

De waarschijnlijke herschikking van het EMS

Het zwakke Britse pond is in staat om zijn positie in het EMS te handhaven, maar de Italiaanse lire zal een buiging moeten maken.

Zowel het Britse pond als de Italiaanse lire bewogen zich in de afgelopen maand in de onderste regionen van het EMS.

In de Britse pers werd druk gespeculeerd op een devaluatie van het pond. Vooral na de Duitse discontoverhoging werd de roep om een devaluatie en zelfs om een uittreding uit het EMS, gecombineerd met een renteverlaging, sterker. De Britse economie bevindt zich al twee jaar in een recessie, zodat volgens de Britten een lagere rente (de 'base rate' is nog altijd 10%) gepast zou zijn. Bij de huidige EMS-verhoudingen is dat echter onmogelijk. De mogelijkheid van een devaluatie wordt door premier Major absoluut van de hand gewezen. Sinds de toetreding van het Britse pond tot het EMS is grote vooruitgang geboekt bij het terugdringen van de inflatie en de kans is groot dat dit voordeel door een devaluatie weer grotendeels teniet zou worden gedaan.

Ook de Italiaanse lire heeft te lijden onder de speculatie op een aanstaande devaluatie. De overheidsschuld en het begrotingstekort raken steeds verder van de EMU-doelstellingen verwijderd. De recente aanslagen van de mafia op de rechterlijke macht en de vervolging van een groot aantal industriëlen en politici wegens corruptie doen het toch al wankele vertrouwen van de financiële markten geen goed. Ook in Italië wordt heftig ontkend dat een devaluatie wordt overwogen en werden in de afgelopen maanden veelvuldig het rente- en interventiewapen ingezet om deze ontkenning kracht bij te zetten.

Toch blijft de vraag bestaan of dit vertoon van vastbeslotenheid van Britse en Italiaanse zijde ook in de komende maanden volgehouden zal worden. In dit artikel wordt nagegaan of beide landen in staat en bereid moeten worden geacht hun munt op het huidige niveau te verde-

digen of dat devaluatie uiteindelijk toch de voorkeur zal krijgen.

Pond en lire onder druk

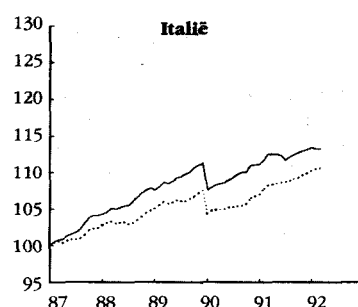
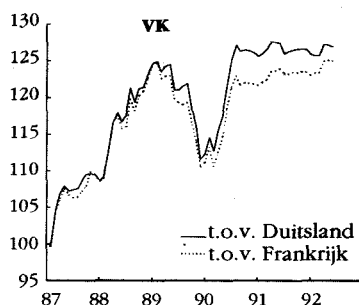
Het Britse pond bevindt zich al sinds het begin van dit jaar in de buurt van de ondergrens van de EMS-band. Vooral de economische recessie en het moeizame opkrabbelen uit die recessie zijn hieraan debet. In het begin van het jaar was er nog hoop op een spoedige verruiming van de zijde van de Bundesbank die door het VK gevolgd zou kunnen worden, maar uiteindelijk zijn de Duitse tarieven alleen maar gestegen. De Britse monetaire autoriteiten hebben steeds alle ruimte van de zes-procentsband gebruikt om hun monetaire beleid zoveel mogelijk te versoepelen, maar dit heeft niet kunnen voorkomen dat de rente zich nog steeds op een hoog niveau bevindt. Inmiddels is de bereidheid bij de Britten om te wachten op een renteverlaging door de Duitse Bundesbank beduidend verminderd. De binnenlandse roep om een devaluatie, met de achterliggende gedachte dat de rente dan omlaag zou kunnen, wordt dan ook groter. Omdat de markten nog niet geheel overtuigd zijn van de Britse discipline ten aanzien van het EMS, is speculatie op een devaluatie van het pond het gevolg.

De lire kwam in juni onder druk te staan door de interne politieke strubelingen, de dreigende 'down grading' van de buitenlandse schuld door Moody's en het Deense 'nee' tegen de EMU. De Banca d'Italia verhoogde de korte tarieven en intervenueerde veelvuldig op de valutamarkten om de positie van de lire te ondersteunen. De installatie van een nieuwe regering, eind juni, kon de speculatie tegen de lire niet wegemen. Begin juli deden sterke geruchten de ronde dat de lire in het weekend van 4 en 5 juli zou worden gedevalueerd. Dit bleef echter uit. Op maandag 6 juli verhoogde de Banca d'Italia het disconto van 12,0 naar 13,0%. Deze maatregel was een signaal aan de financiële markten en gaf inderdaad wat valutarische lucht. Een week later zorgden speculaties over een verdere monetaire verkrapping door de Duitse Bundesbank echter voor nieuwe neerwaartse druk. De Duitse discontoverhoging op 16 juli met 0,75% werd door de Italiaanse centrale bank volledig gevolgd. Een nieuwe mafiemoord op een rechter in het daaropvolgende weekend zorgde echter opnieuw voor een flinke deuk in het vertrouwen van de financiële markten. De beurs van Milaan verloor 5,8% en de lire overschreed de grens van 762 per D-mark. In de rest van de week kon de lire profiteren van de gecoördineerde actie ter ondersteuning van de dollar, waardoor de munt weer wat verder van de ondergrens van het EMS af kwam te liggen.

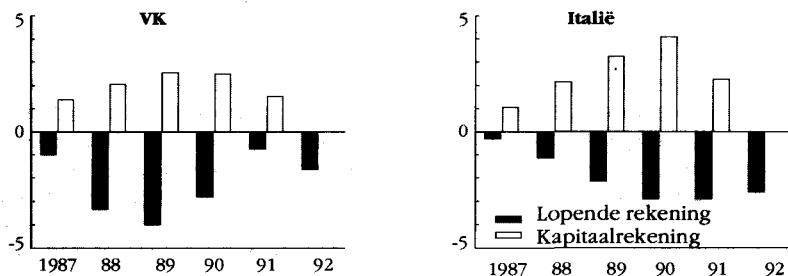
Redenen voor een devaluatie

Een fundamentele reden om te besluiten tot devaluatie van een munt is de notie dat de munt overgewaardeerd is en daarmee de externe positie en de conjunctuur van het land negatief beïnvloedt. Cumulatieve inflatieverschillen, gecorrigeerd voor koersaanpassingen, kunnen een in-

Figuren 1 en 2. Relatief prijspeil van het VK en Italië ten opzichte van Duitsland en Frankrijk (januari 1987 = 100)



Figuren 3 en 4. Lopende rekening en kapitaalrekening van het VK en Italië, in procenten van het bbp



druk geven van de relatieve overwaardering van een munt. In figuur 1 is het prijspeil van het VK ten opzichte van de EMS-landen Frankrijk en Duitsland weergegeven. Tot de toetreding van het pond tot het EMS in oktober 1990 zijn de inflatieverschillen gecorrigeerd voor koersaanpassingen. Uit de figuur blijkt dat het prijspeil in het VK sinds 1987 fors hoger geworden is in vergelijking met Duitsland en Frankrijk. Sinds de toetreding van het pond tot het EMS is het inflatieverschil echter vrijwel tot nul gereduceerd. In juni 1992 bedroeg de prijsstijging ten opzichte van een jaar eerder 3,9%, tegen 4,3% in Duitsland en 3,0% in Frankrijk. Gesteld dat het pond op een 'juiste' koers in het EMS kwam is van een overwaardering van het pond uit hoofde van een inflatieverschil dan ook nauwelijks sprake. De lopende rekening verslechterde in de periode tot en met 1989 (zie figuur 3). Uit een analyse van het marktaandeel van het VK in de import van de EG blijkt echter dat dit eerder aan de oververhitte economie toegeschreven moet worden, die gepaard ging met een forse toename van de import, dan aan een verslechterende concurrentiepositie. Vanaf 1990 is er sprake van een verbetering van de externe positie, maar dit moet vooral aan de recessie en de bijbehorende dalende invoer toegeschreven worden.

Het verminderde vertrouwen in het pond heeft wel geleid tot een afname van het overschot op de kapitaalrekening in 1991 (zie figuur 3). De deviezenreserve zakte in 1989 in als gevolg van het groeiende tekort op de lopende rekening, maar vanaf 1990 is de ontwikkeling weer duidelijk opwaarts gericht (zie figuur 5). Sinds de laatste algemene herschikking binnen het EMS in januari 1987 is het cumulatieve inflatieverschil van Italië ten opzichte van Frankrijk en Duitsland (de belangrijkste han-

delspartners) opgelopen (zie figuur 2; de deels technische devaluatie van januari 1990 is hierin verwerkt). Aangenomen dat de lire in 1987 devalueerde naar de 'juiste' waarde, is er inmiddels sprake van een flinke overwaardering van de munt. Bovendien bedraagt de inflatie in Italië nog altijd 5,5%, zodat dit proces nog niet ten einde is. De overwaardering lijkt zich te hebben vertaald in een verslechterde concurrentiepositie, die blijkt uit een geleidelijke verslechtering van de lopende rekening van de betalingsbalans (zie figuur 4). Maar ook hier spelen conjuncturele factoren een rol. Wel heeft in Italië het wantrouwen in de munt het overschot op de kapitaalrekening wat sneller doen afnemen dan in het VK, hoewel het resterende overschot in procenten van het bbp hoger is (zie figuur 4). In 1992 heeft de negatieve tendens zich overigens voortgezet: in de eerste vier maanden was het overschot op de kapitaalrekening 10.000 mrd. lire lager dan in dezelfde periode van 1991. Het in 1991 ontstane tekort op de betalingsbalans werd opgevangen door de deviezenvoorraad (zie figuur 6). Sinds de tweede helft van 1990 is er sprake van een dalende trend. De laatste waarneming in de figuur betreft mei 1992, toen de deviezenreserve ruim 30% was geslonken ten opzichte van een jaar eerder. Ondanks dat bevindt de deviezenreserve zich bijna

op hetzelfde niveau als de Britse. In juni en juli zal de inkrimping zich echter hebben voortgezet, gezien de interventies die nodig waren om de lire te steunen.

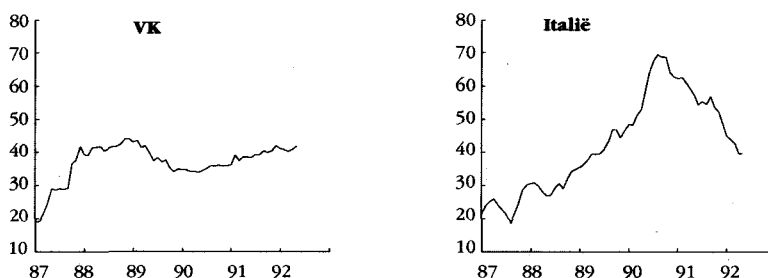
Devaluatievoordelen

De binnenlandse roep om een devaluatie van het Britse pond wordt vooral ingegeven door de gedachte dat een daling van de rente kan worden bereikt. Het is echter niet waarschijnlijk dat dit effect zal optreden. De samenhang tussen de rentestanden binnen Europa is door de toegenomen omvang van het internationale kapitaalverkeer en de spreiding binnen Europese effectenportefeuilles waarschijnlijk sterker dan voorstanders van een devaluatie of uittrekking uit het EMS veronderstellen. Het renteverval met Duitsland is sinds de toetreding tot het EMS fors teruggelopen. Begin juni was het tot nul gereduceerd, maar in de afgelopen maand liep het ter ondersteuning van het pond weer op tot 0,5 procentpunt. Een devaluatie zal de risicopremie niet verminderen, omdat het de scepsis ten aanzien van de Britse EMS-discipline alleen maar zal versterken. Immers, in de toekomst kan men opnieuw tot een devaluatie besluiten. Bovendien zal, wanneer het pond na de devaluatie bovenin de zes-procentband komt te liggen, er een depreciatieruimte van 12% zijn. Een korte-rente-ecart van nog geen 0,5% is dan erg klein.

Concurrentiepositie

Op korte termijn zou een devaluatie wel een positief effect hebben op de concurrentiepositie, en daarmee via de export op de conjunctuur. Daar staat echter tegenover dat door een devaluatie de inflatie zal toenemen. Dit zal via een verhoogde loonstijging op de langere termijn de concurrentiepositie weer uithollen. Een te hardnekkige, te sterke loonstijging is nu juist de achilleshiel van de

Figuren 5 en 6. Ontwikkeling van de deviezenvoorraad, excl. goud, \$ mrd.



Britse economie, die nu eindelijk onder controle lijkt te zijn. Bovendien zal een hogere inflatie uiteindelijk een opwaarts effect op de rente hebben. Daarnaast beschikken de Britten nog over het begrotingsbeleid om de economie op gang te helpen, hoewel het begrotingstekort dit jaar onder invloed van de conjunctuur versneld is opgelopen.

Ook voor de Italianen zal een devaluatie op korte termijn een verbetering van de concurrentiepositie tot gevolg hebben, waarvan de economie een impuls zal ondervinden. Daarbij geldt dat voor Italië geen ander instrument overblijft, omdat er absoluut geen budgettaire ruimte is voor een stimuleringsbeleid. Voor Italië geldt bovendien dat het kortere-ecart ten opzichte van Duitsland na een devaluatie zal kunnen afnemen. Dat ecart bedraagt nu ruim vier procentpunten. Indien de devaluatie zo groot is dat de lire na de devaluatie boven in de EMS-band komt te liggen, zal het depreciatierisico voorlopig beperkt zijn tot 4,5%, zodat er ruimte is voor de korte rente om naar beneden te komen. Ook in de lange sfeer zal wat daling op kunnen treden. Bij voorlopige afwezigheid van een devaluatierisico zal er bij het huidige lange-rente-ecart van ruim 5,5 procentpunten immers ruime belangstelling bestaan voor Italiaanse overheidsobligaties. Een nadeel van een devaluatie is de opwaartse druk op de inflatie, die van de stijgende importprijzen zal uitgaan. Bij de huidige inflatie van 5,5%, ver boven de voor de EMU vereiste waarde, zal dat een belangrijke overweging zijn voor de Italiaanse regering. Een devaluatie lijkt alleen zinvol wanneer deze gepaard gaat met maatregelen ter beperking van de loonstijging. Op het begin augustus genomen besluit om de 'scala mobile' (de automatische prijscompensatie van de lonen) af te schaffen, werd dan ook positief gereageerd door de financiële markten. Het stelde de Italiaanse autoriteiten in staat het disconto met een half procentpunt te verlagen. Waarschijnlijk zijn de nadelen van niet devalueren groter. Bij de huidige instabiele politieke situatie en slechte staat van de overheidsfinanciën zal het hoge rente-ecart ten opzichte van Duitsland voorlopig in stand gehouden moeten worden. Dit heeft niet alleen een negatieve invloed op de conjunctuur maar ook op het overheidstekort. Iedere punt renteverhoging leidt tot lire 12.000 mrd. hogere ren-

telasten in de komende anderhalf à twee jaar. Dit impliceert dat het bezuinigingsplan van de regering-Amato voor 1992, ter waarde van lire 30.000 mrd., door de recente rentestijging al weer bijna tenietgedaan is. Als men er niet in slaagt het overheidstekort terug te dringen zal dat voor nieuwe druk op de lire zorgen, waardoor de kans om in een vicieuze cirkel terecht te komen levensgroot aanwezig is.

Italië eerste kandidaat

Op grond van fundamentele factoren lijkt Italië meer reden te hebben om tot devaluatie van de munt over te gaan dan het Verenigd Koninkrijk. Ten opzichte van het tijdstip van vaststelling van de huidige spelkoersen voor beide munten is het prijspeil in Italië ten opzichte van Duitsland en Frankrijk meer gestegen dan in het VK het geval was. Ernstige consequenties voor de externe positie van Italië lijkt dit echter niet gehad te hebben. Althans, de cijfers zijn voor Italië niet veel slechter dan voor het VK.

Het is dan ook vooral de met een devaluatie te behalen winst op het gebied van het reduceren van het rente-ecart die een devaluatie voor Italië veel aantrekkelijker maakt dan voor het VK. Italië zal zijn rentever-schil met Duitsland kunnen verlagen na een devaluatie, terwijl het VK op dat gebied eerder iets te verliezen heeft.

Het valt echter te verwachten dat de regering-Amato een devaluatie uit zal stellen tot er meer duidelijkheid is over de sanering van de overheidsfinanciën. Bij het huidige sentiment ten aanzien van Italië is de kans anders groot dat de munt onmiddellijk weer met grote spoed richting ondergrens van de EMS-band zou bewegen. De goedkeuring van de begroting voor 1993 staat gepland voor eind september. Devaluatie van de lire lijkt dan ook niet waarschijnlijk voor die datum. Wanneer besloten wordt tot een devaluatie zal die waarschijnlijk tussen 5 en 10% bedragen, om te voorkomen dat op korte termijn een nieuwe devaluatie nodig is. De koers van de lire zal in dat geval eind 1992 rond *f* 14,20 per 10.000 liggen. Het rentever-schil met Duitsland zal terug kunnen lopen tot 3,5 procentpunt op de geldmarkt en 4 procentpunt op de kapitaalmarkt aan het eind van dit jaar. Een verdere daling zal afhankelijk zijn van de inspanning die wordt geleverd op het gebied van inflatiebestrijding en

terugdringing van het overheidstekort.

De kans op een devaluatie van het Britse pond achten wij gering. Een risico schuilt in de mogelijkheid dat de Bundesbank besluit de Lombardrente te verhogen. Het is niet uitgesloten dat de Britten in dat geval besluiten Duitsland niet te volgen en het pond te devalueren. Indien Italië besluit tot een devaluatie zal dat wel het sentiment ten aanzien van het pond nadelig kunnen beïnvloeden, hetgeen de korte rente kortstondig omhoog zal kunnen sturen. Overigens zal de rente grotendeels de ontwikkeling in Duitsland blijven volgen.

Conclusie

Het is waarschijnlijk dat de Italiaanse regering eieren voor haar geld zal kiezen en de lire zal devalueren. Handhaven van de lire op het huidige niveau vereist een hoge rente, met negatieve gevolgen voor conjunctuur en overheidsfinanciën. De devaluatie zal waarschijnlijk niet voor het einde van september plaatsvinden. De kans op een devaluatie van het Britse pond achten wij gering. De Britten hebben bij een devaluatie meer te verliezen dan te winnen, al lijkt niet iedereen zich daarvan bewust.

Diana Budding

De auteur is verbonden aan het Economisch bureau van ABN Amro.