



## Geen winst voor EMU-speculanten

**Auteur(s):**

Bagijn - van Overbeeke, R.  
 Werzaam op het Economisch Bureau van ING Nederland

**Verschenen in:**

ESB, 83e jaargang, nr. 4143, pagina 216, 13 maart 1998

**Rubriek:**

Monitor

**Trefwoord(en):**

financiële, markten, emu

*Financiële markten hebben groot vertrouwen in de EMU. Kan desondanks nog speculatie worden verwacht?*

End februari publiceerden de landen van de Europese Unie hun begrotingscijfers voor 1997. De cijfers waren conform de verwachtingen en de financiële markten hebben nauwelijks gereageerd. Ook de toenemende kans dat de EMU van start gaat met landen die een beperkte bewezen monetaire reputatie hebben, heeft niet geleid tot nervositeit. Het vertrouwen in de EMU is goed en dat blijkt ook uit het feit dat de huidige koersen reeds geruime tijd rond hun spilkoers ten opzichte van de Duitse mark liggen (zie [tabel 1](#), eerste kolom). Zelfs het Ierse punt dat lange tijd circa 8% boven de spilkoers noteerde, wijkt daar op het moment van schrijven nog (maar) 3% vanaf. Dat betekent dat de financiële markten de spilkoersen min of meer ondersteunen.

**Tabel 1. Koersafwijkingen, in procenten**

	contante koers t.o.v. spilkoers	termijnkoers t.o.v. contante koers	termijnkoers t.o.v. spilkoers
	(1)	(2)	(3)
Oost. schilling	0,00	0,13	0,13
Belgische frank	-0,04	0,16	0,12
Deense kroon	0,08	-0,15	-0,06
Finse markka	0,17	0,32	0,49
Franse franc	0,03	0,16	0,19
Spaanse peseta	0,18	-0,30	-0,12
Port. escudo	0,38	-0,30	-0,08
Zweedse kroon		-1,04	
Italiaanse lire	0,59	-0,96	-0,37
<b>Ierse punt</b>	<b>3,03</b>	<b>-1,20</b>	<b>1,79</b>
Gulden	-0,03	0,23	0,20

(1) een negatief teken betekent dat een valuta zwakker noteert dan de spilkoers;  
 (2) Een negatief teken betekent dat men in de toekomst een devaluatie verwacht;  
 (3) een negatief teken betekent dat de termijnkoers zwakker is dan de spilkoers.  
 Koersen van 4 maart 1998. Bron: Datastream.

T

Dit blijkt ook uit de termijnkoersen. Op basis van de theorie van de gedekte interestpariteit kan de termijnkoers worden berekend als de wisselkoers die exact voor rentever verschillen tussen de betreffende landen compenseert. Door de fixatie van wisselkoersen per 1 januari 1999, is de termijnkoers echter gegeven. In dit bijzondere geval is de feitelijke termijnkoers daarom een indicatie of de financiële markten nog wisselkoersaanpassingen verwachten.

Het valt dan op dat de termijnkoersen ten opzichte van de Duitse mark dicht tegen de spilkoersen aanliggen (tabel 1, derde kolom). De spilkoersen worden dus als geloofwaardige conversiekoersen beschouwd. Alleen de termijnkoers van het Ierse punt wijkt 1,8% af van de spil, hetgeen betekent dat een aantal marktpartijen nog steeds een revaluatie van het punt verwacht. In december 1997, toen de contante puntkoers 8,5% boven de spil lag, noteerde de termijnkoers van het punt nog 6,9% boven de spilkoers. Omdat Europese lidstaten zullen vasthouden aan een eenduidig systeem van herschikkingen, sluiten wij een revaluatie van het punt uit. Een herschikking zou een precedentwerking hebben naar andere lidstaten en zou onduidelijkheid creëren over de toetredingsvoorwaarden tot de EMU.

Financiële markten achten de kans op een revaluatie van het punt de laatste maanden dus sterk gedaald en voor andere valuta geldt dat zij in het geheel geen herschikkingen verwachten. Financiële markten worden echter niet voor niets in de economische literatuur bijziend

('myopic') genoemd. Wanneer het vertrouwen in de EMU wegvalt, kunnen markten opeens hun visie op de wisselkoersen bijstellen. De kans hierop is het grootst wanneer de Europese Commissie en het Europees Monetair Instituut een kritisch oordeel vellen over de net uitgekomen begrotingscijfers over 1997. Als de begrotingscijfers geflatteerd blijken te zijn door trucs, kan er een reactie in de rentevoeten en de wisselkoersen plaatshebben.

## Financiële markten in slaap gesust?

Wisselkoersspeculatie richt zich, in algemene termen geformuleerd, tegen valuta's die over- of ondergewaardeerd zijn. Daarom gaan we na of de wisselkoersen van de EMU-landen niet te ver afwijken van de evenwichtskoers die in overeenstemming is met de economische fundamentals. Het probleem bij deze benadering is dat het vaststellen van deze evenwichtskoers een vrij arbitraire zaak is. Een indicatie kan evenwel worden verkregen op basis van koopkrachtpariteiten (kkp's). De koopkrachtpariteitstheorie gaat ervan uit dat wanneer er sprake is van vrije handel zonder transactiekosten, identieke goederen in de hele wereld tegen gelijke relatieve prijzen worden verhandeld. Dus als de dollar twee gulden is en een Big Mac in de VS \$ 2,50 kost, zou een Big Mac in Nederland f 5,00 moeten kosten. Anders is er ruimte voor arbitrage. De voorwaarden voor deze regel, zoals de afwezigheid van transactiekosten, geven direct weer dat het moeilijk is met deze theorie de evenwichtskoers van een munt te bepalen. Niettemin wagen we een poging.

Daartoe bekijken we de relatieve koopkrachtpariteit. Van relatieve koopkrachtpariteit is sprake als de procentuele verandering in de wisselkoersen niet te ver afwijkt van de nationale inflatieverschillen. Dus als de prijzen in de VS in een jaar met 10% stijgen, en in Duitsland met 5%, en er is sprake van relatieve koopkrachtpariteit, dan zal de dollar met 5% depreciëren ten opzichte van de D-mark. Anders gezegd: de koopkrachtpariteit is de koers die, uitgaande van een bepaald basisjaar, compenseert voor inflatieverschillen met het buitenland. Als basisjaar is gekozen voor 1987, het jaar waarin een brede herschikking in het EMS plaats vond en dat algemeen als een evenwichtig basisjaar wordt beschouwd. Omdat de theorie van de koopkrachtpariteit ervan uit gaat dat prijsverschillen worden weggearbitreerd, gaat de theorie beter op als wordt gekeken naar goederen die kunnen worden geëxporteerd. Als maatstaf voor de inflatie is daarom gekozen voor de de producentenprijzen (ppi). Pro memorie is ook gekeken naar de consumentenprijzen (cpi)<sup>1</sup>.

Het valt op dat de meeste wisselkoersen ten opzichte van de D-mark niet op hun lange termijn evenwichtskoers volgens koopkrachtpariteiten liggen, zie [tabel 2](#). Alleen de Nederlandse gulden, de Belgische franc, de Zweedse kroon en het Ierse punt (alle licht ondergewaardeerd) en de Deense kroon (licht overgewaardeerd) wijken niet ver (minder dan 5%) af van hun koopkrachtpariteiten. De Italiaanse lire, de Oostenrijkse schilling, de Franse franc en de Spaanse peseta zijn volgens de koopkrachtpariteiten met 7 à 8% aanzienlijk ondergewaardeerd ten opzichte van de D-mark<sup>2</sup>.

**Tabel 2. Wisselkoersen op de markt (uitgedrukt in DM) en volgens koopkrachtpariteiten**

	marktcoers in DM <sub>a</sub>	koopkracht- pariteitkoers prod.prijzen	afwijking in % <sub>b</sub>	koopkracht- pariteitkoers cons.prijzen	afwijking in % <sub>b</sub>
<i>licht ondergewaardeerd</i>					
Gulden	0,89	0,92	3,4	0,93	4,5
Belgische franc (100)	4,85	4,89	0,8	5,0	3,0
Zweedse kroon (100)	22,66	22,85	0,8	24,09	6,3
Ierse punt	2,56	2,57	0,4	2,72	6,25
<i>licht overgewaardeerd</i>					
Deense kroon (100)	26,26	25,08	-4,5	26,54	1,1
<i>Ondergewaardeerd</i>					
Italiaanse lire (1000)	1,02	1,11	8,8	1,13	10,8
Oostenrijkse schilling (100)	14,21	15,41	8,4	n.b.	n.b.
Franse franc (100)	29,90	32,2	7,7	31,0	3,6
Spaanse peseta (100)	1,18	1,27	7,6	1,17	-0,8
<i>uitbijters</i>					
Portugese escudo (100)	0,98	n.b.	n.b.	0,81	-17,4
Britse pond	2,96	2,34	-20,9	2,47	-16,6
Finse markka (100)	33,02	37,11	12,4	44,24	34,0

a. DM-koers van 2 februari 1998;

b. afwijking van de koopkrachtpariteitkoers t.o.v. de marktcoers. Een negatief teken betekent dat de huidige wisselkoers is overgewaardeerd ten opzichte van de kkp

Bron: Datastream

In de categorie uitbijters in [tabel 2](#) bevinden zich de valuta's die op basis van de theorie van de koopkrachtpariteit, duidelijk niet overeenkomen met hun lange termijn evenwichtskoersen. De Portugese escudo (17,4% o.b.v. cpi) en het Britse pond (20,9% o.b.v. ppi en 16,6% o.b.v. cpi) zijn fors overgewaardeerd ten opzichte van de D-mark. Voor het pond verwachten wij dan op termijn een depreciatie van ongeveer 15%. De koopkrachtpariteiten wijzen voor de escudo in dezelfde richting, maar last minute herschikkingen zijn in strijd met de toetredingseisen van het Verdrag van Maastricht. De escudo zal dus tegen een te dure wisselkoersverhouding toetreden tot de EMU. Deze onevenwichtigheid zal dan moeten worden opgevangen in andere prijzen dan de wisselkoers, met name de lonen. Het tegenovergestelde geldt voor de Finse markka die op basis van de koopkrachtpariteit fors is ondergewaardeerd ten opzichte van de D-

mark. Eventuele inflatoire gevolgen omdat de markka tegen een te lage wisselkoersverhouding overgaat in de euro, moeten worden beheerst door verkrapping van het budgettaire beleid.

Een onevenwichtige wisselkoers is in eerste instantie een probleem voor het betreffende land. Voor de geloofwaardigheid van de euro, is de 'misalignment' van de Portugese escudo en de Finse markka ondeduidend vanwege het beperkte gewicht van deze valuta's in het euro-gebied.

### **Speculatie tegen welke valuta's?**

Zoals gezegd zijn de evenwichtskoersen zoals die worden afgeleid van de relatieve koopkrachtpariteit met de nodige onzekerheden omgeven. Ten eerste zijn de verschillende inflatiecijfers niet altijd eenduidig. Ten tweede variëren de uitkomsten met de keuze van het basisjaar. En ten derde zijn meer factoren dan inflatieverschillen van invloed op de evenwichtskoers.

In de analyse van structurele wisselkoersen is de theorie van de koopkrachtpariteit echter een veel gebruikte theorie en wordt de kkp mogelijk een 'self fulfilling prophecy'. Alleen dit laatste is al een reden om waarde te hechten aan de uitkomsten op basis van de koopkrachtpariteiten. Het is daarom te verwachten dat, wanneer de politieke geloofwaardigheid van de conversiekoersen wordt ondermijnd, financiële markten in de eerste plaats zullen gaan speculeren op een revaluatie van de Finse markka en het Ierse punt, en een devaluatie van de Portugese escudo.

### **Centrale banken gebruiken termijninterventies**

Een andere reden waardoor speculatie kan ontstaan, is onzekerheid over politieke ontwikkelingen of het economisch beleid in de toekomst. De aanval op de Franse franc in september 1992 (EMS-crisis) bewijst dit. Ernstige economische of politieke schokken zoals een recessie in Europa als gevolg van de Azië-crisis, of iets zeer onverwachts zoals het overlijden van kanselier Kohl, zouden kunnen leiden tot speculatie.

Maar kan dit de komst van de EMU in gevaar brengen? Wanneer zich in de de aanloop naar de EMU wisselkoersonrust voordoet, zullen de centrale banken gebruik maken van termijninterventies. Termijninterventies hebben als voordeel boven spot-interventies dat zij gedurende de interimperiode geen invloed hebben op de geldhoeveelheid van de betrokken landen. Na 1 januari 1999 is er alleen nog een EMU-brede geldhoeveelheid. Een tweede voordeel is dat bij de afwikkeling de verplichtingen van de deelnemende centrale banken tegen elkaar wegvallen. Tenslotte is er geen risico op vermogensverlies omdat alle valuta's in de interventiekas vanaf 1 januari overgaan in de euro, tenzij de EMU onverwacht wordt uitgesteld of de conversiekoersen worden gewijzigd. Door het gebruik van termijninterventies wordt speculatie onmogelijk gemaakt.

### **Speculatie in de EMU**

Is er nog ruimte voor speculatie als de EMU is gestart? Of anders gesteld: houden de financiële markten nog rekening met devaluaties van munten die deelnemen in de euro? In de periode 1999-2002, zolang de EMU uit elkaar kan vallen, bestaat er in principe nog wisselkoersrisico. Speculanten die daarop anticiperen kunnen hun tegoeden bijvoorbeeld aanhouden in D-marken en hun verplichtingen in lires. Voor hen is de EMU een one-way bet omdat zij geen wisselkoersrisico lopen als de EMU stand houdt, maar wel de koerswinsten denken op te strijken als de EMU uiteen valt. Om deze situatie te voorkomen is geregeld dat de verdwijnende valuta's in de EMU slechts een andere uitdrukking zijn van de euro. Dat betekent dat tegoeden en verplichtingen bij het uiteenvallen van de EMU worden afgerekend tegen de officiële conversiekoers. Een lening met een looptijd tot 2005 die wordt aangegaan in de EMU, moet ook na het uiteenvallen van de EMU, worden afgelost tegen de conversiekoers. De conversiekoers wordt dus bij het uiteenvallen van de EMU een vaste termijnkoers die kan afwijken van de geldende marktcoers.

---

1 De kkp's op basis van de loonkosten per eenheid product, gaven onrealistische uitkomsten en zijn daarom niet meegenomen in de conclusies. Voor de kkp's op basis van exportprijzen waren onvoldoende reeksen beschikbaar.

2 Deze conclusie wijkt af van die van [Marcel Blom en Eric Nienhuis in ESB](#) van 8 oktober 1997, dat de meeste valuta's de economische verhoudingen goed weergeven met uitzondering van de Portugese escudo, het Ierse punt en de gulden. Omdat in dit artikel alleen de koopkrachtpariteiten van het punt, de gulden en de Franse franc worden gepresenteerd, is de oorzaak van het verschil niet na te gaan.