

Komt er een nieuw Bretton Woods?

Vaste wisselkoersen tussen vrij convertibele munten zijn niet geloofwaardig, hebben Bretton Woods en het EMS geleerd.

Essentiële kenmerken van het akkoord van Bretton Woods zijn vaste wisselkoersen en vrije convertibiliteit van de munten. De vrije convertibiliteit werd echter slechts eind jaren vijftig gerealiseerd. We kunnen dus stellen dat het Bretton Woods-systeem eigenlijk pas begon te werken vijftien jaar nadat het historisch akkoord werd gesloten in de bergen van New Hampshire. Een goede tien jaar later, in 1971, had het systeem opgehouden te bestaan. Het internationaal monetair experiment met vaste wisselkoersen tussen vrij convertibele munten duurde amper tien jaar.

Op het einde van de jaren zeventig werd een nieuw experiment met vaste wisselkoersen gestart, ditmaal beperkt tot de Europese landen die deel gingen uitmaken van het EMS. Het duurde nauwelijks langer dan het Bretton Woods-stelsel. In 1993 werd het EMS ten grave gedragen, na een periode van intense speculatieve bewegingen.

Waarom is het zo moeilijk gebleken om vaste wisselkoersen te handhaven tussen vrij convertibele munten? Een antwoord op deze vraag maakt het mogelijk de realiteitswaarde te evalueren van voorstellen om te komen tot wisselkoersafspraken tussen de grote industriële landen.

Twijfel

Een wisselkoersakkoord is een belofte die de monetaire overheden aangaan om niet alleen vandaag, maar ook in de toekomst een vaste wisselkoers te handhaven. Zolang economische agenten vertrouwen hebben in die belofte is dit systeem stabiel, en zal er geen speculatie optreden. Zoals met elke belofte kan echter twijfel ontstaan over de bereidheid van de monetaire overheden om hun belofte na te komen.

Waarom ontstaat twijfel? Het antwoord is eigenlijk altijd hetzelfde: economische omstandigheden wijzigen zich, zodat de vraag rijst of behoud van een vaste wisselkoers wel in het belang van het land is. In het jargon van de econoom: een vaste wisselkoers leidt tot problemen van 'tijdsinconsistentie'. Na verloop van tijd ontstaat altijd wel een nieuwe situatie, waarin een nieuwe, andere wisselkoers beter zou kunnen zijn voor het land dan de oude wisselkoers. Zelfs als de overheid van het land niet van plan is deze nieuwe wisselkoers te hanteren, volstaat de wetenschap dat ze hiertoe verleid zou kunnen zijn, om een speculatieve beweging in gang te zetten. Een dergelijk speculatieve beweging zal dan meestal ook een zichzelf voedend karakter hebben (a self-fulfilling prophecy), en een wisselkoersaanpassing onvermijdelijk maken, ook in het land waarvan de overheden deze wisselkoersaanpassing niet wensen.

Italiaans scenario

We kunnen een tweetal scenario's onderscheiden die typisch aanleiding geven tot de hierboven geschetste speculatieve crisis. De eerste zullen we het Italiaanse scenario noemen omdat het tot de val van de Italiaanse lire leidde in 1992. Het ontstaat als volgt. Gedurende jaren volgden de Italiaanse autoriteiten een eigen monetair en budgettair beleid dat tot een aantal macro-economische onevenwichtigheden leidde (zoals een te hoge inflatie en een tekort op de lopende rekening). Kortom, een aantal 'fundamentals' evolueerden anders dan in de andere landen, en iedereen kon dit observeren. De onevenwichtig groeiden met de jaren, en dwongen de Italiaanse overheid tot het maken van een keuze. Ze kon het evenwicht herstellen zonder een de-

valuatie, met een intens deflatorisch monetair en budgettair beleid. Het alternatief bestaat erin te devalueren, waardoor de intensiteit van het deflatorisch beleid minder groot zal zijn. Deze tweede mogelijkheid creëert dus een verleiding voor de overheid om een aanpassingsbeleid te voeren dat minder duur zal zijn in termen van werkloosheid. De wetenschap dat de overheid onder deze verleiding leeft, creëert de omstandigheden waarin speculatie onvermijdelijk wordt. Dit 'Italiaanse scenario' doet zich dikwijls voor in vaste-wisselkoerssystemen. Zo kan gesteld worden dat de sterlingcrisis in het midden van de jaren zestig en de crisis met de Franse frank in 1969 dezelfde voedingsbodem hadden.

Frans scenario

Een tweede scenario leidt niet noodzakelijk tot zichtbare onevenwichtige in een aantal fundamentals zoals in het vorige scenario. Laten we dit het Franse scenario noemen. In augustus 1993 wees geen enkele economische fundamental uit dat de Franse frank een probleem was. Het Franse inflatieritme was zelfs lager dan het Duitse, en de lopende rekening vertoonde een overschot. Kortom, er waren geen observeerbare factoren die de Franse frank aanwezen. Het probleem was niet observeerbaar omdat het betrekking had op een vermoeden dat de Franse overheid in de toekomst haar beleid zou kunnen veranderen. Waarom? Bekommerd zoals altijd door te hoge inflatie (4% in 1991) begon Duitsland vanaf 1991 een deflatorisch monetair beleid te voeren op het ogenblik dat de belangrijkste Europese partners (Engeland en Frankrijk) in het diepste naoorlogse recessie waren gesukkeld. Deze landen waren daar zeker niet mee geïnteresseerd en lieten hun voorkeur voor een minder restrictief monetair beleid blijken. Met andere woorden, de landen die deelnamen aan het systeem gingen niet meer akkoord over het monetair beleid (intrestvoetbeleid) dat moest gevoerd worden in het systeem. Hierdoor ontstond het vermoeden dat Frankrijk (en Engeland) in de nabije toekomst aan het monetaire keurslijf zouden willen ontsnappen. De speculanten hadden dit ook door en begonnen te speculeren tegen deze munten.

Hetzelfde probleem deed zich eind jaren zestig voor, toen de VS een in-

flatoir monetair beleid voerden. Andere landen, zoals Duitsland en Japan, waren hier niet mee gediend en lieten dit duidelijk blijken. De voor hen enige manier om de inflatie vanuit de VS te vermijden was hun munt te revalueren. De speculanten anticipeerden, en speculeerden hierop.

Geloofwaardigheid

De lessen van deze naoorlogse experimenten met vaste wisselkoersen zijn eenvoudig. Een land kan zijn wisselkoers op een geloofwaardige wijze slechts vast houden indien het bereid is elke pretentie op een eigen muntbeleid vaarwel te zeggen en zich monetair volledig te onderwerpen aan het land met wie het een vaste wisselkoers aangaat. Dit is de reden waarom Nederland een geloofwaardige vaste koers handhaaft met de Duitse mark. Iedereen is overtuigd dat Nederland het Duitse monetaire beleid slaafs zal blijven volgen, zelfs als de Bundesbank grote dwaasheden begeeft, (zoals een beleid van monetair restrictie doorvoeren tijdens een recessie).

Meteen is ook duidelijk waarom een geloofwaardige vaste wisselkoers tussen de Franse frank en de Duitse mark op termijn niet kan bestaan. Als grote natie zal Frankrijk niet bereid zijn om in elke omstandigheid het Duitse monetaire dictaat te volgen, wat haar regering op een bepaald ogenblik ook moge verklaren. De speculanten zijn zich daar terdege van bewust. Met het gevolg dat de FF/DM koers altijd een broze stabiliteit zal kennen. Hetzelfde kan gesteld worden in verband met de dollar/DM en met de dollar/yen koersen. Duitsland en Japan zullen zich nooit onderwerpen aan een monetair dictaat van

uit de VS, iets wat noodzakelijk is indien deze landen hun wisselkoersen zouden willen stabiliseren ten opzichte van de dollar. De experimenten van Bretton Woods en van het EMS leren ons dus dat vaste wisselkoersen tussen convertibele munten van gelijkwaardige landen nooit lang kunnen bestaan. Vroeg of laat komen die koersen onder druk te staan. De voorstellen om tot nieuwe wisselkoersafspraken te komen tussen de grote industriële landen moeten dan ook als utopisch beschouwd worden.

Het enige geloofwaardige systeem dat de wisselkoersonzekerheid kan uitschakelen is er een dat de wisselkoersen afschaft. Dit kan alleen maar door de stap te zetten naar een muntunie. In een muntunie worden de nationale munten vervangen door een eenheidsmunt (beheerd door één centrale bank), waardoor wisselkoersen en wisselmarkten worden afgeschaft.

Het is duidelijk dat de grote industriële landen in de wereld niet rijp zijn voor een muntunie. De wisselkoersvariabiliteit tussen de dollar, de DM en de yen zoals we die sinds twintig jaar kennen, zal zich nog een poosje doorzetten. Alle drukte over hervormingen van het Bretton Woods-systeem met het doel tot meer wisselkoersstabiliteit te komen, zal tot niets leiden. Alleen een volledige muntunie is in staat de wisselkoersonzekerheid te elimineren. Vermits die muntunie tussen de VS, Europa en Japan in de voorzienbare toekomst heel onwaarschijnlijk is, zullen we moeten leren leven met de grote bewegingen in de koersen van de belangrijke munten in de wereld.

Europa

En in Europa dan? Een muntunie in Europa maakt uiteraard meer kans

dan een wereldmuntunie. Toch zullen nog vele obstakels moeten overwonnen worden. Niet in het minst het gebrek aan enthousiasme van Duitsland om in een Europese muntunie te stappen. Het moet immers duidelijk zijn dat een Europese muntunie voor Duitsland onaantrekkelijk is. In zo een muntunie zal Duitsland slecht één van de partners zijn en dus een beperkte invloed uitoefenen op het Europese monetaire beleid. Vandaag oefent ze een dominante invloed uit op het Europese monetaire gebeuren. Vandaag staat ook heel het monetair gebeuren in Europa in dienst van de binnenlandse monetaire doelstellingen van Duitsland. Een Europese muntunie zal hier verandering in brengen. Dit perspectief oefent geen grote aantrekkingskracht uit op de Duitse monetaire overheden. Het spreekt dan ook vanzelf dat deze de meest restrictieve interpretatie van de convergentiecriteria, vervat in het verdrag van Maastricht, zullen eisen om op die manier het aantal deelnemers in de muntunie beperkt te houden.

Het is dus nog verre van evident dat de Europese muntunie een feit zal zijn in 1999 (1996 wordt door haast niemand nog als een serieuze datum voor het begin van de muntunie beschouwd). Ook in Europa lijkt het erop dat wisselkoersonzekerheid een 'fact of life' zal blijven, ook na de eeuwwende.

Paul De Grauwe

De auteur is buitengewoon hoogleraar internationale economie aan de Katholieke Universiteit Leuven.