

# De baten van valutamarktinterventies

**Interventies op de valutamarkt dienen primair macro-economische doeleinden zonder dat centrale banken daarbij streven naar winst. Sommige auteurs volgen echter Friedman, die de behaalde winst als maatstaf hanteert voor het succes van de nagestreefde wisselkoersstabilisatie. Zonder dit criterium te willen onderschrijven, geven de auteurs in onderstaand artikel een kwantificering van de winsten en verliezen van valutamarktinterventies door de Nederlandsche Bank over de periode 1974-1988. In tegenstelling tot een aantal in de literatuur vermelde overeenkomstige becijferingen voor andere landen komen de auteurs tot de conclusie dat de Nederlandse interventies over bovengenoemde periode winstgevend zijn geweest.**

**PROF. DR. M.M.G. FASE\* – DRS. A.P. HUIJSER\*\***

Valutamarktinterventies worden verricht ter nakoming van wisselkoersafspraken tussen landen en ter bereiking van een stabiel beloop van de wisselkoers. Voor Nederland betekent dit dat interventies vooral plaatsvinden ter beïnvloeding van de positie van de gulden in het EMS. Dit geldt in de regel ook voor de dollarinterventies. Interventies in de valutamarkt dienen derhalve primair macro-economische doeleinden en geschieden dan ook zonder uitdrukkelijk winstoogmerk. Anders gezegd: macro-economische overwegingen en geldmarktoverwegingen prevaleren boven het micro-economische streven naar winst. Volgens sommige economische auteurs is niettemin de mate van winstgevendheid van officiële interventies in de valutamarkt een maatstaf voor het succes van de nagestreefde wisselkoersstabilisatie. De gedachte daarbij is dat steunaankopen worden gedaan bij een lage en dalende koers en verkopen in de tegengestelde situatie. Het optreden van centrale banken op de valutamarkt betekent voorts, volgens een soms in de literatuur wel verdedigde zienswijze, dat speculatie verkeert van een nulsomspel in een 'non-zero-sum'-spel. Immers, als de marktpartijen uitsluitend uit speculanten bestaan, is de één zijn winst het verlies van de ander. Toetreding van centrale banken tot de markt zou, in deze gedachtengang, betekenen dat aan deze situatie een einde komt. Afhankelijk van de winsten of verliezen van de gezamenlijke centrale banken ten gevolge van hun valuta-interventies zouden de valutaspeculanten immers gezamenlijk verlies dan wel winst maken.

In dat verband introduceerde Friedman indertijd de winst als graadmeter voor de beoordeling van het succes van het streven door centrale banken of andere monetaire autoriteiten naar stabiele wisselkoersen door middel van valuta-marktinterventies. Friedman schreef hierover in 1953 het volgende<sup>1</sup>.

"In any event, it would do little harm for a government agency to speculate in the exchange market provided it

held to the objective of smoothing out temporary fluctuations and not interfering with fundamental adjustments. And there should be a simple criterion of success – whether the agent makes or loses money."

Friedman noteerde dit, uitgaande van de onwenselijkheid van door valuta-interventies te handhaven vaste wisselkoersen. Deze opvatting weerspiegelt zijn geloof in het vermogen van de markt om zelf tot evenwichtkoersen te komen. Ondanks de aantrekkelijkheid van deze zienswijze valt er wel het een en ander af te dingen op Friedmans winstmaatstaf, waardoor de feitelijke toepassing enigszins moet worden gerelativeerd. In de eerste plaats is bij valutamarktinterventies door centrale banken geen winstoogmerk aanwezig, maar gaat het, zoals opgemerkt, vooral om nakoming van macro-economische beleidsoogmerken en internationale of interregionale wisselkoersafspraken. Ten tweede is er een praktisch meetprobleem. Dit betreft vooral het bedrijfseconomische waarderingsvraagstuk. Ten derde is er een fundamenteel bezwaar tegen Friedmans algemene graadmeter voor succes. Dit is dat het winstcriterium bij valuta-interventie alleen opgaat voor zover betrekkelijk eenvoudige theorieën van de wisselkoers tot uitgangspunt worden genomen.

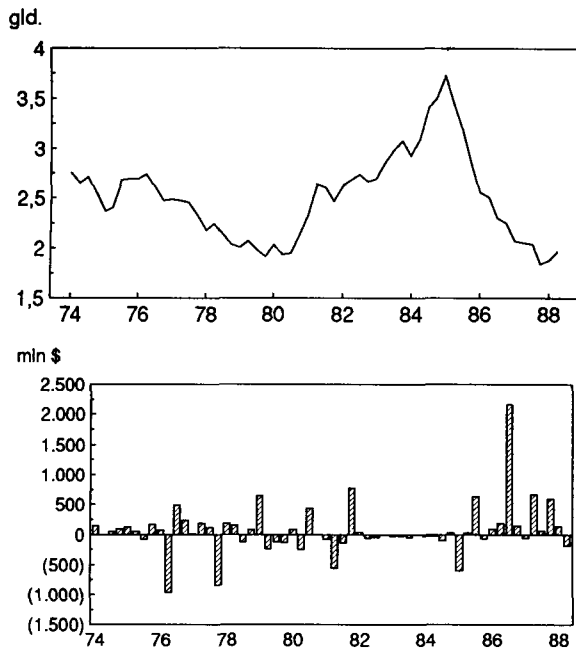
In weerwil van deze theoretische en praktische bezwaren beoogt onze studie bij wijze van gedachtenexperiment de winsten en verliezen ten gevolge van de valutamarktinterventies van de Nederlandsche Bank over de periode van

\* Onderdirecteur en hoofd afdeling Wetenschappelijk onderzoek en econometrie van De Nederlandsche Bank alsmede buitengewoon hoogleraar monetaire economie Universiteit van Amsterdam.

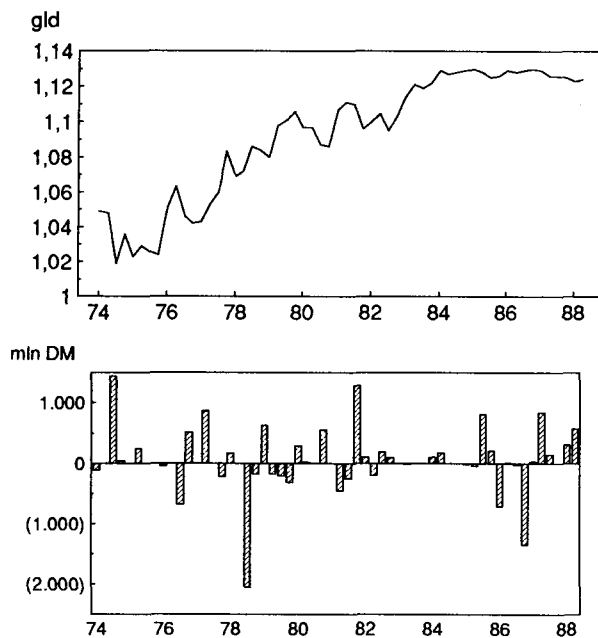
\*\* Medewerker op de afdeling Wetenschappelijk onderzoek en econometrie van De Nederlandsche Bank.

1. M. Friedman, The case for flexible exchange rates, in: *Essays in positive economics*, Chicago, 1953, blz. 188.

Figuur 1. Dollarkoers en dollarinterventies



Figuur 2. Koers Duitse mark en interventies in de Duitse mark



januari 1974 tot augustus 1988 te kwantificeren. Hierbij richt de aandacht zich op de contante interventies in Amerikaanse dollars, Duitse marken, Franse franken en Belgische franken, waarvan de beïnvloeding van de positie van de gulden binnen het EMS het gemeenschappelijke oogmerk is. Belangrijke valuta als de Japanse yen en de Scandinavische muntsoorten blijven in deze analyse buiten beschouwing wegens hun voorshands geringe betekenis als interventievaluta voor de positie van de gulden. Naast de interventies op de contante markt schenkt onze analyse tevens aandacht aan de sinds enkele jaren verrichte interventies via de termijnmarkt voor Amerikaanse dollars en Duitse marken. Om te beginnen komt de desbetreffende theoretische en empirische literatuur rond Friedmans winstcriterium aan de orde. Daarna volgt de kwantitatieve analyse van de winstgevendheid van de interventies door de Nederlandsche Bank in de periode 1974-1988. In de vierde paragraaf wordt aan de hand van een discussie in de literatuur kort stilgestaan bij de betekenis van de winstgevendheid als maatstaf voor het succes van wisselkoersstabilisatie. Besloten wordt met een aantal samenvattende conclusies.

### Eerdere cijfermatige analyses

Alvorens een toepassing van Friedmans graadmeter op de valutamarktinterventies voor Nederland te presenteren, is een korte bespreking van soortgelijke en eerdere toepassingen voor andere landen dienstig. De verkregen uitkomsten in de literatuur bieden bovendien een maatstaf voor een eerste beoordeling van onze eigen bevindingen, al dient daarbij het verschil in waarnemingsperiode nimmer uit het oog te worden verloren. Vier studies lijken in dit verband van belang, namelijk die van Taylor uit 1982, van Beenstock & Dadashi uit 1986, van de Bank of England uit 1983 en van de BIS uit eveneens 1983<sup>2</sup>.

De analyse van Taylor richt zich op de empirische invulling van Friedmans winstcriterium als graadmeter voor een succesvol wisselkoersstabilisatiebeleid middels interventies op de valutamarkt. Hierbij beperkt hij zich in verband

met de beschikbaarheid van gegevens tot de contante valutamarkt. Hij beschouwt het interventiebeleid van de centrale banken van Canada, Frankrijk, de Bondsrepubliek, Italië, Japan, Spanje, Zwitserland, Engeland en de Verenigde Staten gedurende de jaren zeventig sinds het verlaten van het stelsel van vaste wisselkoersen à la Bretton Woods.

Taylor past voor de periode 1973-1980 een simpele regel toe om het resultaat behaald op de dollarinterventies te meten. De winst is in de beschouwde jaren volgens deze auteur gelijk aan de som van de gekochte dollars minus de som van de dollarwaarde van de gekochte eigen valuta. Omdat de meeste van de beschouwde landen per saldo gedurende de jaren zeventig ongeveer evenveel hebben gekocht als verkocht, wordt het aldus bepaalde resultaat niet in belangrijke mate beïnvloed door de koers van de dollar aan het einde van de waarnemingsperiode. Uitzonderingen zijn Duitsland, dat dollars accumuleerde, en Frankrijk, dat per saldo dollars afstootte. Taylor concludeert dat de beschouwde negen landen gezamenlijk een verlies hebben geleden van ongeveer \$ 12 miljard.

De berekende verliezen variëren echter sterk per land. Canada leed een zeer klein verlies. De Bondsrepubliek, Italië en Engeland leden verliezen van respectievelijk \$ 3,4, \$ 3,7 en \$ 2,1 miljard. Deze uitkomsten dienen voorzichtig te worden bezien. Een analyse van deelperioden laat bijvoorbeeld zien dat de resultaten sterk afhankelijk zijn van de gekozen waarnemingsperiode. Taylor ziet af van vermelding van de netto rente-opbrengsten die de beschreven valuta-operaties meebrengen en volstaat met op te merken dat deze per saldo onbelangrijk zijn. Dit negeren van het rente-opbrengstaspect door Taylor is vooral opmerkelijk, omdat zijn werkwijze impliciet een evenwichtskoers

2. D. Taylor, Official intervention in the foreign exchange market, or, bet against the central bank, *Journal of Political Economy*, jg. 90, 1982, blz. 356-368; M. Beenstock en S. Dadashi, The probability of forward currency speculation by central banks, *European Economic Review*, jg. 30, 1986, blz. 449-456; Bank of England, Intervention, stabilization and profits, *Quarterly Bulletin*, jg. 23, nr. 3, september 1983, blz. 384-391; H. Mayer en H. Taguchi, Official intervention in the exchange markets: stabilizing or destabilizing?, *BIS Economic Papers*, nr. 6, Bazel, 1983.

veronderstelt voor de berekening van het interventieresultaat. Bij een trendmatige koersbeweging die zich in de beschouwde periode in feite heeft voorgedaan (figuur 1), heeft zo'n evenwichtskoers echter geen betekenis. Deze moeilijkheid wordt echter ondervangen door, uitgaande van de interestpariteitentheorie op basis van waarneembare renteversillen, rekening te houden met de rente-opbrengsten. Daar dit renteverschil betrekking heeft op beleggingen in eigen valuta en vreemde valuta, wordt tevens rekening gehouden met rente-opbrengst of -verlies ten gevolge van het geldmarkteffect van een valutamarktinterventie.

In verband met het door hem becijferde verlies van \$ 12 miljard, merkt Taylor op dat dit samenhangt met de veelal door centrale banken gevolgde politiek van tegen de wind leunen. De centrale banken van met name Italië, Spanje en Engeland hebben in de beschouwde periode enige tijd de geleidelijke verandering van hun fundamentele valuta koers geprobeerd tegen te houden en dientengevolge een omvangrijk verlies op hun valuta-interventies geleden.

In navolging van Taylor passen Beenstock en Dadashi het winstcriterium van Friedman toe op de termijninterventies van de Bank of Canada in de periode 1970-1981. Zoals bekend kende Canada reeds voor het einde van het Bretton-Woods-stelsel zwevende koersen. De resultaten leren dat de Bank of Canada geen verlies heeft geleden op de termijninterventies, maar over de beschouwde jaren ongeveer quitte heeft gespeeld. Deze bevinding spoot met de reeds vermelde conclusie van Taylor dat de Canadese contante interventies voor de periode 1973-1980 niet significant verliesgevend zijn geweest.

Een ander interessant voorbeeld uit de empirische literatuur is de interventiestudie van de Bank of England. De desbetreffende studie benadrukt de beperkte betekenis van het door Friedman verdedigde winstcriterium voor een beoordeling van het gevoerde wisselkoersbeleid. Niettemin worden resultaten getoond die de winstgevendheid van de dollarinterventies door de Bank of England over de periode 1977-1982 illustreren. Anders dan de andere, hiervoor besproken studies, betreft de Bank of England ook de rentederving en -opbrengsten ten gevolge van het interventiebeleid in de beschouwing. Rekening houdend met de netto rente-opbrengsten blijken in de beschouwde periode de valutamarktinterventies winstgevend te zijn geweest. Voor bij voorbeeld 1976 wordt echter een belangrijk verlies becijferd dat in dezelfde orde van grootte ligt als de winst over de periode 1977-1982. Overigens voert deze studie verschillende overwegingen aan tegen de winstgevendheid als maatstaf voor de beoordeling van het succes van het interventiebeleid, mede omdat dit niet los kan worden gezien van zijn macro-economische context en de moeilijkheid wisselkoersstabiliteit te preciseren voor de onderliggende rekensommen.

Ten slotte zij de becijfering uit de BIS-studie van Mayer en Taguchi vermeld. Deze laat zien dat in de Bondsrepubliek, Japan en het Verenigd Koninkrijk over de jaren 1974-1982 op dollarinterventies winsten zijn gemaakt van respectievelijk ongeveer \$ 2 miljard, \$ 4,9 miljard en \$ 0,5 miljard. Belangrijker dan deze bedragen is dat deze studie kritisch ingaat op het winstgevendheids criterium en concludeert tot verwerping ervan als toetssteen voor een beleids-oordeel. Hun argumenten daarbij zijn zowel van boekhoudkundige als van principiële aard. Wat het eerste betreft, wijzen zij op de niet onbelangrijke vraag tegen welke koers de bij een interventie verworven of afgegeven valuta aan het eind van de beschouwde periode bij het opmaken van de rekening gewaardeerd moet worden. Indien hiervoor de markt koers aan het einde van de periode wordt gekozen, is de winst behaald op interventies sterk afhankelijk van de gekozen periode en dientengevolge vooral een enigszins arbitrair en boekhoudkundig gegeven. Deze eigenaar-

Tabel 1. Gecumuleerde interventies (in miljarden vreemde valuta)

|                   | Dollar | D-mark | Franse frank | Belgische frank |
|-------------------|--------|--------|--------------|-----------------|
| 1974              | 0,3    | 1,4    | 0,6          | 1,4             |
| 1975              | 0,6    | 1,6    | 0,6          | 1,4             |
| 1976              | 0,4    | 1,4    | 0,7          | 12,8            |
| 1977              | -0,1   | 2,1    | 0,7          | 12,8            |
| 1978              | 0,2    | 0      | 0,7          | 12,8            |
| 1979              | 0,3    | 0      | 0,7          | 12,8            |
| 1980              | 0,6    | 0,8    | 0,7          | 15,1            |
| 1981              | 0,6    | 1,4    | -0,8         | 18,5            |
| 1982              | 0,5    | 1,6    | 1,9          | 43,0            |
| 1983              | 0,4    | 1,6    | -0,8         | 55,2            |
| 1984              | 0,3    | 1,9    | -0,8         | 55,2            |
| 1985              | 0,3    | 2,9    | -0,8         | 55,2            |
| 1986              | 3,9    | 0,8    | -9,5         | 55,8            |
| 1987              | 4,1    | 1,9    | -9,5         | 55,8            |
| 1988 <sup>a</sup> | 3,0    | 2,8    | -9,5         | 55,8            |

a. Tot en met augustus.

digheid neemt in betekenis toe indien en voor zover de koersen niet stationair zijn. Dit is in het algemeen het geval. Voor zover de interestpariteit opgaat, kan men echter voor deze niet-stationariteit corrigeren door rekening te houden met rentewinsten en -verliezen op de bij de interventie ingezette bedragen.

Wat het tweede argument betreft, wijzen Mayer en Taguchi op het bestaan van verschijnselen als 'overshooting', 'vicious circles' en de psychologie van bij voorbeeld beleidsvoornemens en verwachtingen, waardoor het verband tussen winstgevendheid en de stabiliserende invloed van officiële interventies dubieus wordt. Aldus bezien wordt beantwoording van de vraag of verliesgevend interventies destabiliserend werken op grond van alleen theoretische argumenten lastig en weinig overtuigend.

## Interventies door de Nederlandsche Bank

Valutamarktinterventies door de Nederlandsche Bank vinden plaats op de contante markt en op de termijnmarkt, waarbij de eerste kwantitatief het belangrijkste zijn. In deze paragraaf worden beide besproken. De voornaamste valuta zijn daarbij de US-dollar en de D-mark. Het oogmerk van de interventies is meestal beïnvloeding van de positie van de gulden in het EMS. De desbetreffende interventies gaan gepaard met effecten op de geldmarkt.

### Contante interventies

De figuren 1 en 2 geven een beeld van respectievelijk de dollar- en de D-markkoers in de periode 1974-1988 met daarbij de contante interventies door de Nederlandsche Bank in deze valuta op kwartaalbasis. Tabel 1 toont de gecumuleerde interventies. Deze tabel illustreert dat aankopen en verkopen van dollars tot 1986 elkaar globaal in evenwicht hielden, maar verhult door zijn geaggregeerd karakter het verloop ervan in de tijd.

Grafiek 1 laat echter zien dat relatief omvangrijke interventies in dollars veelal werden gevolgd door een kleinere, tegengestelde transactie gedurende een aantal kwartalen. De scherpe stijging van de gecumuleerde dollarinterventies aan het eind van de beschouwde periode hangt mede samen met de omvangrijke steun die de Nederlandsche Bank, te zamen met andere Europese centrale banken, heeft gegeven in oktober 1986. Over de gehele perio-

Tabel 2. De opbrengst van contante interventies, 1974-1988 (mln. glds)

|  | Opbrengst<br>aan- en<br>verkoop | Rente-<br>opbrengst | Totale<br>opbrengst |
|--|---------------------------------|---------------------|---------------------|
| Dollar                                   | 232                             | 643                 | 875                 |
| D-mark                                   | 257                             | -190                | 67                  |
| Franse frank                             | 50                              | -108                | -58                 |
| Belgische frank                          | -342                            | 887                 | 545                 |
| Totaal                                   | 197                             | 1.232               | 1.429               |
| <i>Deelperiode 1974-1982</i>             |                                 |                     |                     |
| Dollar                                   | 592                             | 218                 | 810                 |
| D-mark                                   | 198                             | -99                 | 99                  |
| Franse frank                             | -150                            | 165                 | 15                  |
| Belgische frank                          | -213                            | 287                 | 74                  |
| Totaal                                   | 427                             | 571                 | 998                 |
| <i>Deelperiode 1983-1988<sup>a</sup></i> |                                 |                     |                     |
| Dollar                                   | -78                             | 194                 | 116                 |
| D-mark                                   | 16                              | -13                 | 3                   |
| Franse frank                             | 305                             | -494                | -189                |
| Belgische frank                          | -28                             | 129                 | 101                 |
| Totaal                                   | 215                             | -184                | 31                  |

a. Tot en met augustus.

de 1974-1988 is bijna D-mark 3 miljard door middel van interventies gecumuleerd, waarvan 2 miljard in 1987 en 1988. Verder zijn per saldo in de jaren tachtig Franse franken afgestoten en Belgische franken aangetrokken.

Onze berekening van winst en verlies op de interventies door de Nederlandsche Bank is gebaseerd op maandcijfers. Eenvoudshalve veronderstellen we bij de berekening dat de interventies uniform binnen de maand plaats vinden tegen de gemiddelde koers in de betrokken maand. Onderscheid wordt gemaakt tussen de opbrengst van aan- en verkopen enerzijds en de rente-opbrengsten anderzijds. De opbrengst van aan- en verkopen is gedefinieerd als het verschil tussen de kosten van de netto aankopen van vreemde valuta en de opbrengst van de netto verkopen van de gecumuleerde vreemde valuta aan het einde van de beschouwde periode. De rente-opbrengst houdt verband met het renteverhaal tus-

Tabel 3. Opbrengsten van contante interventies per jaar (mln. glds)

|                   | Dollar           |                 | D-mark |       | Franse frank |       | Belg. frank |       |
|-------------------|------------------|-----------------|--------|-------|--------------|-------|-------------|-------|
|                   | aan- en<br>verk. | rente-<br>opbr. | a/v    | rente | a/v          | rente | a/v         | rente |
| 1974              | -37,7            | 6,8             | 23,4   | -1,7  | -15,3        | 29,9  | 0,9         | 1,4   |
| 1975              | 49,2             | 7,5             | 0,6    | -0,6  | 0            | 0     | 0           | 0     |
| 1976              | 144,3            | 25,6            | 13,4   | 17,6  | -2,2         | 0,3   | 1,4         | 35,4  |
| 1977              | 27,3             | 6,9             | 35,5   | -3,3  | 0            | 0     | 0           | 0     |
| 1978              | -50,9            | 13,0            | 6,8    | 38,2  | 0            | 0     | 0           | 0     |
| 1979              | 4,4              | 24,8            | 15,9   | -11,5 | 0            | 0     | 0           | 0     |
| 1980              | 96,2             | 9,6             | -4,3   | -4,8  | 0            | 0     | 0           | 0,6   |
| 1981              | 73,4             | -56,5           | 7,9    | 0,6   | 13,7         | -10,1 | -3,7        | 6,7   |
| 1982              | 8,5              | -2,5            | 5,0    | 0,3   | -98,0        | 112,0 | -1,7        | 12,4  |
| 1983              | -27,5            | -7,1            | 0,3    | 0,0   | 21,4         | -62,5 | -12,0       | 31,5  |
| 1984              | -30,2            | -11,8           | 0,8    | -1,1  | 0            | 0     | 0           | 0     |
| 1985              | 278,6            | -16,4           | 1,3    | -3,7  | 0            | 0     | 0           | 0     |
| 1986              | -430,2           | 20,0            | -0,6   | 9,2   | 98,3         | -54,0 | -0,5        | 0,7   |
| 1987              | -194,4           | 25,6            | -1,3   | -8,6  | 0            | 0     | 0           | 0     |
| 1988 <sup>a</sup> | -9,6             | -5,2            | 6,6    | -1,9  | 0            | 0     | 0           | 0     |

a. Tot en met augustus.

Tabel 4. Opbrengst van aan- en verkoop van dollars per jaar, 1974-1988 (mln. glds)

| Jaar van<br>afsluiting       | Jaar van netto aankoop |        |       |          |        |       |                 |      |     |  |
|------------------------------|------------------------|--------|-------|----------|--------|-------|-----------------|------|-----|--|
|                              | 74                     | 75     | 76    | 77       | 78     | 79    | 80              | 81   | 82  |  |
| <i>Deelperiode 1974-1982</i> |                        |        |       |          |        |       |                 |      |     |  |
| 1974                         | -37,7                  |        |       |          |        |       |                 |      |     |  |
| 1975                         | 2,9                    | 49,2   |       |          |        |       |                 |      |     |  |
| 1976                         | -55,5                  | -4,0   | 144,3 |          |        |       |                 |      |     |  |
| 1977                         | -100,0                 | -44,7  | 168,6 | 27,3     |        |       |                 |      |     |  |
| 1978                         | -183,4                 | -120,7 | 213,9 | 181,0    | -50,9  |       |                 |      |     |  |
| 1979                         | -218,8                 | -153,1 | 233,1 | 246,4    | -88,1  | 4,4   |                 |      |     |  |
| 1980                         | -154,7                 | -94,6  | 198,3 | 128,1    | -20,7  | 40,4  | 96,2            |      |     |  |
| 1981                         | -58,4                  | -6,7   | 145,9 | -49,5    | 80,7   | 94,6  | 187,9           | 73,4 |     |  |
| 1982                         | -2,8                   | 44,0   | 115,7 | -151,9   | 139,1  | 125,9 | 240,7           | 72,8 | 8,5 |  |
| <i>Deelperiode 1983-1988</i> |                        |        |       |          |        |       |                 |      |     |  |
|                              |                        | 83     | 84    | 85       | 86     | 87    | 88 <sup>a</sup> |      |     |  |
| 1983                         | -27,5                  |        |       |          |        |       |                 |      |     |  |
| 1984                         | -71,6                  | -30,2  |       |          |        |       |                 |      |     |  |
| 1985                         | -1,0                   | 52,6   | 278,6 |          |        |       |                 |      |     |  |
| 1986                         | 60,2                   | 124,2  | 280,4 | -430,2   |        |       |                 |      |     |  |
| 1987                         | 103,2                  | 174,6  | 281,6 | -1.486,6 | -194,4 |       |                 |      |     |  |
| 1988 <sup>a</sup>            | 72,6                   | 138,8  | 280,7 | -736,3   | 175,7  | -9,6  |                 |      |     |  |

a. Tot en met augustus.

sen beleggingen in de eigen valuta en in vreemde valuta. Aangenomen is dat de bij de interventies gecumuleerde vreemde valuta tegen de driemaands-Eurorente wordt belegd, terwijl de driemaands-Euroguldenrente als alternatieve rente geldt. Verder is de fictie gevolgd dat de in gulden omgerekende rente-opbrengsten iedere maand worden geïnd<sup>3</sup>. Tabel 2 toont de resultaten van onze calculatie voor de gehele periode en twee deelperioden.

De belangrijkste conclusie uit deze berekening is dat de door de Nederlandsche Bank sinds 1974 verrichte contante interventies in de valutamarkt per saldo een winst hebben opgeleverd van f 1,4 miljard, waarvan f 1,2 miljard berekende rente-opbrengst is. De resultaten per valuta en per periode verschillen overigens aanzienlijk. Voorts – en anders dan Taylor meent – zijn, althans voor de Nederlandse situatie, de rente-opbrengsten en -verliezen niet verwaarloosbaar en kwantitatief van aanzienlijk grotere betekenis dan de opbrengst van aan- en verkoop. Zoals op basis van de interestpariteit mag worden verwacht, is voor de drie beschouwde EMS-valuta de rente-opbrengst tegengesteld aan die uit aan- en verkoop. In de laatste subperiode doet zich dit ook voor bij de dollar.

Omdat waardering van de gecumuleerde of afgestoten valuta aan het eind van iedere beschouwde periode een arbitrair element in de hier gegeven berekeningen introduceert, is het zinvol tevens de resultaten per jaar te tonen. Tabel 3 geeft daarom een overzicht van de opbrengsten van aan- en verkoop en de rente-opbrengst per jaar. In deze weergave zijn de gecumuleerde valuta niet naar volgende jaren overgedragen zoals in de voorgaande berekeningen het geval is. Ook volgens deze opstelling zijn de contante interventies in het algemeen winstgevend geweest. Een opvallende uitzondering vormen de dollarinterventies in 1986 en 1987. Volgens de hier beproefde berekeningsmethode zou in deze jaren hierop een verlies van ongeveer f 600 miljoen zijn geleden.

3. De voor de berekening gebruikte formules zijn op aanvraag bij de auteurs verkrijgbaar. Cumulatie dan wel afstoot van vreemde valuta maakt voor de berekeningswijze van de opbrengst van aan- en verkoop geen verschil. Voor de vaststelling van de rente-opbrengst is dit wel van belang.

Verder inzicht in de betekenis van de waardering van de valuta per periode verschaft de berekening van de opbrengsten van aan- en verkopen in een bepaald jaar, waarbij de gecumuleerde valuta achtereenvolgens zijn gewaardeerd tegen de ultimokoersen van de daarop volgende jaren. De resultaten voor de dollar staan vermeld in tabel 4. Deze leert dat over de beschouwde subperioden in zeven van de vijftien gevallen de berekende winst van een bepaald jaar verkeert in een verlies indien de waardering van de netto gecumuleerde valuta achtereenvolgens tegen de ultimokoersen van de volgende jaren geschiedt. Indien de periode niet in subperioden wordt verdeeld, is er zelfs een tekenslag in elf van de vijftien gevallen<sup>4</sup>.

De overeenkomstige calculaties voor de interventies in de D-mark zijn ook uitgevoerd, maar worden kortheidshalve niet vermeld. Het aantal tekenslagen in de onderscheiden subperioden is vijf van de vijftien en over de gehele periode is het aantal tekenslagen zes. Vergeleken met de dollar is dit een rustiger beeld. Interessant en leerzaam is de samenhang tussen tabel 2 enerzijds en tabel 4 anderzijds, voor zover we ons beperken tot de dollar. De opbrengst uit aan- en verkopen voor deze valuta in de beschouwde deelperiode in tabel 2 resulteert door optelling van de bedragen voor de desbetreffende valuta in de laatste regel uit tabel 4 in de beide deelperioden. Deze exercitie brengt tevens aan het licht het speciale karakter van de vermelde opbrengsten, die immers geheel anders zouden uitvallen als men diagonaalsgewijs – dat wil zeggen volgens een andere waarderingmethode becijferd – zou optellen. (De desbetreffende elementen zijn overigens de opbrengsten vermeld in tabel 3.) Geeft men zich hiervan rekenschap, en dat is de voornaamste conclusie, dan ligt verabsolutering van de berekende baten niet erg voor de hand<sup>5</sup>.

#### Termijnmarktinterventies in dollars en Duitse markten

Naast de contante interventies zijn de laatste jaren tevens termijninterventies in de dollar en de Duitse mark onderkomen. In het algemeen wordt hetzelfde effect op de valutamarkt beoogd als met de contante interventies wordt nagestreefd. Zoals bekend, hebben de termijninterventies geen direct geldmarkteffect. Dat is de reden waarom het een afzonderlijk te beschouwen instrument is.

Tabel 5 toont het bedrag van de termijninterventies en de daarbij becijferde winstgevendheid. Kwalitatief komen de resultaten overeen met de bevindingen voor de contante interventies. De dollarinterventies op de termijnmarkt leveren echter in 1986 en 1987 een verlies op van f 230 miljoen. Dit komt boven het reeds genoemde verlies in die jaren van ongeveer f 600 miljoen op de contante interventies.

Tabel 5. Bedrag en opbrengst van termijninterventies

|                                | Dollars           |                   | Duitse markten    |                   |
|--------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
|                                | bedrag in mln. \$ | winst in mln. gld | bedrag in mln. DM | winst in mln. gld |
| Periode 1984-1988 <sup>a</sup> | 1.631,0           | -208,3            | 900               | -3,0              |

a. Tot en met augustus.

#### Winstgevendheid en stabiliteit

Winstgevende interventies zijn volgens Friedman stabiliserend. Vat men deze klassieke opvatting van Friedman niet op als een onveranderlijk dogma of onbetwistbare stelregel maar veeleer als een methode van analyse, dan lijkt

nadere beschouwing van deze stelling zinvol. De desbetreffende literatuur<sup>6</sup> biedt verschillende voorbeelden die de zienswijze van Friedman op zijn minst preciseren, relativeren en daardoor ontdoen van zijn stelligheid. Baumol is in zekere zin de aanval begonnen met een tegenvoorbeeld en de wiskundige formulering van de dynamica. Hij wijst er op dat speculatiewinsten in de praktijk dikwijls worden behaald door kort na het passeren van de hoogste prijs te verkopen en voordien, zelfs al is dat na het dieptepunt, in te kopen. Telsler bestrijdt Baumols conclusie dat winstgevend speculatief optreden niet noodzakelijkerwijs prijsstabilisatie meebrengt door een wiskundige analyse van 'excess demand'-situaties. Hier op aansluitend laat Kemp zien dat speculatie zowel stabiliserend als destabiliserend kan zijn en dat zulks geheel wordt bepaald door de gekozen theoretische uitgangspunten. Nadien volgen nog vele bijdragen tot deze discussie die alle, naast hun hoog abstractieniveau, als gemeenschappelijk kenmerk de noodzaak aantonen de probleemstelling te preciseren alvorens tot scherpe conclusies te komen<sup>7</sup>. Bijzonder vermeldenswaard in dit verband is nog de bijdrage tot de discussie van Friedman zelf, die vermoedelijk vooral is ingegeven door de hiervoor genoemde kritiek van Baumol<sup>8</sup>. Friedman nuanceert hierin zijn aanvankelijke opvatting en de stelligheid van zijn winstcriterium door de prijsvormingsfunctie van de speculatie te scheiden van de verzekeringfunctie die de speculatie kan vervullen.

Meer toegespitst op de implicaties van onze cijfermatige uitkomsten voor Nederland lijkt de reeds vermelde BIS-studie door Mayer en Taguchi. Hun voornaamste conclusie is dat het winstgevendheidscriterium tekortschiet als richtsnoer voor de stabiliserende rol van officiële valutamarktinterventies, omdat dit criterium alleen van toepassing lijkt bij eenvoudige theoretische, maar weinig realistische opvattingen over de wisselkoersvorming. Het winstcriterium is bovendien weinig relevant, aldus deze auteurs, omdat het hoogstens iets zegt over het feit of de valuta-interventie in de goede richting heeft gewerkt. Omgekeerd betekent een winstgevende valuta-interventie in de praktijk niet noodzakelijk dat de desbetreffende ingreep effectief is geweest, en dat is, aldus deze auteurs, vanuit macro-economisch gezichtspunt het enige dat telt.

#### Conclusie

Het winstcriterium voor valutamarktinterventies is volgens Friedman een graadmeter voor de stabiliserende werking van de interventies. Indien en voor zover ze winstgevend blijken te zijn, is succes geboekt met een dergelijk

4. De bijbehorende tabel is hier kortheidshalve onvermeld gebleven.

5. Een aanvullende reden hiervoor verschaft de toetsing van de hypothese dat de variatie in baten van aan- en verkopen zich laten beschrijven door een toevalsproces. Deze hypothese wordt niet verworpen voor dollarinterventies en interventies in de Franse frank; voor de D-mark en de Belgische frank wordt deze hypothese echter verworpen.

6. Zie bij voorbeeld W.J. Baumol, Speculation, profitability, and stability, *Review of Economics and Statistics*, jg. 39, 1957, blz. 263-271; L.G. Telsler, A theory of speculation relating profitability and stability, *Review of Economics and Statistics*, jg. 41, 1959, blz. 295-301; M.C. Kemp, Speculation, profitability, and price stability, *Review of Economics and Statistics*, jg. 45, 1963, blz. 185-189.

7. Vergelijk bij voorbeeld M.J. Farrell, Profitable speculation, *Economica*, jg. 33, 1966, blz. 183-193; J. Schimmler, Speculation, profitability, and price stability – a formal approach, *Review of Economics and Statistics*, jg. 55, 1973, blz. 110-114; H.G. Johnson, Destabilizing speculation: a general equilibrium approach, *Journal of Political Economy*, jg. 84, 1976, blz. 101-108.

8. M. Friedman, In defense of destabilizing speculation, in: M. Friedman, *The optimum quantity of money*, Chicago, 1969, blz. 285-291.

beleid, aldus Friedman. Toepassing door Taylor van dit beginsel op de interventies van een groot aantal centrale banken wijst er op dat in de periode 1973-1980 door de door hem beschouwde centrale banken grote verliezen zijn geleden. Nederland is door Taylor niet in zijn analyse meegenomen. Onze toepassing op Nederland, die overigens betrekking heeft op een langer tijdvak, leert dat Taylors bevinding niet opgaat voor ons land. Rekening houdend met de rente-opbrengsten zijn de interventies op de contante valutamarkt in de periode 1974-1988 in het algemeen winstgevend geweest tot een bedrag van f 1,4 miljard, waarvan ongeveer f 200 miljoen op alleen aan- en verkopen. Voor de termijnmarktinterventies is daarentegen een verlies geleden van ongeveer f 200 miljoen. Bij de beschouwing van deze waarden mag echter niet uit het oog worden verloren dat deze becijfering niet ongevoelig is voor de gebezigde waarderingsmethode en de daarbij gemaakte veronderstellingen alsook de keuze van het tijdstip van afsluiting. Met het verschil in uitkomst is overigens niet gezegd dat het Nederlandse interventiepatroon afwijkt van het internationale patroon: het verschil is mede een gevolg van de periodeverschillen tussen de genoemde en de onderhavige analyse.

Onze analyse brengt voorts aan het licht dat in de jaren 1986 en 1987 weliswaar belangrijke verliezen zijn geleden bij het steunen van de dollar, maar dat over een reeks van jaren zulks niet het geval is. De algemene conclusie is dan ook dat de valutamarktinterventies in dollars in de periode

1974-1988 en anders dan in de literatuur gerapporteerde becijferingen voor andere landen, niet tot grote verliezen aanleiding hebben gegeven. Per saldo is op de contante dollarinterventies een winst van bijna f 875 miljoen behaald. Deze bestond voor bijna 75% uit rente-opbrengsten.

Ook interventies in de meeste andere valuta – de uitzondering is de Franse frank – waren winstgevend. De gezamenlijke winst van contante en termijninterventies over de gehele beschouwde periode is becijferd op f 1,2 miljard. Worden hierin de rente-opbrengsten buiten beschouwing gelaten, wat naar ons oordeel niet juist zou zijn, dan is over de beschouwde jaren winst noch verlies geboekt op de valutamarktinterventies. De vanuit theoretisch gezichtspunt interessante vraag in hoeverre winstgevendheid van interventies een doelmatige maatstaf voor stabilisering van de valutakoers vormt, is in de literatuur echter omstreden. Beschouwing van deze literatuur leert in het algemeen dat winstgevende interventies vaak stabiliserend zijn, maar dat verliesgevende interventies niet altijd destabiliserend genoemd mogen worden. Belangrijker lijkt echter niet zozeer het micro-economische winstcriterium als wel de beoordeling van de vraag in hoeverre de nagestreefde macro-economisch georiënteerde doelstellingen van het valutamarktbeleid feitelijk werden bereikt.

**M.M.G. Fase**  
**A.P. Huijser**