



Het gelijk van wisselkoerscrises

Auteur(s):

Frankena, Greetje

Plaatsvervangend hoofd Country Risk Research van de ing Bank. Greetje.Frankena@INGBank.com**Verschenen in:**

ESB, 88e jaargang, nr. 4419, pagina 531, 14 november 2003

Rubriek:

Prikkel

Trefwoord(en):

Binnenkort treedt een aantal Centraal- en Oost-Europese landen toe tot de Europese Unie (EU). Lidmaatschap van de eu betekent nog geen deelname aan de Europese Monetaire Unie (EMU), of aan de euro. Daarvoor zullen de landen eerst moeten voldoen aan de EMU-convergentiecriteria. Met name het criterium van wisselkoersstabiliteit, gecombineerd met het vrije kapitaalverkeer dat voortvloeit uit EU-lidmaatschap, zal deze landen nog heel wat hoofdbreken kosten in de periode tussen EU- en emu-deelname, de transitieperiode. Dit was het thema van een onlangs gehouden conferentie bij de Nederlandsche Bank. Charles Wyplosz, een van de sprekers, pleitte voor het afschaffen van het wisselkoerscriterium, vanwege het gevaar van bank- en wisselkoerscrises tijdens de transitieperiode. Die kunnen een vicieuze cirkel veroorzaken van hogere inflatie en depreciatiedruk, een langere transitieperiode - omdat niet wordt voldaan aan de EMU-convergentiecriteria -, meer onzekerheid en dus een grotere kans op meer crises, enzovoorts.

Een van de grootste, zo niet de grootste uitdaging voor de EU-toetreders is om in de transitieperiode om te gaan met het bekende trilemma: vrij kapitaalverkeer, vaste wisselkoersen en monetair beleid. Het is de vraag of afschaffing van het wisselkoerscriterium (streven naar wisselkoersstabiliteit) de voor de hand liggende oplossing is. Het is in ieder geval niet de enige oplossing. Het trilemma wil dat wanneer landen naar wisselkoersstabiliteit streven, zij in geval van vrij kapitaalverkeer het monetaire beleid in dienst stellen van de wisselkoers. Met andere woorden: de rente is zo hoog als nodig voor een stabiele wisselkoers. Dit stelt hoge eisen aan de rest van het beleid.

Hiermee kom ik op een interessant thema: de disciplinerende werking van vrij kapitaalverkeer op het beleid. Dit geldt als een van de voordelen van vrij kapitaalverkeer. De gedachte is dat goed beleid wordt beloond met betere toegang tot de kapitaalmarkten onder gunstiger voorwaarden en dat slecht beleid wordt afgestraft. Opvallend is dat wanneer het eerste plaatsvindt je zelden iemand hoort, terwijl als het laatste gebeurt, dus als een crisis uitbreekt, het geweeklaag niet van de lucht is. Daarbij is het vaak zo dat degene die de straf uitdeelt (de kapitaalmarkt) wordt beschuldigd door degenen die straf krijgen (de beleidsmakers). De commotie in geval van een crisis is niettemin begrijpelijk, alleen al vanwege de verstreckende gevolgen voor degenen die het treft. Het is dus zaak om crises te voorkomen.

Velen wijzen daarbij op het belang van het aanpakken van marktfalen, dat deels ontstaat door de wijze waarop mensen informatie hanteren. Om orde te scheppen in de veelheid van informatie die ons dagelijks toestroomt, maken wij gebruik van een aantal selectiemiddelen. Zo vormen we meestal eerst een mening en zoeken we vervolgens actief naar informatie die deze mening bevestigt, terwijl we over informatie die de mening weerlegt heen lezen (cognitieve dissonantie). Ook zijn we vaak gemakzuchtig, kort van geheugen en leiden we aan bijzindheid. Zo wordt de kans op een crisis onderschat en zelfs gereduceerd tot nul naarmate het langer geleden is dat een crisis plaatsvond, terwijl die kans wordt overschat vlak na een crisis. En ten slotte hebben we veelal de neiging onze eigen vaardigheden te overschatten, schrijven we successen meestal op het eigen conto en mislukkingen op dat van de ander. Toegepast op financiële markten leidt dit tot kuddegedrag, 'hypes' en 'panics'.

Maar niet alleen financiële markten gebruiken deze selectiemiddelen bij het omgaan met informatie, ook beleidsmakers bedienen zich hiervan. Ook zij leiden aan ontkenningssyndromen, vaak gevolgd door onderschatting van de problemen. Dat kan dan weer uitmonden in een crisis, die wordt gebruikt om de verantwoordelijkheid bij anderen neer te leggen. Met andere woorden, de hulpmiddelen die mensen gebruiken om met informatie om te gaan zijn niet alleen verantwoordelijk voor het ontstaan van marktfalen, maar ook voor dat van overheidsfalen. Zo houden autoriteiten nogal eens te lang een wisselkoerskoppeling vast, ook als die overgewaardeerd of onverdedigbaar is geworden (denk aan Argentinië).

Ik ken maar weinig voorbeelden van crises die niet gepaard gingen met overheidsfalen. Gottfried Haberler beweerde ruim vijftig jaar geleden al dat "*there may have been some cases of unwarranted speculative attacks on some currencies, but in most cases speculators were right and authorities dead wrong*".¹ Haberlers woorden gelden nog steeds. Vrij kapitaalverkeer in de transitieperiode kan dus best samengaan met wisselkoersstabiliteit, als de autoriteiten van de EU-toetreders bereid en in staat zijn om hun monetaire beleid in dienst te stellen van de wisselkoers. Daarvoor is het ondermeer nodig dat de centrale bank onafhankelijk is, het bankwezen gezond en het land (overheid en private sector) een gezond schuldmanagement voert. De EMU-criteria voor de omvang van de overheidsschuld, het financieringstekort en onafhankelijkheid van de centrale bank zijn er niet voor niets. Als landen zich hieraan houden en ook op andere terreinen een goed beleid voeren, komen crises minder voor en kan wisselkoersstabiliteit zelfs worden afgedwongen.

1 G. Haberler, *World economy, money and the great depression 1919 -1939*, AEI Press, Washington, juni 1976.

Copyright © 2003 - 2004 Economisch Statistische Berichten (www.economie.nl)