



Het opgerekte EMS

In dit artikel gaat de auteur in op de achtergrond van het opgerekte EMS en op de positie die de gulden daarin inneemt. Gezien de onderlinge afbankelijkheid van de Europese economieën, blijft wisselkoersstabiliteit essentieel. Ten einde de terugkeer naar nauwere marges te bespoedigen, dienen de lidstaten monetair orde op zaken te stellen en greep te krijgen op de overheidsfinanciën.

Inleiding

Toch nog onverwacht heeft het EMS het begeven, althans in de ons vertrouwde vorm. Reddings- dan wel camouflagevoorstellen hebben het niet gehaald. Daartoe behoorde dat Duitsland (gevolgd door Nederland) zijn deelneming tijdelijk zou opschorten. "The sun leaving the solar system!", meende de BBC. Op de politieke tefentafel voor sommigen aantrekkelijk, maar niet bestand tegen de natuurwetten: te veel planeten werden meegetrokken. Thans zijn alle planeten – althans wat hun grootste afstand betreft – onder invloed van de reuzenplaneet Frankrijk naar een buitenste baan verwezen, waarvan tot voor kort het mensdom niet eens wist dat daar nog planeten konden zijn. Alleen één draait zijn oude rondjes, gelukkig die waarop wij ons bevinden.

Achtergrond

De kracht van de Dmark bleek voor de meeste munten te groot. Merkwaardig genoeg zag dit er een maand eerder nog heel anders uit. Dit was voor onder meer Frankrijk aanleiding zijn rente aanzienlijk te verlagen, tot onder het Duitse niveau, zoals eerder al met de Nederlandse rente was gebeurd. Maar er was wel verschil: de marktcoers van de gulden lag boven de spilcoers met de Dmark, die van de frank bestendig eronder.

De Franse autoriteiten legden bij voortduring de nadruk op het belang dat zij aan een lage rente hechtten: gegeven de conjunctuur te begrijpen, maar het is niet onmogelijk dat zij daarmee onbedoeld de overtuiging in

de markt bevestigden dat Frankrijk zich niet kon veroorloven de frank zo nodig door renteverhoging te steunen. Dat was riskant, want de zwakte van de Dmark moest wel tijdelijk zijn, alle discussies ten spijt over de vacature in zijn ankerrol en de vraag, welke kandidaat die in de toekomst zou vervullen. Niet alleen neigen markten tot overshooting, maar de ruimte voor verzwakking van de Dmark was beperkt door de zichtbare haast van de partnerlanden om iedere ruimte die een verzwakking gaf, voor verdere renteverlaging te benutten.

Eind juni sloeg de stemming om, mede doordat de Duitse overheid eindelijk maatregelen nam om het excessieve overheidstekort terug te dringen. Ook deden de conjunctuurgegevens wat minder onvriendelijk aan, terwijl zij in Frankrijk eerder omlaag leken te wijzen. De Dmark toonde een spectaculair herstel, diverse munten in het EMS moesten voor toenemende bedragen worden gesteund, en toen in een zeer labiel geworden situatie ondanks gewekte verwachtingen een nieuwe Duitse discontoverlaging op 29 juli uitbleef, sloeg de vlam in de pan en was spoedberaad in Brussel onvermijdelijk.

Nederland en het EMS

Nederland ging dit beraad in met de doelstelling de monetaire verhouding tussen gulden en Dmark, met ongewijzigde wisselkoersmarges gebaseerd op wederzijdse verplichtingen, te behouden. Daarnaast wilde het zoveel van het EMS helpen te behouden als onder de gegeven omstandigheden mogelijk was. Het eindresultaat was, zoals bekend, dat alle

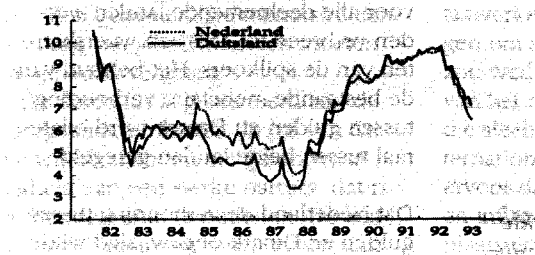
spilcoersen ongewijzigd werden gelaten maar dat de fluctuatiemarges voor alle deelnemende landen werden verbreed tot 15% aan weerskanten van de spilcoers. Het behoud van de bestaande monetaire verhouding tussen gulden en Dmark werd bilateraal tussen beide landen geregeld.

Dat Nederland de verhouding tussen gulden en Dmark ongewijzigd wilde continueren, heeft niemand verrast. Koppeling van de gulden aan de mark is al sinds vele jaren de hoeksteen van ons monetair beleid. Zij heeft een wezenlijke rol gespeeld bij de handhaving van een in internationale vergelijking grote mate van prijsstabiliteit. De ervaring hier en elders heeft geleerd, dat prijsstabiliteit op langere termijn meer bijdraagt tot een goede concurrentiepositie dan wisselkoersdeprecieatie, die alleen tijdelijk werkt en telkens herhaald moet worden. Bovendien heeft de koppeling een in vergelijking met andere EMS-landen lage rente mogelijk gemaakt.

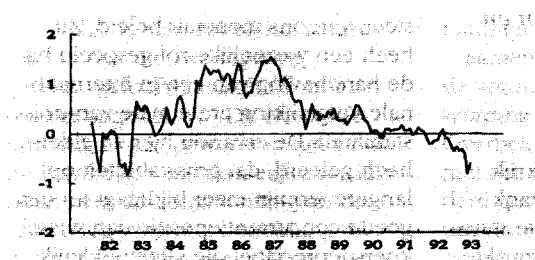
In dit verband heeft men kunnen leren van de ervaring van 1983. Vóór maart van dat jaar lag de Nederlandse geldmarktrente herhaaldelijk onder de Duitse, terwijl de koers van de gulden tegenover de Dmark sterk bleef: de markt geloofde blijkbaar in de committering van de monetaire autoriteiten de wisselkoersverhouding ongewijzigd te laten. Dat die toch werd gewijzigd, leidde tot een schok in het vertrouwen. Het voordeel dat die twee procent achterblijven bij de Dmark kan hebben opgeleverd voor onze concurrentiepositie is onzeker, het gevolg voor het vertrouwen is dat niet. Pas negen jaar later kon de Nederlandsche Bank het zich veroorloven de geldmarktrente weer onder het Duitse peil te laten dalen, zonder dat de gulden verzwakte, zie figuur 1.

Fouten kunnen hun nut hebben, mits men er van leert. De markt was overtuigd dat men van het experiment had geleerd en dat geen Nederlandse regering behoefte had het te herhalen. Dit verklaart in belangrijke mate de kracht van de gulden tot marktsluiting op de vrijdag voorafgaand aan het spoedberaad. Op haar beurt sneed deze sterke marktpositie bij voorbaat politieke discussies in Brussel af die nergens toe hadden kunnen leiden. Nadat de Nederlandsche Bank – ondanks de lage rente en de discontoverlaging op donderdag – op vrijdag nog een record-be-

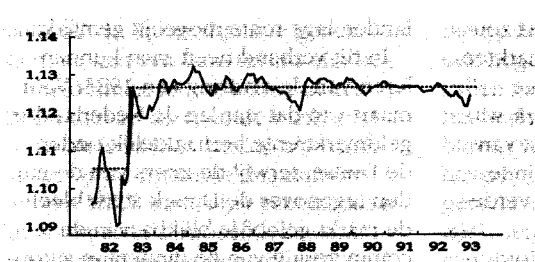
Figuur 1a. Drie-maands eurorente, gulden versus Dmark, maandgemiddelden



Figuur 1b. Rente-ecart gulden - Dmark



Figuur 1c. Ontwikkeling gulden/Dmark-koers



drag uit de markt had moeten nemen aan verplichte interventies, kon niemand serieus voorstellen, dat weliswaar Duitsland maandag zijn interventies zou staken, maar dat Nederland samen met de andere landen in het wisselkoersmechanisme zou doorgaan alsof er niets gebeurd was.

In het advies dat de Nederlandsche Bank in overeenstemming met de Wet op de wisselkoers van de gulden aan de minister van Financiën uitbracht, stelde zij dat de thans overeengekomen zeer brede marges moeten worden gezien als een noodmaatregel. Voortzetting van het arrangement in deze vorm ontleent haar betekenis vooral hieraan, dat zo de intentie tot uitdrukking wordt gebracht tot een meer effectief wisselkoersarrangement terug te keren wanneer de omstandigheden dat toelaten.

De handhaving van de Nederlands-Duitse wisselkoersverhouding en de daaraan verbonden wederzijdse verplichtingen is geheel in overeenstemming met de onderliggende economi-

sche factoren. Zij geeft de markt, in een internationale omgeving die door onzekerheid wordt gekenmerkt, een maximum aan zekerheid voor zover dit het Nederlandse beleid betreft, hetgeen van groot belang is voor onze economie. Daarnaast kan handhaving van dit onderdeel van de eerder bestaande Europese wisselkoersverhoudingen worden gezien als bijdrage tot een terugkeer naar meer geordende verhoudingen in het Europese Monetair Stelsel in de toekomst.

De weg terug

Hoe aannemelijk is een terugkeer naar een EMS met nauwere marges, en hoe wenselijk? In vooral de Angelsaksische visie noch het een, noch het ander. De policy mix in Duitsland als gevolg van de eenwording impliceert een rentepeil dat de andere EMS-landen zich niet kunnen veroorloven bij de huidige conjunctuur. Meer in het algemeen acht zij

het ongewenst de rente ondergeschikt te maken aan een wisselkoersdoelstelling. Toch roept deze visie vragen op:

- Hoe belangrijk is de rente voor de conjunctuur? Niemand zal ontkennen dat een lagere rente kan helpen, maar over de mate van belang wordt niet eenduidig gedacht.
- Hoe belangrijk is de geldmarktrente in dit verband? In het Verenigd Koninkrijk is de korte rente van groot belang omdat met name hypotheekoverwegend tegen variabele rentes zijn afgesloten. Een beleid dat er op gericht zou zijn hierin verandering te brengen, zou bovenal de geloofwaardigheid van de doelstelling van prijsstabiliteit moeten vergroten. Op het continent, en met name in landen met een naar verhouding goed anti-inflatoir verleden, is het vooral de lange rente die voor de economie van belang is. De kans dat die daalt is groter bij een monetair (en wisselkoers-)beleid dat de verwachting wekt van prijsstabiliteit,

dan bij een beleid dat primair gericht zou zijn op daling van de korte rente: dat laatste zou de lange rente zelfs kunnen doen stijgen als de inflatieverwachtingen er door worden aangewakkerd.

- Hoe belangrijk is de rente in vergelijking tot de wisselkoers voor de economie? Voor Amerikaanse economen (met of zonder Nobelprijs) is dit geen vraag, gewend als zij zijn te leven in een grote, naar verhouding gesloten economie. Voor de kleinere, open en met elkaar vervlochten Europese economieën ligt dit anders. Wij hebben de afgelopen jaren de dollarkoers zien oplopen van minder dan twee naar bijna vier gulden en weer terug. Voor de onderlinge Europese wisselkoersverhoudingen zou zo iets niet kunnen.

Een vorm van beheersing van de onderlinge wisselkoersverhoudingen is voor de Europese landen, gezien hun onderlinge afhankelijkheid, onmisbaar. Als dat zo is, staan zij voor de vraag welk stelsel voor de beheersbaarheid effectiever is: een stelsel met of zonder wisselkoersverplichtingen?

Hier doet zich het verschijnsel voor dat men zo vaak verlangt naar wat men op dat moment niet heeft. Maar Frankrijk, dat tweemaal de 'slang' in de jaren zeventig heeft verlaten, is telkens weer teruggekeerd. En ook in het Verenigd Koninkrijk is in 1990 gekozen voor toetreding in het Europese wisselkoersarrangement op grond van de overweging dat hiervan meer geloofwaardigheid zou uitgaan dan – zoals eerder was geprobeerd – van een wisselkoersdoelstelling die eenzijdig was vastgesteld en die dus ook eenzijdig kon worden gewijzigd zodra die ging knellen.

De lessen

Dat zal worden geprobeerd terug te keren naar een meer stringent stelsel lijkt dan ook aannemelijk. Te hopen is dat daarbij de lessen van vroegere ervaringen zullen zijn geleerd. Welke zijn dat?

- Dat wisselkoersverhoudingen die de concurrentiepositie niet weerspiegelen, op den duur niet houdbaar zijn was al bekend. Wat thans weer is gebleken, is dat juiste wisselkoersen een noodzakelijke maar niet voldoende voorwaarde vor-

men voor een goed functioneren van het stelsel.

- Van groot belang is de policy mix tussen budgettair en monetair beleid, en daarmee de beheersing van de overheidsfinanciën, zowel in het ankerland als elders. Naarmate de financieringstekorten groter zijn, is de beheersbaarheid van het stelsel moeilijker.
- Het EMS zal niet kunnen functioneren als de geloofwaardigheid van een op prijsstabiliteit gericht beleid in het ankerland ernstig zou worden aangetast. Dat het daaraan prioriteit geeft is – ook al geeft het ongemak – voor het stelsel onmisbaar, en moet derhalve door allen worden aanvaard en zelfs verlangd.
- Voor de andere landen geldt dat zij de wisselkoers met het ankerland met minder kosten kunnen handhaven naarmate zij de markt beter overtuigen dat handhaving hun prioriteit is. Dat kan niet met verklaringen maar alleen door een bestendig beleid, waaruit blijkt dat bij de vaststelling van de rente de wisselkoers prioriteit heeft. Het toelaten van een lagere rente dan de Duitse, hoeft aan die prioriteit geen twijfel te wekken zolang de

wisselkoers sterk is; ligt die daarentegen onder de spilkoers, dan is het streven naar een negatief renteververschil niet zonder risico.

- Voor een stelsel van stabiele wisselkoersen in een wereld van vrij kapitaalverkeer is essentieel, dat het beleid erop is gericht de verwachtingen van de markt inzake wisselkoersen te beïnvloeden. Dat kan door de markt de ervaring te geven, dat speculeren tegen een munt kostbaar is in termen van rentekosten, riskant in termen van wisselkoersrisico binnen de toegelaten fluctuatiemarge, en weinig lonend omdat de depreciatie – als die plaatsvindt – beperkt is. De daartoe in 1987 in Bazel en Nyborg overeengekomen spelregels blijven onmisbaar. Heeft het beleid zijn geloofwaardigheid verworven, dan wordt speculatie stabiliserend in plaats van destabiliserend.

Het is te hopen en ook te verwachten dat de monetaire autoriteiten ook in de nu ontstane situatie, waarin het risico van divergentie is toegenomen, hun coördinatiestreven zullen voortzetten. Daarbij zal blijken in welke mate men uit de ervaringen dezelfde

lessen trekt. De haast waarmee de landen wier munt onder druk stond de renteteugels laten vieren, kan in dit verband een interessante aanwijzing geven.

EMU

Wat zijn de vooruitzichten voor verwezenlijking van de Economische en Monetaire Unie na wat er nu is gebeurd? Die zijn niet verbeterd. Maar de motieven om tot een EMU te komen zijn vooral politiek, en daarin is niets veranderd. Of het streven realistisch zal blijken te zijn, hangt af van de mate waarin het zal gelukken monetair orde op zaken te stellen en greep te krijgen op de overheidsfinanciën. Beide zijn nodig, met of zonder EMU.

A. Szász

De auteur is directeur van De Nederlandse Bank en bijzonder hoogleraar Europese Studies aan de Universiteit van Amsterdam