

Kapitaalrestricties op herhaling?

A.P.D. Gruijters en H.G. van Gemert*

Na de crisis in het EMS gingen er in de Europese Gemeenschap stemmen op om beperkingen op te leggen aan de vrijheid van het kapitaalverkeer. Op die manier zou een dam moeten worden opgeworpen tegen het optreden van valutaspeculanten. In dit artikel worden de mogelijkheden en beperkingen van kapitaalrestricties besproken en worden de historische ervaringen met dit instrument belicht. Kapitaalrestricties gaan in het algemeen gepaard met hoge kosten en zijn zelden effectief.

De crisis in het EMS heeft de discussie rond de Europese eenwording opnieuw doen opleven. Van Amerikaanse en Britse zijde is kritiek uitgeoefend op de wenselijkheid van vaste wisselkoersen¹. In het continentale deel van West-Europa richt de discussie zich op de lessen die uit de recente ervaringen kunnen worden getrokken en op alternatieven voor de Maas-trichtse route om de EMU alsnog te bereiken². In dat kader is ook gepleit voor herinvoering van restricties op grensoverschrijdende kapitaalstromen. In dit artikel worden de mogelijkheden en beperkingen van kapitaalrestricties vanuit een historisch-institutioneel perspectief geanalyseerd.

Op 12 augustus 1993 gaf de Franse premier Balladur de valutaspeculanten onomwonden de schuld van de EMS-perikelen. Zij zouden "willen dat alle valuta's van de wereld zoveel mogelijk zweven, zodat zij de grootste winsten kunnen maken". Balladur zag het als "een morele en economische plicht voor de grote, beschaafde landen" om het financiële stelsel op dit punt te hervormen³. Toen de franc vervolgens onder druk kwam, verklaarde minister van Financiën Alphandéry, dat Balladur verkeerd begrepen was⁴. In België deed zich een zelfde tafereel voor: premier Dehaene pleitte voor een EMS dat "bewapend" is tegen speculanten, waarop minister van Financiën Maystadt zich haastte te verklaren dat de herinvoering van kapitaalrestricties uitgesloten was⁵.

De onzekerheid over nieuwe beperkingen bleef evenwel boven de markten hangen. Dit werd nog versterkt toen EG-Commissievoorzitter Delors half september stelling nam tegen de valutaspeculanten. Gebruik makend van de analogie: "auto's mogen zich vrij bewegen en toch zijn er snelheidsbeperkingen", vroeg hij het Europese parlement "waarom we op internationaal niveau niet zouden studeren op manieren om de kapitaalbewegingen te beperken"⁶.

Vanuit de academische wereld kwam al eerder het voorstel om in EMS-verband speculatie met restricties tegen te gaan zolang de EMU nog niet bereikt

is. Zo presenteerden Eichengreen en Wyplosz als noodoplossing voor instabiele tijden een impliciete belasting op valutatransacties. Zij bepleiten een depositoverplichting voor banken, die voor eigen rekening of in opdracht van derden een 'short'-positie innemen tegen binnenlandse valuta's⁷. Door de maatregel zouden banken verplicht zijn tegenover elke ongedekte aankoop van vreemde valuta een equivalent bedrag aan binnenlandse valuta renteloos in deposito te houden bij de centrale bank. Deze restrictie verbiedt de transacties niet, maar verhoogt de kosten van speculatie met name als het binnenlandse rentepercentage op een hoog niveau ligt. Een rigoureuzer voorstel is afkomstig van Tobin; om de mobiliteit van speculatieve kassen te beperken, pleit hij voor een wereldwijde belasting op alle valutatransacties, ongeacht of deze een speculatief karakter dragen⁸.

* De auteurs zijn verbonden aan de vakgroep Algemene economie van de Katholieke Universiteit Brabant. Met dank aan G.P.L. van Roij.

1. Zie de brief van de zes MIT-hoogleraren in de *Financial Times* van 29 juli 1993 en het commentaar van A. Walters in *NRC Handelsblad* van 18 september 1993.

2. Zie de bijdragen van R. Beetsma en K. Koedijk, A. Szász, P. De Grauwe en A.R.G.J. Zwijs in *ESB*, 18 augustus 1993.

3. De citaten zijn ontleend aan een toespraak van E. Balladur weergegeven in *het Financieele Dagblad*, 14 augustus 1993.

4. *het Financieele Dagblad*, 18 en 19 augustus 1993.

5. Maystadt laat zich wel kritisch uit over speculatie als "een type transactie dat geen regels kent, geen kosten en geen belastingen" in *het Financieele Dagblad*, 17 augustus 1993.

6. *het Financieele Dagblad*, 16 september 1993 en de *Financial Times*, 17 september 1993.

7. B. Eichengreen en C. Wyplosz, *The unstable EMS*, CEPR Discussion Paper, nr. 817, mei 1993. Ervaren met dergelijke renteloze depositoverplichtingen zijn in het verleden opgedaan door Italië (1973-1983) en Spanje (1992).

8. J. Tobin, A proposal for international monetary reform, *The Eastern Economic Journal*, jg. 4, 1978, nr. 3/4.

Doel en vormgeving van kapitaalrestricties

In een stelsel met vaste wisselkoersen betekent een hoge mate van internationale kapitaalmobiliteit automatisch een verlies van beleidsautonomie. In het kader van de macro-economische stabilisatiepolitiek zijn de monetaire autoriteiten dan niet of nauwelijks in staat om de groei van de geldhoeveelheid af te stemmen op de stand van de conjunctuur. Een relatief ruim (krap) monetair beleid zal immers, via een relatief lage (hoge) rente, kapitaalstromen oproepen die de wisselkoers onder neerwaartse (opwaartse) druk zetten en het effect van de oorspronkelijke beleidswijziging ondermijnen⁹.

Voor de autoriteiten zijn kapitaalcontroles daarom primair een instrument om enige interne beleidsautonomie te behouden c.q. te herwinnen; de restricties reduceren de mobiliteit van het financiële kapitaal en isoleren tot op zekere hoogte de nationale geld- en kapitaalmarkt van de ontwikkelingen op de internationale markten. Als de instrumenten effectief zijn, doorbreken zij de normale arbitragecondities zodanig dat het rente-écart met het buitenland kan veranderen zonder wisselkoersaanpassingen op te roepen. Ook als het controlestelsel niet helemaal waterdicht is, biedt het de autoriteiten enig soelaas, in de vorm van tijdwinst om het beleid bij te stellen voordat de officiële goud- en deviezenreserve uitgeput raakt.

De controletechnieken kunnen grosso modo onderverdeeld worden in directe en indirecte restricties¹⁰. Directe controles leggen rechtstreekse beperkingen op aan de omvang van kapitaalstromen. Ze zijn meestal ondergebracht in een vergunningstelsel. Als het aantal internationale transfers groot is, vereist zo'n stelsel een omvangrijk bureaucratisch apparaat voor de uitvoering van de bepalingen. Daarom wordt in landen waarvan het financiële systeem open is, de voorkeur gegeven aan indirecte controles; deze beogen kapitaaltransfers te sturen door de kosten te verhogen ofwel het verwachte rendement te verlagen. Gezien de sterke groei van het internationale kapitaalverkeer in de laatste decennia is het niet verwonderlijk dat voorstellen voor de herintroductie van restricties juist in deze categorie vallen.

Golfbeweging en parallellen

Vanuit een historisch perspectief gezien maakt de liberalisatie van het kapitaalverkeer in de geïndustrialiseerde wereld versnellingen en vertragingen door¹¹; de huidige discussie past in dit beeld. In perioden van voorspoed en optimisme is de behoefte aan restricties gering. Zodra de economische groei afneemt en de ontwikkelingen in de lidstaten uiteenlopen, daalt het vertrouwen van de financiële markten in het valutastelsel: de interne beleidsdoelstellingen laten zich minder goed verenigen met vaste wisselkoersen en er komen speculatieve kapitaalstromen op gang. Deze stromen zijn in de ogen van de beleidsmakers "destabiliserend" en vragen om een intensivering van de regulering.

Het stelselmatige gebruik van kapitaalrestricties doet zich het eerst voor tijdens het interbellum. Een evaluatie door de Volkenbond uit 1944 (!) van de

maatregelen tegen speculatie in de jaren dertig, komt tot een aantal conclusies die tot op heden weinig aan waarde hebben ingeboet¹². In de eerste plaats is het niet voldoende om enkele typen kapitaalexport te controleren; de marktparticipanten zijn inventief genoeg om vluchtwegen te vinden die de regels omzeilen. Als de autoriteiten een stelsel willen dat bestand is tegen 'hot money flows', zullen zij alle internationale betalingen onder toezicht moeten stellen, ook die uit hoofde van het lopende verkeer. In de tweede plaats tast de invoering van restricties het vertrouwen van de financiële markten in het beleid van de autoriteiten zo aan, dat de kapitaalvlucht intensiveert. Er ontstaat dan een cyclus waarin regulering en ontwikkelingsdrang elkaar versterken. In de derde plaats hebben de restricties een negatief effect op de handel met het buitenland; niet alleen vanwege de transactiekosten die de deviezenrestricties met zich mee brengen, maar ook voor zover zij de overwaardering van een valuta in stand houden.

Eerste liberaliseringsgolf

Het optimisme over de werking van het Bretton Woodsstelsel leidde in het begin van de jaren zestig tot een liberalere houding ten aanzien van het kapitaalverkeer. In internationaal verband (OESO, EG) komen afspraken tot stand om kapitaalstromen te liberaliseren. Volgens artikel 67 van het EEG-verdrag moeten alle beperkingen op het kapitaalverkeer binnen de Gemeenschap opgeheven worden, voor zover nodig voor de goede werking van de interne markt. Met dit laatste houden de lidstaten de mogelijkheid open om kortlopende kapitaalbewegingen te controleren.

Aan de eerste liberaliseringsgolf kwam echter een eind toen de spanningen in het Bretton Woodsstelsel toenamen. Om een onafhankelijk monetair beleid te combineren met vaste wisselkoersen, probeerde men de mobiliteit van de kapitaalstromen terug te brengen. De restricties werden gereactiveerd, zowel in de VS als in Europa en Japan. Toch slaagde men er niet in 'destabiliserende' kapitaalstromen te voorkomen.

Opnieuw blijkt de regulering van het kapitaalverkeer geen effectief middel als de markten eenmaal twifelen aan de houdbaarheid van onderlinge pariteiten. De groei van het internationale handelsverkeer en de opkomst van multinationals hebben meer mo-

9. Dit dilemma komt bij voorbeeld aan de orde in H. Jager, The global exchange rate system in transition, *De Economist*, 1991, nr. 4; zie ook de monetaire conflict-driehoek in H.G. van Gemert en A.P.D. Gruijters, Internationale financiële integratie: achtergronden, verschijningsvormen en gevolgen, *Rotterdamse Monetaire Studies*, jg. 11, 1992, nr. 2.

10. Zie A. Gruijters, *De liberalisering van het internationale kapitaalverkeer in historisch-institutioneel perspectief*, Research Memorandum, FEW/KUB, nr. 597, 1993.

11. Zie bij voorbeeld A. Lamfalussy, Changing attitudes towards capital movements, in F. Cairncross, *Changing perceptions of economic policy*, Londen, 1981; P. van den Bergh, Deregulering van de internationale financiële stromen en valutastelsel, *Rotterdamse Monetaire Studies*, 1987, nr. 30 en A. Gruijters, op. cit.

12. Volkenbond, *International currency experience*, Princeton N.J., 1944, blz. 162-189.

gelijkheden tot ontwijking gecreëerd. De autoriteiten komen hierdoor voor een dilemma: als ze in tijden van zware speculatie een sluitend controlestelsel willen, dan zullen ze ook handelskredieten en directe buitenlandse investeringen onder toezicht moeten stellen. Het controlestelsel wordt dan duur: afgezien van de kosten van het apparaat dat moet toezien op de naleving, verzwakt het de internationale concurrentiepositie van het bedrijfsleven en tast het de handelsbetrekkingen met het buitenland aan.

Tweede liberaliseringsgolf

Met de overstap naar (beheerst) zwevende wisselkoersen brak een tweede periode van schoksgewijze liberalisering aan; door het wegvallen van de interventieplicht was de behoefte aan restricties vermindert. De ommekeer werd voor een ander deel ingegeven door de gewijzigde visie van beleidsmakers op de wenselijkheid van overheidsingrepen in het marktmechanisme. De liberalisatie is in zekere zin ook een gevolg: een erkenning van officiële zijde dat restricties niet meer effectief zijn in een wereld waarin nationale financiële markten steeds sterker met elkaar vervlochten raken door de verspreiding van financiële innovaties, de ontwikkeling van de communicatietechnologie, de internationalisering van het bankbedrijf en de deregulering van binnenlandse financiële markten en instellingen¹³.

Ervaringen in het EMS

De tweede liberaliseringstrend ging voorbij aan een aantal landen in het Europese Monetair Stelsel. In de eerste helft van de jaren tachtig hanteren Frankrijk, Italië, Denemarken en België nog volop controlemechanismen. Om speculatie tegen te gaan introduceerde Frankrijk in mei 1981 financieringsvoorschriften voor directe buitenlandse investeringen van ingezetenen, een valutacircuit voor het uitgaande portefeuilverkeer alsmede beperkingen op de internationale betalingen van Franse exporteurs en importeurs¹⁴. In Italië waren ingezetenen die in het buitenland wilden beleggen of die aan niet-ingezetenen krediet wilden verlenen, verplicht een bedrag, equivalent aan 50% van hun buitenlandse actief, renteloos in deposito te houden bij de autoriteiten. Daarnaast bestonden er regelmatig beperkingen op de afwikkeling van internationale handelsbetalingen¹⁵.

Het beroep op kapitaalcontroles door de zwakke EMS-landen wordt wel geïnterpreteerd als een weerspiegeling van het asymmetrische functioneren van het EMS¹⁶. In deze visie stelt West-Duitsland zijn monetaire beleid onafhankelijk van de andere EMS-landen vast. De lidstaten die met het oog op binnenlandse doeleinden een relatief ruim monetair beleid willen voeren, kunnen dat alleen combineren met de vaste wisselkoersdoelstelling bij een beperking van de kapitaalmobiliteit.

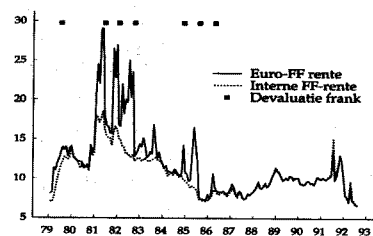
De effectiviteit van de kapitaalcontroles kan geïllustreerd worden aan de hand van het écart tussen de binnenlandse rentevoet en de externe rentevoet, te weten de rente op een eurodeposito in dezelfde geldeenheid. De eurovalutamarkten zijn vrij van regelgeving. Deze vrijheid geeft niet-ingezetenen de

keuze uit een breed spectrum aan financiële activa. Door arbitrage zal een verwachte devaluatie ceteris paribus leiden tot een stijging van de rente op een eurodeposito in de betreffende valuta. In het extreme geval van een controlestelsel dat alle kapitaalexport belemmert, kunnen ingezetenen echter alleen in binnenlandse titels beleggen; zij zijn niet in staat tot arbitrage tussen de interne en de externe depositomarkt. Derhalve zal in het geval van een devaluatieverwachting, de stijging in de binnenlandse rente achterblijven bij die in de eurodeposito-rente.

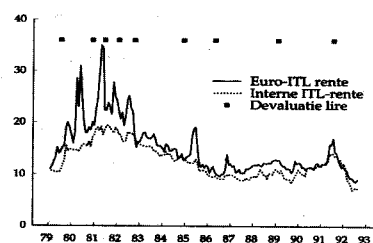
De figuren 1 en 2 geven de interne en de externe rentevoeten op driemaandse deposito's in Franse franken en Italiaanse lires voor de periode maart 1979 tot en met september 1993. Frankrijk reguleerde kapitaalexporten intensief van mei 1981 tot en met december 1983. Daarna volgde een geleidelijk liberaliseringsproces totdat in maart 1989 de laatste officiële beperkingen werden ingetrokken. Italië schafte formeel pas in januari 1990 de laatste restricties op buitenlandse beleggingen in kortlopende schuldtitels af, maar daarvoor was al enkele jaren sprake van een liberaler regime.

Uit de figuren blijkt dat de externe rente in de turbulente beginfase van het EMS geregeld hoger ligt dan de interne rente. Daarnaast heeft de eurorente een grilliger verloop. Dit patroon geeft een vrij goed inzicht in het effect van restricties. Wanneer autoriteiten voorrang geven aan het interne beleid en er op grond daarvan een speculatieve druk tegen hun valuta ontstaat, kan de binnenlandse rente alleen met behulp van kapitaalexportbelemmerende maatregelen op een relatief laag niveau gehouden worden. Naarmate het rente-ecart oploopt, neemt de prikkel voor kapitaalexporten toe. De restricties zijn niet bestand tegen deze toenemende druk. Uiteindelijk kan de spanning in de valutamarkten alleen maar worden weggenomen door een aanpassing van het interne beleid dan wel door een herschikking van de externe pariteit.

Figuur 1. Interne en externe rentevoet op driemaandse deposito's in Franse franken, maart 1979-september 1993



Figuur 2. Idem, Italiaanse lire



Bron: Datastream

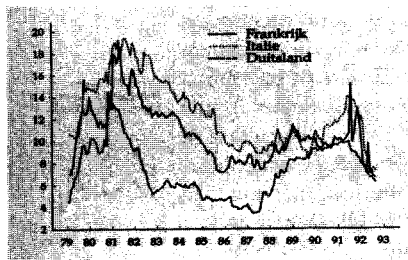
13. Zie G.P.L. van Roij, *Banken, Euromarkten en financiële innovaties*, Amsterdam, 1992, blz. 50-54 voor een uiteenzetting over de wisselwerking tussen de genoemde processen.

14. Zie IMF, *Exchange arrangements and exchange restrictions*, Annual Report, 1981 en 1982.

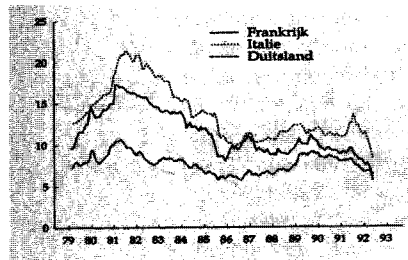
15. F. Giavazzi en A. Giovannini, *Limiting exchange rate flexibility, The European Monetary System*, Cambridge M.A., 1989, blz. 165-172.

16. Zie bij voorbeeld Giavazzi en Giovannini, op. cit., blz. 63-83 en blz. 183.

Figuur 3. Geldmarktrente, driemaands interbankair deposito, Frankrijk, Italië en Duitsland



Figuur 4. Kapitaalmarktrente, rendement overheidsobligaties



Bron: Datastream

In de beginfase van het EMS valt de keuze op een reeks devaluaties van de franc en de lire ten opzichte van de mark. Deze devaluaties tasten op hun beurt de geloofwaardigheid van de wisselkoersdoelstelling aan. De zwakke reputatie en het intensieve gebruik van kapitaalcontroles zelf vergroten het risico voor niet-ingezetenen op beleggingen in Frankrijk en Italië. De kapitaalrestricties werken op langere termijn daardoor zelfs averechts; ze verzwakken de positie van een geldeenheid in de valutamarkten in plaats van deze te ondersteunen. Dit verklaart waarom in de periode 1979-1986 elk wantrouwen tegen de dollar gepaard ging met een vlucht in D-marken en spanningen in het EMS¹⁷. Het ver-

klaart ook waarom de rente in Frankrijk en Italië structureel hoger lag dan in Duitsland, zowel op de geld- als op de kapitaalmarkt. Dit laatste wordt getoond in de figuren 3 en 4.

In de tweede helft van de jaren tachtig wordt het beleid van de EMS-landen steeds meer gekenmerkt door liberalisatie en convergentie in plaats van door kapitaalrestricties en wisselkoersaanpassingen. Door restricties af te schaffen geven de autoriteiten een signaal dat zij bereid zijn om hun interne autonomie op te geven en dat zij de rente zullen inzetten als instrument om de wisselkoersdoelstelling te ondersteunen. De renteverschillen in figuur 1 verdwijnen, terwijl die in figuur 2 kleiner worden. Dit laatste gaat echter slechts zeer geleidelijk, enerzijds omdat de convergentie onvolledig is en anderzijds omdat er eerst een reputatie met het nieuwe beleid moet worden opgebouwd.

Concluderend kunnen we stellen dat kapitaalcontroles de autoriteiten van een land weinig soelaas bieden. In tijden van speculatie kan door controles de interne rente tijdelijk beneden de externe rente worden gehouden, maar uiteindelijk kan – bij afwezigheid van beleidswijzigingen – een herschikking niet worden voorkomen. Bovendien vertaalt een dergelijke politiek zich in een systematisch rente-écart ten opzichte van het ankerland; dit écart heeft de neiging om, ook nadat de restricties buiten gebruik zijn gesteld, gedurende langere tijd te blijven voortbestaan.

Europese afspraken

In de tweede helft van de jaren tachtig heeft de Europese Commissie initiatieven genomen om alle kapitaalverkeer te liberaliseren, ook de kortlopende vormen die voorheen minder urgent geacht werden voor een goede werking van de interne markt. Over-

eenkomstig de Europese richtlijn van 4 juni 1988 hebben inmiddels elf van de twaalf lidstaten alle intracommunautaire kapitaalstromen geliberaliseerd¹⁸; ten opzichte van derde landen was tot voor kort enkel sprake van een *streven* naar volledige vrijheid (het 'erga omnes'-principe). Artikel 3 van de richtlijn bood de lidstaten bovendien de mogelijkheid om, ook binnen de EG, tijdelijk controles in te voeren zodra kortlopende kapitaalbewegingen van buitengewone omvang, sterke spanningen zouden veroorzaken op de wisselmarkten¹⁹.

Het Verdrag van Maastricht heeft de liberalisatieverplichtingen per 1 januari 1994 verdiept. Aan het begin van de tweede fase is in principe al het kapitaalverkeer, zowel intra- als extracommunautair, vrij. Ook de liberalisatie van het verkeer met derde landen is daarmee een verplichting geworden. De mogelijkheden om bij turbulentie op de valutamarkten, kapitaalrestricties op te leggen, zijn ingekrompen: artikel 73F van het Unie-verdrag biedt enkel een tijdelijke vrijwaring tegen kapitaalstromen naar of uit derde landen. De Raad beslist op voorstel van de Commissie, met gekwalificeerde meerderheid van stemmen over de maatregelen, die hoogstens zes maanden mogen duren²⁰.

Nieuwe restricties?

Door de Europese richtlijnen is de bewegingsvrijheid van het financiële kapitaal inmiddels sterk verankerd in de nationale wetgeving van de lidstaten. Tot op heden heeft geen enkel land gebruik gemaakt van de vrijwaringsclausule om kapitaaltransacties opnieuw te reguleren²¹. Groot-Brittannië en Italië zijn uit het wisselkoersmechanisme getreden en hebben geen poging ondernomen om dit met kapitaalcontroles te voorkomen. Ook de recente crisis is niet bezworen met kapitaalbelemmerende maatregelen, maar met een verbreding van de fluctuatiemarges. Vanwaar dan toch de recente uitlatingen om dit instrument opnieuw van stal te halen?

Ook in beleidskringen wordt erkend dat kapitaalbelemmeringen op (middel-)lange termijn niet effectief zijn²². De huidige suggesties om restricties in te voeren berusten daarom voornamelijk op de wens om op korte termijn enige tijdwinst te boeken zodat de autoriteiten beleidswijzigingen kunnen doorvoeren of de spelkoersen in het EMS op ordelijke wijze kunnen herschikken. Het is de vraag of dat wel verstandig c.q. mogelijk is.

17. D. Gros en N. Thygesen, *European monetary integration, From the EMS to the EMU*, Londen, 1992, blz. 137-138.

18. Griekenland heeft nog uitstel tot 1 januari 1995.

19. *Publikatieblad van de Europese Gemeenschappen*, nr. L 178/5-18, 8 juli 1988.

20. R. Smits, De monetaire unie van Maastricht. Een overzicht van de Verdragsbepalingen inzake de Economische en Monetaire Unie, *Sociaal-Economische Wetgeving*, jg. 40, 1992, nr. 8/9, blz. 708.

21. Tijdens de EMS-crisis van september 1992 hebben Spanje, Portugal en Ierland kapitaalcontroles ingezet op basis van andere uitzonderingsbepalingen.

22. Zie bijvoorbeeld het G-10 rapport, *International capital movements and foreign exchange markets*, april 1993, blz. 24-25 en blz. 35.

De meest rigoureuze methode om de mobiliteit van kapitaalstromen terug te brengen, zou een heffing zijn op valutamarkttransacties zoals voorgesteld door Tobin. Het nadeel is echter dat de heffing niet beperkt kan blijven tot enkele vormen van kapitaalverkeer; de speculatie zal een uitweg vinden via nog niet gereguleerde substituten, of via 'leads' en 'lags' in de betalingen uit hoofde van het internationale handelsverkeer. Een heffing op alle valutamarkttransacties zal uit concurrentie-overwegingen niet beperkt kunnen blijven tot één land of een groep landen. De invoering van de valuta-omzetbelasting op mondiaal niveau lijkt niet haalbaar en ook niet wenselijk. Een generieke heffing leidt immers tot hogere transactiekosten bij alle internationale betalingen met alle negatieve gevolgen van dien voor de internationale handel en voor de optimale allocatie van besparingen over de investeringsmogelijkheden in de wereld.

Een pragmatischer alternatief zou zijn om de oorspronkelijke vrijwaringsclausule uit de Europese richtlijn van 1988 te continueren ten einde kortlopende kapitaalbewegingen, binnen en buiten de EG, zonnig te kunnen onderwerpen aan tijdelijke restricties. Maar ook dat lijkt niet raadzaam. Door de ervaringen met de vorige crises en door het tijdelijke en derhalve terugkerende karakter van de clausule zullen de markten steeds beter op de invoering ervan gaan anticiperen. Hierdoor is het de vraag of die vrijwaring zelfs voor de korte termijn nog wel effectief is.

In een valutastelsel zoals het EMS speelt het vertrouwen van de financiële markten in de exacte bedoelingen van de autoriteiten een belangrijke rol. Een continuering van de vrijwaringsclausule zaait twijfel; voor beleggers stijgt de onzekerheid over de activering van de clausule en de onzekerheid over wisselkoersaanpassingen, waarvan de restricties in het verleden een voorbode zijn gebleken. De consequentie is dat de marktpartijen bij het minste signaal zullen reageren en tijdig de gelegenheid zullen aangrijpen om zonder al te veel kleerscheuren hun actief in de betreffende valuta van de hand te doen. De mogelijke invoering van tijdelijke kapitaalrestricties biedt dan geen oplossing voor de instabiliteit in het EMS-stelsel; anticiperend op de maatregelen zullen de economische agenten een speculatieve aanval slechts eerder inzetten. Ook de korte-termijn tijdswinst voor de autoriteiten is dan verdwenen. De ervaringen van Spanje zijn in dit verband illustratief, zie het artikel van O.C.H.M. Sleijpen in deze ESB.

Hoewel het politiek misschien aantrekkelijk is om samenzwerende speculanten de schuld te geven van een valutacrisis, is het in de praktijk moeilijk om al één speculanten te treffen met maatregelen. Tijdens een crisis zijn niet alle valutamarkttransacties speculatief in die zin dat ze enkel uitgevoerd worden om winst te behalen uit een valutaherschikking. Een belangrijk deel van de transacties is juist defensief; ondernemingen en financiële instellingen proberen alsnog het valutarisico af te dekken op het buitenlandse actief dat ze in het verleden hebben opgebouwd²³. Kapitaalcontroles maken het niet alleen voor speculanten, maar ook voor deze marktparticipanten vrij kostbaar om een (tegengestelde) valutapositie op te bouwen om hun risico af te dekken. Als

de restricties een dergelijke defensieve transactie uitsluiten, is de kans groot dat met name institutionele beleggers overgaan tot de verkoop van hun financiële activa en zich in korte tijd terugtrekken uit een land²⁴. Het gebruik van kapitaalrestricties kan daarmee de toegang van een land tot de internationale financiële markten bemoeilijken.

Conclusie

Een hoge mate van internationale kapitaalmobiliteit legt beperkingen op aan de binnenlandse beleidsruimte van monetaire autoriteiten in landen die deelnemen aan een wisselkoersarrangement als het EMS. Nu zijn conflicten tussen de externe doelstelling (de vaste wisselkoers) en de interne doelstelling (volledige werkgelegenheid bij een stabiel prijsniveau) van het monetaire beleid in principe oplosbaar door de inzet van een extra instrument. De regulering van het kapitaalverkeer belooft in dit verband enkel voordelen: als de controles effectief zijn, isoleren zij de binnenlandse financiële markten; de ontstane beleidsruimte kan aangewend worden om op onafhankelijke wijze het geldhoeveelheidsbeleid af te stemmen op de binnenlandse conjuncturele situatie zonder kapitaalstromen op te roepen die de handhaving van de vaste wisselkoersdoelstelling zouden bemoeilijken.

In het verleden hebben kapitaalrestricties deze beloften echter niet weten in te lossen. De financiële markten zijn bijzonder inventief in het omzeilen van regulering. Hierdoor zijn specifieke maatregelen op middellange termijn niet effectief. De langdurige toepassing van een sluitend controlestelsel druist in tegen het Europese ideaal van een interne markt en brengt hoge kosten met zich mee, zoals een aantasting van de internationale handelsbetrekkingen, een suboptimale allocatie van besparingen over investeringen, een verslechtering van de reputatie van de monetaire autoriteiten en een verminderde toegang van een land tot de internationale kapitaalmarkten.

Ook het opleggen van tijdelijke maatregelen is niet effectief in die zin dat ze de autoriteiten steeds minder tijdswinst bieden. Bij beginnende valuitaire onrust zal de markt op de mogelijke toepassing van restricties vooruitlopen, terwijl de invoering zelf zal worden geïnterpreteerd als een zwakgebod. Onder die omstandigheden werkt een vrijwaringsclausule uiteindelijk zelfs averechts.

Noud Gruijters
Henk van Gemert

23. Zie het G-10 rapport, op. cit., en H.O. Ruding, *After the currency crises, Can Europe revive a monetary policy?*, *International Herald Tribune*, 3 september 1993.

24. Zie het G-10 rapport, op. cit., blz. 13, 24-25, 48, 58 en 76-77 voor het toenemende belang van de internationale portefeuillespreiding door beleggingstellingen en hun rol in de EMS-crisis van september 1992.