



# VU Research Portal

## Geloofwaardigheid en het Nederlandse wisselkoersbeleid

van der Wal, D.

1990

### **document version**

Publisher's PDF, also known as Version of record

[Link to publication in VU Research Portal](#)

### **citation for published version (APA)**

van der Wal, D. (1990). *Geloofwaardigheid en het Nederlandse wisselkoersbeleid*. (Serie Research Memoranda; No. 1990-24). Faculty of Economics and Business Administration, Vrije Universiteit Amsterdam.

### **General rights**

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal ?

### **Take down policy**

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

### **E-mail address:**

[vuresearchportal.ub@vu.nl](mailto:vuresearchportal.ub@vu.nl)

1990-24

ET

05348

# **SERIE RESEARCH MEMORANDA**

**GELOOFWAARDIGHEID EN HET NEDERLANDSE WISSELKOERSBELEID**

D. van der Wal

Research Memorandum 1990-24

april 1990



**VRIJE UNIVERSITEIT  
FACULTEIT DER ECONOMISCHE WETENSCHAPPEN  
EN ECONOMETRIE  
AMSTERDAM**

Onderzoekgroep Financiële instellingen en markten



## GELOOFWAARDIGHEID EN HET NEDERLANDSE WISSELKOERSBELEID

Dick van der Wal

### samenvatting

Sinds de EMS-herschikking van september 1979 heeft het wisselkoersbeleid van de Nederlandse monetaire autoriteiten een verschuiving ondergaan. Sindsdien wordt getracht de gulden in de bovenste zone van het EMS te houden. Bovendien richt het beleid zich meer dan vroeger op een zo vast mogelijke band met de Duitse mark. Volgens de credibility-hypothese zal zo'n consequent volgehouden beleid zijn vruchten afwerpen, in dit geval in de vorm van een geringere risico-premie t.o.v. de D-mark. Via drie methoden wordt onderzocht of het nieuwe wisselkoersregime inderdaad geloofwaardig is. Alle uitkomsten wijzen op een bevestigend antwoord. Na een termijn van één jaar heeft dit beleid bijgedragen tot een permanente verlaging van de geldmarktrente met circa 1½%.

Vrije Universiteit  
Vakgroep Algemene Economie  
postbus 7161  
1007 MC Amsterdam

april 1990

## GELOOFWAARDIGHEID EN HET NEDERLANDSE WISSELKOERSBELEID<sup>1</sup>

### 1. Inleiding

Bij het aanbreken van de jaren tachtig trad een wijziging op in het macro-economische beleid. In westerse industrielanden probeerden de overheden uit alle macht de scherp gestegen inflatie terug te dringen. Tevens werd geprobeerd de op hol geslagen financieringstekorten van de staat een halt toe te roepen. Middellange termijndoelstellingen vormden een belangrijk ingrediënt van dit beleid. Het feit dat deze doelstellingen bewust vooraf bekend werden gemaakt, weerspiegelt de opvatting dat economisch beleid meer doeltreffend is indien het geloofwaardig overkomt. Zo bestaat er op het gebied van de inflatiebestrijding de stelling dat de kosten daarvan (in termen van productie- en werkgelegenheidsverlies) lager zijn, naarmate het publiek meer gelooft dat zo'n beleid ook zal worden gerealiseerd. Rationeel gevormde inflatieverwachtingen worden bij een geloofwaardig beleid sneller naarwaarts aangepast. De Phillipscurve verschuift daardoor in kortere tijd naar beneden, zodat een recessie een mild en kortstondig karakter krijgt.

Het bovenstaande staat in de literatuur bekend als de 'credibility-hypothese, toegepast op de monetaire politiek. Deze gedachte, oorspronkelijk te vinden in Fellner (1976), vloeit rechtstreeks voort uit de theorie der rationele verwachtingen. Vervolgens heeft de economische literatuur deze hypothese verder ontwikkeld binnen een speltheoretisch raamwerk (zie Barro en Gordon 1983a, 1983b, Backus en Driffill 1985, Barro 1986). Daarbij wordt voortgebouwd op een model naar voren gebracht door Kydland en Prescott (1977).

In dit onderzoek proberen wij de credibility-hypothese te toetsen voor een aan het monetaire beleid nauw verwant terrein: de wisselkoerspolitiek. In het bijzonder zullen wij ons afvragen of het door de Nederlandse monetaire autoriteiten gevoerde wisselkoersbeleid in het EMS aan geloofwaardigheid heeft gewonnen. Zoals bekend is de filosofie achter de huidige strakke koppeling tussen gulden en Duitse mark dat hiermee op langere termijn een lagere Nederlandse rente in het verschiet ligt. Bekeken zal worden of een vertrouwenwekkend valutair beleid dit resultaat oplevert.

Achtereenvolgens schetsen wij in par. 2 het Nederlandse wisselkoersbeleid gedurende slangarrangement en EMS. Het empirisch onderzoek komt in par. 3 aan bod. Par. 4 sluit af met enige conclusies.

---

<sup>1</sup> Dank gaat uit naar prof. dr F.A.G. den Butter voor zijn commentaar op een eerdere versie.

## 2. Het Nederlandse wisselkoersbeleid

Vandaag de dag zien financiële kringen de gulden als een tamelijk compleet substituut voor de Duitse mark. Zo doen beide valuta's qua rentepeil weinig voor elkaar onder. Met een grote mate van waarschijnlijkheid kan nu worden gesteld dat de gulden bij algehele aanpassing van de EMS-spilkoersen (als die er nog komen) met de mark zal mee-revalueren. Daarmee is het wisselkoersrisico versus de mark zo goed als uitgeschakeld. Uiteraard hangt de waardering voor de gulden door de valutamarkt nauw samen met het gevoerde wisselkoersbeleid.

Zeer recent is dit beleid door minister Kok van Financiën als volgt verwoord: *... "Het Nederlandse monetaire beleid zal zich blijven richten op de structureel sterkste valuta binnen het EMS. Als de Bondsrepubliek Duitsland bij een Duits-Duitse eenwording blijft kiezen voor prijsstabiliteit, zal de vaste verhouding van de gulden tot de D-mark gehandhaafd blijven"*<sup>2</sup>.

Dit monetaire beleid heeft ertoe geleid dat sinds maart 1983 de spilkoers van de mark niet meer is veranderd. Vanuit DNB wordt benadrukt dat het huidige wisselkoersbeleid vertrouwen in de gulden moet stimuleren (Timmerman 1981 p.301). Szasz formuleert het aldus: *... "(Het is) de ervaring van de monetaire autoriteiten dat slechts vertrouwen in het wisselkoersbeleid op langere termijn een relatief lage rente mogelijk maakt; en dat vertrouwen vereist de bereidheid om op de korte termijn de rente te verhogen indien nodig voor een sterke gulden"* (Szasz 1981 p.321).

Toch hebben de koppeling aan de mark en het vertrouwensaspect niet altijd bovenaan gestaan. Zo is sinds het einde van Bretton Woods, in 1973, de gulden diverse keren gedevalueerd t.o.v. de D-mark. Bovendien repten de beleidsmakers in de jaren zeventig nooit expliciet over vertrouwensaspecten.

Hieronder zullen wij de (expliciete) overwegingen van het Nederlandse wisselkoersbeleid in slang en EMS naar voren trachten te brengen. Daarbij maken wij onder meer gebruik van de informatie die aan de Tweede Kamer werd verstrekt n.a.v spilkoersherzieningen. Bovendien zullen wij de beleidsmakers regelmatig citeren; enerzijds om te laten zien dat de accentverschuiving in het beleid geleidelijk plaatsvond, anderzijds om de sfeer van beïnvloeding van marktverwachtingen door middel van 'policy announcements' op te roepen. Niet zozeer wel of geen deelname aan het Europese valuta-arrangement zal centraal staan, maar, eenmaal gekozen voor intra-europese valutastabiliteit, welke positie de gulden in zo'n valutastelsel heeft ingenomen.

### 2.1 Het slangarrangement: de effectieve wisselkoers van de gulden

Tijdens de slangperiode (1972-1979) vormde inflatiebestrijding, met op enige afstand de internationale concurrentiepositie, de belangrijkste overweging tijdens spilkoersherzieningen<sup>3</sup>. De Nederlandse economie maakte destijds moeilijke jaren door: de gestegen arbeidskosten holden het weerstandsvermogen van de marktsector uit; de werkloosheid liep hierdoor gestaag op; mede gevoed door de oliecrisis was een gevaarlijke loon-prijesspiraal op gang gekomen; de overheidsfinanciën vertoonden steeds meer trekken van onbeheersbaarheid en het monetaire beleid kon de binnenlandse geldcreatie onvoldoende beteugelen.

<sup>2</sup> W. Kok, Staatscourant no. 34, 16-2-1990

<sup>3</sup> In de slangperiode vonden in totaal negen realignments plaats, bij drie daarvan bleef de gulden achter bij de D-mark.

In september 1973, toen de gulden met 5% revalueerde<sup>4</sup>, wezen de monetaire autoriteiten op het belang hiervan voor ... "het beleid gericht op doorbreking van de loon- en prijsspiraal" (DNB Kwartaalbericht 1973/3 p.66). Op de lange termijn verwachtte de centrale bank dat dit beleid gunstig zou uitpakken op de internationale prijsconcurrentiepositie. Toen in oktober 1976 de mark met 2% revalueerde t.o.v. onder meer de gulden, werd gewezen op de beperkte aanpassing (nl. binnen de fluctuatiemarge van 2½%). De hierdoor ontstane effectieve depreciatie, berekend op 1 à 1½%, zou daarom slechts een deel van de veel grotere effectieve appreciatie (en dus prijsdrukkend) sinds het begin van dat jaar ongedaan maken (DNB Kwartaalbericht 1976/3 p.42).

Dezelfde motivering lag ten grondslag aan het achterblijven van de gulden bij de mark, in oktober 1978, met opnieuw 2%. Ook toen ging een effectieve appreciatie van de gulden vooraf. Bovendien stelde DNB dat ... "Hoewel de internationale concurrentiepositie van Nederland reden tot zorg geeft, (vormt) een verlaging van de effectieve wisselkoers ... een ondeugdelijk middel tot verbetering van deze positie. Gelet op de openheid van de Nederlandse economie zou van een dergelijke verlaging, ... mede langs de weg van de indexatie, geen blijvende verbetering van de concurrentiepositie kunnen worden verwacht ... Versterking (daarvan) ... kan slechts worden bereikt door het inflatietempo verder terug te dringen" (Kwartaalbericht 1978/3 p.46).

Concluderend kunnen we stellen dat de effectieve wisselkoers de meetlat vormde waartegen zowel de gevolgen voor de inflatie als voor de concurrentiepositie moesten worden gelegd. In het advies dat DNB uitbracht n.a.v. de herschikking in oktober 1978 wordt dit aldus verwoord: ... "het effectieve resultaat van koerswijzigingen van de gulden tegenover de valuta's van onze belangrijkste handelspartners (moet) binnen nauwe grenzen blijven" (t.a.p).

Inflatiebestrijding - en in het verlengde daarvan de concurrentiepositie op lange termijn - had kennelijk niet altijd de hoogste prioriteit: anders was de gulden wel steeds met de mark mee-gerevalueerd. Fase en Den Butter (1977) kwamen tot een soortgelijke conclusie. In hun onderzoek naar de endogeniteit van de Nederlandse monetaire politiek vonden zij dat zowel de discontovoet als de kredietrestricties sterk reageerden op cyclische variaties in de werkloosheid. De inflatie oefende daarentegen een zwakke invloed uit.

Nederland koos in elk realignment voor een soort middenpositie. Immers, alle keren dat de D-mark in de slang werd opgewaardeerd bleef de gulden achter<sup>5</sup>. Het streven een  korte termijn  concurrentienadeel voor de industrie te voorkomen kan in deze keuze een belangrijke rol hebben gespeeld. Ten slotte vormden zo stabiel mogelijke wisselkoersen een belangrijke overweging tot deelname aan het slang-arrangement (Kessler 1981 p.66).

Een en ander spoort met wat Szasz hierover terugblikkend heeft opgemerkt: ... "het Nederlandse beleid resulteerde in een zo groot mogelijke stabiliteit in de koersverhoudingen met de twee belangrijkste handelspartners, de BRD en België" (Szasz 1981 p.305). Zo is sinds september 1973 acht jaar (!) lang de spilkoers tussen de Belgisch-Luxemburgse franc en de gulden niet veranderd. Er is tot nu toe geen andere valuta in enig Europees muntstelsel die dit evenaart<sup>6</sup>. België is

<sup>4</sup> Dit was een vertraagde reactie op de revaluatie van de D-mark in juni met 5½%.

<sup>5</sup> Op zijn beurt revalueerde de gulden tijdens alle herschikkingen weer tegenover de Franse franc en de Scandinavische munten.

<sup>6</sup> In de slangperiode werd driemaal gedevalueerd t.o.v. de D-mark. De eerste maal was op 11 maart 1973. Overigens zonder nadere toelichting kwam de regering tot de conclusie dat er geen reden was om de Duitse revaluatie van 3% te volgen (DNB Kwartaalbericht 1973/1).

onze tweede handelspartner: tezamen met de BRD maakten zij ca. 50% uit van onze totale export en ca. 35% van de import in de jaren zeventig.

Hetgeen niet uit het gevoerde wisselkoersbeleid tijdens de slang volgt, is het aanhaken aan de D-mark juist met het oog op de vestiging van een reputatie. Dit laatste liet echter niet lang meer op zich wachten.

## 2.2 Het Europees Monetair Stelsel: vertrouwen

De nadruk op de effectieve wisselkoers werd aanvankelijk voortgezet toen het EMS van start ging (maart 1979). In september 1979 werd opnieuw met 2% gedevalueerd t.o.v. de mark (waarmee de gulden voor de derde maal binnen drie jaar achterbleef bij de mark). De Minister van Financiën schreef de Tweede Kamer dat ... "een meer dan marginale effectieve depreciatie van de gulden ongewenste gevolgen (zou) kunnen hebben voor de binnenlandse prijzen ..." (Kwartaalbericht 1979/3 p.59). De monetaire autoriteiten achtten een revaluatie van de mark t.o.v. de gulden daarom niet noodzakelijk. In het slot van de onderhandelingen ging de Nederlandse delegatie echter overstag: in het belang van internationale overeenstemming in het EMS werd accoord gegaan met devaluatie. De omvang daarvan kon de toets der kritiek - het effectieve resultaat van de guldenkoers nauw te begrenzen doorstaan: ... "De daling van de effectieve koers valt qua orde van grootte binnen de normale fluctuatiemarge. Daarenboven viel de laatste weken een licht opwaartse tendens te bespeuren zodat de gevolgen voor de binnenlandse prijsontwikkeling per saldo zijn te verwaarlozen" (a.w. p.60).

De toon die DNB in haar advies aanslaat, is echter minder positief. Zij wijst er opnieuw op dat de gewenste verbetering van de concurrentiepositie niet kan worden bereikt d.m.v. effectieve depreciatie<sup>7</sup>. Uiteindelijk stemt DNB wel in met deze beslissing, maar niet van harte (e.e.a. wordt gesteld in termen van 'niet willen ontraden'). Kennelijk heeft de centrale bank zich ongemakkelijk gevoeld bij deze devaluatie.

Sinds de herschikking van september 1979 lijkt het roer omgegooid. Meer en meer klinkt nl. het vertrouwensaspect van een harde gulden door in het monetaire en wisselkoersbeleid. Zeer sprekend in dit verband zijn Zijlstra's uitspraken over de eredivisie. Alle bezuinigingsplannen ten spijt blijkt aan het begin van de jaren tachtig dat de overheidsfinanciën grote trekken van onbeheersbaarheid vertonen. Nu zoveel overheidschuld in het buitenland terecht komt, beseffen de beleidsmakers ter dege dat het vertrouwen niet mag worden geschaad (DNB Jaarverslag 1980 p.21).

In de informatieverschaffing aan de Tweede Kamer komt het vertrouwensaspect voor het eerst naar voren n.a.v. de herschikking in oktober 1981. Mark en gulden revalueerden toen evenveel t.o.v. de overige EMS-leden, mede om te bevorderen dat ... "in de overgangperiode naar een toestand waarin het tekort uit binnenlandse besparingen kan worden gedekt ... op geen enkele wijze afbreuk (wordt) gedaan aan het vertrouwen in de gulden" (Kwartaalbericht 1981/3 p.39). Veelbetekenend voegt DNB aan haar advies toe dat: ... "ditmaal de beslissing tot voldoening stemt" (t.a.p.).

Naar aanleiding van pleidooien voor een grotere monetaire financiering door de overheid merkt Duisenberg in het jaarverslag op: ... "Het gevolg ervan voor ons land zou zijn ... ondermijning van het internationaal nog steeds bestaande vertrouwen dat de gulden op een solide leest blijft geschoeid. Ondermijning van dit vertrouwen zou ... pas waarlijk de rentekosten voor overheid en bedrijfsleven opdrijven" (DNB Jaarverslag 1981 p.26).

<sup>7</sup> Betekent dit dat Financiën hier wellicht anders over dacht?



Wanneer Duisenberg in 1982 een lezing houdt over de rente lijkt de band tussen gulden en D-mark definitief te zijn gevestigd: ... "er (mag) geen moment twijfel zijn aan de stabiliteit van de wisselkoers. Daarom is DNB ook gekant tegen pleidooien ... om afstand te nemen van andere valuta's in het EMS, met name van de Duitse mark. Juist bij een onbedreigd vertrouwen in de gulden resulteert een lagere rente alhier" (Kwartaalbericht 1982/3 p. ).

Onze conclusie is dat de overstap van effectieve wisselkoers naar vaste koppeling aan de Duitse mark, als nieuw richtsnoer, is gemaakt. Hoewel het precieze moment niet is aan te geven, heeft de her-oriëntatie van het wisselkoersbeleid na de herschikking van september 1979 plaatsgevonden. Ook een citaat bij Timmerman, oud-directeur van DNB, wijst hierop: ... "Het handhaven van de externe waarde van de gulden ... (werd) in het najaar van 1979 ... aangescherpt. In het EMS vond een herziening van de onderlinge pariteiten plaats waarbij Nederland een devaluatie van de gulden t.o.v. de Duitse mark kreeg opgedrongen. Ter voorkoming van een herhaling kwam het accent van het beleid nog meer (te liggen) op een sterke positie in het EMS" (Timmerman 1981 p.291).

Samenvattend bestaat de kern van de Nederlandse wisselkoerspolitiek sinds september 1979 uit:

1. de rentepolitiek richten op een positie van de gulden in de top van het EMS
2. vertrouwen handhaven in de middenkoers van de D-mark door tijdens herschikkingen met de mark mee te revalueren.

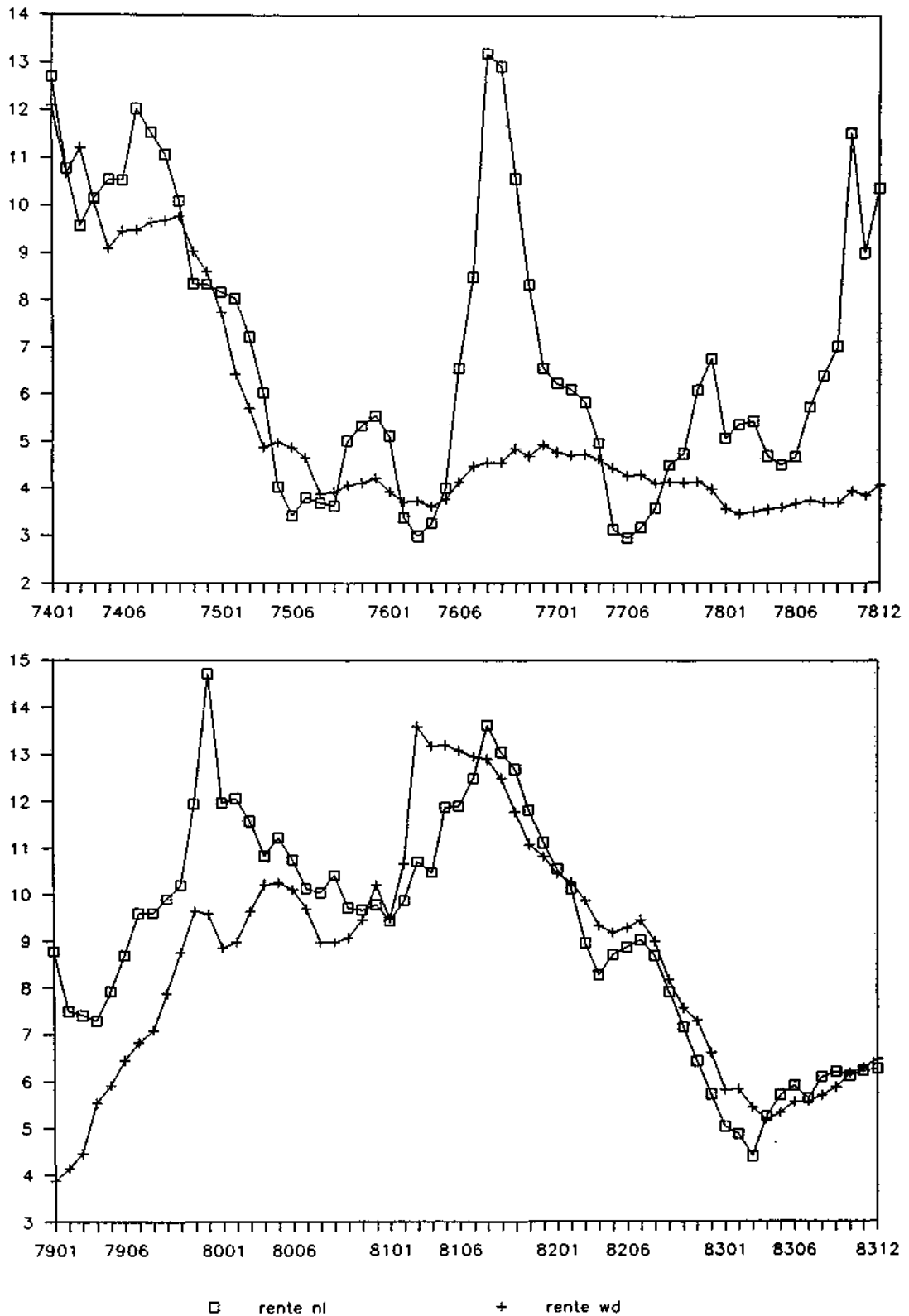
### 3. Onderzoek

In deze paragraaf zullen wij de credibility-hypothese trachten te toetsen. De hoofdvraag is of het in par. 2.2 geschatte Nederlandse wisselkoersbeleid na 1979 aan geloofwaardigheid heeft gewonnen. Omdat van een sterke EMS-positie en een strakke koppeling van de gulden aan de D-mark mag worden verwacht dat de premie voor het valuta-risico zal verminderen, zal zo'n beleid uitmonden in een lagere guldensrente. De hypothese komt er dus op neer dat door een geloofwaardig c.q. vertrouwenwekkend beleid te voeren, de Nederlandse rente op een verhoudingsgewijs lager niveau terecht komt.

Figuur 1 geeft het renteverloop weer in Nederland en West-Duitsland tijdens het slang-arrangement en het EMS.

Figuur 1

geldmarktrente nl, wd



Bron: De Nederlandsche Bank

Vrijwel de gehele slang-periode lag de Nederlandse geldmarktrente boven de Westduitse. In de eerste twee jaren van het EMS kwam hier geen verandering in. Sinds 1981 treedt echter een belangrijke verandering op. Met uitzondering van de tweede helft van dat jaar ligt de guldenrente nu juist bij voortduring onder de markentrente. Met opzet is deze analyse afgekapt vòòr de beruchte herschikking van maart 1983 - toen de gulden met 2% devalueerde tegenover de D-mark - omdat dit nu juist een doorbreking betekende van het gevoerde beleid.

De vraag is of de toegenomen geloofwaardigheid een additionele verklaring vormt voor het geschatte rentebelooft sinds het begin van de jaren tachtig. Via diverse methoden zullen wij trachten dit 'credibility-effect' proberen te schatten. De meest gebruikelijke methode is de "voorspelfout"-methode.

### 3.1 Voorspelfout-methode

Deze methode komt er op neer dat met een geschat model voorspellingen worden gedaan na afloop van de schattingsperiode. Deze voorspellingen op basis van de coëfficiënten van het oude regime zullen naar verwachting systematische voorspelfouten opleveren. Een geschatte herleide vormvergelijking voor bv. het belangrijkste wisselkoersinstrument, de geldmarktrente, tijdens de slangperiode zal de rente na september 1979 derhalve moeten overschatten (negatieve voorspelfouten).

Tabel 1 vergelijkt daarom de feitelijke korte rente met de voorspelde korte rente.

Tabel 1 Feitelijke en voorspelde korte rente

periode	feitelijke rente	vgl. 1.1	
		voorspelde rente	voorspel- fout
<b>binnen steekproef:</b>			
1974 jan- 1979 sep	7.10	7.07	0.03
<b>buiten steekproef:</b>			
1979 oct- 1983 feb	10.11	11.48	-1.37
1980	10.69	11.33	-0.64
1981	11.59	13.55	-1.96
1982	8.37	9.88	-1.51
laatste 12 mnd	7.48	9.07	-1.59
laatste 9 mnd	7.09	8.73	-1.64
laatste 6 mnd	6.20	7.89	-1.69

Daar wij in deze fase alleen benieuwd zijn naar voorspelfouten baseren we onze analyse op een reeds beproefde rentevergelijking. Onze verklarende variabelen komen daarom in grote trekken overeen met die uit de betreffende MORKMON-vergelijking (DNB Morkmon 1984). Evenwel schatten wij met maandscijfers.

$$RK^{NL} = 1.79 + 1.0 RK^{WD} - 20.10 LR_{-3} + 68.68 Dev_{-3} + 2.75 dumrk \quad (1.1)$$

(5.55)                      (-2.43)                      (4.25)                      (4.76)

$$\bar{R}^2 = 0.80 \quad SE = 0.99 \quad Q(14) = 5.05 \quad \hat{\rho} = 0.61$$

(5.94)

$RK^{NL}$  : driemaands interbancaire rente

$RK^{WD}$  : driemaands interbancaire rente

LR : geschaald saldo lopende rekening, d.w.z.  $(X-M)_{-1}/(X+M)$

Dev : relatieve afwijking fl/DM koers t.o.v. spilkoers,  
d.w.z. (koers D-mark-/spilkoers D-mark)/spilkoers D-mark

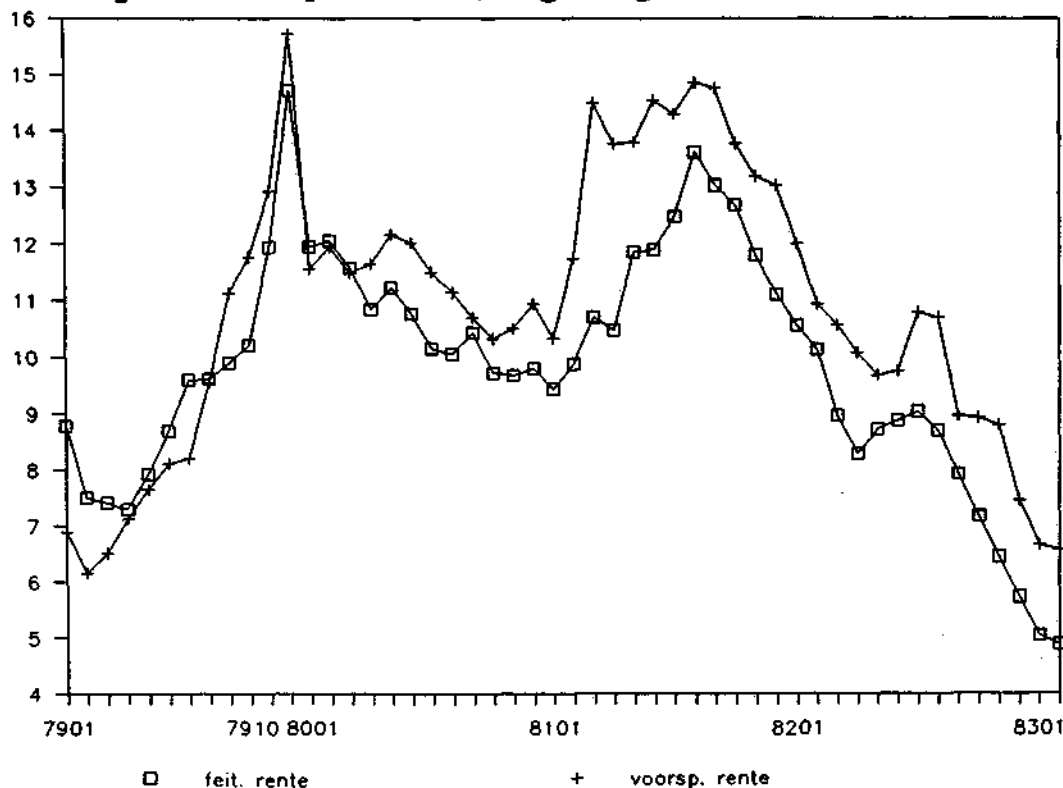
dumrk: dummy voor extreem hoge rentestanden bij speculatie tegen de gulden

schattingsperiode: 1974.01 - 1979.09 .

Vergelijking 1.1 levert inderdaad, vooral vanaf 1981, de verwachte overschattingen op. In tabel 1 vertaalt zich dit in de verwachte negatieve voorspelfouten. De coëfficiënt van de Duitse rente is op de waarde een gesteld op theoretische gronden (in de schattingsuitkomsten werd een iets lagere waarde gevonden, die niet significant van een afweek).

Interessant is te constateren dat de voorspelfouten pas na 1980 groter dan een standaardfout worden. Vooral tegen het einde van de voorspelperiode nemen de overschattingen toe. Dit kan betekenen dat het credibility-effect zich eerst moet ontwikkelen, zowel qua tijdsduur als qua omvang. Dit laatste is overigens in overeenstemming met de theorie (Fellner 1979) en met empirische resultaten (Christensen 1989). Ook uit figuur 2 blijkt dit.

Figuur 2 Feitelijke en voorspelde rente volgens vgl. 1.1



Bij 95% betrouwbaarheid valt de feitelijke korte rente nog binnen het voorspellingsinterval hoewel deze dicht tegen de ondergrens ligt. Dit betekent dat de bovenstaande aanwijzingen dat de overschattingen van de korte rentevoeten sinds 1981/82 samenhangen met een geloofwaardig wisselkoersbeleid een voorlopig karakter dragen. Voorspelfouten kunnen bovendien bijna overal op duiden, zodat aanvullende aanwijzingen noodzakelijk zijn.

### 3.2 Dummy variabele-methode

Deze methode bestaat uit het toevoegen van een dummy variabele voor de periode waarin een credibility-effect wordt verwacht (zie ook Cagan & Fellner 1983). De traditionele verklarende variabelen zullen in onze gedachtengang de korte rente overschatten zodat een dummy variabele - met een negatief teken - het feitelijke renteverloop beter traceert.

Herschating van vgl. (1.1), maar nu voor de uitgebreide periode 1974.01 - 1983.02, levert het volgende resultaat op.

$$\begin{aligned}
 RK^{NL} = & 1.57 + 1.0 RK^{WD} - 15.81 LR_{-3} + 66.84 Dev_{-3} + \\
 & (6.16) \qquad \qquad \qquad (-2.81) \qquad \qquad (5.17) \\
 & + 2.58 dumrk - 1.31 dumcred \qquad \qquad \qquad (1.2) \\
 & (6.14) \qquad \qquad (-2.82)
 \end{aligned}$$

$$\bar{R}^2 = 0.82 \quad SE = 0.87 \quad Q(22) = 11.78 \quad \hat{\rho} = 0.62 \\
 \qquad \qquad \qquad \qquad \qquad \qquad \qquad \qquad \qquad \qquad (7.87)$$

dumcred = 1 vanaf 1981.01

dumcred = 0 elders

schattingsperiode: 1974.01 - 1983.02 .

De dummyvariabele "cred" voldoet aan de verwachtingen: het teken is negatief en de coëfficiënt is significant. De traditionele verklarende variabelen schieten derhalve te kort om het verloop van de Nederlandse korte rente vanaf 1981 te verklaren. Vervolgens hebben we de variabele dumcred op verschillende tijdstippen laten starten. Aldus kan enige indicatie worden verkregen omtrent de vertraging van het reputatie-effect (zie tabel 2).

Tabel 2 Diverse startperiodes voor dumcred

	coëfficiënt	t-waarde
1979.10	-1.24	(-2.84)
1980.07	-1.31	(-2.89)
1981.01	-1.31	(-2.82)
1982.01	-0.66	(-0.95)

De bijbehorende geschatte vergelijkingen weken voor het overige weinig van elkaar af.

Gelet op de niet-significante credibility-dummy vanaf 1982.01, concluderen we dat het reputatie-effect zich vòòr 1982 manifesteerde. Op grond van deze dummy-methode kan overigens niet verworpen worden dat het beleid mogelijk al direct (nl. vanaf 1979.10) effect sorteerde.

Met tabel 2 is ook enige indicatie verkregen van de omvang van het rente-effect als gevolg van het verscherpte wisselkoersbeleid. Per saldo is de "beloning" voor dit beleid een korte rente die circa 1½% lager ligt dan zonder zo'n beleid was mogelijk geweest. Dit effect wijkt niet veel af van de gemiddelde voorspelfout uit tabel 1.

Door een consequent volgehouden politiek gingen de financiële markten derhalve geloof hechten aan de voornemens van de Nederlandse monetaire autoriteiten. Immers, sinds september 1979 was de gulden tijdens vaak hectische valutamarktomstandigheden voortdurend met de Duitse mark meegerevalueerd in elk realignment. Bovendien was de positie in het EMS aanhoudend sterk. Bij gevolg kon in de ogen van de financiële marktparticipanten de risico-opslag op de guldensrente omlaag. De aantrekkelijkheid van guldensbeleggingen ten opzichte van markenbeleggingen nam zodoende toe. De resulterende opwaartse druk onder de gulden bracht DNB er toe haar tarieven, en daarmee de geldmarktrente, te verlagen.

Ondanks deze bemoedigende resultaten, kan een dummy op meer invloeden wijzen. Voor meer definitieve uitspraken, zullen we daarom het credibility-effect op directe wijze moeten benaderen.

### 3.3 Directe schatting credibility-variabele

De tot nu toe behandelde methoden schatten een credibility-effect op indirecte wijze. In de empirische literatuur is nog maar weinig gebruik gemaakt van de directe schattingsmethode (uitzonderingen zijn Baxter 1985 en Christensen 1989). De directe test komt er op neer een geloofwaardigheidsvariabele te construeren die het ter zake voorgenomen beleid weerspiegelt en die expliciet aan het model wordt toegevoegd. Bij het zoeken naar een dergelijke variabele treden tenminste drie problemen op (Blackburn & Christensen 1989 p. 36).

Ten eerste rijzen gebruikelijke problemen door het gebruik van variabelen die verwachtingen moeten weerspiegelen. Immers, als het gevoerde beleid geloofwaardig is geweest, zijn de verwachtingen van de marktpartijen herzien. Dit vertaalt zich in een gewijzigd economisch gedrag. Ten tweede krijgen we nu te maken met niet-tastbare begrippen. 'Vertrouwen' is immers moeilijk te meten. Omdat we een proxy moeten vinden voor de reputatie-variabele zijn de verkregen resultaten afhankelijk van de geschiktheid van deze proxy. De speltheoretische literatuur heeft ten derde laten zien dat geloofwaardigheid tijdsafhankelijk is. Zo maken Buitter en Miller (1983) onderscheid tussen 'announcement effects'- de onmiddellijke effecten van een aangekondigde beleidswijziging - en 'result effects'- de gevolgen als de plannen eenmaal zijn gerealiseerd. Reputatiefactoren zullen zich daarom wellicht vertalen in met de tijd variërende coëfficiënten.

Voor het Nederlandse wisselkoersbeleid houdt een en ander in dat een variabele dient worden geconstrueerd die het sinds eind 1979 gewijzigde beleid in zich bergt. Daarbij richten we ons om twee redenen opnieuw op de bepaling van de geldmarktrente. Ten eerste grijpt het kleine monetaire beleid van DNB aan bij de korte rente. Ten tweede zijn rentevoeten zeer gevoelig voor veranderingen in (valutakoers)verwachtingen. Deze verwachtingen bepalen op hun beurt weer eventuele effecten van een geloofwaardig beleid.

Omdat we juist in de periode tussen eind 1979 en begin 1983 verwachten een reputatiewinst te ontdekken, is uit oogpunt van steekproefgrootte wederom voor maandcijfers gekozen. Bovendien worden financiële marktverwachtingen snel in de prijzen tot uitdrukking gebracht.

Als credibility-variabele is de relatieve duur van de positie van de gulden in het bovenste deel van het EMS gekozen. Een belangrijk oogmerk van het nieuwe beleid vormde namelijk een aanhoudend sterke positie in dit stelsel (zie par. 2.2). Door met behulp van de korte rente-politiek de gulden voortdurend in de bovenste regionen van het EMS te houden, wilde DNB voorkomen dat op enig moment twijfel zou ontstaan aan de classificatie van de gulden als één der sterkste munten in Europa. Bovendien versterkte een topositie van de gulden de Nederlandse onderhandelingskracht tijdens realignments; mee-revalueren met de D-mark werd zo vergemakkelijkt. Hoe langer de gulden zich dus bovenin bevond (ter behoud waarvan niet werd geschroomd de rente soms fors te verhogen), hoe meer de partijen op de valutamarkt de nationale munt ook als sterk zouden gaan beschouwen. Hoe geloofwaardiger derhalve het gevoerde valutabeleid, des te lager de risico-premie t.o.v. de Duitse mark behoefde te zijn.

Onze beleidsvariabele geeft in beginsel voor een willekeurige maand aan de verhouding tussen het aantal sinds september 1979 verstreken (delen van) maanden dat de gulden een topositie innam, en het totale, sindsdien verstreken, aantal maanden. Hoe langer de gulden derhalve 'bovenin zweeft', des te lager de rente. In het empirisch onderzoek verwachten we daarom een negatief verband tussen deze credibility-variabele en de geldmarktrente.

Eerst werd de hypothese getoetst dat het verscherpte wisselkoersbeleid al direct, vanaf eind 1979, resultaat oplevert. De coëfficiënt van de credibility-variabele droeg wel het verwachte negatieve teken, maar bleek bij 95% niet significant. Andere specificaties brachten hier geen verandering in. We namen daarom aan dat het nieuwe beleid niet al onmiddellijk tot gewijzigde marktverwachtingen aanleiding gaf. We vonden dus geen steun voor de zgn. 'announcements effects'. Dit is niet verwonderlijk daar uit par. 2 blijkt dat er in Nederland geen sprake was van een 'policy shock' (zoals de verkrapping van het Amerikaanse monetaire beleid eind 1979), maar van een geleidelijke verschuiving. Waarschijnlijker is dat een nieuw beleid eerst enige tijd moet worden volgehouden eer het aan geloofwaardigheid kan winnen. Pas daarna kan een variabele die het vertrouwen weerspiegelt significant blijken. Dezelfde Top-reeks zal worden gebruikt, met dien verstande dat pas vanaf 1981.01 deze precies overeenkomt met de oude reeks; van 1979.10 tot 1981.01 geldt de waarde nul. Vgl. (1.3) geeft het resultaat weer.

$$\begin{aligned}
 RK^{MI} = & 1.13 + 1.0 RK^{WD} - 13.17 LR_{-3} + 73.12 Dev_{-3} + \\
 & (4.06) \qquad \qquad \qquad (-2.05) \qquad \qquad \qquad (4.43) \\
 & + 2.29 dumrk - 1.27 Top_{8101} \qquad \qquad \qquad (1.3) \\
 & (3.80) \qquad \qquad \qquad (-2.98)
 \end{aligned}$$

$$\bar{R}^2 = 0.83 \qquad SE = 0.62 \qquad Q(8) = 9.96 \qquad \hat{\rho} = 0.39 \\
 \qquad \qquad \qquad \qquad \qquad \qquad \qquad \qquad \qquad \qquad \qquad (2.47)$$

schattingsperiode: 1979.10 - 1983.02 .

De credibility-term in vgl. 1.3 heeft het goede teken en is significant. Ook de overige t-waarden en toetsgrootheden zijn bevredigend.

Vervolgens hebben we geprobeerd de credibility-variabele vanaf diverse maanden te laten aanvangen, om zo een indruk te krijgen omtrent de time-lag tussen het nieuwe beleid en de respons van de financiële markten. Uit tabel 3 blijkt dat vanaf 1980.10 de bedoelde variabele een significante bijdrage gaat leveren aan de rentevorming. Tevens blijkt dat de reputatie zich al vòòr 1982.01 heeft gevestigd.

Tabel 3 Diverse startperiodes voor Top

	coëfficiënt	t-waarde	gem. reputatie- effect rente
1979.10	-3.16	(-1.55)	
1980.10	-1.42	(-2.47)	1.20%
1980.11	-1.35	(-2.64)	1.14%
1980.12	-1.45	(-3.04)	1.23%
1981.01	-1.27	(-2.98)	1.08%
1982.01	-0.08	(-0.11)	

Vòòr 1980.10 zijn alle onderzochte startperiodes niet-significant. De statistische eigenschappen van de vergelijkingen met de Top-variabele 1980.10, 1980.11 en 1980.12 zijn ongeveer dezelfde als in vgl. 1.3.

Tabel 4 vat de gevonden resultaten uit dit onderzoek nog eens samen.

Tabel 4 Samenvatting onderzoeksresultaten

	gem. reputatie- effect 1981 - begin 1983
voorspelfout- methode	1.7%
dummy- methode	1.3%
directe schatting	1.2%



#### 4 Conclusies

Er zijn sterke aanwijzingen dat het verscherpte wisselkoersbeleid van de Nederlandsche Bank sinds het einde van 1979 aan geloofwaardigheid heeft gewonnen. De credibility-hypothese voor het Nederlandse wisselkoersbeleid tussen 1979 en 1983 wordt door onze onderzoeksresultaten daarom gesteund. Grosso modo blijkt dit beleid na circa één jaar door de financiële markten als geloofwaardig te worden beschouwd. Het reputatie- of 'result'-effect op de geldmarktrente kan worden berekend op zo'n 1½% .

## Aangehaalde literatuur

- Backus, D. & J. Driffill (1985) "Inflation and reputation", AER, 75(3)
- Barro, R.J. & D.B. Gordon (1983a) "A positive theory of monetary policy in a natural rate model", JPE, 91(4)
- . "Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy", JME, 12(1)
- Barro, R.J. (1986) "Reputation in a model of monetary policy with incomplete information", JME, 17(1)
- Baxter, M. (1985) "The role of expectations in stabilization policy", JME, 15(3)
- Blackburn, K. & M. Christensen (1989) "Monetary policy and policy credibility: theories and evidence", JEL, 27(1)
- Buiter, W. & M. Miller (1983) "Changing the rules: economic consequences of the Thatcher regime", BPEA, vol. 2
- Cagan, P. & W. Fellner (1983) "Tentative lessons from the recent disinflationary effort", BPEA, vol. 2
- Christensen, M. (1989) "Policy credibility and the Lucas critique - some new tests" in Monetary and financial models. Eds. P. Artus e.a., Londen
- De Nederlandsche Bank, diverse kwartaalberichten
- De Nederlandsche Bank, diverse jaarverslagen
- De Nederlandsche Bank, (1984) "Morkmon, een kwartaalmodel voor macro-economische beleidsanalyse", Monetaire monografiën no. 2, Deventer
- Fase, M.M.G. & F.A.G. den Butter (1977) "The endogeneity of monetary policy in the Netherlands", Cahiers économiques et monétaires, no. 6, Banque de France, Paris.
- Fellner, W. (1976) "Towards a reconstruction of macroeconomics - problems of theory and policy", American Enterprise Institute
- Fellner, W. (1979) "The credibility effect and rational expectations: implications of the Gramlich study", BPEA, vol. 1
- Kessler, G.A. (1981) "De invloed van het monetaire beleid en het wisselkoersbeleid op de ontwikkeling van de werkgelegenheid", M.E. no. 2
- Kydland, F. & E.C. Prescott (1977) "Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans, JPE, 85(3)
- Szasz, A. (1981) "Het wisselkoersdebat" in Zoeklicht op beleid. Eds. E. den Dunnen e.a., Leiden
- Timmerman, P.C. (1981) "Het kleine monetaire beleid" in Zoeklicht op beleid. Eds. E. den Dunnen e.a., Leiden

P 59284-G