

De geloofwaardigheid van muntzones

Auteur(s):

Brakman, S.

Marrewijk, C. van

Werkzaam bij de Rijksuniversiteit Groningen resp. de Erasmus Universiteit Rotterdam. Met dank aan Casper de Vries.

Verschenen in:

ESB, 82e jaargang, nr. 4098, pagina 235, 19 maart 1997

Rubriek:

Uit de vakliteratuur

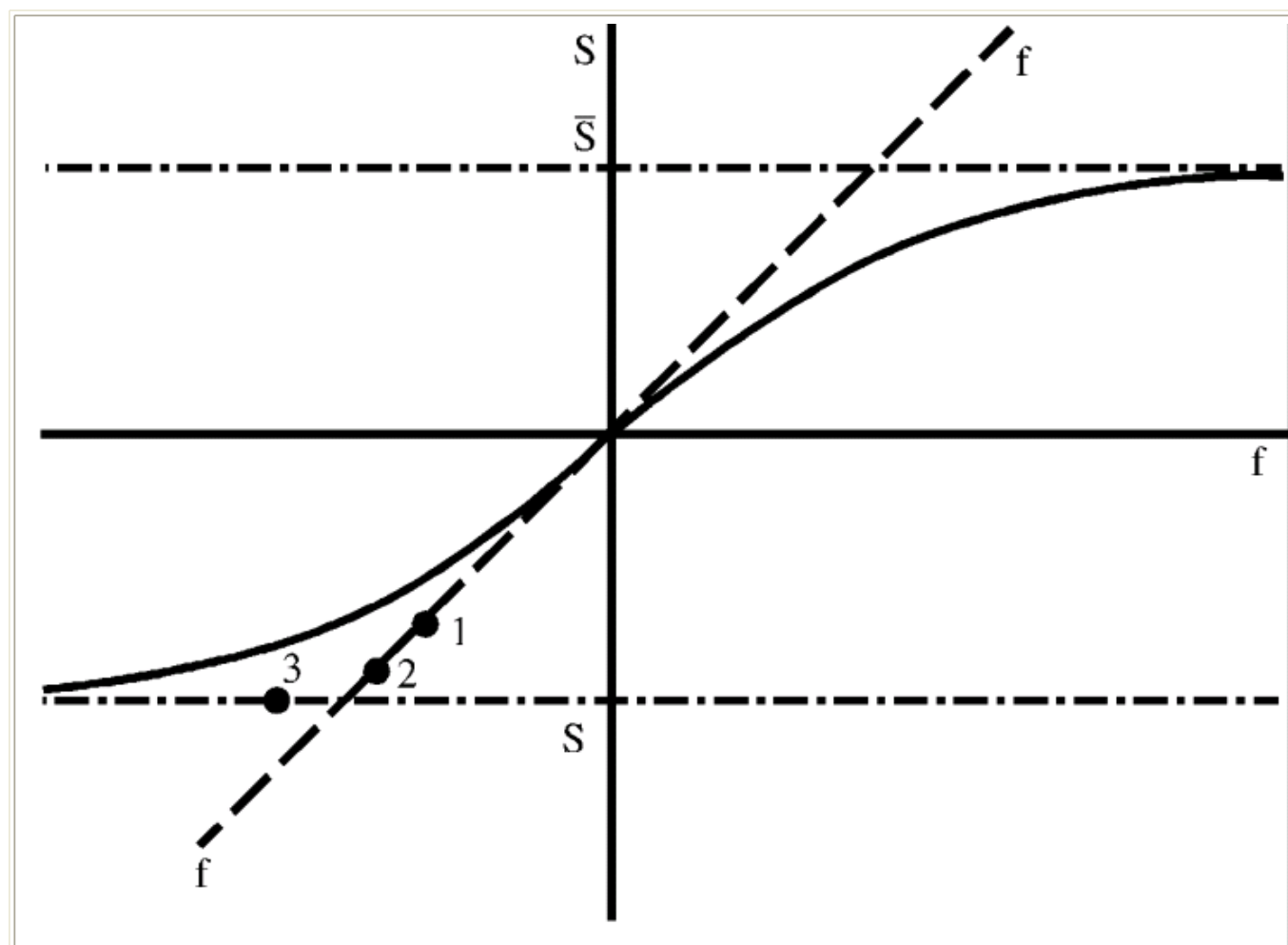
Trefwoord(en):

monetaire, economie, uit, de, vakliteratuur

Nederland bevindt zich in een muntzone met Duitsland. Dit is een afspraak tussen de Duitse en Nederlandse centrale banken om de onderlinge wisselkoers binnen een nauwe band te laten fluctueren. Wat betekent deze afspraak voor wisselkoersveranderingen in de praktijk? Is het zo dat beide centrale banken elke dag met grote moeite de wisselkoers binnen de toegestane bandbreedte moeten houden, of is de afspraak als zodanig ook van invloed?

Een wisselkoers wordt, afgezien van toevallige factoren (de storingsterm) bepaald door twee soorten factoren. Ten eerste door de 'basisvariabelen', zoals verschillen in geldgroei of rentestand, ofte wel de 'fundamentals'. De tweede factor is de verwachting die beleggers hebben van de toekomstige ontwikkeling van de koers. En deze verwachting wordt beïnvloed door het aangaan van wisselkoersafspraken.

Paul Krugman liet in 1991 zien hoe dat werkt¹. Indien er geen muntzone zou zijn, zoals bij volstrekt vrije wisselkoersen, wat gebeurt er dan bij een verandering van een basis- variabele, bijvoorbeeld de geldhoeveelheid? Een stijging van de geldhoeveelheid leidt tot een hogere (verwachte) inflatie, en daardoor tot een waarde- vermindering van de munt ten opzichte van andere valuta: de wisselkoers daalt, precies zoveel als nodig is om de hogere verwachte inflatie te compenseren. In termen van [figuur 1](#): de wisselkoers beweegt zich langs de ff-lijn. In dit geval mag men aannemen dat de verwachting van de wisselkoers zelf geen rol speelt. De markt heeft immers alle relevante informatie al verwerkt.



Bij de instelling van een muntzone kan de wisselkoers echter niet onbeperkt veranderen, maar beweegt deze zich slechts binnen een beperkte bandbreedte. Men zou nu kunnen denken dat de wisselkoers zich langs de ff-lijn beweegt totdat de koers tegen de banden botst, er ontstaat dan een Z-achtige curve. Deze visie is verkeerd. Neem een punt vlakbij de bandbreedte, bijvoorbeeld punt 2 op de ff-lijn. Als de fundamentele f stijgt, stijgt de wisselkoers met dezelfde hoeveelheid naar een punt als 1. Als f daalt, daarentegen, daalt de wisselkoers met een kleinere hoeveelheid naar een punt als 3, omdat de monetaire autoriteiten zullen voorkomen dat de wisselkoers door de band breekt.

Valutahandelaren weten dat, en houden hier uiteraard rekening mee bij hun valutahandel. Dit betekent dat veranderingen in bijvoorbeeld de geldhoeveelheid en rentestand minder invloed hebben op de wisselkoers naarmate de bandbreedte dichterbij komt. Dan gaat namelijk de verwachting een rol spelen, de verwachting over het gedrag van de centrale bank. Een rationele belegger weet dat bij het naderen van de band de kans op een stijging groter is dan de kans op een daling (in het extreme geval dat men zich op de band bevindt is de kans op een verdere daling zelfs nul). Deze verwachtingen werken door in de huidige wisselkoers, zodat punt 2, dat op de ff-lijn ligt, geen evenwicht kan zijn. Krugman toont aan dat het instellen van een munt-zone leidt tot een S-vormige curve.

Voor de monetaire autoriteiten is dit verwachtingseffect zowel handig als lastig. Handig, omdat de beleggers als het ware een deel van de taak van de monetaire autoriteiten overnemen. Als beleggers zich gedragen alsof de muntzone een vaststaand feit is, kunnen geldhoeveelheid, rentestanden, inflatie, oftewel de fundamentals, meer fluctueren dan zonder deze verwachtingsterm het geval zou zijn. Lastig, omdat dit alleen opgaat als de muntzone geloofwaardig is. Het is voor monetaire autoriteiten dus van het grootste belang om te weten of munt-zones geloofwaardig zijn, dus of er een S- in plaats van een Z-curve is. Maar hoe kom je daarachter?

Tot voor kort was het empirisch bewijs voor het S-effect gering. Dat komt vooral omdat men voorspellingen over geldhoeveelheden en rentestand gebruikt, extrapolaties uit het verleden, als weerspiegeling van de verwachtingen omtrent de fundamentals. Recent onderzoek van Koedijk, Stork en De Vries omzeilt dit probleem op een handige manier door er vanuit te gaan dat bij een geloofwaardige muntzone de wisselkoers van volgende week een S-vormige functie van de wisselkoers van deze week moet zijn². De wisselkoers van volgende week geeft een betere weerspiegeling van de verwachtingen omtrent de fundamentals dan extrapolaties uit het verleden. Zij kunnen dus met (achteraf) observeerbare variabelen een S-curve schatten. Zij vinden een volledig S-effect, en dus een geloofwaardige muntzone, voor de D-mark ten opzichte van de gulden en het Ierse pond. Voor België, Denemarken, Frankrijk en Italië daarentegen vinden zij geen S-effect tegenover de mark. De centrale banken van deze landen kunnen maar beter voorzichtig zijn, en hun fundamentals goed in de gaten houden

1 P. Krugman, Target zones and exchange rate dynamics, *The Quarterly Journal of Economics*, 1991, blz. 669-682.

2 C.G. Koedijk, Ph. Stork en C. de Vries, An EMS target zone model in discrete time, *Journal of Applied Econometrics*, te verschijnen.