

# Het Britse pond in het EMS

**Om het Britse pond met succes te kunnen handhaven in het wisselkoersmechanisme van het EMS is bestrijding van de hoge inflatie dringend gewenst. Veel zal afhangen van de mate waarin de stijging van de lonen in de hand kan worden gehouden. De ervaringen met het Britse macro-economische beleid in de afgelopen tien jaar geven echter weinig hoop voor de toekomst. De strikte doelstellingen van het monetaire beleid werden regelmatig overschreden. Spanningen in het EMS lijken daarom onvermijdelijk. Hierdoor kan het vertrouwen dat werd gewonnen door deelname aan het wisselkoersmechanisme weer verloren kunnen gaan.**

**DRS. W.G.C.M. HAACK – DR. E. DE JONG – L.A.M. MOERS\***

Met ingang van maandag 8 oktober 1990 is het pond sterling opgenomen in het stelsel van vaste wisselkoersen, het 'exchange rate mechanism' (ERM), van het Europees Monetair Stelsel (EMS). (De Britten waren wel lid van het EMS, maar namen tot 8 oktober niet deel aan het ERM.) Men heeft gekozen voor een spilkoers van DM 2,95 en een fluctuatiemarge van 6%. Door deze toch nog onverwachte beslissing van de regering-Thatcher komt een einde aan de speculaties over het tijdstip waarop 'de tijd rijp zou zijn' voor toetreding. Door velen werd aangenomen dat de tijd nog niet gekomen was, omdat het inflatieverschil met de andere EMS-landen nog te groot zou zijn.

In dit artikel wordt nagegaan of het tijdstip waarop en de voorwaarden waaronder het Britse pond tot het ERM toetreedt realistisch zijn en een succesvolle deelneming mogelijk zullen maken of dat (partij)politieke motieven de doorslag hebben gegeven bij de beslissing. In dit laatste geval mag slechts een kortstondig positief effect op de Britse economie verwacht worden en zal de Britse regering zich op langere termijn niet aan de ERM-verplichtingen kunnen houden. Voordat deze vragen worden beantwoord, zal eerst de huidige betekenis van de belangrijkste argumenten voor en tegen toetreding worden nagegaan.

## Criteria voor toetreding

De Britse regering heeft lange tijd deelneming aan het wisselkoersmechanisme van het EMS afgewezen. Hiervoor zijn in de loop der tijd verschillende argumenten gehanteerd. Zo werd aanvankelijk vaak gewezen op het verschil in invloed van olieprijsveranderingen op de waarde van het pond en van de andere ERM-valuta's, een redenering die bekend staat als het 'petro-currency' argument. Ook de absolute voorrang die de conservatieve regering geruime tijd wilde geven aan de 'medium term financial strategy' (MTFS) gericht op inflatiebestrijding achtte men in strijd met het nastreven van een vaste wisselkoers. De laatste tijd is sterk de nadruk gelegd op de veel hogere inflatie in het VK dan in de Europese landen en werd terugdringing van het inflatiepeil als voorwaarde genoemd voor toetreding tot het ERM.

Volgens de huidige stand van de theorie van het optimale valutagebied is het onmogelijk op basis van één criterium tot een oordeel over de wenselijkheid van deelneming aan een regionaal beperkt gebied met onderling vaste wisselkoersen (of één munt) te komen. Er moet een afweging van de voor- en nadelen worden gemaakt.

Het voordeel van deelneming aan een gebied met vaste wisselkoersen is vooral gelegen in de zekerheid die de wisselkoersstabiliteit geeft voor de goederen- en factortransacties binnen dit gebied. Dit komt tot uiting in een allocatieverbetering. De grootte van dit voordeel hangt uiteraard samen met de (potentiële) omvang der economische betrekkingen met de rest van het valutagebied. Terwijl in 1979 de aandelen van de Europese Gemeenschap in de Britse export en import respectievelijk 44,7 en 45,8% bedroegen, waren deze in 1989 gestegen tot 51,1 en 53,0%<sup>1</sup>. Deze toename betekent dat de voordelen van de vorming van een valutagebied met de Europese partners groter zijn geworden.

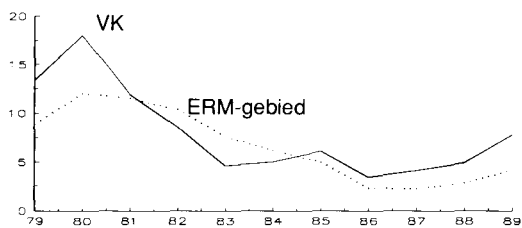
Het belangrijkste nadeel van het vastleggen van de nominale wisselkoers is het wegvallen van het wisselkoersinstrument ter correctie van externe onevenwichtigheden. Dit nadeel is groter naarmate externe onevenwichtigheden zich vaker en omvangrijker voordoen. Dit zal het geval zijn bij het bestaan van een groot verschil in economische structuur met de overige deelnemers aan het valuta-arrangement. Schokken van binnen of buiten het valutagebied zullen dan geheel verschillende gevolgen voor de betrokken economieën hebben, waardoor betalingsbalansonevenwichtigheden kunnen ontstaan. Het 'petro-currency' argument vormt een toepassing van deze gedachtengang. De olieaandelen in het Britse bruto binnenlands produkt (bbp) en in de export zijn echter na hun top in 1984 van respectievelijk 6,1 en 21,0% gedaald naar 1,7 en 7,0% in 1989<sup>2</sup>. Tegengestelde wisselkoersbewegingen uit hoofde van olieprijsverandering zijn dus minder waar-

\* De auteurs zijn verbonden aan de vakgroep Macro-economie van de Universiteit van Amsterdam.

1. OESO, *Economic Surveys 1989/1990*, United Kingdom, 1990, blz. 107.

2. OESO, *Economic Surveys 1985/1986 en 1989/1990*, United Kingdom, 1986 en 1990, respectievelijk blz. 5 en blz. 7.

Figuur 1. Inflatie in het VK en het ERM-gebied.



Bron IMF, *International Financial Statistics*, 1986 en juni 1990.

schijnlijk. Externe onevenwichtigheden zullen eveneens optreden bij het bestaan van een groot verschil in inflatie met de partners. Figuur 1 toont de ontwikkeling van de gemiddelde inflatie in de ERM-landen en die in het VK. Geconstateerd moet worden dat de inflatie in het VK in het algemeen hoger is geweest dan in het ERM-gebied. Alleen tussen 1981 en 1986 vond een toenadering naar het ERM-gemiddelde plaats. Vanaf 1986 is de inflatie in het VK echter weer gestegen en is een steeds groter verschil met de ERM-landen ontstaan.

Op grond van de theorie van het optimale valutagebied is de hogere inflatie inderdaad de ernstigste bedreiging voor het succesvol participeren van het Britse pond in het ERM-arrangement. De terugdringing van het inflatiepeil tot het Europese gemiddelde kan dan ook worden beschouwd als een absolute vereiste voor het op langere termijn kunnen handhaven van de ERM-verplichtingen. Daarom zal allereerst worden nagegaan waarom men er niet in is geslaagd de inflatie in het VK duurzaam te beteugelen. Daarna zal worden onderzocht of deelneming aan het ERM er toe kan bijdragen dit probleem op te lossen.

## Het Britse anti-inflatie beleid

De in mei 1979 in functie getreden regering Thatcher heeft het bestrijden van de inflatie steeds gezien als het belangrijkste doel van het macro-economisch beleid. Zij koos daarbij voor een nationaal monetaristisch anti-inflatie beleid, belichaamd in de MTFS. Daarnaast werd de nadruk gelegd op verbetering van de aanbodzijde van de economie door middel van belastingverlaging, deregulering, privatisering en beperking van de macht van de vakbonden.

Door in de MTFS cijfermatig doelstellingen voor geldgroei en 'public sector borrowing requirement' (PSBR) te specificeren voor de eerstkomende jaren en deze vooraf openbaar te maken, hoopte men de geloofwaardigheid van het anti-inflatie beleid te vergroten, zodat de inflatie snel en met zo weinig mogelijk kosten bestreden kon worden. De beheersing van de groei van de geldhoeveelheid speelt in de MTFS de hoofdrol bij het terugdringen van het inflatiepercentage. De rol van het begrotingsbeleid ligt in het voorkomen van verslechterende inflatieverwachtingen. Een gezonde budgettaire situatie en het afzien van anti-cyclisch begrotingsbeleid worden gezien als noodzakelijk voor het vergroten van de geloofwaardigheid, maar niet als van directe invloed op de inflatie.

Met betrekking tot de geldgroeiereguleer ondervond de Britse regering gedurende de jaren tachtig moeilijkheden bij het interpreteren van het gedrag van de monetaire aggregaten. Door financiële innovaties en deregulering werd de relatie tussen monetaire aggregaten aan de ene kant en

rentepercentages en nominale bestedingen aan de andere kant instabiel. Het uiteindelijke resultaat was dat het monetaire aggregaat waarvoor in de MTFS doelstellingen werden gespecificeerd verscheidene malen is veranderd. Bovendien raakten andere economische en financiële indicatoren in gebruik als aanvullende informatiebronnen, met name het nominaal BBP en de wisselkoers. Het ondubbelzinnig interpreteren van het beleid wordt door dit alles een stuk moeilijker.

In het begin van de jaren tachtig, was het monetaire beleid in het VK ondanks overschrijdingen van de geldgroei-doelstellingen duidelijk restrictief. Dit blijkt onder andere uit de sterk stijgende reële rentepercentages. Gepaard aan de eveneens sterk stijgende olieprijs, als gevolg van de tweede oliecrisis, juist rond het moment dat het VK een netto olie-exporteur werd (1980), leverde het restrictieve beleid in het begin van Thatchers eerste regeerperiode een forse appreciatie van het pond op. Een diepe recessie was het resultaat. Tussen 1979 en 1981 viel de totale produktie ruim 4% terug en steeg het werkloosheidspercentage snel: van net onder 5% in 1979 naar 9,1% in 1981 en vervolgens verder tot ruim 11% in 1983, waar het tot 1987 zou blijven<sup>3</sup>. Wel slaagde men erin de belangrijkste doelstelling van het nieuwe macro-economische beleid te realiseren. De inflatie werd teruggedrongen van 18,0% in 1980 tot 4,6% in 1983.

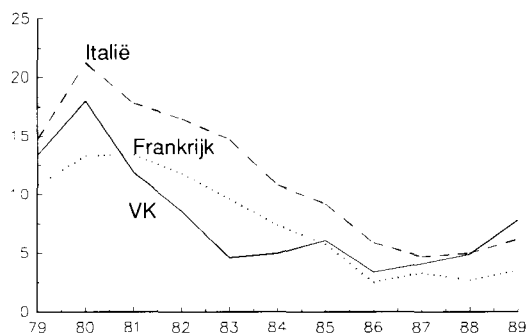
Na de recessie is er een trend te onderkennen naar een geleidelijk ruimer monetair beleid, met opnieuw overschrijdingen van de doelstellingen voor de geldgroei onder invloed van financiële innovaties en deregulering. Het herstel van de produktiegroei begon eind 1981 (in het groeicijfer van de werkgelegenheid gereflecteerd vanaf 1983) en betekende het begin van een lange en sterke opgaande fase van de conjunctuur tot 1988. In de periode 1981-'88 bedroeg de economische groei gemiddeld ruim 3% per jaar. De dominante krachten achter deze groei waren de binnenlandse bestedingen, met name de particuliere consumptie die gevoed werd door de hoge loongroei, de opeenvolgende belastingverlagingen en de liberalisatie van de kredietverlening. De groei van de industriële produktie bleef achter bij de groei van de binnenlandse bestedingen. Voorlopig maskeerden de opbrengsten uit de export van olie echter nog een verslechtering van de lopende rekening. Deze bleef tot 1986 een overschot vertonen, maar na de instorting van de olieprijs in 1986 ontstond een toenemend tekort. Verder is het inflatiepercentage, na het aanvankelijke succes op dit gebied, nooit veel meer gedaald.

In het midden van 1988 werd het Britse beleid weer sterk restrictief in reactie op de accelererende inflatie en (iets later) het verzwakkende pond. Er ontstond een keten van acceleratie van de inflatie, depreciatie van het pond en verhoging van de rentepercentages. In deze periode werden de rentepercentages tot de historische hoogte van 15% opgestuwd. Het hernieuwde restrictieve beleid heeft de binnenlandse bestedingen en de economische groei doen afnemen. Terwijl een recessie dreigt, vertoont de inflatie echter nog geen tekenen om af te nemen. Overzien we het gevoerde monetaire beleid dan blijkt de geldgroei-norm regelmatig te zijn overschreden, terwijl hantering van alleen het rentewapen onvoldoende tot verlaging van de inflatie heeft geleid.

Voor het beoordelen van de andere component van de MTFS, het begrotingsbeleid, maken we gebruik van de OESO-schatting van het aangepast financieel surplus in procenten van het bbb. Deze maatstaf geeft een indicatie van het zuiver discretionaire effect van het begrotingsbe-

3. Commission of the European Communities, *Country Studies*, The United Kingdom, Economic Papers, nr. 79, 1990, blz. 11-12.

Figuur 2. Inflatie in het VK, Frankrijk en Italië.



Bron: IMF, *International Financial Statistics*, 1986 en juni 1990.

leid. De cijfers wijzen op een restrictief begrotingsbeleid gedurende vrijwel de hele periode, met name aan het begin en aan het eind ervan. Duidelijk blijkt dat de regering Thatcher onder geen beding een anti-cyclisch bestedingsbeleid wilde voeren. Zelfs in 1981, toen de recessie in het VK al lang onderkend was, werd een restrictief begrotingsbeleid gevoerd. Zoals in het voorgaande is betoogd, zien de Britse autoriteiten af van het gebruik van begrotingsbeleid als actief instrument om de inflatie te bestrijden. Gegeven de geringe spaarneiging in het VK en het tekort op de lopende rekening zou een verdergaande restrictie van het overheidsbudget wellicht een welkome aanvulling hebben kunnen betekenen in de strijd tegen de oververhitting sinds 1988.

Een derde onderdeel van het beleid gericht op het terugdringen van de inflatie waren maatregelen op de arbeidsmarkt. De regering-Thatcher heeft geprobeerd met hervormingen de in het VK traditioneel grote macht van de vakbonden te breken en het functioneren van de arbeidsmarkt te verbeteren. Desondanks is de looninflatie tussen 1979 en 1989 hoog gebleven: gemiddeld 9,1%, ondanks de (zeker in het midden van de jaren tachtig) eveneens hoge werkloosheid<sup>4</sup>. Hierdoor overtroffen in de meeste jaren de reële loonstijgingen de produktiviteitsstijgingen, hetgeen tot een toeneming van de reële arbeidskosten leidde. De arbeidsmarkt in het VK blijft dus relatief star en beleidsmaatregelen om dit te verhelpen blijven nodig. Zonder deze lijkt afdoende inflatiebestrijding niet mogelijk.

De tot nu toe besproken instrumenten ter bestrijding van de inflatie hebben gefaald, monetaire politiek en hervorming van de arbeidsmarkt, of zijn ten onrechte niet gebruikt, financiële overheidsbeleid. Daarnaast hebben de belastingverlagingen en de deregulering van de financiële markten de vraag gestimuleerd en daarmee de inflatie verhoogd.

## Toetreding tot het ERM

Uit het voorafgaande blijkt dat de conservatieve regering in het VK er niet in is geslaagd de belangrijkste doelstelling, namelijk een laag inflatiepercentage duurzaam te realiseren. Een belangrijke vraag is of toetreding tot het wisselkoersmechanisme van het EMS de kans vergroot dat de inflatie in het VK kan worden verlaagd.

Voor het beantwoorden van deze vraag vergelijken we de ontwikkelingen in het VK met die in Italië en Frankrijk gedurende de jaren tachtig. Deze beide landen hadden in 1979 een inflatiepercentage dat net als dat van het VK hoger was dan tien procent en een werkloosheidspercen-

tage dat zelfs nog hoger was dan dat in het VK. Uit figuur 2 blijkt dat in de eerste helft van de jaren tachtig de inflatie in het VK sneller is gedaald dan in Frankrijk en Italië. In de laatste twee landen daalde de inflatie geleidelijker en naar een lager niveau dan in het VK. Tevens blijkt dat hoewel in al de drie landen de inflatie weer stijgt, deze stijging in het VK het grootst is. Het beeld dat uit deze cijfers naar voren komt is dat de regering-Thatcher heeft geprobeerd door een schoktherapie de inflatieverwachtingen naar beneden bij te stellen, terwijl de andere twee regeringen gekozen hebben voor een geleidelijkere vermindering van de inflatie(verwachtingen)<sup>5</sup>. Het door Thatcher gevoerde beleid had in eerste instantie succes maar gezien de later weer oplopende inflatie is dit succes slechts tijdelijk geweest.

Een reden hiervoor kan zijn dat het vertrouwen in de gevoerde politiek is afgenomen. Zoals hiervoor is betoogd werd in de jaren tachtig geprobeerd de inflatieverwachtingen te verlagen door het vooraf afkondigen van de maximaal toegestane (beoogde) stijging van een bepaalde geldhoeveelheid. Bij voortdurende werd deze doelstelling overschreden. Zoals mocht worden verwacht hebben deze overschrijdingen de geloofwaardigheid van deze monetaire politiek ondermijnd. Hierin staat het VK echter niet alleen. Ook in andere landen is volgens schattingen de geloofwaardigheid van een monetaire beleid gericht op het binnen bepaalde grenzen houden van een geldhoeveelheid afgenomen<sup>6</sup>. In de landen die deel uitmaken van het ERM is daarom de nadruk in de monetaire politiek geleidelijk verschoven naar handhaving van de wisselkoers. Uit schattingen van de geloofwaardigheid van de monetaire politiek van Frankrijk, Italië en Duitsland blijkt dat de geloofwaardigheid van het beheersen van de geldhoeveelheid afneemt, terwijl die van handhaving van de wisselkoers toeneemt<sup>7</sup>. Aangezien, wellicht met uitzondering van de periode februari 1987 tot februari 1988 het monetaire beleid in het VK geen wisselkoersdoelstelling kende, heeft daar een dergelijke substitutie niet plaats gevonden en is de geloofwaardigheid van de monetaire politiek alleen maar gedaald.

Op welke manier kunnen de monetaire autoriteiten in het VK hun geloofwaardigheid terugwinnen? Door de toetreding van het pond sterling tot het ERM maakt de Britse regering duidelijk dat ze het vertrouwen probeert terug te winnen door een deel van het beleid vast te leggen in een bindend contract<sup>8</sup>. Een belangrijk kenmerk van de Europese verdragen is namelijk de onomkeerbaarheid, waardoor het terugdraaien van een eenmaal overeengekomen verplichting moeilijk is. De particuliere sector weet dit en zal daarom erop vertrouwen dat de autoriteiten zoveel mogelijk zullen proberen de afgesproken verplichting na te komen. Natuurlijk hangt dit vertrouwen ook samen met de inschatting die de marktpartijen hebben met betrekking tot de evenwichtskoers. Het lijkt dat de gekozen spijkers van

4. OESO, *Economic Surveys 1988/1989 en 1989/1990*, United Kingdom, 1989 en 1990, respectievelijk blz. 57 en blz. 30.

5. Zie ook P. de Grauwe, *The cost of disinflation and the European Monetary System*, Katholieke Universiteit van Leuven, Discussion Paper, nr. 60, 1989.

6. Zie A.A. Weber, *The credibility of monetary target announcements: an empirical evaluation*, Center for Economic Research, Discussion Paper nr. 9031, Tilburg, 1990.

7. Zie A.A. Weber, op.cit., blz. 46-56. Voor West-Duitsland geldt dat de reputatie van bestrijder van de inflatie niet door de verminderde geloofwaardigheid van de geldgroei-regel is afgenomen.

8. Deze mogelijkheid wordt samen met twee andere genoemd in L.J. Kotlikoff, T. Persson en L.E.O. Svensson, *Social contracts as assets: a possible solution to the time-consistency problem*, *American Economic Review*, jg. 78, nr. 4, 1988, blz. 662-667. De twee andere mogelijkheden, het volgen van vaste regels en het verwerven van reputatie, zijn vanwege het in de jaren tachtig gevoerde beleid onbruikbaar geworden.

DM 2,95 redelijk overeenkomt met de in de literatuur vermelde schattingen<sup>9</sup>.

Het moment van toetreding lijkt daarentegen eerder afgedwongen door de onbeheersbaarheid van het inflatie-tempo en de daaruit voortvloeiende politieke spanningen dan gebaseerd op een weloverwogen keuze van het gunstigste tijdstip. Achteraf bezien zou toetreding in 1986, toen de inflatie meer overeenkwam met die van de partners, een betere beslissing zijn geweest.

Toetreding tot het wisselkoersregime impliceert echter nog niet dat het VK zonder meer dezelfde resultaten mag verwachten als Frankrijk en Italië in de jaren tachtig. Allereerst zijn de omstandigheden sindsdien sterk veranderd, waarbij met name moet worden gedacht aan de veel grotere liberalisatie van het internationale kapitaalverkeer en de gewijzigde externe omstandigheden (olieprijs en lage dollarkoers). Door de liberalisaties kan het VK in tegenstelling tot wat de beide andere landen in het verleden gedaan hebben, geen beperkingen op het kapitaalverkeer invoeren om de koers van het pond binnen de bandbreedte te houden. Ook het rentewapen zal veel minder met het oog op de binnenlandse conjuncturele behoeften kunnen worden gehanteerd.

Verder is voor het bestrijden van inflatie toetreding tot het ERM op zich onvoldoende, zoals uit de ervaringen van Italië en Frankrijk in de jaren tachtig blijkt. In beide landen zijn de inflatieverwachtingen pas gedaald nadat aanvullende maatregelen waren genomen. In Italië zijn in het begin van 1985 de inflatieverwachtingen gedaald nadat de regering in 1984 via een decreet de loonindexatie aan een maximum had gebonden. Hoewel deze maatregel op zich niet veel invloed had, heeft het anti-inflatie beleid in Italië toen veel vertrouwen gekregen omdat de regering in staat bleek de oppositie en de vakbonden in een referendum te verslaan<sup>10</sup>. In Frankrijk trad in maart 1983 een duidelijke daling van de inflatieverwachtingen op doordat de regering-Mitterrand besloot de frank binnen het wisselkoersmechanisme te houden en de positie van de frank te ondersteunen met aanvullende maatregelen. Deze maatregelen bestonden uit het bevriezen van de overheidsuitgaven en het verhogen van de belastingtarieven. Verder heeft in deze periode het in Frankrijk gehanteerde systeem van loonvorming tot een doorbreking van de loon-prijsspiraal geleid. Volgens dit systeem worden de lonen aan het begin van het jaar vastgesteld aan de hand van door de overheid gegeven doelstellingen voor de toekomstige inflatie. Door de verlaging van deze doelstelling zijn de lonen beheerst. Belangrijk bij het doorbreken van de loon-prijsspiraal in Frankrijk is dat de lonen niet werden gebaseerd op historische prijzen maar op verwachte prijsstijgingen<sup>11</sup>. Voor het VK impliceert een en ander dat nog gebruik gemaakt zal moeten worden van andere instrumenten. Uit het voorgaande blijkt dat naast een op de EMS-partners afgestemde monetaire politiek en een restrictiever begrotingsbeleid dit vooral maatregelen zullen moeten zijn die loonstijgingen beperken.

Voor de korte termijn mag van toetreding tot het ERM een daling van de rentestand verwacht worden. Naast een tegengewicht tegen de recessieve tendensen in de Britse economie, waardoor een stijging van de inflatie valt te verwachten, zal hiervan een gunstig effect op de inflatie uitgaan in verband met de gewoonte de hypotheekkosten in het prijsindexcijfer op te nemen. De eerste gevolgen zijn dus wellicht positief en dragen bij tot de inflatiebestrijding. De kans op een verlaging van de inflatie wordt nog vergroot door incidentele factoren, zoals het wegvallen van de invloed van de 'poll tax' en de accijnsverhogingen in de index. Voor een op langere termijn succesvol lidmaatschap van het ERM is het echter noodzakelijk dat het vertrouwen ontstaat dat de overheid er op grond van de verplichting tot wisselkoershandhaving in zal slagen de inflatie verder te beteugelen. Van doorslaggevende betekenis hiervoor zullen het financiële overheidsbeleid en de

beperking van de loonstijgingen zijn. Ten aanzien van beide elementen lijkt twijfel gerechtvaardigd. Zoals eerder betoogd zou een meer restrictief begrotingsbeleid dan de Britse overheid voor ogen staat op zijn plaats zijn. In plaats hiervan lijkt het komende jaar de hoge inflatie voor hogere uitgaven te gaan zorgen. Tevens heeft minister Major al verklaard dat het verminderen van de inflatie geen hogere prioriteit krijgt dan de naleving van de toezeggingen, die de regering heeft gedaan voor sociale uitgaven.

Ook lijkt een beperking van de loonstijgingen niet waarschijnlijk. Een deel van de loonstijging ligt al vast omdat ze een onderdeel vormt van meerjarige contracten. Zo zullen als onderdeel van een tweejarige overeenkomst, de lonen bij Ford en Vauxhall dit najaar met 13 %, respectievelijk 12% stijgen. Dit leidt weer tot vergelijkbare looneisen bij concurrerende bedrijven. Verder hebben vakbondsleiders al aangekondigd pas met lagere looneisen te zullen komen als de prijzen dalen. Zoals hiervoor is aangegeven is voor een succesvol anti-inflatie beleid juist vereist dat lonen gebaseerd zijn op de (lagere) verwachte toekomstige inflatie. Tenzij de Britse overheid in navolging van de Franse en Italiaanse in de jaren tachtig, zou besluiten rechtstreeks in de loonvorming in te grijpen lijkt een vermindering van de loonstijging voorafgaand aan een inflatiedaling niet waarschijnlijk. Een dergelijk besluit staat echter haaks op de vrije-marktideologie van de conservatieve regering en ligt daarom niet in de lijn der verwachtingen. Indien men er inderdaad niet in zou slagen de inflatie terug te dringen, zijn toekomstige wisselkoersaanpassingen onvermijdelijk en zal het door toetreding tot het ERM gewonnen vertrouwen weer snel verloren gaan.

---

## Conclusie

---

In dit artikel hebben we betoogd dat de toetreding van het pond sterling tot het ERM een juiste stap is in de strijd tegen de inflatie in Groot-Britannië. Door het opgeven van de soevereiniteit kan het monetaire beleid aan geloofwaardigheid winnen. Het tijdstip van toetreding lijkt echter vooral door politieke factoren bepaald te zijn. In hoeverre de afgesproken spilkoers gehandhaafd kan worden en toetreding voor het VK tot een succes zal worden, hangt van de aanvullende maatregelen af. In tegenstelling tot Italië en Frankrijk in de jaren tachtig, kan de Britse regering niet over gaan tot de instelling van beperkingen op het kapitaalverkeer om daarmee de koers te verdedigen. Ze zal daarom nog meer dan in de genoemde landen gebruik moeten maken van andere instrumenten; met name van het financiële overheidsbeleid en van maatregelen die de loonstijging beperken. Gezien de houding van de regering-Thatcher en van de vakbonden verwachten we dat deze maatregelen niet of in onvoldoende mate genomen zullen worden, zodat vroeg of laat spanningen binnen het ERM zullen ontstaan.

**Gerard Haack  
Eelke de Jong  
Luc Moers**

---

9. Zie ook *The Economist*, 15 september 1990, blz. 44; R. Barrell en S. Wren-Lewis, *Fundamental equilibrium exchange rates for the G7*, CEPR Discussion Papers, nr. 323, 1989; en eigen berekeningen.

10. Zie F. Giavazzi en L. Spaventa, Italy: the real effects of inflation and disinflation, *Economic Policy*, nr. 8, 1989, blz. 133-171, in het bijzonder blz. 154, 155; D. Gressani, L. Guisio en I. Visco, Disinflation in Italy: an analysis with the econometric model of the Bank of Italy, *Journal of Policy Modelling*, jg. 10, nr. 2, 1988, blz. 163-203, in het bijzonder blz. 194 en 195.

11. Zie J. Sachs en C. Wyplosz, The economic consequences of president Mitterrand, *Economic Policy*, nr. 2, 1986, blz. 261-323.