



STUDIECENTRUM VOOR ECONOMISCH EN SOCIAAL ONDERZOEK

DISCONTOBELEID, VERWACHTINGEN EN DE  
WISSELMARKT  
Een toepassing voor de  
Belgische discontopolitiek 1979-1985

A. VAN POECK

Rapport 85/181

november 1985

Universitaire Faculteiten St.-Ignatius  
Prinsstraat 13 - B-2000 Antwerpen  
D/1985/1169/22

## SAMENVATTING

In België wordt het discontobeleid veelvuldig toegepast en vaak met het oog op het extern monetair evenwicht (vooral de positie van de BF binnen het EMS). De moderne activabehandeling van de wisselkoers impliceert evenwel dat enkel niet-geanticipeerde discontowijzigingen bij machte zijn om de wisselkoers te beïnvloeden.

In het licht van dit inzicht wordt het discontobeleid van de Nationale Bank van België in deze bijdrage kritisch doorgelicht. Allereerst worden de oorzaken van de discontowijzigingen opgespoord. Uitgangspunt vormen de officiële communiqués die de N.B.B. ter gelegenheid van tariefwijzigingen verstrekt. Vervolgens worden de discontowijzigingen opgedeeld in niet-geanticipeerde en geanticipeerde veranderingen. Hiertoe worden enkele hypothesen m.b.t. het gedrag van de wisselmarktparticipanten (vorming van discontoverwachtingen) geïntroduceerd.

De bekomen resultaten zijn niet eenduidig. Er wordt aangetoond dat de discontopolitiek weinig invloed uitoefent op het verder verloop van de BF binnen het EMS (afwijkingsindicator). Anderzijds is er wel een beduidende invloed van discontoverhogingen op de vereiste wisselmarktinterventie tijdens de periode volgend op de tariefverhoging. Weliswaar blijkt bij deze conclusies het onderscheid tussen verwachte en niet-verwachte discontowijzigingen geen rol te spelen.

-----

## 1. Discontobeleid en wisselkoers

Onder de klassieke vormen van het monetaire beleid neemt in ons land het discontobeleid van de Nationale Bank van België de belangrijkste plaats in. De politiek van reservecoëfficiënten wordt in België inderdaad niet toegepast<sup>1</sup> en er is geen systematisch gebruik van open-marktverrichtingen.

Inleidende handboeken situeren het discontobeleid doorgaans binnen het streven naar intern macro-economisch evenwicht (niet-inflatoire groei).

In geval van inflatie, aldus de gebruikelijke redenering, wordt door een stijging van de discontovoet<sup>2</sup> het beroep op de "lender of last resort" vanwege de financiële tussenpersonen ontmoedigd. Hieruit resulteert een vermindering van de bankreserves (geldbasis) en van het kredietaanbod, wat bij gegeven kredietvraag tot een rentestijging en een afname van de bestedingen leidt. In geval van werkloosheid, daarentegen zal een discontotarieffvermindering het herdisconto bij de centrale bank aanmoedigen. Dit kan het kredietaanbod opdrijven en aldus de bestedingen aanwakkeren, hoewel het effect hier minder zeker is (asymmetrie). Overigens is er vaak een min of meer geadmistrateerde samenhang tussen het discontotarieff van de centrale bank en het tarief dat door de privé banken voor discontokrediet wordt aangerekend.

Bovenstaande redenering, die vooral in Amerikaanse handboeken wordt teruggevonden, gaat voorbij aan het gebruik van de discontovoet met het oog op het extern evenwicht. Vaak is het discontobeleid namelijk in hoge mate afgestemd op de situatie op de wisselmarkt. Vooral in kleine open economieën die onder een stelsel van vaste wisselkoersen opereren is dit het geval. België vormt wellicht een typevoorbeeld.

De nieuwe inzichten in de determinanten van de wisselkoers op de korte termijn hebben duidelijke implicaties voor de effectiviteit van de discontovoet als instrument van de wisselkoerspolitiek. Belangrijke parameters blijken o.m. te zijn, de mate waarin de discontowijziging geanticipeerd wordt en de verwachtingen m.b.t. het toekomstig monetair beleid.

De moderne activabepaling definieert de wisselkoers inderdaad als de relatieve prijs van twee activa die tot stand komt in een georganiseerde efficiënte markt. Dit uitgangspunt is analoog aan de hypothese die bij aandelenmarkten wordt vooropgezet. Aangenomen wordt dat de koers op elk moment de evenwichtsprijs uitdrukt, waartegen de markt bereid is de totale hoeveelheid van de betrokken activa aan te houden. Gezien het duurzaam karakter van de verhandelde activa zal de koers echter niet louter de marktperceptie van huidige gebeurtenissen uitdrukken, doch tevens een weergave zijn van verwachte toekomstige ontwikkelingen, en meer in het bijzonder van de verwachte toekomstige koers zelf.

De activa die het voorwerp uitmaken van verhandeling op de wisselmarkt zijn de nationale geldvolumes. Tot de fundamentele determinanten van de wisselkoers dienen derhalve o.m. de factoren gerekend die de vraag naar en het aanbod van de nationale geldhoeveelheden bepalen. Vandaar dat de actuele monetaire politiek alsook de verwachtingen van de marktparticipanten aangaande het toekomstige monetair beleid de huidige wisselkoers mede bepalen.

Actuele gebeurtenissen beïnvloeden slechts de wisselkoers in zover zij niet vooraf geanticipeerd werden. Geanticipeerde ontwikkelingen daarentegen zijn reeds verdisconteerd in de huidige koers en geven derhalve geen aanleiding meer tot koersaanpassingen.

Toegepast op het discontobeleid leidt dit inzicht tot de volgende werkhypothese. Een discontowijziging heeft slechts een aankondigingseffect (innovatie), en derhalve een invloed op de wisselkoers, in de mate dat zij niet geanticipeerd werd. Geanticipeerde veranderingen in het discontotarief bevatten geen nieuwe informatie en zijn derhalve niet in staat de koers te beïnvloeden.

Hoewel in de bovenstaande redenering enkel niet-geanticipeerde discontowijzigingen bij machte zijn de wisselkoers te beïnvloeden is het effect ervan niet a priori voorspelbaar. Of een (niet-geanticipeerde) discontoverhoging, bijvoorbeeld, aanleiding geeft tot een appreciatie van de betrokken munt hangt o.m. af van de marktperceptie van deze maatregel en van de verwachtingen aangaande het toekomstig monetair beleid. Wanneer de Nationale Bank van België haar discontotarief verhoogt kan dit door het publiek bijvoorbeeld geïnterpreteerd worden als een uitdrukking van haar vastberadenheid om de waarde van de Belgische frank te verdedigen. Anderzijds is het niet ondenkbaar dat de discontoverhoging precies als een bekentenis van muntzwakte wordt aangezien. De marktinterpretatie van (niet-geanticipeerde) discontowijzigingen kan de doeltreffendheid van deze maatregel bijgevolg zowel versterken als afzwakken of tenietdoen. De onzekerheid rond de effectiviteit van het discontobeleid als middel tot muntstabilisatie is derhalve aanzienlijk. Dit geldt a fortiori wanneer de veranderingen in het discontotarief niet gepaard gaan met wijzigingen in andere parameters van het monetair beleid (zoals bijv. financieringstekort van de overheid) in dezelfde zin.

In het licht van bovenstaand inzicht omtrent de efficiënte werking van de wisselmarkt wensen we in deze bijdrage het discontobeleid van de Nationale Bank van België aan een kritisch onderzoek te onderwerpen. Nagegaan wordt of de discontopolitiek doeltreffend werkt t.a.v. de situatie op de wisselmarkt en welke rol de marktanticipaties hierin spelen.

Bij dit onderzoek gaan we als volgt te werk. Na een bondig overzicht van het gevoerde discontobeleid (paragraaf 2) worden de oorzaken van de wijzigingen in het discontotarief opgespoord (paragraaf 3). Vervolgens formuleren we enkele hypothesen die ons toelaten de discontoveranderingen op te splitsen in geanticipeerde veranderingen enerzijds en niet-geanticipeerde veranderingen anderzijds (paragraaf 4). Ten slotte gaan we de effecten van het discontobeleid op het extern monetaire evenwicht na en onderzoeken we meer bepaald welke rol het genoemde onderscheid hierin speelt (paragraaf 5). Paragraaf 6 rondt af met de conclusies.

De gevolgde methode is niet-technisch en dient eerder als verkennend te worden beschouwd<sup>3</sup>. Het onderzoek is verder beperkt tot de periode waarin het Europees Monetair Systeem in voege is. Dit stelsel trad op 13 maart 1979 effectief in werking en heeft sindsdien het wisselkoersbeleid van de Nationale Bank van België bepaald.

## 2. Het discontobeleid in België

Tabel 1 geeft de evolutie weer van het officiële disconto- en voorschottentarieef alsook van de speciale tarieven die door de Nationale Bank van België in haar functie van "lender of last resort" worden aangerekend. Zoals in paragraaf 1 gesteld wordt het discontobeleid in ons land veelvuldig toegepast. Tijdens de bestudeerde periode (13.03.1979-31.08.1985) vonden in totaal 47 tariefwijzigingen plaats, waarvan 35 het officiële discontotarieef betreffen (evt. discontotarieef A wanneer het systeem van subplafonds in voege was). Gemiddeld wordt de discontovoet dus vijf maal per jaar gewijzigd (uitzonderingen vormen 1982 met 8 discontoveranderingen en 1984 waarin de discontovoet slechts éénmaal werd gewijzigd).

Tabel 1. Officiëel disconto- en voorschottentarieef en speciale tarieven van de Nationale Bank van België

Datum (1)	Disconto (evt. disconto binnen subplafond A)	Gewone voorschotten en beleningen	Disconto binnen subplafond B	Voorschotten boven quotum
1979 3 mei	7,0	7,0	-	7,0
31 mei	8,0	8,0	-	8,0
14 juni	9,0	9,0	-	9,0
29 juni	9,0	11,0	11,0	12,0
28 september	9,0	11,0	11,0	13,0
4 oktober	10,0	12,0	12,0	13,0
13 december	10,5	12,5	12,5	13,5
1980 28 februari	12,0	13,5	13,5	14,5
14 maart	12,0	13,5	13,5	18,0
20 maart	14,0	15,0	15,0	18,0
29 april	14,0	15,0	15,0	17,0
21 mei	14,0	15,0	15,0	16,5
30 mei	14,0	15,0	15,0	16,0
5 juni	14,0	14,5	14,5	15,5
26 juni	13,0	13,0	-	14,0
31 juli	12,0	12,0	-	13,0

Datum	Disconto (evt. disconto binnen subplafond A)	Gewone voorschotten en beleningen	Disconto binnen subplafond B	Voorschotten boven quotum
1981 5 maart	12,0	13,0	-	14,0
25 maart	12,0	13,0	-	16,0
26 maart	13,0	15,0	-	16,0
31 maart	16,0	18,0	-	20,0
16 april	15,0	17,0	-	19,0
30 april	14,0	16,0	-	18,0
28 mei	13,0	15,0	-	17,0
12 juni	13,0	15,0	-	16,0
11 december	15,0	17,0	-	18,0
30 december	15,0	17,0	-	17,5
1982 7 januari	14,0	15,0	-	16,0
4 maart	13,0	13,5	-	15,0
8 april	14,0	15,0	-	15,5
29 juli	13,5	14,5	-	15,0
19 augustus	13,0	14,0	-	14,5
3 september	13,0	14,0	-	14,0
9 september	12,5	13,5	-	13,5
21 oktober	12,0	13,0	-	13,0
12 november	11,5	12,5	-	12,5
1983 9 maart	14,0	15,0	-	15,0
24 maart	11,0	12,0	-	12,0
14 april	10,0	11,0	-	11,0
5 mei	9,5	10,5	-	10,5
23 juni	9,0	10,0	-	10,0
24 november	10,0	11,0	-	11,0
1984 16 februari	11,0	12,0	-	12,0
1985 9 mei	9,75	10,25	-	10,25
20 mei	9,5	10,0	-	10,0
3 juni	9,25	9,75	-	9,75
10 juli	9,5	10,0	-	10,0
1 augustus	10,0	10,5	-	10,5

Bron: Tijdschrift van de Nationale Bank van België, tabel XIX, la en lb, diverse nummers.

(1) Datum waarop het nieuwe tarief van kracht werd.

### 3. Oorzaken van discountwijzigingen

Het discountbeleid kadert in het monetair beleid en vandaar in het ruimere algemeen economisch stabilisatiebeleid. Dit beleid is gericht op de realisatie van het zgn. intern en extern economisch evenwicht. Hieronder worden verstaan: volledige inzet van de productiefactoren, prijsstabiliteit, evenwichtige groei (elementen van intern evenwicht); evenwicht op de betalingsbalans en muntstabiliteit (elementen van extern evenwicht).

Onder de diverse doelstellingen van het economisch beleid dienen noodgedwongen prioriteiten te worden aangewezen. Het is normaal niet mogelijk om met hetzelfde instrument meerdere doelvariabelen te bereiken (Tinbergen-regel). Vaak is er zelfs onverenigbaarheid tussen bepaalde doelstellingen.

Welke objectieven in een gegeven situatie (land, periode) het beleid bepaald hebben vormt het voorwerp van de zgn. reactiefunctie van de (monetaire) overheid. Hierin poogt men een systematisch statistisch verband te leggen tussen enerzijds, de waarde van de doelstellingsvariabelen van het economisch beleid (onafhankelijke variabelen) zoals inflatie, werkloosheid, saldo op de betalingsbalans en/of positie van de munt en anderzijds, de instrumentvariabele, zoals bijvoorbeeld de discountvoet (afhankelijke variabele). Is het verband statistisch significant dan krijgt de discountvoet het kenmerk van een endogene variabele. Voorbeelden van dergelijk onderzoek met de discountvoet als instrumentvariabele zijn R.T. Froyen (1975) en R.E. Lombra & R.G. Torto (1977) voor de Verenigde Staten, G. Basevi & M. Calzolari (1983) voor Italië, Duitsland en België, en S.W. Black (1983) voor tien industriële landen, waaronder België. Een vroege bijdrage voor België is van de hand van D.P. Villanueva (1972).

Villanueva's onderzoek is gebaseerd op kwartaalgegevens en bestrijkt de periode 1957.II-1968 IV. Ongeveer 3/4 van de totale variatie in de Belgische discountvoet wordt hierin verklaard door de evolutie van de betalingsbalans, van het algemeen prijsniveau en van de werkloosheidsgraad. De regressieresultaten tonen aan dat de Belgische monetaire overheid de discountvoet met 1,16 procentpunt optrok voor elk verlies aan internationale reserves van 1 miljard dollar. Op een



stijging van de inflatie met 1 procentpunt werd met een discontoverhoging van 0,56 procentpunt gereageerd. Eén procentpunt toename van de werkloosheid, ten slotte, zette tot een daling van de discontovoet met 0,52 procentpunt aan. Al deze aanpassingen gebeurden met een zekere vertraging.

De reactiefunctie voor België, door Basevi & Calzolari geschat op basis van maandgegevens voor de periode 1972.1-1981.8, verklaart veranderingen in de discontovoet<sup>4</sup> in functie van de volgende determinanten: a) de inflatiegraad, b) de verhouding tussen de feitelijke en de trendmatige industriële produktie, c) de verhouding tussen de internationale reserves en de invoer, d) een variabele die de bilaterale wisselkoersspanningen meet gedurende de "slangperiode", e) de afwijkingsindicator van de BF voor de periode waarin het EMS van toepassing is. Alle geschatte coëfficiënten zijn significant en hebben het juiste teken. Merk op dat de werkloosheid als "target" van het discontobeleid niet voorkomt.

Het onderzoek van S.Black poogt op systematische wijze verschillen tussen landen op te sporen inzake het gebruik van de instrumenten van het monetaire beleid. Naast de discontovoet worden eveneens andere instrumenten beschouwd. Een volledige samenvatting van deze bijzondere boeiende studie geven valt buiten het bestek van deze korte nota. Enkel de belangrijkste bevindingen m.b.t. het Belgisch discontobeleid (discontovoet) worden kort gerapporteerd.

Black weerhoudt als interne doelstellingen: a) de inflatiegraad, b) de werkloosheidsgraad en c) de afwijking van de industriële produktie t.o.v. de trend. Als externe doelstellingen worden geselecteerd: d) de ratio van de internationale reserves t.o.v. de invoer, e) de ratio van de uitvoer t.o.v. de invoer als benadering van de handelsbalans, f) de ratio van het binnenlands t.o.v. het voor de wisselkoers gecorrigeerd buitenlands prijsniveau als benadering voor het internationaal concurrentievermogen en g) de buitenlandse rentevoet (Euro-dollar rentevoet voor drie maanden).

De schattingsresultaten tonen aan, dat het Belgisch discontobeleid tijdens de periode 1963.2-1979.11 ongeveer evenveel gewicht hechtte aan interne als aan externe doelstellingen. Bij de interne doelstellingen valt het zwaartepunt nochtans op de inflatiebestrijding,

hoewel ook de werkloosheidsgraad een significante variabele blijkt te zijn. Binnen de externe doelstellingen krijgt het intrestverschil met het buitenland het meeste gewicht.

De besproken studies vertonen dus gemeenschappelijke conclusies: zowel interne als externe variabelen determineren het discontobeleid van de Nationale Bank van België. Binnen de interne variabelen blijkt in de meer recente periode vooral aan de inflatie veel betekenis gehecht te worden; Villanueva vindt voor de periode 1957-68 nog een gelijk "gewicht" voor inflatie en werkloosheid, met dien verstande dat 1 % toename in de inflatie nagenoeg hetzelfde effect op de discontovoet resorteert als 1 % afname in de werkloosheid. Toch zijn er ook belangrijke verschilpunten. Zo vindt S. Black in tegenstelling met G. Basevi & Calzolari een significante invloed van de werkloosheid, terwijl tevens binnen de groep van externe determinanten de rangorde verschilt. Opvallend is ook, hoe in deze studies voor eerder technische discontowijzigingen geen directe ruimte voorzien is. Onderzoek voor de Verenigde Staten toont nochtans aan dat discontowijzigingen vaak louter accomoderend zijn aan gewijzigde marktrentevoeten<sup>5</sup>.

In voorliggende bijdrage wordt een meer pragmatische benadering gevolgd. Uitgangspunt vormt de hypothese dat de officiële mededelingen die de Nationale Bank van België ter gelegenheid van discontowijzigingen verstrekt meestal informatie bevatten aangaande de oorzaak (oorzaken) van deze wijziging. Uiteraard is deze informatie slechts van kwalitatieve aard, terwijl reactiefuncties een kwantitatief verband beogen. Bovendien bestaat niet a priori de zekerheid dat de monetaire overheid steeds de juiste drijfveer voor haar beleid vermeldt. Ook is het niet ondenkbaar dat de echte reden, hoewel niet verzwegen, omkleed wordt met bijkomstige argumenten die de publieke aandacht moeten afleiden. Als eerste benadering in het onderzoek naar de oorzaken van discontowijzigingen lijkt ons de voorgestelde procedure evenwel verdedigbaar.

Bij nader toezien blijken vooral drie motieven geregeld terug te keren in de officiële mededelingen van de Nationale Bank van België. Zij vormen alleen of in combinatie de reden(en) tot een wijziging in het discontobeleid.

a) discontowijziging om technische reden

Wanneer door ontwikkelingen op de geldmarkt buiten de invloed van de Nationale Bank om de rentetarieven op de korte termijn stijgen, terwijl de discontovoet ongewijzigd blijft, zet dit de financiële tussenpersonen ertoe aan om meer beroep te doen op het herdisconto. Een discontobeleid dat aanvankelijk restrictief georiënteerd was kan daardoor ongewild eerder expansief gaan werken. Indien de monetaire overheid de strekking van het discontobeleid wenst te behouden zal zij haar discontotarief aanpassen, om aldus de marge tussen de marktrente en de discontovoet te herstellen. Discontowijzigingen welke om deze reden plaatsvinden zullen we als een louter technische aanpassing bestempelen.

b. discontowijziging om reden van extern monetair evenwicht

Het discontobeleid van de Nationale Bank van België wordt vaak in functie van ontwikkelingen op de wisselmarkt gevoerd. Door een discontotariefverhoging beïnvloedt de monetaire overheid de binnenlandse rentevoeten op korte termijn en worden beleggingen in Belgische frank meer aantrekkelijk en beleggingen in vreemde deviezen minder aantrekkelijk gemaakt. Dit heeft, ceteris paribus, een gunstige weerslag op de wisselkoers van de Belgische frank. In de mate dat de marktdeelnemers de appreciatie van de frank anticiperen beïnvloedt de discontostijging onmiddellijk de positie van de munt. Overigens gaat van het discontobeleid vaak een psychologisch effect uit, waardoor de verwachtingen inzake het toekomstige monetaire beleid en de verdediging van de munt worden beïnvloed. Zoals gezegd is het evenwel niet a priori duidelijk dat dit psychologisch effect steeds de effectiviteit van het discontobeleid verhoogt.

c. discontowijziging om reden van intern evenwicht

Discontowijzigingen kunnen via hun invloed op de korte termijn rente en eventueel vandaar op de rentevoet op lange termijn de bestedingen aanwakkeren of afremmen. Aldus vormen ze een onderdeel van het globaal binnenlands stabilisatiebeleid, waarbij de effectieve vraag wordt afgestemd op de outputcapaciteit (afremmen van inflatie of werkloosheid)

Tabel 2 geeft een classificatie van de wijzigingen in het disconto- en rentetarief van de N.B.B. op basis van de hierboven genoemde indeling. Basis van deze classificatie vormen, zoals gezegd, de officiële mededelingen die de Nationale Bank bij gelegenheid van een tariefwijziging verstrekt.

Tabel 2. Officiële verantwoording van de wijziging in disconto- of rentetarief van de N.B.B.

Datum	Wijziging om reden van:		
	technische aard	extern monetair evenwicht	binnenlands beleid
1979 3 mei		*	
31 mei	*	*	*
14 juni	n.b.	n.b.	n.b.
29 juni		*	
4 oktober	*	*	
13 december		*	
1980 28 februari		*	
20 maart	(*) (1)	*	
5 juni	*	*	
26 juni	*	*	
31 juli	*	*	
1981 5 maart		*	
26 maart	(*)	*	
31 maart		*	
16 april	n.b.	n.b.	n.b.
30 april	n.b.	n.b.	n.b.
28 mei	n.b.	n.b.	n.b.
11 december		*(2)	
1982 7 januari	*		
4 maart	*		
8 april		*	
29 juli	*	*	
19 augustus	*	*	
9 september	*		
1982 21 oktober		*	
12 november		*	*
1983 9 maart		*	
24 maart		*	
14 april	*		(*)
5 mei	*	*	
23 juni	*	*	
24 november	(*)	*	(*)
1984 16 februari		*	
1985 9 mei		*	
20 mei	*	*	
3 juni	*	*	
10 juli		*	
1 augustus		*(2)	

(1) Indien tussen haakjes geplaatst, wijst dit erop dat de betreffende reden door een andere gedomineerd wordt.

(2) Geen officiële verklaring. In feite betreft het hier een valuta-crisis.

Voor de onderzochte periode beschikken we over 38 officiële mededelingen waaruit in 34 gevallen de motivatie voor tariefwijzigingen kan worden afgeleid<sup>6</sup>. In 29 gevallen wordt de toestand op de wisselmarkt expliciet ingeroepen als motivatie voor de wijziging van het disconto- of rentetarief. Vijftien keer wordt zelfs exclusief naar de situatie op de wisselmarkt gerefereerd.

Naast de tariefwijzigingen om reden van extern monetair evenwicht vormen de technische aanpassingen de tweede belangrijkste categorie, vaak in combinatie met andere motieven (14 gevallen). Vijfmaal vond de aanpassing louter om technische reden plaats. Het betreft hier telkens een discontoverlaging.

Opvallend is het verder hoe weinig de binnenlandse conjuncturele noodwendigheden als argument voor discontoveranderingen worden ingeroepen. De interne stabiliteit wordt slechts viermaal geciteerd, telkens dan nog in combinatie met een ander motief (motieven).

De Nationale Bank van België laat er dus geen twijfel over bestaan, dat haar discontobeleid vooral op de situatie op de wisselmarkt is afgestemd. Overigens is het duidelijk dat een waterdichte afscheiding tussen de verschillende motieven niet steeds mogelijk is en er soms van duidelijke interdependentie tussen de motieven sprake is<sup>7</sup>.

#### 4. Geanticipeerde versus niet geanticipeerde discontowijzigingen

Zoals in paragraaf 1 betoogd, hecht de moderne activabepaling van de wisselkoers een groot belang aan het onderscheid tussen geanticipeerde en niet-geanticipeerde gebeurtenissen. Toegepast op het discontobeleid impliceert deze benadering dat discontowijzigingen slechts bij machte zijn om de wisselkoers te beïnvloeden in zoverre ze niet vooraf door de marktparticipanten werden geanticipeerd. Zoals hierboven aangetoond beoogt het discontobeleid in België veelvuldig een invloed uit te oefenen op de positie van de munt. Het lijkt derhalve bijzonder relevant deze hypothese aan een kritisch onderzoek te onderwerpen.

Een onderscheid tussen geanticipeerde en niet-geanticipeerde discountwijzigingen dringt zich bijgevolg op. Het is nochtans zeer moeilijk de verwachtingen van de marktdeelnemers aangaande eventuele wijzigingen in de discontovoet die de Nationale Bank zal doorvoeren te achterhalen.

Een mogelijke benadering bestaat erin zogenaamde marktspecialisten te enquêteren, zoals dit bijvoorbeeld in de Verenigde Staten gebeurt voor de groeivoet van de geldhoeveelheid (enquête uitgevoerd door Money Market Services Inc., San Francisco) of voor de intrestvoeten (enquête uitgevoerd door Goldsmith-Nagan Inc.). In de mate dat de verwachtingen van deze geprivilegieerde marktdeelnemers richtinggevend zijn voor de hele markt, kunnen ze als een benadering voor de marktverwachtingen doorgaan.

Een alternatieve benadering vertrekt van de zgn. reactiefunctie van de monetaire overheid (cfr. supra) zelf en veronderstelt dat deze relatie aan de marktparticipanten bekend is. Ook de waarde van de exogene (onafhankelijke) variabelen, d.w.z. van de determinanten van het discontogedrag zoals de inflatiegraad, positie van de munt, etc. zijn aan de markt bekend. Dit laatste geldt a fortiori indien zou blijken dat de monetaire overheid, met een zekere vertraging op deze determinanten reageert. De marktdeelnemers hoeven dan slechts de waarde van de exogene variabelen in de reactiefunctie in te vullen om de voorspelling van de discontovoet (evt. samengaan- de discountwijziging) te bekomen. De voorspellingen zijn dan rationeel opgebouwd. Niet-geanticipeerde discontoveranderingen zijn in dit geval af te leiden uit het verschil tussen de feitelijke en de op basis van de reactiefunctie voorspelde discontovoet (residuen van de reactiefunctie).

In deze bijdrage wordt een niet-technische benadering gevolgd die gebaseerd is op zgn. a priori informatie o.m. inzake de spelregels van het Europees Monetair Systeem. Allereerst wordt aangenomen dat discountwijzigingen die om technische redenen plaatsvinden per definitie anticipeerbaar zijn en daarom in een nauwlettende markt voorspeld zullen worden. De vijf disconto-aanpassingen die

louter om technische reden werden doorgevoerd (7 januari, 4 maart en 9 september 1982; 14 april en 23 juni 1983) worden aldus als geanticipeerd verondersteld. Uiteraard is deze hypothese aanvechtbaar en voor verfijning vatbaar.

Voor de discontowijzigingen met het oog op extern monetair evenwicht stellen we vast dat het Europees Monetair Systeem, waaraan ook België participeert, duidelijke gedragsregels bevat m.b.t. de binnenlandse monetaire politiek. Niet alleen geldt in dit stelsel, zoals bij het slangakkoord, een verplichte wisselmarktinterventie aan de interventiemarges. Tevens is het aangevuld met een bijkomende clausule, gebaseerd op het mechanisme van de afwijkingsindicator, die de convergentie voor het monetair beleid in de diverse lidstaten beoogt.

Voor de afwijkingsindicator gelden namelijk twee kritische waarden, +75 en -75 (afwijkingsdrempels). In tegenstelling tot de verplichte en onbeperkte tussenkomst voorzien bij het bereiken van de bilaterale interventiekoersen, worden geen verplichte noch automatische acties opgelegd bij het overschrijden van de afwijkingsdrempel. Nochtans bestaat er dan een vermoeden dat de betrokken monetaire overheid maatregelen van binnenlands monetair beleid zal treffen. Het hoeft geen betoog dat voor België dit vermoeden sterk op een disconto-aanpassing gericht is.

Uitgaande van bovenstaande redenering zullen we de volgende discontovoetverhogingen als geanticipeerd beschouwen: 31 mei 1979, 14 juni 1979, 26 maart 1981, 24 november 1983, 16 februari 1984. In al deze gevallen overtrof de gemiddelde waarde van de afwijkingsindicator gedurende de tien werkdagen<sup>8</sup> welke aan de discontoverhoging voorafging ruim de kritische waarde van +75. Tevens zijn de doorgevoerde wijzigingen beperkt in omvang. De maatregel van 31 maart 1981 is niet in deze lijst opgenomen om de reden die hieronder wordt uiteengezet.

Als niet-geanticipeerde discontoverhogingen duiden we dan aan:

- a) discontoverhogingen die plaatsgrepen terwijl de waarde van de afwijkingsindicator nog vrij ver beneden de kritische waarde lag: 4 oktober 1979, 8 april 1982, 10 juli en 1 augustus 1985.
  
- b) en/of discontoverhogingen die qua omvang afwijken van de gebruikelijke wijziging: 20 maart 1980 (+ 2 pct), 31 maart 1981 (+ 3 pct), 11 december 1981 (+ 2 pct), 9 maart 1983 (+2,5 pct). Men kan in deze gevallen betogen dat de discontostijging wellicht voor een gedeelte geanticipeerd werd, terwijl de rest van de verhoging als onverwacht moet worden bestempeld. Op te merken valt overigens dat in de periode 1970-'78 die aan onze onderzoeksperiode voorafgaat, discontoveranderingen van dergelijke omvang op één uitzondering (14 december 1977: +2 pct) na niet voorkwamen.

Er resten bijgevolg drie discontoverhogingen welke op basis van bovenstaande criteria moeilijk te catalogeren zijn: 3 mei en 13 december 1979, 28 februari 1980. Gezien de positie van de afwijkingsindicator en de beperkte omvang van de maatregel (althans voor de eerste twee) hebben deze beslissingen de markt vermoedelijk niet verrast. Bij de verdere bespreking zullen we deze moeilijk te typeren gevallen evenwel buiten beschouwing laten.

Een en ander wordt samengevat in tabel 3. Deze vermeldt naast de omvang van de discontowijziging en de opgegeven reden, de gemiddelde voorafgaande waarde van de afwijkingsindicator en het vermoeden over het geanticipeerd/niet geanticipeerd karakter van de maatregel. Merk op dat tabel 3 enkel de discontoverhogingen behandelt.



Tabel 3. Gegevens betreffende de in België sinds de oprichting van het EMS doorgevoerde discontovoetverhogingen

Datum	Δ disconto- tarief	A/NA	Reden	Gemiddelde waarde v/d afwijkings- indicator		Interventie van de N.B.B. (1)	
				v/d VOOR	BF NA	VOOR	NA
1979 3 mei	+ 1,0	?	E	67,4	81,3	2,1	3,4
31 mei	+ 1,0	A	T-E-I	88,7	88,5	14,1	16,3
14 juni	+ 1,0	A	n.b.	89,1	78,5	16,3	9,1
4 oktober	+ 1,0	NA	T-E	46,8	45,3	0,9	1,9
13 december	+ 0,5	?	E	66,6	67,6	9,0	11,2
1980 28 februari	+ 1,5	?	E	73,3	74,1	14,5	31,4
20 maart	+ 2,0	NA	(T)-E	74,3	57,7	25,6	8,4
1981 26 maart	+ 1,0	A	(T)-E	87,6	91,4	53,1	25,1
31 maart	+ 3,0	NA	E	90,5	89,8	67,5	3,8
11 december	+ 2,0	NA	E	54,5	28,3	39,8	0,0
1982 8 april	+ 1,0	NA	E	59,5	53,9	29,4	13,2
1983 9 maart	+ 2,5	NA	E	74,2	33,8	77,3	-2,2
24 november	+ 1,0	A	(T)-E-(I)	84,7	80,6	11,5	19,7
1984 16 februari	+ 1,0	A	E	96,1	93,7	40,0	33,9
1985 10 juli	+ 0,25	NA	E	40,3	40,3	0,0	5,5
1 augustus	+ 0,5	NA	E	42,6	40,4	23,5	4,9

Bron: op basis van gegevens van de Nationale Bank van België en de hypothese toegelicht in de tekst.

(1) In mld. BF.

Terwijl voor een discontoverhoging om reden van extern monetair evenwicht de afwijkingsdrempel van +75 als kritische waarde fungeert, ontbreekt een dergelijke scherpe grens voor wat discontoverlagingen betreft. Als werkhypothese kunnen we nochtans stellen, dat discontoverlagingen welke plaatsvinden wanneer de afwijkingsindicator ruimschoots onder de kritische waarde ligt, geen verrassingselement inhouden. Uiteraard is het zeer moeilijk te bepalen welke minimumwaarde hier van toepassing is. In wat volgt hebben we de waarde van de afwijkingsindicator beneden dewelke discontoverlagingen als verwacht kunnen bestempeld worden enigszins arbitrair vastgesteld op + 37,5 (d.i. 50 % van de positieve afwijkingsdrempel).

Tabel 4 bevat een classificatie van de discontovoetverlagingen op basis van de hierboven aangegeven discriminatieregel en de reeds eerder genoemde hypothese m.b.t. technische aanpassingen. In deze tabel worden de volgende discontoverlagingen dus bijkomend als geanticipeerd beschouwd: 26 juni en 31 juli 1980; 29 juli en 19 augustus 1982; 24 maart en 5 mei 1983; en 9 mei, 20 mei en 3 juni 1985. Weliswaar verrast de maatregel van 24 maart 1983 door de omvang van de discontoverlaging. Als niet-geanticipeerde verminderingen van het discontotarief worden dan aangemerkt: 16 april, 30 april en 28 mei 1981, en 21 oktober en 12 november 1982.

Tabel 4. Gegevens betreffende de in België sinds de oprichting van het EMS doorgevoerde discontoverlagingen

Datum	Δ disconto- tarief	A/NA	Reden	Gemiddelde waarde v/d afwijkings- indicator v/d BF		Interventie van de N.B.B.	
				VOOR	NA	VOOR	NA
1980 26 juni	- 1,0	A	T-E	21,0	25,3	0,0	0,0
31 juli	- 1,0	A	T-E	22,1	18,1	0,0	0,0
1981 16 april	- 1,0	NA	?	90,3	70,3	2,6	-0,5
30 april	- 1,0	NA	?	77,1	62,7	-2,7	-4,0
28 mei	- 1,0	NA	?	53,5	66,2	-4,5	7,1
1982 7 januari	- 1,0	A	T	47,5	58,6	8,6	4,2
4 maart	- 1,0	A	T	-7,1	1,4	1,6	29,4
29 juli	- 0,5	A	T-E	-3,9	4,4	-7,5	0,0
19 augustus	- 0,5	A	T-E	7,8	21,8	0,0	-4,9
9 september	- 0,5	A	T	21,1	22,2	-3,3	9,8
21 oktober	- 0,5	NA	E	56,7	51,0	5,5	8,4
12 november	- 0,5	NA	E-I	51,6	47,5	8,8	6,2
1983 24 maart	- 3,0	A	E	9,5	-1,8	-2,2	-17,5
14 april	- 1,0	A	T-(I)	12,8	25,1	-24,0	-14,7
5 mei	- 0,5	A	T-E	24,4	30,5	-10,6	-10,9
23 juni	- 0,5	A	T	33,1	42,3	-5,1	0,0
1985 9 mei	- 1,25	A	E	20,8	31,9	-1,8	-2,1
20 mei	- 0,25	A	T-E	25,8	36,0	-2,8	-2,5
3 juni	- 0,25	A	T-E	35,7	39,9	-2,5	-1,1

Bron: op basis van gegevens van de Nationale Bank van België en de hypothesen toegelicht in de tekst.

### 5. Effectiviteit van het discontobeleid

In tabel 3 en 4 zijn eveneens gegevens opgenomen die een inzicht kunnen geven in de effecten van discontovoetveranderingen. Als eerste criterium wordt de positie van de Belgische frank beschouwd tijdens de periode volgend op de discontowijziging. Hiertoe gebruiken we de gemiddelde waarde van de afwijkingsindicator gedurende de tien eerstvolgende werkdagen (inclusief de dag waarop het nieuwe discontotarief van kracht wordt). Als bijkomend criterium vergelijken we de bedragen die de Nationale Bank van België voor en na de discontowijziging ter ondersteuning van de Belgische frank op de wisselmarkt diende in te zetten. We beperken ons tot de wisselmarktinterventie gedurende de twee weken vóór en na de invoering van het nieuwe tarief<sup>9</sup>.

De tabellen 5 t.e.m. 8 vatten de resultaten bondig samen. Tabel 5, bijvoorbeeld, geeft de frequenties weer betreffende het effect van de discontoverhogingen op het verder verloop van de afwijkingsindicator. We definiëren hierbij een daling (stijging) van de afwijkingsindicator als een vermindering (toename) met minimaal 10 punten. Veranderingen van minder dan 10 punten worden als "zonder effect" aangeduid. Bij de opstelling van tabel 5 is tevens een onderscheid gemaakt tussen geanticipeerde en niet-geanticipeerde discontoverhogingen.

We stellen vast dat discontoverhogingen slechts in geringe mate het verder verloop van de afwijkingsindicator beïnvloeden<sup>10</sup>. Slechts in vier (op een totaal van 13) gevallen ligt de gemiddelde waarde van de afwijkingsindicator na de maatregel inderdaad beduidend lager dan ervoor (14 juni 1979, 20 maart 1980, 11 december 1981, 9 maart 1983). Anderzijds blijkt het onderscheid tussen geanticipeerde en niet-geanticipeerde discontowijzigingen onbelangrijk voor de eventuele effectiviteit van de maatregel. De  $\chi^2$  test toegepast op de gegevens van tabel 5 spreekt de hypothese niet tegen als zouden beide types van discontoverhoging hetzelfde effect ressorteren (of geen effect hebben).

Tabel 5. Frequentieverdeling voor de invloed van discontoverhogingen op de afwijkingsindicator van de Belgische frank

gevolg \ type	Geanticipeerde discontoverhoging	Niet-geanticipeerde discontoverhoging	Totaal
daling van de afwijkingsindicator	1	3	4
stijging of geen effect op de afwijkingsindicator	4	5	9
totaal	5	8	13

$$\chi^2 = 0,4425$$

Terwijl discontoverhogingen dus nauwelijks een effect blijken te hebben op het verder verloop van de afwijkingsindicator blijken ze anderzijds vaker de vereiste wisselmarktinterventie gunstig te beïnvloeden. Zoals tabel 6 aantoont hebben acht van de dertien discontoverhogingen geleid tot een beduidende afname van de interventie tijdens de daaropvolgende periode. Ook hier blijkt het onderscheid tussen geanticipeerde en niet-geanticipeerde tariefverhogingen statistisch echter niet significant.

Tabel 6. Frequentieverdeling voor de invloed van discontoverhogingen op de wisselmarktinterventie van de Nationale Bank van België

gevolg \ type	Geanticipeerde discontoverhoging	Niet-geanticipeerde discontoverhoging	Totaal
afname van de interventie	2	6	8
toename of geen effect op de interventie	3	2	5
totaal	5	8	13

$$\chi^2 = 1,5925$$

Discontoverlagingen hebben tijdens de bestudeerde periode ook zelden geleid tot een beduidende verslechtering van de positie van de Belgische frank (stijging van de afwijkingsindicator). Dit is slechts in 6 van de 19 tariefverlagingen het geval (tabel 7). Deze bevinding is consistent met wat eerder voor discontoverhogingen werd vastgesteld en leidt tot de conclusie dat discontowijzigingen in het algemeen weinig effect hebben op het verder verloop van de afwijkingsindicator. Ook in tabel 7 is het onderscheid tussen geanticipeerde en niet-geanticipeerde tariefverlagingen niet significant.

Tabel 7. Frequentietabel voor de invloed van discontoverlagingen op de afwijkingsindicator van de Belgische frank

type \ gevolg	Geanticipeerde discontoverlaging	niet-geanticipeerde discontoverlaging	Totaal
stijging van de afwijkingsindicator	5	1	6
daling of geen effect op afwijkingsindicator	9	4	13
totaal	14	5	19

$$\chi^2 = 0,4210$$

Terwijl discontotariefverhogingen in ongeveer 60 % van de gevallen geleid hebben tot minder wisselmarktinterventie blijken tariefverlagingen anderzijds slechts zelden meer interventie noodzakelijk gemaakt te hebben (cfr. tabel 8). Deze vaststelling houdt wellicht verband met het voorzichtige beleid dat door de Nationale Bank van België i.v.m. discontoverlagingen wordt gevoerd.

Tabel 8. Frequentietabel voor de invloed van discontoverlagingen op de wisselmarktinterventie van de Nationale Bank van België

type \ gevolg	Geanticipeerde discontoverlaging	Niet-geanticipeerde discontoverlaging	Totaal
toename van de interventie	2	1	3
afname of geen effect op interventie	12	4	16
totaal	14	5	19

$$\chi^2 = 0,0903$$

## 6. Conclusies

In deze bijdrage werd het discontobeleid van de Nationale Bank van België aan een kritisch onderzoek onderworpen. In België wordt het discontobeleid veelvuldig toegepast en vaak met het oog op het extern monetair evenwicht (vooral muntstabiliteit). Aangetoond werd dat de discontopolitiek weinig invloed heeft op de positie op korte termijn van de Belgische frank binnen het EMS (afwijkingsindicator). Wel is er een beduidende invloed van discontoverhogingen op de vereiste bedragen voor interventie in de wisselmarkt. Bij deze conclusies blijkt het onderscheid tussen geanticipeerde en niet-geanticipeerde discontowijzigingen geen significante rol te spelen.

## VOETNOTEN

<sup>1</sup>Slechts uitzonderlijk (1972-74; 1976, 1978) heeft de Nationale Bank van België aan de financiële instellingen een verplichte monetaire reserve opgelegd. Deze bestaat uit speciale deposito's bij de N.B.B., welke over het algemeen geen intrest opbrengen. De zgn. beleggingscoëfficiënten zijn ingegeven door micro-economische overwegingen en met het oog op de financieringsbehoeften van de Staat. Occasioneel worden eveneens directe kredietcontroles toegepast.

<sup>2</sup>De discontovoet wordt hier ruim opgevat en bevat naast het traditionele discontotarief de rente op diverse leningen van de centrale bank aan de financiële tussenpersonen.

<sup>3</sup>Voorbeelden van econometrisch onderzoek vindt men bij D.S. Batten & D.L. Thornton (1984), B. Cornell (1982) en Ch. Engel & J. Frankel (1984).

<sup>4</sup>Op te merken valt wel, dat de auteurs nalaten aan te geven hoe de endogene variabele precies gedefinieerd is. We moeten het stellen met de omschrijving "korte termijn rentevoet" en de bronvermelding International Financial Statistics (IMF). Het IMF rapporteert nochtans drie rentevoeten voor de korte termijn: de officiële discontovoet, de rente op de daggeldmarkt en de rente voor schatkistcertificaten. We sluiten aan bij S.W. Black (1983, p.190) die stelt dat het begrip "instrument" beter beperkt blijft tot die variabelen die duidelijk onder de controle van de overheid staan.

<sup>5</sup>R. Froyen (1975) en R.E. Lombra & R.G. Torto (1977).

<sup>6</sup>Een officiële mededeling wordt uitgegeven naar aanleiding van een wijziging in de discontovoet (evt. discontovoet voor subplafond A), een wijziging in het rentetarief voor gewone voorschotten en beleeningen, en een wijziging in het discontotarief voor subplafond B (indien van toepassing). Ter gelegenheid van veranderingen in het rentetarief voor voorschotten boven quotum worden geen mededelingen verstrekt. In 6 gevallen werd de mededeling louter beperkt tot de aankondiging van het nieuwe tarief (tarieven). In twee hiervan betreft het duidelijk een valutacrisis (11 december 1981 en 1 augustus 1985).



<sup>7</sup>Een typisch geval vormt een stijging van de marktrente op korte termijn t.g.v. een toename van de beleggingen in het buitenland, gevolgd door een aanpassing van de discontovoet. Officieel betreft het hier een discontowijziging om technische reden", evt. gecombineerd met een "wijziging om reden van extern monetair evenwicht". In feite vormt het extern evenwicht dan de fundamentele determinant van het discontobeleid.

<sup>8</sup>Het criterium van 10 werkdagen is uiteraard enigszins arbitrair doch ingegeven door de bedenking dat de overschrijding van de afwijkingsdrempel enige tijd moet aanhouden vooraleer de marktdeelnemers een discontomaatregel van de Nationale Bank zullen anticiperen.

<sup>9</sup>In tegenstelling tot de afwijkingsindicator zijn de cijfers voor de wisselmarktinterventies opgesteld op weekbasis. Discontoveranderingen vonden in de regel op een woensdag plaats en werden de daaropvolgende donderdag van kracht. De weekstaten betreffen echter doorgaans een periode van vijf werkdagen, beginnend op een dinsdag en eindigend op de volgende maandag. Door deze omstandigheid zijn de bedragen van de wisselmarktinterventie van de dinsdag en de woensdag vóór het nieuwe discontotarief van kracht werd ondergebracht bij de cijfers van na de discontowijziging. Gezien echter interventies van twee weken vóór en twee weken na worden vergeleken wordt de fout minder belangrijk.

<sup>10</sup>Dit geldt ook voor de drie niet gekatalogeerde discontoverhogingen die in twee gevallen/<sup>geen</sup>en in één geval een averrechts effect hadden op het verder verloop van de afwijkingsindicator.

## VERWIJZINGEN

- [1] BASEVI G. & M. CALZOLARI (1983): "Monetary Authorities' Reaction Functions in a Model of Exchange-Rate Determination for the European Monetary System". In: De Grauwe P. & Th. Peeters (eds.), Exchange Rates in Multicountry Econometric Models, London, MacMillan, 1983, p.267-281.
- [2] BATTEN D.S. & D.L. THORNTON (1984): "Discount Rate Changes and the Foreign Exchange Market". Journal of International Money and Finance, december, p.279-292.
- [3] BLACK S.W. (1983): "The Use of Monetary Policy for Internal and External Balance in Ten Industrial Countries". In: Frenkel J.A. (ed.), Exchange Rates and International Macroeconomics, Chicago, University of Chicago Press, 1983, p.189-233.
- [4] CORNELL B. (1982): "Money Supply Announcements, Interest Rates and Foreign Exchange". Journal of International Money and Finance, augustus, p.201-208.
- [5] ENGEL CH. & J. FRANKEL (1984): "Why Interest Rates React to Money Announcements. An Explanation from the Foreign Exchange Market". Journal of Monetary Economics, januari, p.31-39.
- [6] FROYEN R.T. (1975): "The Determinants of Federal Reserve Discount Rate Policy". Southern Economic Journal, oktober, p.193-200.
- [7] LOMBRA R.E. & R.G. TORTO (1977): "Discount Rate Changes and Announcement Effects". Quarterly Journal of Economics, februari, p.171-176.
- [8] VILLANUEVA D.P. (1972): "Statistical Analysis of Discount Rate Policy in Belgium, 1957-1968". European Economic Review, nr.2, p.199-208.