

De verdediging van het pond sterling en het Ierse punt

Hoe hoog had het renteniveau moeten zijn om het pond sterling tijdens 'black Wednesday' in het EMS te houden? En waarom hield het Ierse punt wel stand?

De opschorting van de Britse deelname aan het wisselkoersmechanisme is uniek in de EMS-historie: sinds de oprichting in 1979 heeft het stelsel geen afvalligen gekend. Het uittreden van het pond is bovendien zo markant omdat het Britse economische beleid sinds oktober 1990 was afgestemd op vaste wisselkoersen¹. Als een van de oorzaken van de val van het pond wordt gezien het niet tijdig en onvoldoende tot stand brengen van adequate rentever verschillen met de sterkere EMS-valuta's, zoals het akkoord van Bazel/Nyborg voorschrijft. Was de Britse rente inderdaad te laag, en zo ja, welk renteniveau was dan wel nodig om het pond binnen de wisselkoersband te houden? Waarom is het Ierse punt er voorsnog wel in geslaagd de spilkoers te handhaven? Deze vragen staan centraal in deze bijdrage. Binnen de wisselkoerstheorie bestaat er een benadering die in staat is een antwoord op deze vragen te geven: de portefeuillebenadering². In deze wisselkoersbenadering wordt de vraag naar een vreemd valutategoed (een financieel actief) in wezen door dezelfde factoren bepaald die ook de vraag naar andere financiële activa zoals aandelen en obligaties bepalen, namelijk het verwachte reële rendement, risico en liquiditeit. Laten we gemakshalve veronderstellen dat de vraag naar vreemde valutategoeden uitsluitend afhangt van het verwachte (relatieve) rendement. Dit rendement op buitenlandse deposito's wordt benaderd door de combinatie van rentevergoeding en verwachte appreciatie van de vreemde valuta. Verschillen in risicograad en in liquiditeitsvoorkeur zijn voor ons doel van minder belang. Binnen- en buitenlandse deposito's fungeren derhalve als perfecte substituten: onder volledig vrij kapitaalverkeer leidt een gering rendementsverschil tot zeer omvangrijke kapitaalstromen.

In de portefeuillebenadering is de valutamarkt in evenwicht als de verwachte rendementen op binnen- en buitenlandse deposito's aan elkaar gelijk zijn, dat wil zeggen als de ongedekte interest-pariteitsconditie (OIP) geldt:

$$(1 + R) = (1 + R^*) \cdot (E^c / E)$$

waarbij R en R^* gelijk zijn aan de binnen- respectievelijk de buitenlandse rente op interbancaire deposito's terwijl E en E^c gelijk zijn aan de huidige respectievelijk de verwachte waarde van de binnenlandse munt per eenheid vreemde valuta. In dit wisselkoersmodel zorgt de rente voor evenwicht tussen reële geldvraag en reël geldaanbod in het binnenland. Laten we eens kijken hoe het rentewapen door het Verenigd Koninkrijk tijdens de sterlingcrisis is ingezet. In het algemeen geldt dat beleggers die speculeren op een devaluatie van het pond een vroegtijdige en voldoende renteverhoging door de centrale bank zullen opvatten als een signaal dat de Britse overheid koste wat kost een herschikking wil voorkomen. Wie toch wil speculeren stelt zich bloot aan grote risico's. Immers, in de meest gebruikelijke vorm van speculeren staat tegenover een zekere, hoge rente op geleende Britse ponden een tamelijk onzekere speculatiewinst.

Op dinsdag 15 september, vlak voor 'black Wednesday', bedroeg volgens de *Financial Times* de rente op éénmaands eurodeposito's in guldens 9,31% en in ponden 10,38% (op jaarbasis). Het pond bevond zich op de onderste interventiekoers van f 3,13. De vraag is of de Britse rente voldoende hoog was om de speculatie tegen het pond in te dammen. Theoretisch zijn vraag en aanbod van ponden sterling op de valutamarkt alleen dan aan elkaar gelijk als de OIP-conditie geldt. Hieruit volgt dan een over één maand verwachte pondenkoers ($= E^c_{f/\pounds}$) van f 3,127. Bij deze koersverwachting is

de belegger indifferent tussen ponden- en guldensdeposito's: het rentevoordeel weegt juist op tegen het verwachte koersverlies op het pond. Echter, het pond was, zoals we weten, helemaal niet stabiel. De reden is dat de valutamarkt op zeer korte termijn een veel grotere afwaardering verwachtte dan zojuist berekend. Gelet op de waarde die het pond na het uittreden uit het EMS bereikte is het reëler te veronderstellen dat men speculeerde op een devaluatie ten opzichte van de uiterste koers van zo'n 10%, dat wil zeggen men verwachtte een koers van circa f 2,82. Gegeven de renteniveaus is het pond in dat geval uiteraard niet meer stabiel op de onderste interventiekoers. De Britse rente die wél met die koers consistent is, is $(1 + R^c)^{1/12} = (1 + R_f)^{1/12} \cdot (E/E^c)$. Substitutie van de gegevens leert dat de Britse eenmaandsrente 282% zou moeten zijn (op jaarbasis). De verhoging van de 'minimum lending rate' op 16 september door de Bank of England van 10 naar 12% en later naar 15% was dus volstrekt ontoereikend om het pond voor afglijden te behoeden. Hoewel het daggeldtarief door de geldmarktcrisis nog naar circa 100% steeg was er al geen reden meer aan.

Indien de Britten belang aan het EMS hechtten, waarom, zo vraagt men zich af, is een adequate rentestijging dan niet doorgevoerd? De redenen moet men in het binnenland zoeken. Al twee jaar zuchten de Britten onder een recessie, waarvan het einde nog niet in zicht is. Een torenhoge rente, zeker indien voor langere tijd noodzakelijk, zou zich vertalen in een zeer forse stijging van de hypotheekrente en de rente voor ondernemingskrediet. Een begin van een eventuele economische opleving zou hierdoor de genadeslag krijgen. Hetzelfde zou trouwens gelden voor premier Major. De essentie van het waarom van de val van het pond is juist dat de valutamarkt deze economische en politieke consequenties volledig beseftte. In het Verenigd Koninkrijk is de rente namelijk gepolitiseerd. De Bank of England wordt

1. Zie R. Dinkhuijsen, Het Verenigd Koninkrijk aan de Europese zijlijn, *ESB*, 7 oktober 1992, blz. 973-977.

2. M. Mussa, Empirical regularities in the behaviour of exchange rates and theories of the foreign exchange market, in: K. Brunner en A.H. Meltzer (red.), *Carnegie-Rochester conference series on public policy*, deel 11, 1979, blz. 9-57.

in wezen bestuurd door de minister van Financiën, die instructies aan de centrale bank geeft omtrent de hoogte van de tarieven. Omdat de regering aan het bestrijden van de huidige recessie meer gewicht geeft dan aan een stabiel pond, en ook de markt dit beseft, verwachtte men van de Britse overheid zeer weinig tegenstand³. Deze verwachting kwam uit. Speculatie tegen het pond werd zodoende vrijwel risicoloos, nauwelijks kostbaar en zeer lonend. Op basis van de portefeuillebenadering kan daarom worden geconcludeerd dat de Britse overheid de rente inderdaad te laat en (veel) te weinig heeft verhoogd ('too little, too late').

In schril contrast hiermee staat het buurland Ierland dat zijn rentetarieven wel opschroefde. Daarmee lijkt het, vooralsnog, aan een devaluatie te zijn ontkomen. In het heetst van de valutaire strijd werd in Dublin een daggeldtarief genoteerd van niet minder dan 25.000% op jaarbasis. Dit moge te veel van het goede lijken, op basis van de portefeuillebenadering is een dergelijk tarief bittere noodzaak, indien de valutamarkt rekening zou houden met een devaluatie van het punt na een dag met 1,5%. Gegeven een Nederlandse daggeldrente van $9 \frac{3}{8}\%$ en een onderste interventiekoers van de Ierse munt van f 2,95 heerst er namelijk evenwicht op de valutamarkt als men een dag later een koers verwacht van $E_{Ip/f}^e = \{(1 + R_f)/(1 + R_{Ip})\}^{1/360} \cdot E_{f/Ip} = f$ 2,906.

Bij de koers van f 2,95 wordt het rentevoordeel op Ierse deposito's dus precies gecompenseerd door de verwachte devaluatie. Verwachte men een devaluatie van 2% na 1 dag dan is het voor een speculant dus rationeel om tegen 25.000% te lenen, dit in guldens om te zetten en hiermee een dag later de schuld in goedkoper geworden Ierse ponden af te lossen.

Rekenden valutaspeculanten daarentegen met een devaluatie van het punt over uiterlijk een week, dan is de onderste interventiekoers f 2,95 te handhaven bij een devaluatie met 10% tot circa f 2,65. Een dergelijk verwacht devaluatiepercentage is reeler gelet op de sterke oriëntatie van de Ierse economie op het Verenigd Koninkrijk en op het dollargebied (ruim 40% van de Ierse export gaat naar het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten). Als het 'break even'-punt van zeven dagen speculeren wordt benaderd zonder dat de overeenkomstige rentekosten zijn goedge maakt door een afwaardering van de Ierse munt, dan zullen speculanten verliezen lijden en zich voortaan twee keer bedenken of speculatie zin heeft.

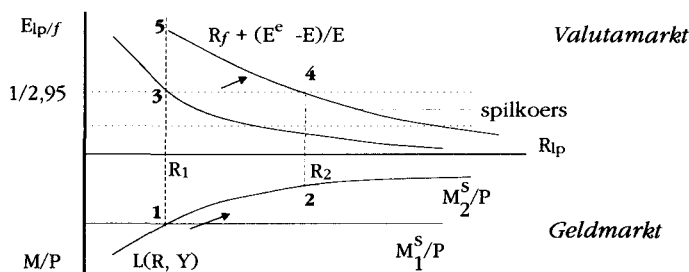
Merk op dat, hoewel OIP een continue benadering is, het bestaan van wisselkoerszones kan leiden tot discontinuïteiten. Indien er namelijk een kleine kans is op een tamelijk grote wisselkoersaanpassing, terwijl beleggers niet goed kunnen voorzien wanneer die aanpassing plaatsvindt, kunnen er geruime tijd relatief hoge ex post rendementen op de betrokken valuta, die nog niet is gedevalueerd, worden waargenomen (het zogenaamde peso-probleem). Bekeken vanuit het Ierse gezichtspunt is de Ierse strategie in figuur 1 uitgebeeld. Het onderste deel in deze figuur stelt de Ierse geldmarkt voor, waar de rente voor gelijkheid tussen reële geldvraag $L(R, Y)$ en reël geldaanbod M^s/P zorgt. Er wordt verondersteld dat het prijspeil op korte termijn star is. Geldmarktevenwicht, in punt 1, wordt bereikt bij de Ierse rente R_1 . Gegeven de guldensrente R_f en de verwachte koers van de gulden $E_{Ip/f}^e$ heerst er evenwicht op de valutamarkt, het bovenste deel van de figuur, in punt 3. Immers, het verwachte rendement op guldensdeposito's (gemeten in Ierse punt), weergegeven door de krom-

me $R_f + (E^e - E)/E$ is bij een koers van $1/2,95$ Ierse punt per gulden gelijk aan het rendement op Ierse deposito's R_1 . De middelste horizontale lijn is de spilkoers van het punt ten opzichte van de gulden. De lijn daarboven is de bovenste interventiekoers (het punt staat zwak), de lijn onder de spilkoers is de onderste interventiekoers (het punt staat sterk). Bij een rente van R_1 wordt dus maar net voorkomen dat de Ierse munt te ver deprecieert. Nu vindt er een exogene schok plaats, bij voorbeeld omdat het pond sterling uit het EMS valt. Dit ondermijnt het vertrouwen in het Ierse punt, zodat beleggers een devaluatie verwachten. Dit uit zich in een hogere $E_{Ip/f}^e$. De kromme verschuift daardoor naar rechts. Bij een koers van $1/2,95$ is het te behalen rendement op guldens (R_2) nu groter dan op punt-deposito's (R_1). Blijft de Ierse overheid R_1 bieden, dan devalueert het punt tot 5. Wil men dit voorkomen, dan moet een hoger rendement worden geboden, namelijk R_2 . Daartoe moeten de Ierse monetaire autoriteiten het geldaanbod verkrapen door middel van vreemde-valutaverkopen. Deze daling van de officiële reserves stopt pas als het Ierse reële geldaanbod gedaald is tot M_2^s/P . De ontstane rentestijging maakt Ierse deposito's aantrekkelijker en stopt de kapitaalvlucht. Bij R_2 heerst opnieuw valutamarktevenwicht (punt 4) consistent met de uiterste interventiekoers van $1/2,95$. Overheden die vaste wisselkoersen willen handhaven moeten derhalve van tevoren bereid zijn het rentewapen tijdig en adequaat in te zetten. Nederland heeft deze les in de jaren zeventig met succes uitgeprobeerd. Ierland lijkt een aardig eind op weg, hoewel het tevens restricties op het kapitaalverkeer moest herinvoeren. Helaas heeft het vertrouwen in een stabiel pond opnieuw een deuk opgelopen. Aan de reeks 1931, 1949, 1967, 1972 gekenmerkt door devaluaties c.q. het begin van een zwendend pond, kan helaas het jaar 1992 worden toegevoegd.

Dick van der Wal

De auteur is verbonden aan de vakgroep Algemene economie van de Vrije Universiteit te Amsterdam.

Figuur 1. Kapitaalvlucht en het Ierse rentebeleid



3. Zie ook Samuel Brittan, Anatomy of UK defeat, *Financial Times*, 24 september 1992.