



Bloeddorstige beleggers

Auteur(s):

Garretsen, J.H.

*De auteur is verbonden aan de vakgroep Toegepaste economie van de Katholieke Universiteit Nijmegen.***Verschenen in:**

ESB, 81e jaargang, nr. 4048, pagina 215, 6 maart 1996

Rubriek:

Uit de vakliteratuur

Trefwoord(en):

financiële, markten, monetaire, economie, uit, de, vakliteratuur

Rond de EMS-crisis van 1992 en 1993 verzuchtte menig politicus in Londen en Parijs dat beleggers min of meer willekeurig iedere munt met succes konden aanvallen en zo elke centrale bank op de knieën dwingen. De massale verkopen door beleggers van het Britse pond en de Franse frank waren volgens deze opvatting willekeurig in die zin dat de economische ontwikkelingen in het VK en Frankrijk een waardevermindering van de beide munten niet rechtvaardigden. Hiertegenover staat de visie dat de meeste wisselkoersperikelen en dus ook vermeende speculatieve aanvallen te wijten zijn aan onevenwichtige economische 'fundamentals'.

Beide visies leiden tot verschillende beleidsaanbevelingen. Als de oorzaak voor de wisselkoersspanning is gelegen in onhoudbare fundamentals, ligt het voor de hand dat het stabilisatiebeleid van het land in kwestie aanpassing behoeft. Als speculatieve aanvallen volstrekt los blijken te staan van de economische ontwikkelingen dan moet veeleer worden gedacht aan het beperken van de kapitaalmobiliteit.

Om in de discussie over de oorzaken van wisselkoersturbulentie enige duidelijkheid te verschaffen, hebben Barry Eichengreen, Andrew Rose en Charles Wyplosz onlangs een onderzoek verricht¹. Zij analyseren voor de periode 1959-'93 voor een groep van 20 rijke landen met vaste wisselkoersen alle feitelijke gebeurtenissen ('events') op wisselkoersgebied. In het artikel worden de volgende gebeurtenissen onderscheiden: de- en revaluaties, toe- en uittreding wisselkoersstelsel en een algehele stelselwijziging zoals de wijziging van de bandbreedte. In hun analyse staat de vraag centraal of twee jaar voor en na een specifieke gebeurtenis op wisselkoersgebied de economische en politieke ontwikkelingen deze gebeurtenis rechtvaardigen. Naast wisselkoersgebeurtenissen onderscheiden Eichengreen c.s. ook speculatieve crises. De genoemde gebeurtenissen gaan dikwijls samen met speculatieve crises, maar zeker niet altijd (bijvoorbeeld als de centrale bank een speculatieve aanval succesvol weet af te slaan). Duitsland fungeert in de analyse als referentieland, voor elk land geldt derhalve dat de wisselkoers en elke andere economische variabele aan het Duitse equivalent wordt gerelateerd. Wisselkoersgebeurtenissen kunnen direct worden achterhaald, terwijl een speculatieve crisis optreedt als een door de auteurs zelf samengestelde index bestaande uit mutaties in officiële reserves, rente en wisselkoers een bepaalde kritische grens overschrijdt. De analyse levert enige vermeldenswaardige uitkomsten op.

In de steekproefperiode hebben 81 devaluaties plaatsgevonden (waarvan 50 in de EMS-periode). Het blijkt dat gemiddeld gesproken in de twee jaar voorafgaand aan een devaluatie sprake is van zowel externe als interne signalen die aangeven dat bij ongewijzigd beleid een devaluatie welhaast onafwendbaar is. De verslechtering van de externe positie uit zich met name in een afname van de officiële reserves, een tekort op de lopende rekening en een duidelijke reële wisselkoersappreciatie. Dit laatste is het gevolg van een relatief hoge inflatie en, achterliggend, een ruim monetair beleid. Intern is in de aanloop naar een devaluatie sprake van een relatief hoge werkloosheid. In de periode ná een devaluatie wordt het te expansieve beleid aangepast en volgt een redressering van de bovengenoemde ontwikkelingen. Ook in geval van revaluaties komt naar voren dat wisselkoersaanpassingen sporen met de ontwikkeling van de fundamentals.

Deze conclusie blijkt echter niet op te gaan voorzover de gebeurtenis de toe- of uittreding dan wel een stelselwijziging betreft. In dat geval blijkt dat het verloop van de variabelen niet significant afwijkt van het verloop in de periode dat er geen wisselkoersspanningen zijn. Volgens deze redenering zou derhalve de verbreding van de bandbreedtes in het EMS in de zomer van 1993 inderdaad een voorbeeld zijn van 'pure' speculatie.

Omdat, zoals gezegd, wisselkoersgebeurtenissen niet per se samengaan met een speculatieve crisis wordt vervolgens de in de vorige alinea beschreven exercitie herhaald voor de 78 speculatieve crises die zich in de periode 1959-'93 hebben voorgedaan. Het blijkt dat de macro-economische ontwikkeling voor en na een speculatieve crisis ruwweg gelijk is aan die in de periode rond een devaluatie. Dit impliceert dat speculatieve crises ook in belangrijke mate terug te voeren zijn op de economische fundamentals.

Opmerkelijk genoeg geldt voor zowel de crises als de gebeurtenissen dat er geen verband is tussen de mate van budgettaire discipline en wisselkoersturbulentie. Politieke variabelen als de kleur van de regering of het tijdstip van verkiezingen blijken ook geen noemenswaardige invloed op wisselkoersturbulentie te hebben in die zin dat er per afzonderlijke politieke variabele geen significant verschil is tussen episoden van rust en onrust op het wisselkoersfront.

De mijns inziens belangrijkste conclusie van het artikel, is dat het onder andere door de EMS-crisis ontstane beeld van bloeddorstige beleggers die *at random* gezonde valuta's aanvallen en zo de reserves van oppassende monetaire autoriteiten uitputten meestal niet klopt. Veelal is speculatieve druk op z'n minst gedeeltelijk terug te voeren op economische onevenwichtigheden en falend beleid. De auteurs zelf hechten wat meer belang aan de conclusie dat systemen van vaste wisselkoerssystemen soms inherent fragiel zijn. Hoe dit

accent ook wordt gelegd, de beleidsaanbeveling is bij gebrek aan reële alternatieven gelijk: het voeren van een met de wisselkoersdoelstelling consistent beleid is de beste manier om wisselkoersspanningen te voorkomen

1 B. Eichengreen, A.K. Rose en C. Wyplosz, Exchange market mayhem: the antecedents and aftermath of speculative attacks, *Economic Policy*, 1995, blz. 251-312.

Copyright © 1996 - 2003 Economisch Statistische Berichten (www.economie.nl)