

Engeland en het EMS

Met de herverkiezing van Thatcher is de toetreding van Engeland tot het wisselkoersarrangement van het EMS weer wat dichterbij gekomen. Labour is nooit een warm voorstander geweest van monetaire samenwerking in Europa, hetgeen is terug te voeren op de angst voor al te strakke banden met het continent in het algemeen. Thatcher staat positiever tegenover Europese samenwerking, maar heeft om verschillende redenen tot nog toe van toetreding tot het EMS afgezien. Eerst overheerste de principiële overweging dat er geen beter mechanisme is om prijzen en koersen vast te stellen dan de markt. Later werd aangevoerd dat de naderende verkiezingen toetreding onverstandig zouden maken, omdat een dreigende Labour-overwinning de positie van het pond in het EMS onhoudbaar zou kunnen maken. Dit laatste bezwaar is door de recente ontwikkeling weggenomen, hetgeen aanleiding is om weer eens stil te staan bij de betekenis van het EMS.

Het EMS is voortgekomen uit de wens om te komen tot min of meer stabiele wisselkoersen, in ieder geval in Europa. De roep om wisselkoersstabiliteit en overheidsinterventie doet wat merkwaardig aan in een tijd waarin 'flexibiliteit' en 'eherstel voor het marktmechanisme' het parool zijn. Toch is deze roep wel begrijpelijk. Flexibele wisselkoersen brengen onzekerheid met zich mee, waardoor internationaal ondernemen een kansspel wordt 1). Door hun invloed op de concurrentiepositie spelen wisselkoersen een belangrijke rol. Plotse koersbewegingen kunnen de afzet- en winstmogelijkheden drastisch beïnvloeden, waardoor de waarde van geïnvesteerd kapitaal sterk kan fluctueren. Men kan hierbij denken aan bedrijven die enige jaren geleden hebben geïnvesteerd in onderzoek voor producten die bij een dollarkoers van ongeveer f. 2,50 zouden kunnen concurreren op de wereldmarkt. Bij de huidige dollarkoers zijn die investeringen weggegooid geld. In de onzekere situatie die nu op de valutamarkt heerst, kan wie vandaag bijna failliet is, morgen rijk zijn, en andersom. Wisselkoersflexibiliteit leidt dus tot maatschappelijke verspilling en belemmert de investeringen.

In de periode na de tweede wereldoorlog was sprake van relatieve wisselkoersstabiliteit. Dit was mede te danken aan het Bretton Woods-stelsel van vaste, maar aanpasbare pariteiten, dat echter in het begin van de jaren zeventig ten onder is gegaan. Terugkeer naar stabiele koersen wordt bemoeilijkt door de enorme vlucht die het kapitaalverkeer sindsdien heeft genomen. Hierdoor weerspiegelen de vraag- en aanbodverhoudingen op de valutamarkt in steeds mindere mate de handelstransacties tussen landen en in steeds sterkere mate de kapitaaltransacties, die veel minder grijpbaar zijn. Internationaal kapitaalverkeer wordt uitgelokt door verschillen in de rendementen die naar verwachting in de verschillende landen te behalen zijn. Wisselkoersen worden daardoor vergelijkbaar met beurskoersen 2). Ze passen zich aan aan de verwachtingen omtrent de economische mogelijkheden van landen.

Het internationale kapitaalverkeer kan, in sterkere mate dan het handelsverkeer, leiden tot instabiliteit. Verwachtingen kunnen, om welke reden dan ook, veranderen, en deze veranderingen werken door in de koersen. De resulterende koersfluctuaties zijn zelf weer een potentiële bron van inkomsten. Speculanten kunnen geld verdienen door op koersveranderingen te anticiperen. Het gaat hen er niet om de beste langetermijnbelegging te vinden, maar 'to beat the gun', veranderingen in de waardering van het grote publiek voor bepaalde valuta, vóór te zijn. Zolang het speculatieve kapitaalverkeer in omvang beperkt is en de speculanten de toekomstige ontwikkelingen goed voorzien, kan speculatie stabiliserend werken, omdat cycli worden gedempt.

Wanneer het aandeel van het speculatieve kapitaalverkeer echter toeneemt ontstaat het gevaar dat de staart met de hond gaat kwispelen. De lange-termijnevenwichtskoersen worden dan van minder belang, en speculanten moeten met name op elkaar gaan letten. Het is immers geen enkel probleem om vandaag te veel voor een valuta te betalen als er morgen mensen te vinden zijn die bereid zijn er nog meer voor neer te tellen. Het is alleen zaak om winst te nemen vlak vóór anderen op die gedachte komen. „It is, so to speak, a game of Snap, of Old Maid, of Musical Chairs – a pastime in which he is victor

who says Snap neither too soon nor too late, who passed the Old Maid to his neighbour before the game is over, who secures a chair for himself when the music stops" 3).

De wens te komen tot wisselkoersstabilisatie stelt de overheden voor een dilemma. Het heeft weinig zin koersveranderingen tegen te gaan die voortvloeien uit het handelsverkeer en het niet-speculatieve gedeelte van het kapitaalverkeer. Daarmee worden de internationale arbeidsverdeling en de internationale allocatie van kapitaal gefrustreerd. Bovendien is een dergelijk beleid, dat gestalte zou moeten krijgen door valutamarktinterventies, kostbaar en op den duur onhoudbaar. In verhouding tot de internationale kapitaalstromen is de interventiecapaciteit van de centrale banken uiterst beperkt. Het zijn echter juist de wisselkoersveranderingen die valutaspeculatie aantrekkelijk maken en daardoor voor instabiliteit zorgen.

Het is dan ook een vergissing het EMS te beschouwen als een verzameling technische afspraken over interventies bij wisselkoersveranderingen. Het wisselkoersarrangement heeft een symboolfunctie, het is een uitdrukking van de bereidheid van de deelnemende landen om te komen tot convergentie van het macro-economische beleid. Het is de bedoeling veranderingen in de waarderinggrondslag van de verschillende valuta beperkt te houden. Onvermijdelijke veranderingen, bij voorbeeld als gevolg van het uiteenlopen van de inflatie in de verschillende landen, worden niet bestreden door middel van interventies, maar door beperkte, en dus relatief veelvuldige, aanpassingen van de pariteiten.

Het blijft natuurlijk onmogelijk te zeggen hoe de koersen van de Europese valuta zich zouden hebben ontwikkeld zonder internationale afspraken, maar gezien de relatieve stabiliteit die we nu kennen lijkt het EMS redelijk succesvol. Daarvoor hebben de deelnemende landen een prijs betaald. De externe positie heeft als doelstelling van het macro-economische beleid een belangrijker plaats gekregen, met als gevolg dat vrijheidsgraden voor het interne beleid zijn prijsgegeven. Toetreding van Engeland zou een gunstige ontwikkeling zijn. Het pond zal hierdoor minder fluctueren ten opzichte van de valuta's van het continent, zodat een groter afzetgebied met relatief stabiele koersen wordt gecreëerd. Bovendien komt toetreding van Engeland de stabiliteit van de Ecu ten goede. Het pond is namelijk een van de valuta's aan de hand waarvan de koers van de Ecu wordt bepaald, en de Ecu fluctueert dus in de huidige situatie mee met het pond.

Aan de andere kant vormt toetreding van Engeland tot het EMS een niet te onderschatten risico. Londen is een van de grote financiële centra van de wereld, en daarmee een bron van instabiliteit. Bovendien vergroot toetreding tot het EMS op zich de stabiliteit van het pond niet. Daarvoor moeten op het gebied van het macro-economische beleid concessies worden gedaan. Thatcher staat echter niet als buitengewoon toegankelijk bekend, en het is dan ook de vraag in hoeverre ze daartoe bereid is. Instabiliteit van het pond na de toetreding tot het EMS kan de geloofwaardigheid van het wisselkoersarrangement als geheel aantasten, en daardoor ook voor het continent wat tot nog toe gewonnen is verloren doen gaan. De ministers van Financiën van de EMS-landen doen er dan ook verstandig aan bij hun eerstvolgende bijeenkomst goede afspraken te maken, om te voorkomen dat ze met het pond een paard van Troje binnenhalen.

M.A. Langman

- 1) Vgl. L. Knegt, *Wisselkoersen en ondernemingen*, ESB, 10 juni 1987.
- 2) Vgl. T. de Vries, *Naar een ordelijker wisselkoersstelsel?*, in: *Wisselkoersen in een veranderende wereld*, Preadviezen van de Vereniging voor de Staathuishoudkunde, Leiden/Antwerpen, 1986. In deze visie had Reagan dus gelijk toen hij een jaar of twee geleden verkondigde dat de hoge dollarkoers het vertrouwen van de wereld in de Amerikaanse economie weerspiegelde.
- 3) J.M. Keynes, *The general theory of employment, interest and money*, Londen, 1936, blz. 155/156. Overigens heeft de vergelijking van Keynes geen betrekking op de valutamarkt, maar op de kapitaalmarkt.