

# Markt versus beleid

De valutamarkt heeft zich laten gelden, daar is iedereen het over eens. Na weken van dollarcrisis, familieruzies in het EMS en de speculatieve aanval op de Franse frank, is het interessant welke consequenties beleidsmakers hieraan willen verbinden. De drie meest opvallende voorstellen zijn die van de Amerikaanse minister van Financiën Brady (onderzoek naar vrijheid kapitaalverkeer), van zijn Britse collega Lamont (aanpassing EMS), en van Commissievoorzitter Delors (mini-EMU).

Door de vrijheid van het kapitaalverkeer ter discussie te stellen, legt Brady impliciet de verantwoordelijkheid voor de koersontwikkelingen van de afgelopen weken bij de financiële markten. Ten onrechte. Het is immers veeleer het gebrek aan (tijdige) beleidsaanpassingen in de VS, het VK en Italië dat de geloofwaardigheid van de betreffende valuta's heeft ondermijnd. Het substitueren via de financiële markten van potentieel zwakke voor onbetwist sterke valuta's is iets dat tekortschietend beleid uiteindelijk over zichzelf afroept.

Voor zover wel beleid wordt gevoerd, is dit te veel gebaseerd op binnenlandse overwegingen. Schadelijke bijverschijnselen worden op het buitenland afgewenteld. Zo zijn zowel de renteverlagingen in de VS als de aanhoudend hoge rente in Duitsland vanuit binnenlands perspectief rationeel. De combinatie lokt echter valutar spanningen uit. Beperking van het kapitaalverkeer is dan een optie, maar de kosten daarvan (controle-apparaat, allocatieve inefficiëntie) moeten worden afgezet tegen de baten die beleidscoördinatie met zich mee zou brengen. Zeker als de beleidscoördinatie zich niet tot het rente- en wisselkoersbeleid beperkt, maar zich uitstrekt tot het liberaliseren van de wereldhandel, de ontwikkeling van de derde wereld en Oost-Europa, en vraagstukken als demografische ontwikkelingen, migratie en milieu, zullen de baten al gauw de doorslag geven. Deze benadering maakt optimaal gebruik van vrije kapitaalmarkten door deze te combineren met liberalisering op andere terreinen. Het verantwoordelijk stellen van de financiële markten voor de gevolgen van ongecoördineerd beleid, is echter kortzichtig en contraproductief.

Lamont geeft niet de financiële markten de schuld van de sterlingcrisis. Hij richt zijn pijlen op de spelregels van het EMS. De boodschap is dat als de Bundesbank haar rente maar tijdig had verlaagd, de markt geen aanleiding zou hebben gehad om de positie van het pond te ondermijnen. Blijkbaar moet het EMS hem niet alleen prijs- en wisselkoersstabiliteit verschaffen, maar ook een lagere rente ter bestrijding van de aanhoudende recessie. Nu laten de ervaringen met het EMS zien dat dit weliswaar haalbaar is, maar alleen als een lidstaat zijn bereidheid heeft bewezen om ter stabilisering van de wisselkoers de korte rente tijdig en afdoende te verhogen. Vanwege de recessie wilde Lamont echter van geen renteverhoging weten. Het resultaat was dat het pond steeds meer onder druk kwam te staan, waardoor een devaluatie onvermijdelijk werd. Een deva-

luatie was voor het VK echter ook onbespreekbaar. Dit zou immers de inflatiebestrijding bemoeilijken. Om de (op korte termijn) tegenstrijdige prioriteiten te verwezenlijken, besteedde Lamont de verdediging van het pond uit aan zijn EMS-partners. Aangezien dit niet spoort met de regels van het spel, was de devaluatie van het pond onvermijdelijk. Wat dat betreft wijt Lamont de sterlingcrisis dus terecht aan de systematiek van het EMS, en niet aan het functioneren van de financiële markten. Het blijft echter de kritiek van een verongelijkte 'free-rider'.

Ten slotte kan gewezen worden op de uitlatingen van Delors en andere prominenten over de mogelijkheid van een mini-EMU. Zij nemen de signalen van de valutamarkten wel degelijk serieus. Deze hebben immers amok gemaakt vanwege de onzekere toekomst van het Verdrag van Maastricht. In de overhaaste vlucht in kwaliteit heeft de Franse frank zijn vuurdoop gekregen. En passant heeft de markt zijn vertrouwen uitgesproken in een monetaire unie tussen Frankrijk, Duitsland en de Benelux.

Op de economische haalbaarheid van de vorming van bovengenoemde monetaire kopgroep valt weinig af te dingen. Een mini-EMU stuit echter op grote politieke bezwaren. Het doorbreekt de 'samen uit, samen thuis'-gedachte en kan de bereidheid van de overige lidstaten ondermijnen om alsnog aan de EMU-criteria te voldoen. Daarnaast is niet duidelijk of, en zo ja onder welke condities, de overige lidstaten later tot deze mini-EMU kunnen toetreden. Moeten Italië, Ierland en Griekenland hun schuldquotes eerst terugbrengen van 100 naar 60%, terwijl Nederland en België (met 80 resp. 130%) dat niet hoeven te doen? Een mini-EMU zet derhalve het einddoel van één munt-één markt op het spel, en moet alleen worden overwogen als gemeenschappelijke alternatieven dood blijken te lopen.

Los daarvan stelt een mini-EMU de niet-monetaire paragrafen van het Verdrag van Maastricht in de waagschaal. Daarbij valt te denken aan de versterking van de positie van het Europees Parlement, de aanzet tot een gemeenschappelijk buitenlands en defensiebeleid, en de sociale paragraaf. Het is niet waarschijnlijk dat Duitsland en Frankrijk deze zaken op willen geven voor zo iets magers als een geformaliseerd D-markblok.

De markt heeft gesproken. De consequenties die beleidsmakers hieraan verbinden, blijken nogal uiteen te lopen. Brady gebruikt de markt bepaald niet als een toetssteen voor zijn beleid, hij stelt het functioneren van de markt zelfs ter discussie. Lamont misbruikt de door de markt gepresenteerde rekening om de spelregels van het EMS te veroordelen. De suggesties voor een mini-EMU sluiten op zich wel aan bij de signalen uit de markt, maar stuiten op grote politieke bezwaren. Het beleid is nu aan zet. In elk geval hebben de financiële markten over de richting van de noodzakelijke beleidsaanpassingen geen misverstand laten bestaan.

**A.R.G.J. Zwiers**