

Tilburg University

## Conjunctuur-structuur en de valutacrisis

Meulendijks, P.J.F.G.

*Published in:*  
Maandschrift Economie

*Publication date:*  
1993

[Link to publication in Tilburg University Research Portal](#)

*Citation for published version (APA):*  
Meulendijks, P. J. F. G. (1993). Conjunctuur-structuur en de valutacrisis. *Maandschrift Economie*, 57(1), 1-3.

### 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.

## Conjunctuur-structuur en de valutacrisis

DR. PIETER J.F.G. MEULENDIJKS

Het in dit nummer opgenomen 'Kengetallen'-artikel van ondergetekende getiteld de 'Internationale conjunctuur met aarzelende groei-tendenties in het OESO-gebied' kan als een appendix worden beschouwd van het traditionele en jaarlijks terugkerende thema-katern Conjunctuur/Structuur.

Overlappingsen in de diverse referaten zijn zoveel als het mogelijk was voorkomen, maar uiteraard nooit helemaal te vermijden.

Van één mogelijke overlapping is in ieder geval geen sprake en dat zal menig lezer dan ook direct opvallen. Afgezien van enkele summiere opmerkingen hierover, heeft de verleden jaar plaatsgevonden valutacrisis in het nog bestaande EMS nauwelijks aandacht gekregen. Hoewel dit is te begrijpen vanwege de toch al grote complexiteit van de onderwerpen die in het onderhavige 'conjunctuur-structuur'-nummer worden aangesneden, lijkt het interessant om aan deze problematiek alsnog enige aandacht te besteden.

Ook de opstellers van de OECD-ECONOMIC-OUTLOOK van december 1992 denken er zo over, maar wijden er vervolgens slechts één gerichte pagina aan door te zeggen dat: 'De recente valutamarkt-perikelen hun oorzaak vinden in het feit dat de hier operende marktpartijen zich realiseerden dat de desbetreffende Europese landen het nalieten om tot een fundamentele ommezwaai in hun monetaire en budgettaire politiek te besluiten, overeenkomstig de eisen die gesteld dienen te worden aan het handhaven van de afgesproken (in principe aanpasbare) spilkoersen binnen het huidige EMS'. Vervolgens sommen zij de traditioneel-theoretische verklaringen voor deze gang van zaken nog eens op. Wat echter ontbreekt is bijvoorbeeld zich af te vragen of een valutacrisis zoals die zich vorig jaar binnen het EMS heeft gemanifesteerd in principe niet voorkomen had kunnen worden en zo ja, of er geen argumenten zijn aan te dragen om een dergelijke geslaagde valuta-speculatie incidenteel juist toe te staan!

Rolf Schöndorf waagt zich in het NRC-13-1-1993 aan het eerste gedeelte van bovenstaande vraag. Met 'Bundesbank bijt in eigen staart' geeft hij een korte, doch originele uiteenzetting over de in het vorige jaar plaatsgehad hebbende en nog steeds latent aanwezige valuta-crisis in Europa. 'De Bundesbank draagt zelf - door halstarrig de rente hoog te houden - bij aan de inflatoire druk die ze juist wil bestrijden door de rente hoog te houden', zo stelt hij. Dan volgt een duidelijk college over hoe de geslaagde speculatieve aanvallen op het Britse pond, de Italiaanse lire en de Spaanse peseta in het vorige jaar konden plaatsvinden, maar ook hoe de huidige speculatieve aanvallen op de Franse franc zouden kunnen worden geparreerd. In principe kunnen de Centrale Banken binnen het EMS zo'n aanval afslaan, ofwel door de rente-tarieven te gebruiken of door de met een neerwaartse

speculatie bedreigde valuta op te kopen. 'Maar toch zijn hun mogelijkheden op dit gebied niet onbegrensd.' Zo kan de Bundesbank bijvoorbeeld, afgezien van een initiatief tot renteverlaging, de Franse franc blijven steunen door een onbeperkte kredietverlening aan de Franse Centrale Bank. Niettemin meent Schöndorf: 'ook daar ligt inflatie op de loer als de Bank er niet of onvoldoende in slaagt de liquiditeitsverruiming te binden. Zo bekeken kan het dus echt niet lang meer duren voordat de Bundesbank de voor Frankrijk, Europa en de wereld zo broodnodige renteverlaging doorvoert'. Hij kiest dus voor het rente-instrument en niet voor het valutaïnterventie-mechanisme, maar de: 'Buba (= Bundesbank) houdt ondanks vurige pleidooien uit binnen- en buitenland de boot af. Ook hier lijkt zij in een cirkel te zijn gevangen: hoe krachtiger politici, commentatoren en dergelijke pleiten voor een renteverlaging, hoe koppiger zij haar onafhankelijke positie lijkt te willen bevestigen door het niet te doen'.

Er zijn evenwel ook andere geluiden te horen die niet alleen ingaan op het eerste gedeelte van de hierboven gestelde vraag met betrekking tot de vermijdbaarheid van een valutacrisis, maar daarentegen zelfs de incidentele toelaatbaarheid van geslaagde speculatieve aanvallen verdedigen. Zo ook de geluiden welke door D. B. J. Schouten werden geventileerd in de vorm van 'twaalf stellingen naar aanleiding van de geslaagde valutaspeculatie tegen het Engelse pond', geponeerd tijdens een afsluitend doktoraalseminar 'algemene leer en geschiedenis van de economie' op 16 december, 1992, aan de FEW-KUB-Tilburg. Samenvattend constateert Schouten dat de uitspraak zoals bijvoorbeeld de topbankier Wijffels doet in het NRC- 31-10-1992 door te zeggen dat: 'Speculatie moet aan banden worden gelegd. De politiek heeft er nu geen greep op' op zijn minst als een ongenueanceerde uitspraak moet worden gezien. Onder omstandigheden is een nominale wisselkoersmutatie, afdgedwongen door speculatie juist. Bepaald fout is de mening dat de monetaire autoriteiten de speculanten niet zouden kunnen afstraffen op een zodanige manier dat de nominale wisselkoersmutatie niet tot stand komt. Of een dergelijke afstraffing juist is hangt echter van de omstandigheden af.

Schoutens definitie van speculeren is het kopen van een vreemde valuta als deze goedkoop is, bijvoorbeeld Duitse marken door Engelse valutahandelaren en het weer verkopen van deze valuta, nadat zij - in ponden uitgedrukt - duur geworden is en daarmee het pond ten opzichte van de mark is gedevalueerd. Let wel: speculatie op de termijnmarkt met ongedekte aan- en verkopen van valuta is dus hier niet aan de orde. Speculeren in de hierboven eerstbedoelde zin kan verschillende modaliteiten aannemen. Het kan met het eigen pondenbezit zonder krediet of het kan via een bankkrediet in ponden. Dit laatste spreekt de koopman het meeste aan: kopen op krediet als de zaken goedkoop zijn en verkopen als de zaken duurder geworden zijn en vervolgens het krediet weer aflossen. Het resultaat is speculatiewinst! In het hier gegeven voorbeeld leidt de kapitaalvlucht van Engelse valutahandelaren uit het pond naar de mark slechts tot een devaluatie van het pond indien de marken-reserves van de Engelse Centrale Bank bij haar interventies uitgeput raken door de omvang van deze vlucht. Bij een onbeperkte kredietverlening aan de Bank of England door de Duitse Centrale Bank - die technisch altijd mogelijk is - kan een devaluatie van het pond voorkomen worden. Weliswaar leidt de kapitaalvlucht uit het pond tot een tijdelijke uitbreiding van de markencirculatie, maar dit heeft niets te maken met een dreigende

inflatoire ontwikkeling in Duitsland. Het vluchtkapitaal keert immers te zijner tijd weer terug naar Engeland als de kredieten moeten worden afgelost of anderszins wanneer het zinloos vluchten wordt afgestraft bij gebrek aan een devaluatie van het pond.

Een dergelijke afstraffing kan juist maar ook niet juist zijn:

Stel, aldus nog steeds Schouten, dat Duitsland de klassieke uitgangspositie van het zogenoemde 'aanbodregime' kent waarbij de Duitse rendabele produktiecapaciteit volledig is bezet. Dan zijn er in principe drie uitgangsposities voor Engeland denkbaar op basis waarvan een speculatie tegen het pond al of niet moet worden voorkomen:

- 1 Als in Engeland eveneens het klassieke aanbodregime geldt zonder overwaardering van het Engelse pond, een situatie waarin de concurrentiepositie zodanig is dat er geen klassieke werkloosheid heerst, dan dient een valutacrisis in de hierbedoelde zin te worden voorkomen. Een succesvolle speculatie tegen het pond zou namelijk alleen maar tot inflatie in Engeland leiden.
- 2 Als opnieuw in dit land het aanbodregime geldt maar nu wél met een overwaardering van het Engelse pond, dat wil zeggen met te hoge **nominale** loonkosten waardoor er werkloosheid heerst, dient wederom een speculatie tegen het pond te worden afgestraft. De koninklijke oplossing voor Engeland hier is die van de nominale loonaanpassing.
- 3 Määr, als in Engeland het zogenoemde keynesiaanse vraagregime geldt waarbij de Engelse rendabele produktiecapaciteit is onderbezet, er bovendien geen sprake is van een overwaardering van het Engelse pond in de klassieke zin van te hoge loonkosten maar wél van een overwaardering in de keynesiaanse zin van te weinig exportvraag, dan moet een devaluatie van het pond worden bevorderd. In het laatste geval, eventueel via een geslaagde speculatieve aanval tegen het pond, verkrijgt men een zodanige produktiewinst in Engeland dat niet alleen dit land maar ook Duitsland er reële voordelen aan overhoudt zonder dat de produktieprijzen veranderen. Het ruilvoetverlies van Engeland vanwege de devaluatie van het pond leidt daar tot enige afzetprijsstijging. De ruilvoetwinst van Duitsland uit hoofde van de revaluatie van de mark leidt daar tot enige afzetprijzdaling; maar van echte inflatie respectievelijk deflatie kan daarbij niet gesproken worden gezien de stabiliteit van de produktieprijzen. Als een geslaagde speculatie tegen het pond een zodanige concurrentie-verbetering voor Engeland teweeg brengt dat alle landen er voordeel van hebben mag zij niet afgestraft worden. Engeland gaat er, in dit voorbeeld, op vooruit via zijn hogere exporten en zijn geïnduceerde binnenlandse afzet van 'home-produced'-goederen. Ook Duitsland gaat er vooruit omdat zijn exporten naar Engeland – vanwege de 'opswing' daar – niet verminderen ondanks de verslechtering van zijn concurrentiepositie, terwijl zijn importen toenemen omdat deze goedkoper worden.