale spelregels, zoals hierboven geschetst, voor betalingsbalansaanpassing en wisselkoersstabilisering. Dit geldt niet alleen voor landen die hun valuta vrij laten zwenken, maar ook voor de deelnemers aan het EMS. Er was daar de afgelopen jaren nog onvoldoende sprake van een convergerende economische ontwikkeling. Daarnaast werd in de tekortlanden het monetaire beleid in het algemeen te weinig voor externe doeleinden ingezet. Daardoor kon ook met de soms omvangrijke, maar gesteriliseerde interventies geen effectieve steun aan de munten van deze landen worden verleend, en werden regelmatige koersschommelingen onontkoombaar.

De rol van de internationale organisaties

Een gedeelde ervaring van beleidsvoerders is dat de internationale fora voor overleg over het internationale monetaire stelsel in OECD- en IMF-kader gebrekkiger lijken te functioneren dan in de jaren zestig. In werkgroepen van de OECD kon men het destijds nog eens worden over de belangrijke aanbevelingen om tot een internationale coördinatie van het betalingsaanpassingsproces te geraken a), hoewel deze niet bij machte bleken het Bretton Woodsstelsel te redden. Maar in de jaren zeventig is die coördinatie in het slop geraakt omdat de landen door de grote economische problemen niet bij machte bleken zelfs maar de binnenlandse ontwikkelingen te beheersen. Herhaaldelijk is, ook van Nederlandse zijde, gepleit voor

een versterking van het wisselkoerstoezicht door het Internationale Monetaire Fonds 5). Dit toezicht zou zich in de Nederlandse gedachtegang vooral moeten richten op de ontwikkeling van de nominale (effectieve) wisselkoersen. In sommige kringen wordt evenwel gepleit een stabilisering van de reële wisselkoersen na te streven, waarbij inflatiedivergenties worden gecompenseerd door tijdige wisselkoersaanpassingen 6). Een dergelijke situatie kan echter bezwaarlijk als stabiel worden aangemerkt omdat het geen tegenkracht zou bieden aan inflatie-devaluatiespiralen en periodiek gepaard zou gaan met grote spanningen op de valutamarkten.

Een versterking van het wisselkoerstoezicht door het IMF zou kunnen inhouden dat de Fondsstaf bij grote of frequente wisselkoersmutaties een onderzoek instelt met het oogmerk de bijdrage ervan aan de betalingsbalansaanpassing vast te stellen. De bewijslast zou dan bij het betrokken land liggen om aan te tonen dat het wisselkoersbeleid in de goede richting uitwerkt. Van belang is daarbij met name de vraag of het begeleidende beleid gericht is op een terugkeer naar stabielere economische condities en daarmee uitzicht biedt op wisselkoersstabiliteit, en of geen ongerechtvaardigd concurrentievoordeel is verkregen. Zulks vereist een stelsel van gedragsregels, zoals hierboven behandeld, en de politieke wil van de internationale gemeenschap zich te onderwerpen aan toetsing aan deze regels. Hoewel deze bereidheid thans in onvoldoende mate aanwezig is, lijkt een toenadering zich enigszins af te tekenen nu het besef van de economische kosten van wisselkoersinstabiliteit groeiende is 7). De noodzaak van politieke wilsovereenstemming is des te klemmender omdat het IMF nauwelijks sancties ten dienste staan indien het van oordeel zou zijn dat een land een onjuist wisselkoersbeleid voert. In uiterste gevallen zou publikatie van het stafoordeel over het in een land gevoerde wisselkoersbeleid mogelijk moeten zijn, waarbij het prestige van het IMF de binnen- en buitenlandse druk tot beleidswijziging zou kunnen versterken.

De gedachte is wel geopperd om wisselkoersstabiliteit te bevorderen door het nastreven van doelzones voor de belangrijkste valuta's. Met name wordt daarbij gedacht aan instelling van drie valutablokken, namelijk een dollar-, een yen-, en een met het Verenigd Koninkrijk in het EMS verenigd Europees blok. Een dergelijk stelsel zou echter pas geloofwaardig zijn indien de blokken over en weer interventieverplichtingen zouden aangaan en daarop is voorlopig weinig uitzicht. De financiële markten zouden al snel de neiging hebben de uiterste punten van de doelzones uit te proberen en daarmee de vastberadenheid van de autoriteiten deze te verdedigen. Bovendien is het de vraag op welke koersen de doelzones vastgepind moeten worden: de voorstanders van dergelijke zones zijn doorgaans dezelfde die de huidige wisselkoersstructuur afwijzen. Ten slotte is onzeker of zulke zones houdbaar zijn zonder enigerlei mate van beheersing van het kapitaalverkeer, met name in de korte sfeer. Maar zulk een beheersing zou ingaan tegen de heersende tendens tot verdergaande liberalisering van het kapitaalverkeer en daarnaast moeilijk uitvoerbaar zijn. Wel zouden de uiterste punten van doelzones kunnen worden opgevat als een „trigger” voor internationale consultatie, bij voorbeeld op initiatief van het IMF, bij overschrijding ervan.

Conclusie

De omvangrijke mutaties van nominale en reële wisselkoersen gedurende de afgelopen tien jaren weerspiegelen enerzijds de internationale economische instabiliteit sedert het begin van de jaren zeventig en anderzijds de fundamentele verschuivingen in de economische krachtsverhoudingen die zich in dit tijdsbestek voordeden. Behoudens tijdelijke verschijnselen als „overshooting”, zijn de wisselkoersbewegingen dan ook veeleer een symptoom van onderliggende economische ontwikkelingen dan dat zij zelfstandig voortvloeien uit de werking van het stelsel van zwevende wisselkoersen. Een terugkeer naar een zekere mate van wisselkoersstabiliteit is

3) Voor een samenvatting van deze studie zie *IMF Survey*, 9 mei 1983.

4) *The balance of payments adjustment process*, A report by Working Party No. 3 of the Economic Policy Committee of the OECD, Parijs, 1966.

5) Zie ook De Nederlandsche Bank, *Verslag over het jaar 1982*, blz. 20.

6) Bij voorbeeld Feldstein, voorzitter van de Amerikaanse Council of Economic Advisers, in een artikel in *The Economist*, 11 juni 1983, blz. 91.

7) Zo wordt in de slotverklaring van de topconferentie te Williamsburg stabilisatie van valutamarkten als doelstelling opgevoerd.

wenselijk. Maar wisselkoersstabiliteit kan niet worden gedecre- teerd; zij moet „verdiend” worden door economisch evenwichts- herstel. De grote problemen waarmee een slechts een beperkt aantal valuta's omvattend stelsel als het EMS kampt, tot uiting komend in onbeheerste speculatieve kapitaalbewegingen alsmede frequente en omvangrijke wisselkoersaanpassingen, laten zien dat een meer omvattende stelsel van vaste maar aanpasbare wisselkoersen voors- hands buiten bereik is. De politieke realiteit is thans ook zo dat enkele belangrijke landen, waaronder de Verenigde Staten, zulks niet als haalbaar of zelfs als wenselijk zien.

Het beste dat kan worden bereikt is de groei naar een wisselkoers- systeem dat enerzijds de rigiditeit van het vaste en anderzijds de in- stabiliteit van het zwevende wisselkoersstelsel vermijdt. Herstel van binnenlandse economische evenwichtscondities is een noodzakelij- ke voorwaarde voor stabielere wisselkoersverhoudingen. Daartoe is internationale convergentie naar een laag inflatietempo van groot belang, alsmede het verzekeren van evenwichtige monetaire ont- wikkelingen en overheidsfinanciën. Maar in de praktijk van de eco- nomische beleidsvoering in de verschillende landen is een dergelijke convergentie nog veraf. Daarom zouden tevens enkele discipline- rende elementen die van het vaste wisselkoersstelsel uitgingen, her- steld moeten worden. Met name gaat het er dan om dat de externe repercussies van het gevoerde interne beleid in aanmerking worden genomen, en derhalve dat van betalingsbalans- en wisselkoersont- wikkelingen een corrigerende werking uitgaat op het beleid. Een ze-

kere terughoudendheid in liquiditeitscreatie en kredietexpansie is daarbij noodzakelijk opdat bij betalingsbalansonevenwichtigheden financiële aanpassingsmechanismen in de rente- en monetaire sfeer goed kunnen functioneren. Daardoor kan wisselkoersinstabiliteit, voortvloeiend uit onevenwichtige betalingsbalansposities, op de korte termijn beperkt worden. Voor wisselkoersstabilisatie op de langere termijn kan worden gedacht aan het hanteren van onderling consistente betalingsbalansdoelstellingen, waaraan het beleid in de betrokken landen getoetst kan worden. Overleg hierover zou het beste in het OECD-kader kunnen worden gevoerd. Ook het wissel- koerstoezicht van het IMF zou moeten worden versterkt, bij voor- beeld door het institutionaliseren van internationaal overleg bij be- langrijke wisselkoersmutaties. In het kader van zulk overleg zouden spelregels geformuleerd kunnen worden, waarbij men het eens zou moeten worden over het onderscheid tussen fundamentele factoren die wèl en niet- fundamentele factoren die geen wisselkoersaanpas- sing rechtvaardigen. In het laatste geval dienen andere aanpassings- instrumenten ingezet te worden. De verwachtingen mogen wat dit alles betreft niet te hoog worden gesteld; er is nog een formidabele taak weggelegd op de weg naar stabielere wisselkoersen. Deze zul- len eerst worden bereikt indien het beleid zich laat disciplineren door de geschetste externe vereisten.

Age F. P. Bakker
Jan Rein Pruntel