



Een gulden geschiedenis

Auteur(s):

van Harten, M.C.,
Korthals Altes, W.L.,
de Vries, C.G.

De eerste auteur is werkzaam bij Ernst & Young. De tweede auteur is zelfstandig onderzoeker. De derde auteur is verbonden aan de Erasmus Universiteit Rotterdam en het Tinbergen Instituut. De auteurs bedanken Nora Plaisier, Olaf van Veen en Remco Zwinkels voor hulp bij het vergaren van de data.

Verschenen in:

ESB, 86e jaargang, nr. 4340, pagina 997, 21 december 2001

Rubriek:

Monitor

Trefwoord(en):

wisselkoers

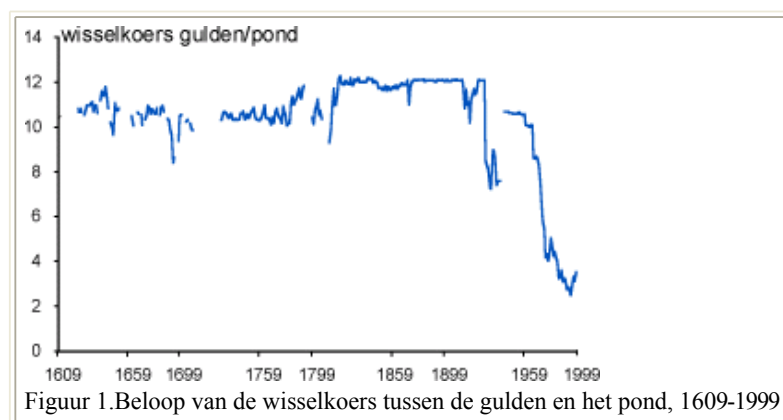
Wisselkoersdata over vierhonderd jaar laten zien dat de waarde van een valuta wordt bepaald door de intrinsieke waarde en door het vertrouwen van het publiek in het toekomstige monetaire beleid.

Bij het afscheid van de gulden past een moment van terugblikken en evaluatie. Klopt het beeld van de gouwe ouwe gulden? Was de munt zo sterk als wij graag geloven? Ter ere van het verscheiden van de gulden per begin 2002 geven we een visuele impressie van de geschiedenis van het wisselcontract met het Britse pond. De wisselkoersdata die wij gebruiken zijn uniek. Waarschijnlijk is er geen ander financieel contract waarvan de data vier eeuwen beslaan. We bespreken het historisch koersverloop, de relatie met fundamentele waarden en de rol van koersverwachtingen.

Historisch koersverloop

In de eerste figuur is het koersverloop van het gulden-pondcontract weergegeven zoals dat op de Amsterdamse beurs werd verhandeld. Dankzij de edities van de Amsterdamsche beurscourant beschikken we over een serie gegevens vanaf 1609 die nagenoeg compleet is. Gaten in de data zijn veroorzaakt door incompleet bronnenmateriaal of onderbrekingen van de wisselhandel gedurende oorlogen. De data zijn deels ontleend aan Posthumus' prijsgeschiedenis van Nederland en zijn deels met de hand verzameld en aangevuld met modern elektronisch materiaal ¹.

De verhouding tussen de gulden en het pond was tot het uitbreken van de Eerste Wereldoorlog zeer stabiel dankzij de vrijwel onveranderde metallieke basis van de geldstelsels in beide landen. Een aantal historische gebeurtenissen leidde tot tijdelijke verstoringen. Een voorbeeld is de Negenjarige Oorlog (1688-1697), die gepaard ging met flinke buitenlandse betalingen door Engeland ten behoeve van huurlegers. [figuur 1](#).



Gouden standaard

Onder druk van het publiek, dat nogal wat gouden munten bezat, fixeerde het Britse Lagerhuis in 1717 de koers van de (gouden) guinea op 21 shilling. Aangezien deze koers boven de marktwaarde in zilver lag, aanvaardde het land hierdoor in feite een gouden standaard. Conform de wet van Gresham dreef het 'slechte' gouden geld het 'goede' zilveren geld uit.

De waarde van de gulden was in beginsel op die van het zilver gebaseerd. Door de uitputting van de goudvoorraden in Brazilië steeg vanaf 1782 de goudprijs in Amsterdam en hiermee de koers van het pond. In 1798 schortte Engeland in verband met de Napoleontische

oorlogen de goudconvertibiliteit op en daalde de koers van het pond. Rond 1820 werd de gouden standaard hersteld. De Nederlandse gulden bleef in de negentiende eeuw tot 1873 een zilveraluta.

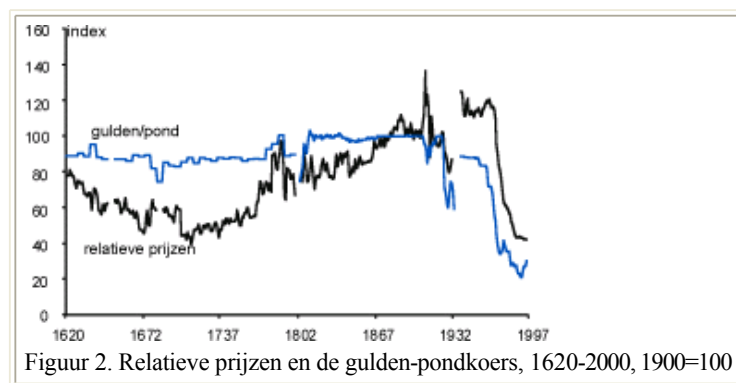
Na 1875 nam de stabiliteit van de wisselkoers door de invoering van de gouden standaard in Nederland verder toe. Tijdens de Eerste Wereldoorlog deprecieerde het pond ruim vijftien procent. Halverwege de jaren twintig werd de stabiliteit van de wisselkoers voor een aantal jaren op het oude niveau hersteld door de herinvoering van de gouden standaard. Het verlaten van de gouden standaard door Engeland in 1931 en door Nederland in 1936 zorgde voor hevige fluctuaties in de gulden-pondkoers.

Twintigste eeuw

Na de Tweede Wereldoorlog trad het BrettonWoods-systeem van vaste, maar aanpasbare, wisselkoersen in werking. Onder dit regime is de Nederlandse gulden in 1961 gerevalueerd, terwijl het pond in 1967 scherp devalueerde. Na de val van het BrettonWoodsstelsel voerde Engeland een accommoderend monetair beleid, waardoor het pond steeds verder weg zakte. Terwijl De Nederlandsche Bank op gepaste afstand van de regering en haar fiscale perikelen stond, werd het monetair beleid in Engeland direct door de regering bepaald. Hierdoor was het Engelse monetaire beleid veelal ondergeschikt aan andere doeleinden van het regeringsbeleid. Pas nadat op aandringen van de Nederlandse econoom Willem Buiters de Britse centrale bank in 1998 ontkoppeld werd van de directe invloed van het ministerie van Financiën, stabiliseerde de koers.

Fundamentele waarden

In hoeverre reflecteert het koersverloop van het wisselcontract de relatieve koopkracht van de twee valuta? Om dit na te gaan bekijken we eerst de verhouding van de prijsindex van Nederland ten opzichte van die van Engeland. [figuur 2](#) geeft de prijsindexverhouding over de periode 1620-2000 met het jaar 1900 als basisjaar. In het oog springen de sterke relatieve prijsdaling in Nederland op het einde van de gouden eeuw en de relatief hoge Britse inflatie gedurende de laatste vijftig jaren.



Ter vergelijking met de relatieve prijsindex is in de figuur ook de wisselkoers weergegeven. In het geval van koopkrachtpariteit zijn de buitenlandse prijzen, wanneer zij worden omgerekend naar guldens, even hoog als die in Nederland. De inflatie, gecorrigeerd voor depreciatie, moet dan ook in beide landen gelijk zijn. De prijsverschillen worden door internationale handel en migratie weggegarbitreerd. Anders geformuleerd: bij koopkrachtpariteit moeten de relatieve prijzen gelijk zijn aan de wisselkoers. We zien echter dat de gulden in de achttiende eeuw sterk was ondergewaardeerd, terwijl het omgekeerde het geval was tijdens de laatste vijftig jaren.

Prijzontwikkelingen Republiek

Tot circa 1750 daalden de prijzen in Nederland ten opzichte van die in Engeland sterk, terwijl de wisselkoers stabiel was door de constante metalen inhoud van de munten. De prijsontwikkeling is te verklaren uit het absolute en relatieve verlies aan economische kracht van de Republiek tijdens het eind van de zeventiende eeuw en in de achttiende eeuw. De Engelse handel en economie bloeiden in deze periode juist op, mede door het op gang komen van de industriële revolutie. Een andere verklaring is te vinden in de handelstarieven die Engeland en Frankrijk voor importen uit Nederland instelden. Deze exorbitante tarieven dreven vanaf het einde van de zeventiende eeuw de relatieve prijsniveaus uit elkaar [2](#).

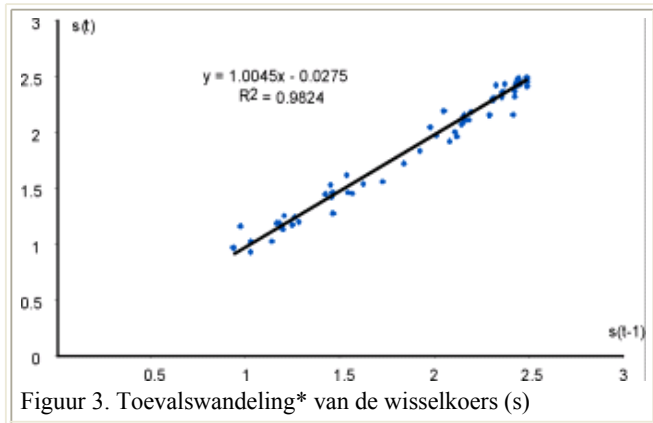
Verwachtingen

De gedurige onderwaardering van het pond in de naoorlogse periode kan worden verklaard uit het wantrouwen jegens het Britse monetaire beleid. De spotkoers van fiduciair geld wordt bepaald als een gewogen gemiddelde van enerzijds de invloed van macro-economische variabelen zoals de geldhoeveelheid en de productie en anderzijds de verwachte toekomstige waarde van de koers. Dit impliceert dat bij gelijksoortig macro-economisch beleid eventuele afwijkingen louter ruis zijn. Hierdoor volgen de relatieve macro-economische variabelen, dat wil zeggen de binnenlandse ten opzichte van de buitenlandse grootheden, een toevalswandeling, zodat hun huidige niveau de beste voorspeller van hun toekomstig niveau is. In dat geval zal de spotkoers precies gelijk zijn aan het huidige relatieve niveau van de drijvende macro-economische krachten. De relatieve macro-economische krachten geven geen aanleiding om een appreciatie dan wel depreciatie te verwachten.

Stel nu dat, vanwege het door de Engelse centrale bank getolereerde inflatoire begrotingsbeleid, verwacht wordt dat het pond zal depreciëren. Dan volgt uit de fundamentele vergelijking van de wisselkoers dat de spotkoers noodzakelijkerwijs onder het huidige niveau van de drijvende economische krachten ligt, om zo te compenseren voor de verwachte appreciatie van de gulden.

Empirie

In [figuur 3](#) is voor de periode vanaf 1900 de wisselkoers in logaritmen afgezet tegen die in het voorafgaande jaar. Als de koers een toevalswandeling volgt, liggen de data op een diagonaal door de oorsprong, want dan zijn de koersen gemiddeld genomen gelijk aan die van vorig jaar. Dit blijkt overduidelijk het geval te zijn: een regressie geeft een hellingshoek van 1,004. De constante is echter licht negatief met een waarde van minus 0,027 vanwege de gedurige val van het pond.



Dit is precies wat de efficiënte markttheorie voorspelt: alle koersinformatie zit in de huidige koers verwerkt, zodat het verschil tussen de koers van vandaag en die van gisteren alleen maar nieuws bevat. Toch hebben veel economen getracht om met behulp van andere variabelen, zoals de geldhoeveelheid en de productie, de toekomstige koers te voorspellen. Maar de toevalswandeling van de wisselkoers impliceert dat de drijvende economische krachten ook een toevalswandeling volgen, zodat men er voor het voorspellen niks mee opschiet om zich te verlaten op de relatieve macro-economische variabelen. Die zijn bij gelijk beleid even moeilijk te voorspellen als de wisselkoers. Bekijken we de navolgende toevalswandeling in de figuren 4 en 5 van de relatieve geldhoeveelheid en productie, dan vinden we wederom dat de data op een 45-gradenlijn liggen die nagenoeg door de oorsprong loopt: de constante bedraagt -0,018 voor de geldhoeveelheid, met een hellingscoëfficiënt van 1,013. De toevalswandeling impliceert niet dat de overheid maar kan doen en laten wat zij wil. Wel blijkt eruit dat het publiek goed op de hoogte is van wat er te verwachten valt met betrekking tot de toekomstige macro-economische variabelen.

Verband

Ondanks de toevalswandelingen is er wel een verband tussen de wisselkoers en de relatieve macro-economische variabelen. Om dat nader aan te tonen, zetten we eerst de relatieve prijzen af tegen hun eigen verleden. Dan vinden we wederom een nagenoeg perfecte toevalswandeling, met een licht negatieve constante (-0,012), vanwege de gedurige Engelse inflatie.

Indien individuele reeksen een toevalswandeling volgen, kan hun verschil echter wel stationair zijn. Ingeval een variabele stationair is, dan zal deze los van nieuwe verstoringen uiteindelijk terugkeren naar hetzelfde punt, terwijl een toevalswandeling blijft steken op haar huidige niveau ³ Als we nu het verschil tussen de relatieve prijzen en de wisselkoers, dat wil zeggen de reële wisselkoers, op zijn eigen verleden regresseren, dan vinden we een hellingscoëfficiënt van 0,94. Deze is aanmerkelijk lager dan één en duidt erop dat een verstoring van de reële wisselkoers een halfwaardetijd van twaalf jaar heeft. Blijkbaar duurt het wel lang, maar hangen wisselkoers en relatieve prijzen voldoende met elkaar samen om een terugkeer naar evenwicht te realiseren.

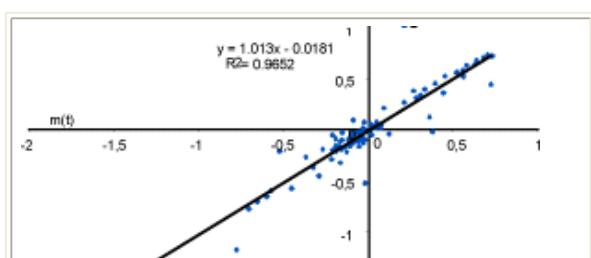
Conclusie

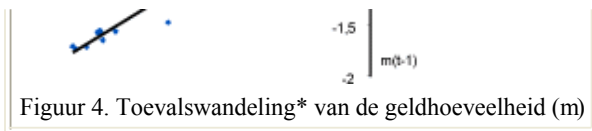
Wat voor toekomst heeft de euro? Als we het verleden van de gulden en het pond als leidraad nemen voor de dingen die komen gaan, dan kunnen we eindigen met een mooie kerstboodschap. De geschiedenis leert dat de waarde van het geld wordt bepaald door haar intrinsieke waarde, dan wel door het vertrouwen van het publiek in het toekomstig monetair beleid. In institutioneel opzicht moet er in Frankfurt nog wel een horde worden genomen bij de toetreding van nieuwe lidstaten, opdat de rentediscussie in de ECB niet verwordt tot een Poolse landdag. Bovendien zou een directe invloed van het parlement van de Europese Unie op het verdrag van Maastricht vanuit democratisch oogpunt te verkiezen zijn boven een verdrag dat alleen met toestemming van alle nationale parlementen te wijzigen is. Afgezien hiervan, is de institutionele opzet van de ECB ijzersterk: ten eerste opereert de ECB op gepaste afstand van de ministers van Financiën en ten tweede heeft de Bank een heldere doelstelling van prijsstabiliteit.

De euro is niet belast met de joystick van Greenspan. Dit geeft ons vertrouwen dat het monetair beleid niet verpatst kan worden aan het stelletje krakelende EU-ministers van Financiën die worden gedreven door hun kortzichtig streven naar electoraal gewin. Kortom, voldoende voorwaarden voor een sterke euro in 2002:

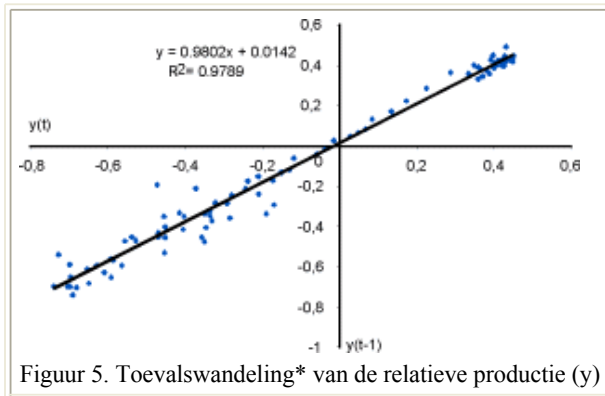
f1,-EUR-op!

Zie ook [figuur 4](#), [figuur 5](#) en [figuur 6](#)

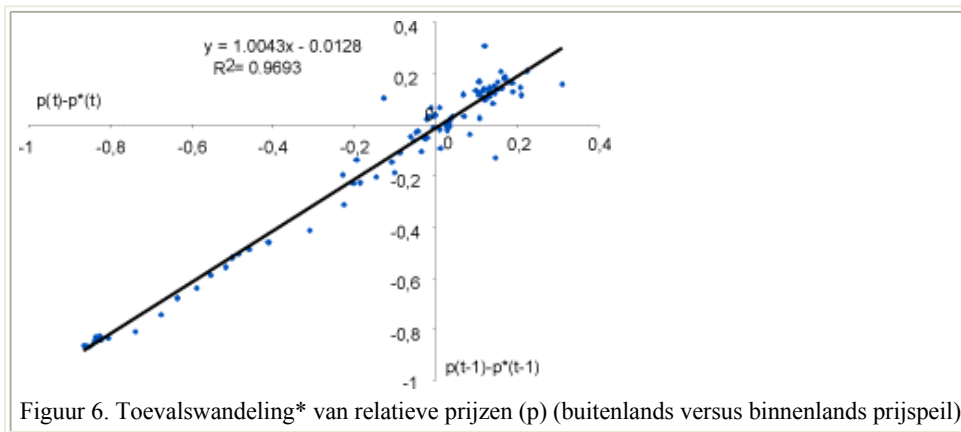




Figuur 4. Toevalswandeling* van de geldhoeveelheid (m)



Figuur 5. Toevalswandeling* van de relatieve productie (y)



Figuur 6. Toevalswandeling* van relatieve prijzen (p) (buitenlands versus binnenlands prijspeil)

1 N.W. Posthumus, *Nederlandsche prijsgeschiedenis*, deel I, Brill, Leiden, 1943.

2 De prijs van Nederlandse boter moet in Engeland verhoogd worden met het tarief, waardoor de relatieve prijsindex daalt.

3 Als het verschil van twee toevalswandelingen stationair is, dan noemen we deze samenhang cointegratie.