



## Regelmatige interventies noodzaak

**Auteur(s):**

Kolodziejak, A.M.M.

Verbonden aan de Katholieke Universiteit Nijmegen.

**Verschenen in:**

ESB, 85e jaargang, nr. 4281, pagina 924, 17 november 2000

**Rubriek:****Trefwoord(en):**

euro

*Regelmatige interventies door de ECB zijn noodzakelijk om de bedreigde interne stabiliteit van de euro te waarborgen.*

**Interventies op de valutamarkt zijn wat de wisselkoers van de dollar in Europese valuta betreft, sinds 1995 in onbruik geraakt. Ook de in 1998 opgerichte Europese Centrale bank heeft zich ondanks de voortdurende EURO-depreciatie tot voor kort bij het gebruik van dit monetair instrument passief opgesteld. Er bestaat momenteel grote twijfel of regelmatige euro-interventies zoals die inmiddels hebben plaatsgevonden op 22 september, 3, 6 en 9 november, wel noodzakelijk zijn.**

In hoofdzaak wordt de twijfel ingegeven door zes argumenten, die hieronder zijn gerangschikt naar afnemende verstrekkendheid. Ten eerste zou een lagere euro in de vrij gesloten Europese economie nauwelijks voor meer inflatie zorgen. De Europese economie en werkgelegenheid zouden er juist sterk van profiteren. Het probleem van de eurodepreciatie en prijsstabiliteit zouden uitsluitend via rentebeleid moeten worden opgelost. Voorts zou de effectiviteit van interventies twijfelachtig zijn, vooral in geval van unilaterale interventies. Tenslotte zouden interventies niet met regelmaat nodig zijn.

### De maximale inflatie

De meest verstrekkende kritiek tegen steunaankopen van de euro is dat er geen belang mee gediend is. Het Verdrag van Maastricht dat de Europese Economische en Monetaire Unie en daarmee het monetaire beleid van de lidstaten regelt, kent drie redenen om te interveniëren:

- » de wisselkoers van de euro deprecieert te veel en bedreigt daarmee de prijsstabiliteit (artikel 105, lid 1, eerste zin);
- » de koers apprecieert te veel en bedreigt daarmee de algemene economische ontwikkeling (artikel 105, lid 1, tweede zin);
- » de koers dreigt zich te gaan bewegen buiten een afgesproken band, de zogenaamde formele wisselkoersoriëntatie (artikel 111, lid 2).

Aangezien een dergelijke formele wisselkoersoriëntatie niet bestaat, is het duidelijk dat momenteel de eerste reden aan de orde is. Het betreffende artikel kan zelfs gelezen worden als een interventieopdracht ingeval de prijsstabiliteit bedreigd wordt, tenzij evident is dat hetzelfde doel met andere middelen beter kan worden gediend. De persverklaring van de ECB naar aanleiding van de unilaterale interventies van 3 november, vermeldt precies deze reden. De persverklaring van de gecoördineerde, door de ECB geïnitieerde, interventie van 22 september noemde nog het belang van de wereldeconomie als reden voor de interventie.

Wat prijsstabiliteit, het primaire doel van het monetaire beleid in de EMU<sup>1</sup>, precies inhoudt, staat niet in het Verdrag van Maastricht. De ECB beoogt op middellange termijn een maximale stijging van de geharmoniseerde index voor de consumentenprijzen (HICP) van twee procent. Deze kwantitatieve invulling sluit aan bij de ideeën in het comité-Delors en bij de voorbereiding van het Verdrag van Maastricht<sup>2</sup>. Hiermee wordt een inflatieprestatie gevraagd die op decenniumbasis tot nu slechts éénmaal vertoond is, namelijk door de onder geallieerde auspiciën opgezette *Bank Deutscher Länder* (1948-1957), de voorloper van de Deutsche Bundesbank. Daarna heeft geen van de grote centrale banken dit kunnen evenaren.

In de loop van de 1990 is de inflatie in de eurozone vanaf een historisch laag niveau begonnen aan een stijgende beweging die inmiddels het eerder genoemde plafond van twee procent heeft bereikt. De recente maandcijfers voor de inflatie kruipten naar de drie procent.

Als niet twee procent het maximum inflatiepercentage op middellange termijn is, maar bijvoorbeeld vijf procent, zoals De Grauwe onlangs nog bepleitte<sup>3</sup>, zijn regelmatige euro-interventies zinloos in plaats van noodzakelijk. Dit argument beweegt zich echter buiten het Verdrag van Maastricht.

### Lage euro nauwelijks inflatieveroorzaker?

Tot dit voorjaar hingen de Europese monetaire autoriteiten de stelling aan dat de depreciatie geen probleem kon vormen voor de interne stabiliteit in de eurozone. De depreciatie zou, gelet op de positieve Europese groeiverwachtingen, slechts tijdelijk zijn. Bovendien vormde

de eurozone een relatief gesloten economie met een uiterst beperkte uitwerking - via de importprijzen - van de wisselkoers op de inflatie. Renteverhogingen door de ECB zouden zowel de oplopende inflatie als de oplopende onderwaardering van de euro ombuigen. Inmiddels is duidelijk dat dit verkeerde inschattingen waren.

Op grond van loonontwikkelingen, monetair en budgettair beleid en buitenlandse invloed wordt de inflatie dit jaar naar verwachting met een half procent opgestuwd ten opzichte van de tevoren opgestelde centrale projectie. Een positieve loonimpuls houdt in dat de reële arbeidskosten de productiviteitsstijging te boven gaan. Een positieve monetaire impuls wil zeggen dat de korte rente boven de met de zogenaamde Taylor-regel berekende rente ligt. Een positieve budgettaire impuls wordt gegeven wanneer het overheidstekort groter is dan het structurele overheidstekort. In [tabel 1](#) wordt de buitenlandse impuls berekend door van de geschatte totale inflatoire impuls de som van de andere drie binnenlandse impulsen af te trekken <sup>4</sup>.

**Tabel 1. Samenstelling van de inflatoire beleidsimpuls voor de eurozone in 2000**

	loonimpuls	monetaire impuls	fiscale impuls	subtotaal	buitenlandse impuls	totaal
Duitsland	-0,5	-0,3	0,3	-0,5	0,9	0,4
Frankrijk	-0,2	-0,2	0	-0,4	0,8	0,4
Italië	-0,5	-0,3	0,7	-0,1	0,6	0,5
Oostenrijk	-0,4	0	-0,1	-0,5	1,1	0,6
België	-0,7	-0,2	0,2	-0,7	1,6	0,9
Finland	0,1	0,1	-0,3	-0,1	0,5	0,4
Ierland	-0,3	1,0	-0,9	-0,2	0,8	0,6
Luxemburg	-0,7	0	0,2	-0,5	1,3	0,8
Nederland	0	0,5	-0,5	0	0,6	0,6
Portugal	0	0,3	-0,1	0,2	0,5	0,7
Spanje	-0,1	0,4	-0,1	0,2	0,5	0,7
Eurozone	-0,4	-0,1	0,1	-0,4	0,9	0,5

Bron: eigen berekeningen op basis van OESO-data en met behulp van parameters uit het DNB-Euromon model.

Het resultaat in [tabel 1](#) is opmerkelijk. De eurolanden hebben over het algemeen met hun decentrale, eigen budgettair beleid het volgens de Taylor-regel te krappe of te ruime uniforme, Frankfurtse monetaire beleid gecompenseerd. Van het loonfront gaat naar verwachting in 2000 geen inflatoire werking uit. Integendeel: voor de eurozone als geheel drukt de loonmatiging het inflatiecijfer met naar schatting 0,4 procentpunt.

Dat ondanks loonmatiging, een redelijk krap monetair beleid en inflatieneutraal budgettair beleid de inflatie toch oploopt, is behalve voor Spanje en Portugal uitsluitend het gevolg van de consequenties van de wisselkoersdepreciatie en de hogere olieprijs. Deze uitkomst spoort met de simulatie-analyse in [tabel 2](#).

**Tabel 2. Effect op de inflatie in de eurozone van een eenmalige volgehouden depreciatie van de euro tegenover de dollar van tien procent volgens tien meerlanden-modellen**

cumulatieve afwijking van de basisprojectie in procentpunten

	niesr nigem	Bundesbank mmlm	cepii Mimosa	eu QuestII	oeso Interlink	imf Multimod	imf oef	imf Euromon	dnb slim	kun Ariadne	kun
jaar 1											
Nederland	0,6	0,4	0,6	0,9	0,7	1,5	0,8	1,0	1,1	0,6	
Duitsland	0,2	0,2	0,3	0,8	0,5	1,0	0,5	0,5	0,8	0,6	
Eurozone	0,3	0,3	0,4	0,8	0,6	1,0	0,5	0,6	0,9	0,6	
jaar 2											
Nederland	3,2	1,6	2,5	1,5	1,4	2,1	2,3	2,4	4,5	2,4	
Duitsland	1,9	1,0	0,8	1,3	1,0	1,4	1,5	1,9	2,7	2,4	
Eurozone	2,3	1,2	1,2	1,3	1,2	1,4	1,5	2,0	3,2	2,4	

## Werkgelegenheidsmotor

Het monetaire beleid van de ECB dient krachtens het Verdrag van Maastricht met inachtneming van het primaire doel van de prijsstabiliteit, het algemene economische beleid te ondersteunen. Euro-interventies zouden derhalve minder gewenst zijn wanneer zij afbreuk zouden doen aan de exportgroei en daarmee aan het lang verwachte werkgelegenheidsherstel. De eurodepreciatie leek immers een zegen voor de op de Verenigde Staten achterlopende groei, vooral voor de Duitse economie. Die maakt circa een derde deel uit van de eurozone. Hierdoor zouden het groeiécart ten opzichte van en de kapitaalexport naar de VS afnemen. Aldus zou de depreciatie stoppen. Op korte termijn, zo laten modelsimulaties zien, bevordert een lagere euro immers ceteris paribus de groei ([tabel 3](#)).

**Tabel 3. Groei-effect van een eenmalige volgehouden eurodepreciatie van tien procent**

gecumuleerde afwijking van de basisprojectie in procentpunten	2000	2001

eu Quest II	0,45	1,05
oeso Interlink	0,35	0,90
imf Multimod	0,45	0,90
imf Oxford Economic Forecasting	0,20	0,60
cepII ofce Mimosa	0,70	1,20

Bron: Europese Commissie

De simulatie in [tabel 3](#) veronderstelt een constante rente. In de praktijk zal de centrale bank echter een soort Taylor-regel [5](#) toepassen: hogere groei zal net als hogere inflatie worden beantwoord met een hogere rente, hetgeen het groei-effect van de depreciatie drukt. Door de zeven renteverhogingen van in totaal 225 basispunten sinds november 1999 mag volgens de modellen in [tabel 3](#) het groei-effect van de eurodepreciatie tot nu toe geheel afgeremd worden geacht.

Concluderend kan gesteld worden dat er na verdiscontering van de rentestijging hoogstens een beperkt groeivoordeel voor de eurozone is behaald. Dit vormt geen reden om van interventies af te zien.

#### Rente-instrument volstaat niet

Aan verdere renteverhoging kleven problemen. Door de vertraging in de monetaire transmissie komt een dergelijke verkrapping wellicht te laat om zogenaamde tweede ronde-effecten van de eurodepreciatie - doorwerking in lonen en vervolgens in prijzen - te vermijden. [tabel 4](#) laat zien dat het huidige monetaire beleid volgens de Taylor-systematiek met name voor een aantal grote eurolanden al aan de krappe kant is. Wanneer een land een sterke conjuncturele ontwikkeling vertoont blijkt dit met name uit een positieve output gap [6](#) en een negatieve afwijking ten opzichte van de 'non-accelerating inflation rate of unemployment' de NAIRU [7](#). Het rentebeleid lijkt thans geen alternatief voor interventies, hoogstens een complement.

**Tabel 4. Inflatie, Taylor-rente, NAIRU-divergentie en output gap in de eurozone**

	inflatie 2000	Taylor- rente	nairu	nairu divergentie	output gap
Duitsland	1,7	3,3	8,8	0,3	-0,6
Frankrijk	1,5	3,6	11,3	0,0	0,7
Italië	2,1	3,1	11,3	0,3	-2,1
Oostenrijk	2,0	4,4	4,2	0,1	1,5
België	1,8	3,9	8,0	0,3	-0,1
Finland	2,0	4,7	2,2	-2,3	1,6
Ierland	4,8	8,7	9,3	-3,0	6,3
Luxemburg	2,0	4,4	2,7	0,0	0,2
Nederland	2,9	6,4	4,0	-1,0	1,9
Portugal	2,8	5,7	4,2	0,4	0,9
Spanje	2,9	6,0	16,6	-0,8	1,4
Eurozone	2,0	4,1	9,0	0,0	0,1

Bronnen: OESO, Europese Commissie en eigen berekeningen.

#### Vermeende ineffectiviteit

In het geval van een gesteriliseerde interventie wordt achteraf de geldhoeveelheid gecorrigeerd voor het effect van de interventie (gesteriliseerd). De effectiviteit van deze interventies is omstreden sinds het befaamde Jurgensen rapport uit 1983 [8](#). Obstfeld en Rogoff concluderen in hun bekende handboek dat regeringen er kennelijk van overtuigd zijn dat gesteriliseerde interventies een nuttig instrument zijn omdat zij het blijven gebruiken, terwijl er geen hard bewijs is dat dit instrument consistent en voorspelbaar effectief is [9](#).

Onderzoek naar de effectiviteit van interventies is moeilijk. Voor de ene onderzoeker geldt dat een succesvolle interventie de ongewenste wisselkoerstrend afremt (het 'smoothing' criterium) [10](#). Voor anderen is een succesvolle interventie er een waarbij de opvolgende wisselkoersbeweging correspondeert met de richting van de interventie (het 'direction' criterium). Voor weer anderen is een interventie succesvol wanneer de wisselkoerstrend tijdelijk of definitief wordt omgebogen (het 'reversal' criterium) [11](#).

Tot nu toe wees empirisch onderzoek over het algemeen in de richting van geen of slechts een zwakke relatie tussen gesteriliseerde interventie en daarmee geassocieerde bewegingen in de wisselkoers [12](#). In februari 2000 publiceerde de ECB echter een studie die, gebruikmakend van een nieuwe methodologie, het tegendeel aantoonde [13](#).

#### Niet uitzondering, regel!

De meest milde kritiek op en twijfel over de noodzaak van regelmatige euro-interventies is tenslotte dat euro-interventies dienen plaats te vinden maar dan wel bij wijze van uitzondering en liefst eenmalig. Ongetwijfeld vindt de ECB dit zelf ook. Een eenmalige, succesvolle interventie zal echter vroeg of laat om een interventie in de andere richting vragen. Wat belangrijker is: de bereidheid zonnig opnieuw en regelmatig te interveniëren moet onomstotelijk vaststaan, zoals ook ecb-president Duisenberg moest ervaren. Hier geldt voor de financiële markten doorgaans '*the proof of the pudding is in the eating*'. De jongste, kleinere interventies (omvang circa 600 miljoen tot

twee miljard dollar per keer, tegen zes miljard dollar op 22 september) lijken er primair op gericht agenten die bereid zijn verkoopposities beneden 85 dollarcent per euro af te sluiten, af te straffen - het zogeheten 'floorbuilding'. Dit 'vloer bouwen' is erop gericht een stevige en geloofwaardige bodem in de eurokoers te leggen en moet uit zijn aard worden volgehouden alvorens al dan niet de vloer verlegd wordt.

Gelet op de strenge vereisten voortvloeiend uit het Verdrag van Maastricht zijn regelmatige euro-interventies noodzakelijk. Sterke onderwaarding van de euro is immers in strijd met het Verdrag, vanwege het inflatiegevaar. Gelet op de ervaring in het verleden - de Bundesbank intervenueerde vóór 1995 gemiddeld twaalf maal per jaar alleen en 32 keer samen met de Fed - en gelet op resultaten van nieuw onderzoek lijken regelmatige interventies een probaat middel om de onderwaarding van de euro te beperken. Op deze wijze bouwt de ECB geloofwaardigheid op en laat ze zien dat ze de daad bij het woord voegt: *no guts, no glory*

---

1 Artikel 4, lid 2, juncto artikel 121, lid 1, van het Verdrag van Maastricht.

2 A. Knoester, A.M.M. Kolodziejak en A. Muijzers, Gaandeweg tot de Europese orde geroepen, in: P. de Grauwe e.a., *Europese monetaire integratie: vier visies*, Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid, voorstudies en achtergronden V66, Den Haag, 1989, en A.M.M. Kolodziejak en A. Muijzers, Het Verdrag van Maastricht, ESB, 4 december 1991, blz. 1209-1213.

3 P. de Grauwe, *Why price stability?*, ECB conferentie, Frankfurt am Main, 2 november 2000.

4 Uit de betreffende OESO-data en de berekende Taylor-rentedivergenties zijn de resulterende prijs-effecten afgeleid met de elasticiteitsmatrix van het DNB Euromon-model. 5

J. Taylor, *Discretion versus policy rules in practice*, Carnegie-Rochester conference series on public policy, nr. 39, december 1993, 195-214; J. Taylor (red.), *Monetary policy rules*, University of Chicago, Chicago, 1999.

6 ECB, *Monthly bulletin*, oktober 2000, blz. 37-47.

7 D. Staiger, J. Stock en M. Watson, The NAIRU, unemployment and monetary policy, *Journal of Economic Perspectives*, winter 1997; K. McMorrow en W. Roeger, *Time-varying NAIRU/NAWRU estimates for the EU's member states*, European Commission Economic Papers, nr. 145, september 2000.

8 P. Jurgensen, *Report of the working group on exchange market intervention*, Treasury department, Washington, maart 1983.

9 M. Obstfeld en K. Rogoff, *Foundations of international macroeconomics*, Cambridge/London, 1996, blz. 595.

10 O. Humpage, *U.S. intervention: assessing the probability of success*, working paper nr. 9608, Federal Reserve Bank of Cleveland, augustus 1996.

11 P. Catte, G. Galli en S. Rebecchini, Concerted Interventions and the dollar, in: P. Kenen, F. Papadia en M. Saccomanni (red.), *The international monetary system*, Cambridge, 1994, en J. Frankel, Discussion on P. Catte, G. Galli en S. Rebecchini, in: P. Kenen, F. Papadia en M. Saccomanni (red.), *op. cit.*.

12 Zie bijvoorbeeld S.C.W. Eijffinger en N. Gruijters, On the effectiveness of daily intervention by the Deutsche Bundesbank and the Federal Reserve System in the US dollar-Deutsche mark exchange market, in: E. Baltensperger en H.-W. Sinn, *Exchange rate regimes and currency unions*, Houndmills/New York, 1992, blz. 131-156; A.M.M. Kolodziejak, Discussion, *op. cit.*, blz. 128-130, en H.J. Edison, *The effectiveness of central-bank intervention: a survey of the literature after 1982*, special papers in international economics, nr. 18, International finance section, Princeton University 1993.

13 R. Fatum, *On the effectiveness of sterilized foreign exchange intervention*, ECB working paper nr. 10, Frankfurt am Main, 2000.