

Officiële interventies in de valutamarkt

Amerikaanse interventies in de dollar-DM-markt, 1973-1984

DRS. L. TEER*

Onlangs hebben de ministers van Financiën en centrale-bankpresidenten van de vijf grootste industrielanden (de Groep van Vijf) besloten te proberen door gezamenlijke wisselkoersinterventies de koers van de dollar naar beneden te krijgen. Dit betekent een fundamentele wijziging in met name het Amerikaanse monetaire beleid, dat onder invloed van de monetaristische zienswijze de ontwikkeling van de dollarkoers de laatste jaren zoveel mogelijk aan marktkrachten overliet. In een verder verleden is in de VS echter wel een actief wisselkoersinterventiebeleid gevoerd. In dit artikel wordt het valutamarktbeleid van de Verenigde Staten over de periode 1973-1984 gezien tegen de achtergrond van twee theoretische benaderingen van de valutamarkt: de monetaire en de portefeuillebenadering. Het beleid blijkt er steeds op gericht te zijn geweest de trend in de dollarkoers af te zwakken of om te buigen: er werden dollars gekocht als de wisselkoers daalde en verkocht als de koers steeg. Als motief om te interveniëren werd in het algemeen gewezen op „disorderly markets” of op het feit dat de koersontwikkeling in strijd was met „economic fundamentals”.

Inleiding

In 1973, het jaar waarin het sinds 1946 vigerende stelsel van Bretton Woods met vaste, doch aanpasbare wisselkoersen, definitief ineenstortte, zijn de belangrijkste valuta's in de wereld gaan zweven. Van vrij zwevende wisselkoersen is echter geen sprake. Veeleer spreekt men van beheerst zweven aangezien valutamarktinterventies een belangrijke rol zijn blijven spelen als wisselkoerspolitiek instrument. Het doel van dit artikel is het door de Verenigde Staten gevoerde interventiebeleid over de periode van maart 1973 tot en met december 1984 te bezien tegen de achtergrond van de theorie omtrent valutamarktinterventies.

De mate waarin de monetaire autoriteiten van een land zullen interveniëren in de valutamarkt wordt bepaald door hun visie op de effectiviteit van valutamarktinterventies. Dit onderwerp komt daarom het eerst aan de orde. Daarbij zal onderscheid worden gemaakt tussen gesteriliseerde en niet-gesteriliseerde interventies; er zullen twee theorieën met verschillende uitgangspunten ten aanzien van en verschillende visies op de effectiviteit ter sprake komen, namelijk de monetaire benadering van de wisselkoers en de portefeuillebenadering, te zamen wel de „asset market view” genoemd.

Vervolgens zal het interventiebeleid van de Verenigde Staten worden onderzocht. Daarbij zal voor een praktische onderzoeksmethode worden gekozen, waarbij vooral gebruik zal worden gemaakt van officiële publikaties met betrekking tot de wisselkoerspolitiek. Voorafgegaan door een korte beschrijving van de doelstellingen en kenmerken van het wisselkoersbeleid van de Verenigde Staten, zullen de interventies worden gerelateerd aan de procentuele wisselkoersmutaties. Aan de hand van dit statistisch materiaal zal dan de aard van de interventiepolitiek nader worden bepaald. Daarbij zij opgemerkt dat de conclusies die hieromtrent zullen worden getrokken met behoedzaamheid

moeten worden geïnterpreteerd. Gezien de terughoudendheid van de officiële autoriteiten ten aanzien van het verstrekken van informatie over de door hen gevoerde interventiepolitiek, berusten zij voor een deel op subjectieve interpretaties van de auteur.

De effectiviteit van valutamarktinterventies

Een valutamarktinterventie omvat elke aan- of verkoop van vreemde valuta's, in ruil voor binnenlandse valuta's, door de monetaire autoriteiten van een land in de valutamarkt, ongeacht de vorm van financiering ervan (reserves, „swaps”, officiële leningen enz.). Dergelijke interventies dienen meestal om de wisselkoers van de binnenlandse valuta te beïnvloeden, maar soms ook om vreemde valutareserves op te bouwen of aan te vullen. De motieven om op een bepaald moment tot interventie over te gaan en de concrete doelstellingen van interventies kunnen sterk verschillen, zowel van land tot land, als per land in de tijd 1).

Ten aanzien van valutamarktinterventies moet onderscheid worden gemaakt tussen gesteriliseerde en niet-gesteriliseerde in-

* Dit artikel is gebaseerd op de afstudeerscriptie van de auteur, geschreven in het kader van het onderzoeksproject „wisselkoersbeleid en monetaire politiek in internationale onafhankelijkheid” aan de Universiteit van Amsterdam. De auteur dankt Prof. dr. H. Jager voor het kritisch lezen van de eerste versie van dit artikel.

1) Voor een samenvatting van de interventiedoelstellingen die op verschillende tijdstippen sinds de overgang naar zwevende koersen door een aantal industriële landen zijn nagestreefd wordt verwezen naar het rapport van de Working Group on Exchange Market Intervention, *IMF?*, 1983.

terventies. In het eerste geval wordt de invloed van de interventies op de ruimte op de geldmarkt c.q. op het binnenlands geldaanbod volledig gecompenseerd door een open-marktoperatie met binnenlandse activa. In het geval van niet-gesteriliseerde interventies wordt deze invloed op de binnenlandse liquiditeiten-massa niet tegengegaan.

Dat niet-gesteriliseerde interventies de wisselkoers kunnen beïnvloeden, wordt niet in twijfel getrokken 2). Over de effectiviteit van gesteriliseerde interventies zijn de meningen daarentegen nogal verdeeld. Daarbij spelen de termijn waarover de effectiviteit wordt gezien, alsook de veronderstellingen omtrent de mate van substitueerbaarheid tussen binnenlandse en buitenlandse activa een rol. Twee min of meer tegengestelde benaderingen zijn de monetaire benadering van de wisselkoers en de portefeuillebenadering, te zamen wel de „asset market view” genoemd.

De monetaire benadering ziet de wisselkoers als de relatieve prijs van twee valuta's en gaat uit van perfecte substitueerbaarheid. Volgens deze benadering heeft gesteriliseerde interventie geen invloed op de wisselkoers op lange termijn, daar het de vraag naar en het aanbod van vreemde valuta's niet beïnvloedt. Op korte termijn kan gesteriliseerde interventie slechts effectief zijn als het de verwachtingen omtrent de toekomstige ontwikkeling van de economie verandert. Mussa stelt 3): „From actual experience, there is little doubt that pure official intervention (gesteriliseerde interventie, LT) can have a significant short-run impact on the behavior of exchange rates through its direct effect on market conditions and through its effect on expectations. There is good reason to doubt, however, that pure official intervention can have a significant effect on the long-run behavior of exchange rates.” Niet-gesteriliseerde interventie wordt door deze benadering wel effectief geacht, „precisely because it affects the behavior of national money supplies”. Mussa ziet echter ernstige bezwaren in het gebruik van de wisselkoers als „target” voor de monetaire politiek. Ook ziet hij in het algemeen geen voordeel in het gebruik van de wisselkoers als indicator voor de monetaire politiek boven het aannemen van een strakke monetaire groeiregel 4). Deze benadering pleit voor non-interventie, voor het laten bepalen van de wisselkoers door de marktkrachten en voor het aannemen van een monetaire groeidoelstelling.

De portefeuillebenadering, die de rol van het portefeuille-evenwicht benadrukt, gaat uit van imperfecte substitueerbaarheid. Gesteriliseerde interventies zijn volgens deze benadering wel effectief, ook op de lange termijn, mits voldaan is aan de noodzakelijke voorwaarde van imperfecte substitueerbaarheid. Zo concludeert Jager in zijn studie dat 5): „de gesteriliseerde officiële interventies in de valutamarkt, uitgaande van een portefeuillemodel, de hoogte van de wisselkoers duurzaam beïnvloeden als aan de volgende voorwaarden is voldaan. De binnen- en buitenlandse obligaties moeten niet volledig substitueerbaar zijn en de wisselkoersverwachtingen van de particuliere binnenlandse beleggers mogen niet worden gekenmerkt door een toenemende mate van inelasticiteit.” Echter, de empirische studies die verricht zijn naar de effectiviteit van gesteriliseerde interventies, noch de studies die verricht zijn naar het bestaan van imperfecte substitueerbaarheid, leiden op dit punt tot eenduidige conclusies.

Het interventiebeleid van de Verenigde Staten

In deze paragraaf zal de interventiepolitiek van de Verenigde Staten worden onderzocht. Dit is al eerder gedaan, met name door Wonnacott 6). Hij onderzocht de Amerikaanse interventies in de markt voor de Duitse Mark (DM) over de periode van oktober 1977 tot en met maart 1980. In zijn studie schat Wonnacott op basis van lineaire regressie een vergelijking waarin de interventies op tijdstip t afhankelijk worden gesteld van de mutaties in de dollar/DM-koers op dat zelfde tijdstip, al dan niet aangevuld met vertraagde variabelen voor de wisselkoers en voor de interventies. Naar aanleiding van de uitkomsten van deze analyse concludeert Wonnacott dat het interventiegedrag van de Verenigde Staten in de onderzochte periode wordt gekenmerkt door een tendens tot „leaning against the wind”. Dat wil zeggen dat de monetaire autoriteiten dollars kochten als de dollarwaarde

daalde en dollars verkochten als de dollarwaarde steeg om de wisselkoersschommelingen te reduceren.

Hier zal geen gebruik worden gemaakt van lineaire regressie. Deze methode heeft als nadeel dat variaties in het wisselkoersbeleid die zich voordoen gedurende kortere perioden, onopgemerkt blijven. Immers, pas als voldaan wordt aan de gestelde significantie-eis komt een dergelijke afwijking naar voren. Daarom zal hier voor een meer praktische benadering worden gekozen, waarbij het interventiebeleid van maand tot maand kan worden gezien. Genoemde afwijkingen kunnen dan wel worden geconstateerd. De onderzoeksperiode zal bovendien langer zijn dan die in de studie van Wonnacott; ze omvat de periode van maart 1973 tot en met december 1984.

Doelstellingen en kenmerken van het wisselkoersbeleid

De valutamarktinterventies van de Amerikaanse monetaire autoriteiten zijn altijd zeer beperkt geweest, zowel qua omvang als qua doelstelling. Een uitzondering moet worden gemaakt voor twee perioden, namelijk oktober 1974 tot en met maart 1975 en oktober 1977 tot en met maart 1981 (op deze uitzonderingen wordt nog teruggekomen). De interventies zijn beperkt geweest tot die gevallen waarin er sprake was van „disorderly market conditions” 7). De Amerikaanse monetaire autoriteiten zijn gedurende de onderzochte periode felle voorstanders geweest van zwevende koersen. Hun visie komt dicht in de buurt van de monetaire benadering, die pleit voor non-interventie en voor het aannemen van een monetaire groeidoelstelling.

De Amerikaanse valutamarktinterventies vallen onder de verantwoordelijkheid van de Treasury (Ministerie van Financiën), en geschieden alleen op bevel hiervan. De interventies worden gezamenlijk uitgevoerd door het Federal Reserve System (stelsel van centrale banken) en door de Treasury (hierna te zamen de Amerikaanse monetaire autoriteiten te noemen) via de „Foreign Exchange Trading Desk” van de Federal Reserve Bank of New York. Daarbij wordt samengewerkt met buitenlandse centrale banken, en met name met de Deutsche Bundesbank.

De Amerikaanse interventies zijn, voor zover het interventies ter ondersteuning van de dollar betreft, voornamelijk gefinancierd via het „swap”-netwerk van buitenlandse centrale banken. Bij een swap lenen de monetaire autoriteiten vreemde valuta's van een buitenlandse centrale bank (en houden die in de vorm van een deposito voorlopig bij die bank aan). De verkregen vreemde valuta's worden dan eventueel gebruikt om dollars te kopen op de buitenlandse valutamarkt. Uiteraard moeten de monetaire autoriteiten de schulden die zij hebben opgelopen door vreemde valuta's te lenen bij de buitenlandse centrale banken, de zogenaamde „swap”-schulden, weer aflossen. Zij doen dat door vreemde valuta's te kopen op het moment dat er een groot aanbod is van de desbetreffende valuta's.

Behalve via het „swap”-netwerk verwerven de Amerikaanse monetaire autoriteiten (met name de Treasury), zij het in beperkte mate, ook vreemde valuta's om te interveniëren ter ondersteuning van de dollar door de uitgifte van in vreemde valu-

2) Zie bij voorbeeld M. Mussa, *The role of official intervention*, Occasional Papers, No. 6, Group of Thirty, New York, 1981, blz. 6; P. de Grauwe en G. Verfaillie, *Foreign exchange market intervention and monetary control; the case of France and Germany*, International Economics Research Paper, Nr. 38, Leuven, 1983, blz. 1; en ook het rapport van de Working Group.

3) Mussa, op. cit., blz. 14.

4) Onder een „target” wordt verstaan „a variable that the policy authorities would ultimately like to influence” en onder een „indicator” wordt verstaan „a variable that may be of no ultimate interest by itself”. Zie Mussa, op. cit., blz. 6.

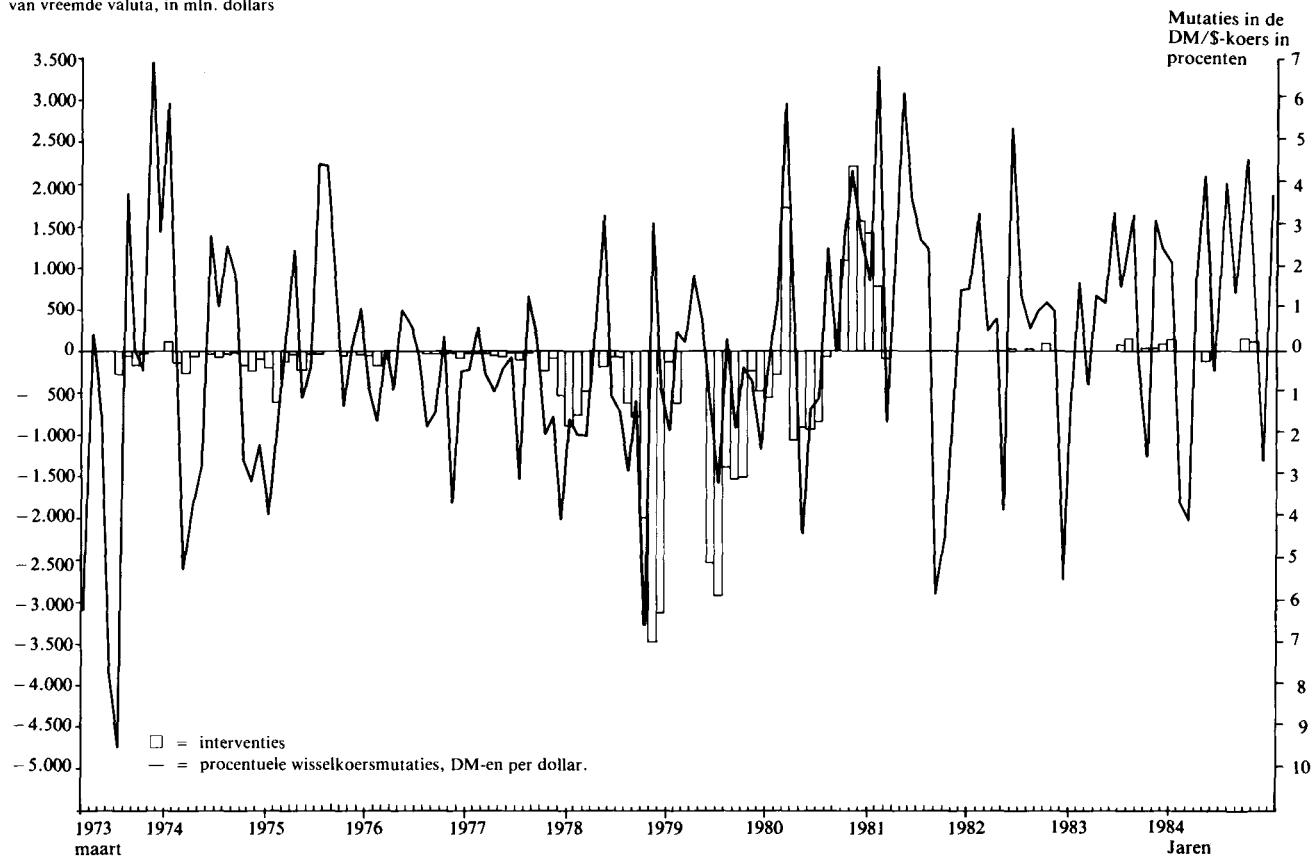
5) H. Jager, *Officiële interventies in de valutamarkt: een politiek van prijsbeheersing en -beïnvloeding*, in: J.A.H. Moks en E. Wester (red.), *Met het oog op de werkelijkheid*, Leiden/Antwerpen, 1983, blz. 47 en 43.

6) P. Wonnacott, *US intervention in the exchange market for DM, 1977-1980*, Princeton Studies in International Finance, No. 51, Princeton University, Princeton (NJ), december 1982.

7) Zie de Working Group, op. cit., blz. 15.

Figuur. Verloop van de DM/\$-koers en Amerikaanse valutamarktinterventies, 1973-1984

Valutamarktinterventies,
officiële aan- en verkopen (positief resp. negatief)
van vreemde valuta, in mln. dollars



Bron: *Federal Reserve Bulletin* (interventies) en IMF, *International Financial Statistics* (wisselkoers).

ta's luidende activa op buitenlandse kapitaalmarkten. Ook in dit geval dienen op een later tijdstip vreemde valuta's te worden gekocht voor aflossing en interestbetaling. Daarnaast zijn de interventies ter ondersteuning van de dollar ook wel gefinancierd uit de eigen valutareserves, met name na een periode van appreciatie van de dollar (waarin de vreemde-valutareserves toenamen).

De hierna volgende bespreking zal worden beperkt tot die interventies in de valutamarkt die tot doel hadden de wisselkoers te beïnvloeden - dit kunnen zowel verkopen als aankopen van vreemde valuta's betreffen. Er zal derhalve geen rekening worden gehouden met de aankopen van vreemde valuta's die dienden om de reserves aan te vullen c.q. om schulden af te lossen. Dat zou overigens niet kunnen doordat precieze gegevens met betrekking tot het tijdstip en de omvang van deze transacties ontbreken. De procentuele wisselkoersmutaties waaraan de interventies van de Amerikaanse monetaire autoriteiten gerelateerd zullen worden, zijn berekend als de procentuele verandering in het aantal Duitse marken (DM-en) per dollar, daar de meeste Amerikaanse interventies in marken hebben plaatsgevonden.

Het interventiebeleid in de praktijk

Bij de valutamarktinterventies die in de onderzochte periode waren gericht op beïnvloeding van de DM/\$-koers, kunnen drie perioden worden onderscheiden. De keuze van deze indeling is gebaseerd op de mate waarin er door de Amerikaanse monetaire

autoriteiten geïnterveneerd is, en daarmee tevens, zoals nog zal blijken, op de mate waarin er „tegen de wind geleund is”. Hoewel er meer indelingen mogelijk zijn, lijkt deze indeling, gezien de doelstelling van dit artikel, de meest relevante.

In de eerste subperiode, van maart 1973 tot en met september 1977, is er ondanks de vrij heftige koersfluctuaties, die vooral van 1973 tot en met 1975 optraden, maar zeer beperkt geïnterveneerd. Een uitzondering hierop vormt, zoals al eerder vermeld, de periode van oktober 1974 tot en met maart 1975, toen de dollar voortdurend daalde onder invloed van negatieve berichtgeving; het zag er toen steeds meer naar uit dat de Verenigde Staten in een zware recessie geraakten, de interestvoeten daalden snel, de werkloosheid steeg, en er was geen vertrouwen in de politiek. De markt negeerde elk gunstig bericht. De Amerikaanse monetaire autoriteiten intervieneerden op vrij grote schaal „to avoid the outbreak of disorderly conditions”. Hoewel door deze interventies de depreciatie van de dollar op een ordelijke manier had plaatsgevonden, concludeerden de monetaire autoriteiten 8): „that the positive short-term impact had faded quickly when intervention operations had not been followed up quickly by consistent and effective measures designed to deal with what turned out to be the underlying causes of the dollar's movement”, waarna zij de omvang van de interventies sterk reduceerden.

Over de gehele subperiode van maart 1973 tot en met september 1977 werd in totaal voor een tegenwaarde van \$ 3,6 mrd. aan vreemde valuta's verkocht (waarvan voor circa \$ 3 mrd. aan DM-en). Van deze verkopen vond bijna 40 procent (voor een te-

8) Working Group, op. cit., blz. 27.

genwaarde van \$ 1,4 mrd.) plaats in de periode van oktober 1974 tot en met maart 1975. In deze maanden deprecieerde de dollar met 12,9 procent ten opzichte van de DM, vergeleken met een depreciatie van per saldo 22,8 procent over de gehele subperiode.

In de tweede subperiode, die loopt van oktober 1977 tot en met maart 1981, is er door de monetaire autoriteiten sterk geïntervenieerd. Tot aan september 1980 namen deze interventies de vorm aan van verkopen van vreemde valuta's. De dollar daalde toen sterk in waarde ten opzichte van de meeste belangrijke valuta's. Deze daling vond plaats tegen de achtergrond van de enorme toename van het tekort op de lopende rekening van de Verenigde Staten, terwijl verscheidene andere industriële landen overschotten hadden, en onder invloed van een snel toenemende inflatie daar, vergeleken met stabiele of dalende inflatievoeten elders. In reactie op de depreciatie van de dollar begonnen de Amerikaanse monetaire autoriteiten vreemde valuta's te verkopen, eerst op beperkte schaal, maar vooral in 1978 en in 1979 op zeer grote schaal.

Vanaf september 1980, toen de dollarkoers gestadig ging stijgen, vonden de interventies plaats in de vorm van aankopen van vreemde valuta's. De waardestijging van de dollar was het gevolg van het omslaan van het saldo op de lopende rekening van de betalingsbalans van de Verenigde Staten halverwege 1980, van een tekort naar een overschot, terwijl veel andere belangrijke industriële landen juist een tekort hadden door de olieprijsstijging in 1979-1980. Ook werd de dollar aantrekkelijker als beleggingsinstrument; ten gevolge van de verschuiving van de nadruk op interestvoeten naar bankreserves in het monetaire beleid van de VS stegen de Amerikaanse interestvoeten ten opzichte van die in de meeste andere industriële landen. Om de „one-way pressures building up in favor of the dollar” tegen te gaan, verkochten de Amerikaanse monetaire autoriteiten op grote schaal dollars.

De sterke toename van de interventies gedurende deze subperiode hing samen met de overstap, begin 1978, op een actievere interventiepolitiek, waarbij de monetaire autoriteiten krachtig zouden reageren „at times when exchange markets became disorderly”.

Gedurende 1978 bleef de dollarkoers echter dalen. En „by late October the selling pressure had gathered such force that movements in dollar exchange rates had gone beyond what could be justified by underlying economic conditions and were threatening to undermine US efforts to curb inflation” 9). President Carter, de Treasury, en de Federal Reserve kondigden daarom op 1 november 1978 een aantal acties aan om de „what had become an excessive decline of the US dollar” te corrigeren, het zogenaamde 1-november-programma. Dit behelsde een verkrapting van het monetaire beleid, een verhoging van het disconto met 1 procent, en het vormen van additionele vreemde-valuta-reserves ter financiering van de Amerikaanse interventies; deze reserves liepen op tot een totaal van \$ 30 mrd.

Vanaf 1 november 1978 hebben de Amerikaanse monetaire autoriteiten op grote schaal geïntervenieerd in de valutamarkt, in samenwerking met buitenlandse centrale banken, met een korte onderbreking in het voorjaar van 1979. Deze grootschalige interventies werden de gehele subperiode voortgezet, ook toen de dollar in waarde begon te stijgen, in september 1980.

In de maanden van oktober 1977 tot en met augustus 1980, waarin de waarde van de dollar ten opzichte van de DM met 24,8 procent daalde, hebben de Amerikaanse monetaire autoriteiten netto voor een tegenwaarde van ruim \$ 26,4 mrd. aan vreemde valuta's verkocht (waarvan voor circa \$ 24,7 mrd. aan DM-en). Van september 1980 tot en met maart 1981 steeg de dollar ten opzichte van de DM met 17,8 procent in waarde. In deze periode kochten de monetaire autoriteiten per saldo voor een tegenwaarde van \$ 7 mrd. aan vreemde valuta's (waarvan voor \$ 6,5 mrd. aan DM-en).

In de derde subperiode, die loopt van april 1981 tot en met december 1984, is er bijna niet meer geïntervenieerd door de Amerikaanse monetaire autoriteiten, ondanks de voortgaande appreciatie van de dollar ten opzichte van de meeste belangrijke valuta's, welke koersstijging bovendien gepaard ging met heftige fluctuaties. In april 1981 gaf de Treasury aan dat 10): „after study and consultation with officials of the Federal Reserve, the

Unites States had adopted a minimal intervention approach — to intervene only when necessary to counter conditions of disorder in the exchange market”. Kennelijk hebben zulke „conditions of disorder” zich naar het oordeel van de autoriteiten nog maar zelden voorgedaan. Alleen in de maanden juni, augustus en oktober van 1982, in de periode van juli 1983 tot en met januari 1984, in mei 1984 en in de maanden september en oktober van 1984 is er nog geïntervenieerd, zij het op zo geringe schaal, dat het nauwelijks het vermelden waard is.

In de genoemde maanden van juni 1982 tot en met januari 1984 kochten de Amerikaanse monetaire autoriteiten voor een tegenwaarde van \$ 624 mln. aan vreemde valuta's (waarvan voor \$ 442 mln. aan DM-en) en in mei 1984 verkochten ze voor \$ 135 mln. aan DM-en, en in de maanden september en oktober van 1984 kochten ze voor \$ 179 mln. aan DM-en. De dollar apprecieerde in de totale periode per saldo met 43,5 procent ten opzichte van de DM.

De voortgaande appreciatie van de dollar gedurende deze periode werd in eerste instantie ondersteund door de gunstige positie op de lopende rekening, de hoge rente en de afnemende inflatie van de Verenigde Staten. Andere industriële landen daarentegen hadden te maken met tekorten op de lopende rekening, met een stijgende inflatie en met een geringe economische groei. Het gunstige klimaat voor de dollar werd nog bevorderd door de afkondiging van belastingverlaging om de economische groei van de Verenigde Staten te bevorderen. Deze belastingverlaging zorgde zowel voor een verbetering van het investeringsklimaat in de Verenigde Staten als voor een overheidstekort. Daar dit tekort niet geheel kon worden gefinancierd uit de binnenlandse besparingen, werd er in toenemende mate buitenlands kapitaal aangetrokken, bij een blijvend hoge interest. Beide ontwikkelingen deden de vraag naar dollars toenemen.

Halverwege 1982 veranderde de situatie tijdelijk. De economie bleek zwakker dan verwacht; de productie daalde en de werkloosheid steeg. Ook de kredietvraag nam tijdelijk af, en de rente daalde sterk. De voortdurende reële appreciatie van de dollar had tot gevolg dat de Amerikaanse concurrentiepositie enorm verslechterde, zodat de Amerikaanse export afnam en de import toenam. Het resultaat was dat het saldo op de lopende rekening van de betalingsbalans halverwege 1982 omsloeg in een tekort. De dollar verzwakte slechts weinig, daar de vooruitzichten voor de Amerikaanse economie relatief gunstig waren vergeleken met die voor andere landen. Bovendien was de Amerikaanse rente nog steeds hoog vergeleken met die in de meeste andere industriële landen.

Na deze tijdelijke inzinking is de dollarkoers blijven stijgen, bij een relatief hoge rente, een toenemend financieringstekort van de overheid en een toenemend tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans van de Verenigde Staten. De voortgaande stijging van de dollarkoers werd vooral de laatste paar jaar door de buitenlandse monetaire autoriteiten in strijd geacht met de „economic fundamentals” (met name met het tekort op de lopende rekening). De Verenigde Staten werd verweten dat zij de dollarkoers hoog hielden door hun enorme financieringstekort van de overheid. Om bij gebrek aan binnenlands aanbod voldoende buitenlands kapitaal te kunnen aantrekken ter dekking van dit tekort was immers weer een hoge rente nodig.

Conclusie

In de onderzochte periode hebben de monetaire autoriteiten van de Verenigde Staten over het algemeen weinig valutamarkt-interventies gepleegd. Van oktober 1974 tot en met maart 1975 en van oktober 1977 tot en met maart 1981 is echter fors ingegrepen om de dollarkoers bij te sturen. Gedurende deze beide uitzonderingsperiodes vertoonden de Amerikaanse interventies een tendens om „tegen de wind te leunen”. De Amerikaanse monetaire autoriteiten hebben in deze periodes steeds dollars gekocht als de dollarwaarde daalde en dollars verkocht als de dol-

9) *Federal Reserve Bulletin*, maart 1979, blz. 201.

10) *Federal Reserve Bulletin*, september 1981, blz. 689.

larwaarde steeg. Op die wijze poogden zij tegen te gaan dat de druk op de dollar, wanneer de koers niet meer reageerde op „economic fundamentals” en er sprake was van „disorderly markets”, geheel uit één richting kwam.

Op de sterke toename van de omvang van de interventies gedurende de periode van oktober 1977 tot en met maart 1981, zou de in 1976 door Dornbusch ontwikkelde verklaring voor het bestaan van „overshooting” op de omvang van de interventies van invloed kunnen zijn geweest 11). Dornbusch toont aan dat monetaire verstoringen van invloed kunnen zijn op de reële economie wanneer speculanten niet in staat zijn een juiste schatting te maken van de wisselkoersaanpassing die nodig is om de effecten van dergelijke verstoringen op te vangen. Hierdoor ontstaat een onevenwichtigheid: „overshooting”. Pas als de speculanten hun verwachtingen herzien zal deze onevenwichtigheid verdwijnen. Deze theoretische verklaring voor het bestaan van „overshooting” kan aanleiding zijn geweest tot de visie dat meer valutamarktinterventie nodig was om snellere aanpassing van de koers na een verstoring te bewerkstelligen om dergelijke onevenwichtigheden te voorkomen.

Ok hangt de toename van de interventies ongetwijfeld samen met de samenstelling van de Amerikaanse regering. De grote in-

terventies vonden plaats tijdens het presidentschap van Carter, die regeerde van januari 1977 tot en met januari 1981, en die bekend stond om zijn voorkeur voor valutamarktinterventies. De „minimal-intervention approach” werd afgekondigd door de meer monetaristisch getinte regering-Reagan, die in januari 1981 aantrad.

Onlangs zijn de centrale-bankpresidenten en de ministers van Financiën van de vijf grootste industrielanden overeengekomen om door middel van valutamarktinterventies de koers van de dollar omlaag te brengen. De beslissing van de Verenigde Staten om actief deel te nemen aan deze interventies heeft ongetwijfeld te maken met de gewijzigde bezetting van het Amerikaanse Ministerie van Financiën. Of de interventies in dezelfde omvang zullen plaatsvinden als ten tijde van de regering-Carter en of ze evenveel effect zullen sorteren, valt nog te bezien.

Linda Teer

11) R. Dornbusch, *The theory of flexible exchange rate regimes and macroeconomic policy*, *Scandinavian Journal of Economics*, 1976, blz. 255-275.