

## Portugese en Spaanse ervaringen

*In het voorgaande artikel zijn de mogelijkheden en beperkingen van kapitaalrestricties in algemene zin besproken. Hier wordt ingegaan op de recente ervaringen van Spanje en Portugal met kapitaalrestricties.*

### Spanje en Portugal in het EMS

Spanje en Portugal traden respectievelijk in 1989 en 1991 toe tot het wisselkoersmechanisme van het EMS, zij het met een brede fluctuatiemarge (6%) rond de spilkoers. De toetreding tot het EMS vloeyde, om politieke redenen, voort uit het EG-lidmaatschap, maar diende ook om een einde te maken aan de rente/wisselkoersspiraal. Onder invloed van de liberalisering van de financiële markten in beide landen alsook de sterke groei van de economie nam de kredietverlening eind jaren tachtig fors toe. Daardoor liep de inflatie (driëging) op. Dit werd bovendien versterkt door een expansief begrotingsbeleid. Het restrictieve monetaire beleid dat als reactie hierop werd geïnitieerd, werd gefrustreerd door de hoge kapitaalintroer die voortvloeyde uit de hoge rente en de appreciatieverwachtingen van zowel de Spaanse peseta als de Portugese escudo. Gelet op de verslechtering van de lopende rekening van de betalingsbalans werd deze appreciatie als ongewenst beschouwd. De toetreding tot het wisselkoersarrangement van het EMS, en hiermee gepaard gaande een duidelijk oriëntering van het monetaire beleid op de wisselkoers, maakte een einde aan de opwaartse druk op de valuta's. De forse kapitaalintroer, zowel in de vorm van directe investeringen alsook portfolio-investeringen, hield echter aan, zij het dat deze niet meer werd gevoed door appreciatieverwachtingen maar vooral door de afgenomen variabiliteit van de wisselkoersen.

Hoewel de inflatie langzaam werd teruggebracht, bleef er ten opzichte van de landen in de smalle band van

het EMS een gecumuleerd inflatie-ecart bestaan. Dit leidde tot een gestage uitholling van de concurrentiepositie, vooral afgemeten aan de ontwikkeling van de loonkosten per eenheid produkt. Na de Italiaanse lire en het Britse pond, ontstonden in september 1992 aldus devaluatieverwachtingen ten aanzien van de Iberische valuta's.

### Tegenmaatregelen

Zowel Portugal als Spanje zochten hun toevlucht in eerste instantie tot de traditionele verdedigingsmechanismen in het EMS, die in 1987 in het zogenaamde Bazel/Nyborg-akkoord waren bekrachtigd. Kortweg komen deze neer op het tijdig verhogen van de rente, (ongelimiteerde) interventies als de onderste interventiemarge wordt bereikt, het benutten van de fluctuatiemarge om te voorkomen dat een 'one-way bet' ontstaat en, indien nodig, een tijdige (en kleine) aanpassing van de pariteit. Terwijl de Spaanse centrale bank enigszins huiverig was om de officiële rente te verhogen en vooral steunde op interventies ten gunste van de peseta, liet de Portugese centrale bank de rente, zij het kortstondig, wel bewust hoog oplopen. Desalniettemin moest de Spaanse peseta devalueren; de Portugese escudo zou nog tot november respijt krijgen, ondanks het feit dat de Portugese valuta, afgemeten aan de ontwikkeling van de reële effectieve wisselkoersen, er slechter voor stond dan de peseta. Hoewel enigszins tentatief, zou men hieruit kunnen concluderen dat de verdediging van de wisselkoers in het Portugese geval, door een effectievere inzet van het Bazel/Nyborg-instrumentarium, succesvoller was.

*Kapitaalrestricties in Portugal*  
Echter, om speculanten de wind uit de zeilen te nemen, maar ook om een eventuele stijging van de geldmarktrente uit hoofde van een grote vraag naar kredieten tegen te gaan, besloten beide landen ook kapitaalrestricties in te stellen. De Portugese centrale bank maakte per 17 september 1992 gebruik van de bestaande regeling dat alle kredieten in rekening courant aan niet-ingezetenen de goedkeuring van de centrale bank vereisten. Op deze wijze werd het niet-ingezetenen onmogelijk gemaakt escudo's op de Portugese financiële markten aan te trekken (en kon de binnenlandse rente betrekkelijk laag blijven). Om vervolgens speculatie buiten Portugal om tegen te gaan, dienden de commerciële banken het volledige bedrag van de uitstaande kredieten te lenen bij de Banco de Portugal tegen twee maal de eurorente. Hierdoor waren de Portugese banken niet bereid om niet-ingezetenen speculanten van escudo-leningen te voorzien. Immers, tegenover de renteinkomsten voor de banken (één keer de eurorente), stonden aanzienlijke kosten (twee keer de eurorente). Als gevolg hiervan liep de eurorente sterk op (zie figuur 1); de vraag naar escudo-leningen was immers groter dan het aanbod. Per 23 september werd deze verplichte lening verlaagd tot 50% van de waarde van de uitstaande kredieten. Met ingang van 16 december 1992 werden in het kader van de verplichting tot liberalisering van het kapitaalverkeer voor 1 januari 1993 alle nog bestaande restricties opgeheven.

### Kapitaalrestricties in Spanje

De Spaanse centrale bank besloot per 23 september 1992, na de devaluatie van de peseta met 5% op 17 september, de volgende restricties in te voeren:

- de verplichting tot het aanhouden van een renteloos deposito (1 jaar) bij de Banco de España ter waarde van 100% van de toename van te goeden luidende in vreemde valuta's en de toename van peseta-kredieten van alle financiële instellingen aan niet-ingezetenen (met uitzondering van handelskredieten);
- voor de toename van pesetategoeden van niet-ingezetenen financiële instellingen in Spanje werd een kasreserve van 100% ingesteld.

De eerste maatregel zou speculatie tegen de peseta met in Spanje geleende middelen moeten voorkomen. De tweede restrictie beoogde te voorkomen dat ingezetenen via in Spanje gevestigde buitenlandse banken hun tegoeden naar het buitenland zouden doorsluizen.

Omdat niet-ingezetenen marktpartijen, anders dan in Portugal, toegang hadden tot de binnenlandse geldmarkt, kon de kredietverlening niet tot de euromarkten worden beperkt en steeg, naast de eurorente, ook de binnenlandse geldmarktrente (zie figuur 3). Ten einde dit renteverhogende effect in te dammen, werden de kosten van de peseta-kredietverlening kort daarna enigszins verlaagd. Dit werd ook mogelijk gemaakt doordat de onrust op de valutamarkten enigszins wegebde. Op 5 oktober werden de restricties opgeheven en vervangen door de verplichting tot het aanhouden van een renteloos deposito bij de centrale bank ter waarde van 100% van alle pesetaverkopen aan niet-ingezetenen ('spot' en de toename van de termijntransacties vanaf 2 oktober). Deze restricties werden met ingang van 24 november (na de tweede devaluatie van de peseta) opgeheven terwijl tegelijkertijd het officiële geldmarkttarief werd verhoogd.

### Effecten van de restricties

#### Directe effecten

Het effect van de kapitaalrestricties op de koers van de peseta en de escudo lijkt in eerste instantie positief te zijn geweest (zie figuur 2 en 4): beide valuta's apprecieerden tot boven de DM-spilkoers. De peseta zakte echter vrij snel terug naar zijn oude niveau vlak na de devaluatie (iets boven de onderste, nieuwe, interventielimiet), terwijl de escudo deprecieerde tot onder de pre-crisis marktkoers. Het kortstondige herstel van de marktkoersen lijkt vooral samen te hangen met interventies (in beide landen) en een zeer kortstondige renteverhoging (alleen in Portugal). Uit de geconsolideerde balans van de Spaanse kredietinstellingen blijkt eveneens dat de restricties in dit land weinig effect hadden: peseta-kredieten aan niet-ingezetenen, overigens niet seizoensgecorrigeerd, daalden in september en oktober 1992 nauwelijks terwijl de peseta-tegoeden van niet-ingezetenen veeleer toenamen (ten opzichte van de gemiddel-

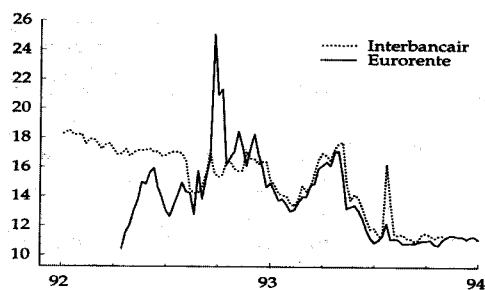
de stand over de eerste acht maanden van 1992).

#### Indirecte effecten

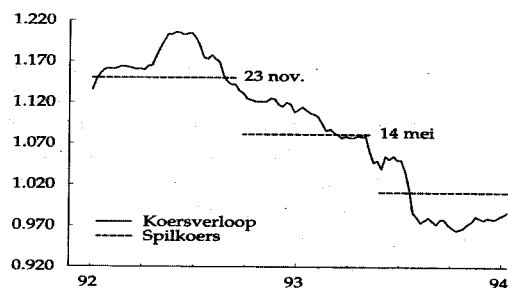
De directe aanleiding voor de druk op de peseta in september hing vooral samen met de relatief grote omvang van in peseta luidende schuld-titels in buitenlandse handen (zie tabel 1). Deze werden doorgaans open aangehouden. In september 1992 echter werden deze posities alsnog gedeckt (via het verkopen van de in peseta luidende rente en aflossing op de schuld op de termijnmarkt) of werd (lang) papier verkocht (met name overheidspapier). Door het invoeren van kapitaalrestricties werd het afdekken van het wisselkoersrisico echter bijzonder duur. Immers, de premie die op de valutatermijnmarkt moet worden betaald is afhankelijk van het, in het najaar van 1992 sterk opgelopen, rente-ecart. Als gevolg hiervan werd geen nieuw lang kapitaal meer aangetrokken en werden bestaande investeringen vanwege het geleden wisselkoersverlies zelfs afgestoten. In september en oktober, de maanden waarin de restricties van kracht waren, was er, zowel in Spanje als in Portugal, inderdaad sprake van een negatief netto lang kapitaalverkeer. Doordat obligaties in buitenlandse handen massaal werden verkocht, stortte de obligatiemarkt in. Een soortgelijke ontwikkeling heeft zich ook voorgedaan op de aandelenmarkten.

Zowel in Portugal als in Spanje hebben kapitaalrestricties bijgedragen tot de verkoop van effecten (vanwege een algemeen vertrouwensverlies bij investeerders alsook de hoge kosten voor het dekken van wisselkoersrisico), waardoor de beurskoersen in Madrid en Lissabon

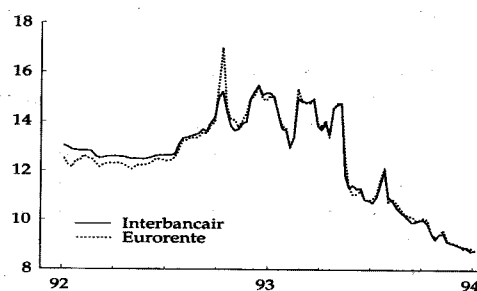
**Figuur 1. Driemaands rente in Portugal, week-gemiddelden**



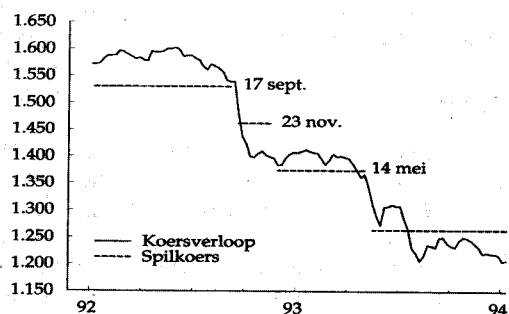
**Figuur 2. Koersontwikkeling DM/escudo, week-cijfers**



**Figuur 3. Driemaands rente in Spanje, week-cijfers**



**Figuur 4. Koersontwikkeling DM/peseta, week-cijfers**



sterk onder druk kwamen. Dit kwam boven op een toch al zwak beursklimaat. Naarmate de koersen van de peseta en de escudo zich in december stabiliseerden, de kapitaalrestricties werden afgeschaft en de officiële rentetarieven langzaam werden ver-

**Tabel 1. Schuldtitels in handen van niet-ingezetenen, luidende in peseta's**

	Totale buitenlandse schuld in mrd. peseta's <sup>a</sup>	Aandeel van de schuld luidende in peseta's <sup>b</sup>
1985	59 (36)	31
1986	68 (30)	41
1987	93 (32)	46
1988	108 (32)	55
1989	135 (36)	57
1990	198 (41)	57
1991	243 (47)	57
1992	251 (44)	50

Bron: Banco de España, Boletín estadístico.

a. Tussen haakjes: in % bbp.

b. In % van het totaal.

laagd, trokken de beurskoersen weer aan.

Naast het inperken van de mogelijkheden tot speculatie tegen de valuta's, waren de kapitaalrestricties ook bedoeld ter ontlasting van de binnenlandse geldmarkt. In Portugal is volgens de centrale bank gebruik gemaakt van kapitaalrestricties als complementair instrument om de interventies ten gunste van de escudo effectiever te maken en de binnenlandse geldmarktrente niet te hoog te laten oplopen. Desalniettemin werd de binnenlandse geldmarktrente gedurende een korte periode eind september toch bewust opgeschroefd door de Banco de Portugal. De Spaanse kapitaalrestricties hebben een stijging van de binnenlandse geldmarktrente, vooral terug te voeren op steunaankopen door de Banco de España en niet zo zeer op bewuste verkrapping van de geldmarkt, niet weten te voorkomen, wat dan ook de reden was voor het gedeeltelijk terugdraaien begin oktober van de eerder genomen maatregelen.

## Conclusie

Al met al kan worden geconcludeerd dat de kapitaalrestricties in Spanje en Portugal, anders dan zeer kortstondig, niet voor wisselkoersstabilisatie hebben kunnen zorgdragen. De verslechtering van de Spaanse en Portugese concurrentiepositie was dusdanig, dat een devaluatie in november 1992, ondanks de restricties gedurende het najaar van 1992, niet vermeden kon worden. Wel kunnen restricties zeer tijdelijk, in combinatie met het rente-instrument en interventies, druk op de wisselkoers wegnemen zonder de binnenlandse geldmarkt te

zeer te belasten. De geëffectueerde restricties van de Portugese autoriteiten lijken inderdaad hoge binnenlandse rentekosten te hebben voorkomen. Daar staat tegenover dat er negatieve effecten op het lange kapitaalverkeer van de restricties kunnen uitgaan die vooral voor landen die sterk van externe financiering afhankelijk zijn

zwaar wegen en kunnen leiden tot een verhoogde risicopremie voor de betreffende valuta.

Ook loopt de lange rente op en wordt lange financiering van de overheidsschuld op de binnenlandse kapitaalmarkt moeilijk. Dit laatste kan worden ondervangen door op de buitenlandse kapitaalmarkten in vreemde valuta te lenen, wat op korte termijn tot een aanvulling van de deviezenreserves leidt. Op langere termijn kan een grote schuld in vreemde valuta, zeker indien een depreciatierisico van de binnenlandse valuta bestaat, negatieve vertrouwenseffecten oproepen. Het betreffende land komt in Zijlstra's 'derde divisie' en wordt nog afhankelijker van externe ontwikkelingen. Landen met een groot aandeel in nationale valuta's luidende overheidsschuld in handen van niet-ingezetenen kunnen dus weinig goeds verwachten van het invoeren van kapitaalrestricties om wisselkoersfluctuaties te voorkomen.

Ten slotte zij opgemerkt dat de negatieve vertrouwenseffecten bij het herinvoeren van kapitaalrestricties in de huidige situatie waarschijnlijk groter zouden zijn dan in het eerdere Spaanse en Portugese geval. Beide landen hadden op grond van de EG-Kapitaalrichtlijn uit 1988 nog de mogelijkheid tot het instellen van kapitaalcontroles tot 31 december 1992 (in het kader van het overgangsregime onder de Kapitaalrichtlijn). Afgezien van juridische mogelijkheden (of onmogelijkheden) tot het invoeren van kapitaalrestricties in de tweede fase van de EMU, zou een dergelijke stap meer dan ooit als een onherstelbare deuk in de EG-binnenmarkt kunnen worden beschouwd.

Het zoeken naar nieuwe instrumenten om de wisselkoers te verdedigen,

zonder terug te moeten vallen op politiek gevoelige devaluaties of het inzetten van het rente-instrument, lijkt met kapitaalrestricties een doodlopende weg in te slaan. Het demonstreert dat de committering ontbreekt de wisselkoersen met het rente-instrument te verdedigen indien de conjunctuur dit niet toestaat. Alleen al de suggestie kapitaalrestricties in te voeren is op zich een zwaktebod.

## Olaf Sleijpen

De auteur is werkzaam als beleidsmedewerker op de Afdeling Internationale zaken van De Nederlandsche Bank NV te Amsterdam. Dit artikel is geschreven op persoonlijke titel. Dank aan D.H. Boot, A.F.P. Bakker en H. van Gorkum voor hun commentaar.