

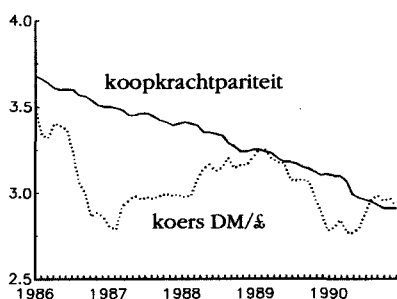
E

Een devaluatie van het pond?

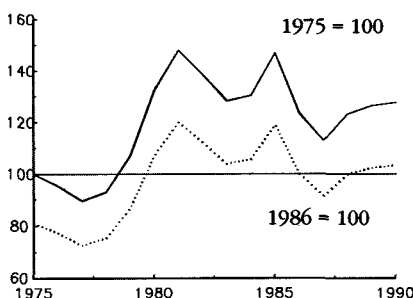
De laatste tijd wordt er volop gespeculeerd over een eventuele devaluatie van het pond. Vooral de recessie en de noodzaak om de rente in het VK te verlagen geven aanleiding tot deze discussie. Door de zwakke positie van het pond in het EMS zou het VK zich zonder een devaluatie geen verdere rentedalingen meer kunnen veroorloven. De vraag rijst of een dergelijke devaluatie economisch gezien nodig en verantwoord is.

Ten eerste speelt bij de beantwoording van deze vraag de waarde van het pond een belangrijke rol. Volgens velen is het pond momenteel overgewaardeerd en is een devaluatie noodzakelijk om de concurrentiekracht van het VK te verbeteren. Om te beoordelen of een munt al dan niet overgewaardeerd is kan een

Figuur 1. Koopkrachtpariteit en koers van het Britse pond ten opzichte van de Duitse mark



Figuur 2. Nominale koers pond/D-mark gecorrigeerd voor arbeidskosten per eenheid produkt ten opzichte van Duitsland



aantal verschillende maatstaven worden gebruikt. Zo kan gekeken worden naar de koopkrachtpariteit. Het Duitse Bureau voor de Statistiek publiceert cijfers waaruit blijkt dat het pond sinds juli ten opzichte van de D-mark (volgens de koopkrachtpariteit) is overgewaardeerd, zij het in beperkte mate¹. In november (meest recente cijfer) zou de koopkracht van het pond DM 2,91 zijn geweest (zie figuur 1), terwijl de spilkoers DM 2,95 bedraagt. De DM 2,91 past echter wel binnen de band. Door de grote verschillen in inflatietempo tussen Duitsland en het VK is de overwaardering waarschijnlijk inmiddels vergroot en zal zij de komende maanden nog verder toenemen.

Door de nominale wisselkoers te corrigeren met de toename van de arbeidskosten per eenheid produkt in het VK ten opzichte van die in Duitsland kan eveneens een indicatie worden verkregen of het pond wel of niet overgewaardeerd is. Een probleem wordt hierbij echter gevormd door de keuze van het basisjaar. Als hierbij als uitgangspunt 1975 wordt genomen, is het pond momenteel 27,7% overgewaardeerd². Als echter 1986, toen het VK een evenwicht op de lopende rekening had en het pond sterk depreciëerde als gevolg van de olieprijsstijging, als startpunt wordt genomen, is het pond nu slechts 3,3% overgewaardeerd (zie figuur 2). Wanneer de exercitie wordt uitgevoerd met de bnp-deflatoren ontstaat evenmin een eenduidig beeld. Om de waarde van het pond te beoordelen kan ten slotte gekeken worden naar de positie van het VK in de buitenlandse handel. Ook hier spelen verschillende factoren een rol. Zo is het aandeel van het VK in de Duitse import afgenomen van 13,8% in 1986 tot gemiddeld 12,9% in de eerste elf maanden van 1990³. Toch is het niet duidelijk of dit te wijten is aan de valutaire verhoudingen. Het aandeel van het VK in de intra-EG-export is nauwelijks afgenomen van 11,2% in 1986 tot 11,0% in 1990⁴. Al met al pleiten de bovenstaande factoren niet op een overtuigende manier voor een devaluatie.

Ten tweede kan de vraag worden gesteld of een devaluatie het geëigende middel is om uit de huidige problemen te komen. De toetreding tot het EMS is gemotiveerd door te wijzen op de mogelijkheid om via die weg de inflatie te kunnen bedwingen. Een koppeling aan de harde D-mark zou de inflatieverwachtingen intomen en aldus aanleiding geven

tot een gematigde loonontwikkeling. Een spoedige devaluatie zou in dit licht bezien wel een opmerkelijke beleidsverschuiving zijn. Alhoewel de inflatie sinds oktober 1990 daalt, ligt het Britse prijspeil momenteel nog altijd 9% hoger dan een jaar geleden. Een verdere daling van de inflatie ligt weliswaar in het verschiet vanwege statistische factoren, maar de loonontwikkeling laat vooralsnog – ondanks de ingezette recessie – geen matiging zien en er zal van een devaluatie mogelijk zelfs een impuls ondergaan.

Ten slotte kan men zich afvragen in hoeverre een devaluatie noodzakelijk is om de 'base rate' substantieel te verlagen en in hoeverre een devaluatie helpt om een rentedaling te bewerkstelligen. De huidige positie van het pond maakt een sterke rentedaling moeilijk. Het is echter de vraag of een devaluatie wel ruimte zal bieden voor een verdere verlaging van de rente. Na een devaluatie nemen partijen op de valutamarkten doorgaans weliswaar aan dat een nieuwe devaluatie niet direct te verwachten is, waardoor een gering renteverval voldoende is om de gedevalueerde munt bovenin de band te drukken, maar bij het pond kan dat weleens anders liggen. De economische situatie in het VK zal na een afwaardering van het pond in eerste instantie namelijk verder verslechteren, terwijl de Britse economie er al veel slechter voorstaat dan de rest van Europa. De devaluatie zal immers de inflatie direct vóór de deur brengen, terwijl de stimulerende effecten van de lagere wisselkoers en rente slechts met een vertraging zichtbaar zullen worden. Het feit dat het pond zich binnen een brede band beweegt brengt bovendien in beginsel een groter wisselkoersrisico met zich mee dan het geval zou zijn binnen

1. Statistisches Bundesamt, *Preise, Internationaler Vergleich der Preise für die Lebenshaltung*, Reihe 10, Wiesbaden, diverse nummers.

2. Bronnen: Central Statistical Office, *Economic trends*, Londen, tabel 20, blz. 36 en tabel 28, blz. 58, diverse nummers; OESO, *Main economic indicators*, Parijs, blz. 128, diverse nummers.

3. Bron: Deutsche Bundesbank, *Statistische Beihfte zu den Monatsberichten der Deutsche Bundesbank, Zahlungsbilanzstatistik*, Reihe 3, Frankfurt, tabel 2c, blz. 10, diverse nummers.

4. Bron: Europese Gemeenschap, *European Economy, annual economic report 1990-1991*, Brussel, tabel 237, blz. 257, december 1990.

een smalle band. Een reductie van het rentevershil wordt daardoor nog extra beperkt.

Men kan zich afvragen in hoeverre een substantiële rentedaling in kleine stappen niet gerealiseerd kan worden binnen de huidige constellatie van het EMS. De 'base rate'-verlaging in februari en de verwachting dat deze gevolgd zal worden door verdere verlagingen van de rente in het VK, hebben vooralsnog niet geleid tot een verdere toeneming van de spanning in het EMS.

Uit het bovenstaande kan worden geconcludeerd dat een devaluatie uit economisch oogpunt niet direct noodzakelijk is. In het verleden is echter gebleken dat de Britse regering zich weinig gelegen laat liggen aan economische argumenten. Zeker nu de verkiezingen naderen (uiterlijk in juni 1992) spelen politieke motieven een hoofdrol. Het dilemma van de regering is echter dat rentedaling tot electorale successen kan bijdragen, terwijl een devaluatie van het pond door de oppositie genadeloos politiek zal worden uitgebuit. Voorlopig zal de regering er daarom vermoedelijk voor kiezen om door te gaan op de ingeslagen weg. Dat wil zeggen dat de rente voorzichtig verder verlaagd zal worden terwijl wordt afgezien van een devaluatie. De regering zal de conservatieve fractie er wel van moeten overtuigen dat een devaluatie economisch gezien niet per se noodzakelijk is, zoals hierboven is uiteengezet. Een reële optie is nog wel om in de tweede helft van het jaar de brede band te vervangen door een smalle en daarbij de bodem op het huidige niveau te houden. Dit zou neerkomen op een geringe technische devaluatie, maar hoeft niet gepaard te gaan met de negatieve electorale gevolgen van een 'gewone devaluatie'. Bovendien zullen hierdoor grotere mogelijkheden ontstaan om de rentevershillen met Duitsland verder te verminderen.

C.A. Goedhuis

J.L.M. de Jong

De auteurs zijn medewerkster resp. hoofd van het Economisch Bureau Buitenland van de ABN AMRO-bank.