

Kind of badwater?

Het EMS bleek eind vorige week niet langer tegen de druk van de financiële markten bestand. In een ultieme poging om het EMS overeind te houden, hebben de ministers van financiën en centrale bankiers van de Europese Gemeenschap in het weekend besloten om de bestaande bandbreedtes van het wisselkoersmechanisme tijdelijk op te rekken tot 15% in beide richtingen. De enige uitzondering betreft de bandbreedte tussen de gulden en de D-mark, die op bilaterale basis op 2,25% zal worden gehandhaafd. In de toelichting bij het officiële communiqué wordt verwezen naar de exceptionele aard en omvang van de speculatieve bewegingen. Waar komen deze vandaan, en zal verbreding van de fluctuatiemarges de druk van de ketel kunnen halen?

De speculatieve aanvallen van de afgelopen week zijn in de eerste plaats te wijten aan het feit dat beleidsdilemma's in zowel Duitsland als Frankrijk werden opgelost ten gunste van interne doelstellingen. Met het oog op de recessie weigerde Frankrijk de rente voldoende te verhogen om de positie van de frank in het EMS veilig te stellen. Omgekeerd was de Bundesbank, gegeven de aanhoudend hoge binnenlandse geldgroei en inflatie, niet bereid om de Franse frank met een renteverlaging te ondersteunen. Daarmee werden de financiële markten uitgedaagd om de buit binnen te halen. Beide landen hadden immers te kennen gegeven dat het verdedigen van de bilaterale wisselkoers op de tweede plaats kwam!

De verschillende interne beleidsprioriteiten weer spiegelen uiteenlopende economische ontwikkelingen, die op hun beurt weer een teken zijn dat de beoogde convergentie op weg naar de EMU achterwege blijft. En dit brengt ons bij de tweede aanleiding voor de speculatieve kapitaalstromen: de relatie die de markt legt tussen de geloofwaardigheid van de EMU en de pariteiten van het EMS. Tot medio vorig jaar bestendigde het vertrouwen in de EMU het vertrouwen in het EMS. De markten waren zelfs op grote schaal in zwakke maar hoogrenderende valuta's gestapt, die dankzij deze belangstelling bovenin het EMS terechtkwamen. Deze situatie was ronduit paradoxaal, omdat de toenmalige kracht van de lire en de peseta geen enkel verband hield met onderliggende economische ontwikkelingen. Sinds het vertrouwen van de markt in de EMU is omgeslagen, is er sprake van een omgekeerde paradox. De markten zijn er zo heilig van overtuigd dat het EMS op springen staat, dat ze geen oog meer hebben voor het feit dat de economieën van de overgebleven EMS-valuta's er doorgaans beter voorstaan dan ankerland Duitsland. Het probleem is echter dat ook deze keer de marktverwachting zichzelf waarmaakt: door massaal uit de Franse frank, de Belgische frank en de Deense kroon te stappen, worden gezonde valuta's vanzelf verzwakt.

De markt wordt in haar opvattingen nog gesterkt door de omstandigheid dat het nastreven van wissel-

koersstabiliteit via het EMS het bereiken van de overige EMU-criteria bemoeilijkt. Voor de Bundesbank geldt de negatieve invloed van solidaire renteverlagingen en interventies op de inflatiebestrijding. De meeste overige EMS-landen kampen met het feit dat hoge rentevoeten leiden tot hogere rentelasten over de staatsschuld en een diepere recessie; beide staan de sanering van de overheidsfinanciën overeenkomstig de begrotingscriteria van Maastricht in de weg.

Een laatste reden voor de speculatie tegen het EMS heeft te maken met de inherente kwetsbaarheid van een stelsel van vaste (maar aanpasbare) wisselkoersen in een wereld met vrij kapitaalverkeer. Smalle bandbreedtes bevorderen niet alleen de wisselkoersstabiliteit, maar ook de mogelijkheden voor speculanten om deze te ondermijnen. Het opwaartse koersrisico bedraagt immers maximaal 2,25%, terwijl een devaluatie doorgaans veel meer oplevert. Bijgevolg kan ook een stelsel waarin de wisselkoersen de onderliggende concurrentieverhoudingen weerspiegelen, van tijd tot tijd met grote valuta-onrust worden geconfronteerd.

In het licht van het bovenstaande is het tijdelijk en buitensporig oprekken van de fluctuatiemarges een goede strategie. Lidstaten krijgen meer ruimte om interne prioriteiten na te streven, waaronder het tijdig voldoen aan EMU-criteria als prijsstabiliteit en gezonde overheidsfinanciën. Financiële markten worden gedwongen om bij de koersvorming meer acht te slaan op de onderliggende economische verhoudingen. Dit kan ertoe bijdragen dat de bestaande pariteiten serieuzer worden genomen dan voorheen, zonder dat daar een irrealistisch hoge rente voor moet worden betaald. Daarnaast zullen de hogere fluctuatiemarges speculatie tegen de bestaande pariteiten ontmoedigen en ook op die manier de marktverwachtingen stabiliseren. Tenslotte kon dankzij deze tijdelijke maatregel structurele schade worden voorkomen uit hoofde van ongerechtvaardigde devaluaties en/of opschortingen van het EMS-lidmaatschap.

Daar staat tegenover dat deze voordelen alleen spelen als het oprekken van de bandbreedtes inderdaad een tijdelijke maatregel betreft, vooral gericht op het stabiliseren van de marktverwachtingen op korte termijn. Als dit niet het geval blijkt te zijn, kunnen de nadelen alsnog de doorslag geven. Beleidsmakers kunnen de verworven ruimte voor interne doelstellingen misbruiken om noodzakelijke aanpassingen uit te stellen. Van de gewenste convergentie komt dan niets terecht, en daarmee staat het einddoel op het spel. In plaats van één munt zal de interne markt rond de eeuwwisseling te maken hebben met koersschommelingen van maar liefst 30%. Als het zo ver komt begrijpt niemand meer waarom in de zomer van 1993 het kind (wisselkoersstabiliteit) met het badwater (speculatie) werd weggegooid.

A.R.G.J. Zwiers