

Valutacrises: een herbeschouwing van de EMS-crisis van 1992-1993

Tijmen Daniëls¹

“People who argue that speculation is destabilizing seldom realize that this is largely equivalent to saying that speculators lose money, since speculation can be destabilizing in general only if speculators sell when the currency (or commodity) is low in price and buy when it is high.”

—Milton Friedman, *Essays in Positive Economics*, 1953.

“Our total position by black Wednesday had to be worth almost \$10 billion. We planned to sell more than that. In fact, when Norman Lamont said just before the devaluation that he would borrow nearly \$15 billion to defend the sterling, we were amused because that was about how much we wanted to sell.”

—George Soros, geïnterviewd in *The Times*, 26 oktober 1992.

1 Inleiding

Voor wie een voorbeeld zoekt van een financiële markt die elke verhouding tot de reële economie lijkt te missen, is de valutamarkt een goede kandidaat. Het transactievolume op de valutamarkt is meer dan vijftien keer zo groot als het bruto wereldproduct, en bedroeg in 2011 naar schatting *dagelijks* 4,7 biljoen dollar (Bech 2011). Ruim de helft hiervan betreft handel in derivaten, zoals *foreign exchange swaps* en *currency swaps*, en – in mindere mate – handel in valutatermijncontracten (BIS 2011). Vrijwel alle valutatransacties hebben een omvang van minimaal 10 miljoen dollar. Valutahandelaren bekijken de waarde van hun posities continu en wijzigen hun posities om de paar minuten (Lyons 2001).

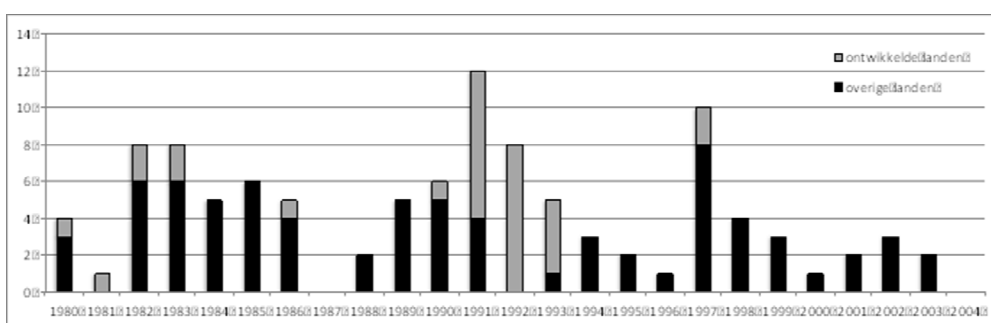
Wisselkoersen zijn bovendien volatieler dan nagenoeg alle reëel-economische variabelen die de economische theorie tot de onderliggende economische fundamentals rekent (Flood en Rose 1995). Sterker nog, het vermogen van economische modellen om veranderingen in wisselkoersen te verklaren is in de praktijk nihil (Meese en Rogoff 1983). In ieder geval op het eerste gezicht staat de omvang en volatiliteit van de valutamarkt daarmee op gespannen voet met het grote belang van deze markt voor een moderne open economie. Instabiliteit op de valutamarkt heeft

¹ Dit artikel vertolkt de mening van de auteur en niet die van DNB.

immers vaak verstrekken gevolgen voor de reële economie en de financiële stabiliteit. De wisselkoers van een land vervult een spilfunctie op de internationale markt voor goederen en diensten en op de internationale kapitaalmarkt.

Instabiliteit op de valutamarkt komt echter regelmatig voor. Studies suggereren een incidentie van circa 0,14 valutacrisis – een forse devaluatie of depreciatie van de valuta, of een grote beleidsinspanning om dit te vermijden – per land per jaar, waarbij noch ontwikkelde noch opkomende markten worden ontzien (Lichetta 2010). Figuur 1 toont de crisis in een verzameling van veertig ontwikkelde en opkomende markten. Van 1980 tot en met 2004 zijn het er 121.

Figuur 1 Valutacrisis sinds 1980



Bron: Lichetta, 2010.

Dit artikel gaat in op een aantal vragen omtrent valutacrisis: hoe gaat valutaspeculatie in zijn werk? Hoe kan onrust op de valutamarkt worden gemeten? Hoe ontvouwt een valutacrisis zich in de praktijk? Om een uitputtende opsomming van valutacrisis te vermijden, baseer ik mijn beschrijvingen grotendeels op de EMS-crisis in de Europese Gemeenschap in 1992-1993. Deze crisis is om ten minste drie redenen interessant. Ten eerste trof zij ontwikkelde landen met diepe kapitaalmarkten, betrouwbare overheden, en relatief kleine macro-economische onevenwichtigheden. Tot dan toe werden valutacrisis juist beschouwd als de onvermijdelijke uitkomst van inflatoir monetair en te ruim begrotingsbeleid, in navolging van een beroemd model van Krugman (1979).² Ten tweede vond de EMS-crisis plaats in een institutionele context die de voorloper is van de huidige Monetaire Unie en speelde deze context een cruciale rol. Als zodanig biedt deze crisis enkele interessante lessen voor de huidige crisis in de muntunie. Ik kom daar aan het eind van dit artikel op terug. Ten derde, en in het verlengde van de voorgaande twee redenen, vormde de EMS-crisis een breukpunt in het denken over de onderliggende oorzaken van valutacrisis. Door de EMS kregen de kosten en baten van het verdedigen van een wisselkoerskoppeling (Obstfeld 1996),³ twijfel over politieke standvastigheid, en de rol van destabiliserende kapitaalstromen en marktsentiment een prominentere plaats in het denken van economen over crisis.

² Krugman bouwde op zijn beurt voort op het werk van Salant en Henderson (1978).

³ Obstfeld ontvouwt zijn ideeën overigens veel eerder, zie bijvoorbeeld Obstfeld (1986).

De EMS-crisis dient zo als opmaat naar de vraag in hoeverre valutaspeculatie een problematisch verschijnsel is. Een deel van het antwoord op deze vraag ligt besloten in de observatie dat valutaspeculatie eigenlijk geen eenduidig fenomeen is dat aan een afgebakende groep ‘speculanten’ kan worden toegeschreven. Druk op de valutamarkt is een product van de dynamiek op financiële markten als geheel en de economische en politieke context waarin zij opereren. Niettemin kan op deze markten grote onzekerheid ontstaan, die sociale kosten met zich meebrengt, vanwege onderlinge verwevenheid van (het gedrag van) marktpartijen en de mogelijkheid van zelf-vervullende gedragsspiralen. Het is van belang dat beleidsmakers de onderliggende mechanismes doorgronden en begrijpen hoe deze kunnen leiden tot grote volatiliteit, maar niet de uiteindelijke oorzaak van crises zijn. Zelf-vervullende spiralen kunnen interventie op valutamarkten rechtvaardigen, maar wanneer de onderliggende oorzaken niet worden geadresseerd, is dat waarschijnlijk tevergeefs.

2 Valutaspeculatie

Een speculant neemt een speculatieve positie in een zwakke valuta door *short* te gaan in die valuta, ofwel op de spotmarkt, ofwel op de termijnmarkt. Via de spotmarkt werkt dit het eenvoudigst. Stel, een speculant gelooft dat een valuta zal deprecieëren (of devalueren). Hij instrueert zijn *broker* om de zwakke valuta te verkopen voor een sterkere en neemt zo een positie in. Op de spotmarkt moet deze positie na twee werkdagen afgewikkeld worden, waarbij de speculant de zwakke valuta moet leveren. Valutahandelaren zijn over het algemeen niet geïnteresseerd in een daadwerkelijke levering van de valuta. Daarom zal de broker van de speculant de positie in de zwakke valuta automatisch doorrollen, via een zogeheten *tomorrow-next* procedure, waarbij de open positie aan het eind van de handelsdag wordt gesloten en de volgende dag meteen heropend. De kosten van het doorrollen worden bepaald door het verschil in de *overnight*-rentes tussen de twee valuta, en worden afgeschreven van (of, wanneer negatief, bijgestort op) de *margin*-rekening van de speculant. Zolang de speculant de positie niet sluit, stelt hij zich dus bloot aan renterisico, naast (uiteeraard) valutarisico (Daniëls et al. 2011). Indien de zwakke valuta daadwerkelijk deprecieert, sluit de speculant de positie door dezelfde hoeveelheid zwakke valuta aan te kopen als hij bij de oorspronkelijke transactie heeft verkocht, maar tegen een kleiner bedrag in de sterke valuta. Het verschil in sterke valuta is de winst voor de speculant.

Wanneer de speculant zich niet wil blootstellen aan renterisico, kan hij dit afdekken, bijvoorbeeld door het aangaan van een renteruil (*swap*). Een tegenpartij neemt dan het renterisico over. Een andere weg, die een speculant vaak bewandelt als hij een positie wil innemen met een langere horizon (bijvoorbeeld enkele maanden), is door te handelen op de termijnmarkt. Een speculant gaat een termijncontract aan met een andere partij, meestal een bank, en verplicht zich de zwakke valuta tegen een vooraf vastgestelde prijs te verkopen en de sterke te kopen op een

toekomstige datum. Als, in de tussentijd, de zwakke valuta voldoende deprecieert (of devalueert), kan hij op de datum van levering een tegenovergestelde transactie doen op de spotmarkt, door dezelfde hoeveelheid zwakke valuta aan te kopen als hij bij de oorspronkelijke transactie heeft verkocht, maar tegen een lager bedrag in de sterke valuta.

Een positie op de termijnmarkt leidt tot onmiddellijke druk op de spotmarkt, en ook bij deze vorm van speculatie speelt het renteververschil tussen de zwakke en sterke valuta een bepalende rol voor de kosten van de speculant. De reden hiervoor is dat de bank na het afsluiten van het termijncontract haar positie zal afdekken. De verwachte kosten van het afdekken van de positie zal de bank doorberekenen in de termijnprijs die zij de speculant biedt. Deze kosten reflecteren onder meer het verschil in de rentes van de twee valuta. Na het afsluiten van het termijncontract loopt de bank valutarisico. Zij zal haar positie trachten te sluiten door de zwakke valuta onmiddellijk op de spotmarkt te verkopen voor de sterke. Zo wordt het valutarisico gemitigeerd en getransformeerd in een looptijd-*mismatch*: de bank heeft nu de onmiddellijke beschikking over sterke valuta, maar heeft deze pas bij afloop van het termijncontract nodig. De looptijd-*mismatch* lost de bank op door een valutaruil aan te gaan met een derde partij. In essentie leent de bank bij zo'n *swap* zwakke valuta in en leent zij sterke valuta uit. De *swap*-partijen verwerken het renteververschil tussen de zwakke en sterke valuta in de termijnpoot van de *swap*. Met de spotverkoop van de zwakke valuta kan de bank de contante poot van de *swap* afhandelen, en de termijnpoot kan zij afhandelen vanwege het termijncontract met de speculant. Interessant hieraan is dat de transactie tussen de speculant en de bank twee andere transacties op de valutamarkt uitlokt. Kettingreacties door risicomanagement van verschillende partijen zijn (deels) een verklaring voor het hoge transactievolume op de valutamarkt (Lyons 2001).

De rol van risicomanagement is nog om een andere reden belangrijk. Hoewel hierboven een termijntransactie werd beschreven aan de hand van een speculatiemotief, zijn de stappen die een goederenhandelaar of een pensioenfonds zetten om valutarisico af te dekken identiek aan die van een speculant die inzet op depreciatie of devaluatie. Het gedrag van dergelijke partijen is van belang omdat forse koersbewegingen optreden wanneer de markt als geheel beweegt, terwijl de groep handelen die transacties doet met een speculatiemotief veel kleiner is. Hoe meer onzekerheid er ontstaat op de valutamarkt, des te meer reden is er voor deze andere partijen om het soort transacties te doen die, *de facto*, hetzelfde effect op de markt sorteren als valutaspeculatie (Goldstein 1993b).

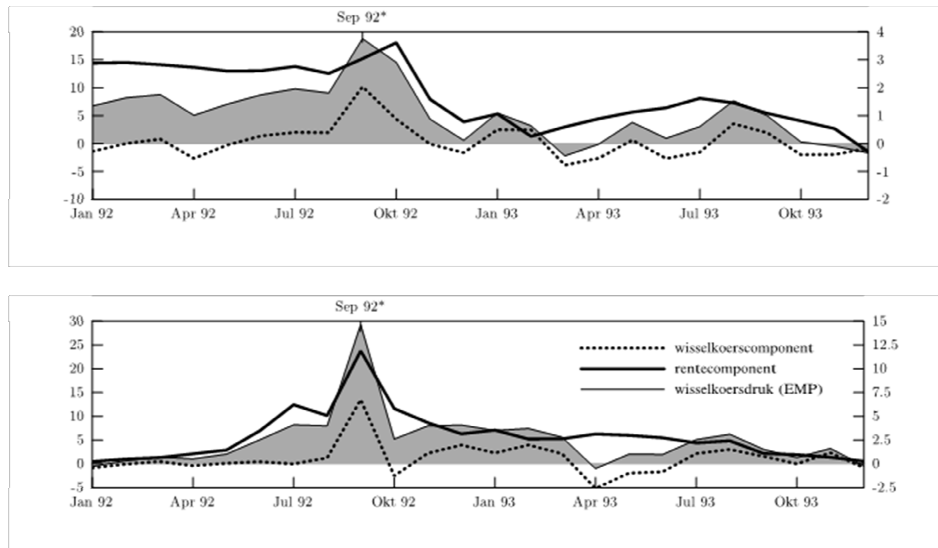
3 Speculatieve druk en verdedigingsmechanismen

Druk op de valutamarkt komt niet alleen tot uiting via een forse depreciatie van de valuta, maar vaak eerder nog – voorafgaand aan een crisis, of bijvoorbeeld bij een mislukte speculatieve aanval op een valuta – vooral ook via beleidsacties die bedoeld zijn om koersbewegingen te voorkomen. Een centrale bank kan een zwakke

valuta op verschillende wijzen ondersteunen. Twee instrumenten die in de praktijk voorkomen, zijn directe interventie in de valutamarkt en het verhogen van de binnenlandse beleidsrente om de zwakke valuta te ondersteunen. Bij directe interventie gebruikt de centrale bank haar vreemdevalutareserves om de (eigen) zwakke valuta te kopen en sterke te verkopen, en zo de prijs van de zwakke valuta te ondersteunen. De aan het begin van dit artikel geciteerde uitspraak van Soros illustreert de oorlogskas die de Bank of Engeland in 1992 hiervoor aanlegde.

Een krachtiger instrument is het verhogen van de rente. Tijdens de EMS-crisis van 1992 verhoogde de Zweedse centrale bank de beleidsrente met vijfhonderd procent in een (overigens mislukte) poging om de vaste wisselkoers ten opzichte van de Duitse mark te verdedigen (Eichengreen et al. 1995). Het verhogen van de rente heeft drie effecten. Ten eerste verhoogt het, zoals hierboven beschreven, de kosten die gemoeid zijn met het innemen van een speculatieve positie (of meer algemeen met het afdekken van een positie). Ten tweede vergroot een hogere rente het rendement op het aanhouden van posities in de onderliggende valuta, en heeft het zo effect op de vraag van marktpartijen zoals *carry traders*, banken, hedgefondsen en grote pensioenfondsen. Zulke spelers zullen minder geneigd zijn grote posities in een zwakke valuta aan te houden in tijden van stress op de valutamarkt, tenzij een voldoende hoge rente hen compenseert voor het valutarisico. Tot slot kan het verhogen van de rente negatieve consequenties hebben voor het financiële systeem, en (via financieringskosten en het effect op de rentetermijnstructuur) uiteindelijk ook de reële economie. Hoe lang en hoe extreem de rente te verhogen is dan ook een beleidsdilemma voor een beleidsmaker die de wisselkoers tracht te beïnvloeden. Een groot aantal economische modellen modelleert deze afruil: voorbeelden zijn Flood en Jeanne (2005) en Lahiri en Végh (2007).

Exchange Market Pressure ('EMP', Girton en Roper 1977; Weymark 1995) is een maat om druk van de markt op de valuta te meten. EMP is gedefinieerd als de depreciatie die nodig zou zijn om overaanbod op de valutamarkt weg te nemen wanneer men door beleidsmakers maatregelen genomen maatregelen zou wegdenken (zoals het hanteren van een hogere binnenlandse beleidsrente). Onder een aantal aannames kan druk op de valutamarkt geschreven worden als een (gewogen) som van daadwerkelijke depreciatie, de mate waarin de centrale bank de rente verhoogt boven het niveau dat voor binnenlands beleid zou volstaan, en (wanneer van toepassing) interventies in de spotmarkt (zie ook Klaassen en Jager 2007). Figuur 2 illustreert EMP op de Italiaanse lira en het Britse pond in de opmaat naar de EMS-crisis, die vanaf de zomer van 1992 tot grote onrust op Europese financiële markten leidde.

Figuur 2 Wisselkoersdruk op het Britse pond (boven) en de Italiaanse lira (onder)

Bron: Daniëls et al. (2009).

4 De EMS-crisis

Ten tijde van de crisis opereerden de landen van de Europese Gemeenschap in een systeem van sterk gereguleerde wisselkoersen, het Europese Wisselkoersmechanisme of ERM (*European Exchange-Rate Mechanism*). Binnen het ERM fluctueerden wisselkoersen rond bilaterale spilkoersen binnen een bandbreedte van 4,5 procent (12 procent voor Italië en Spanje). Dit systeem diende een aantal beleidsdoelen. Om te beginnen drong het de volatiliteit van wisselkoersen terug, die sinds het ineensinken van het *Bretton Woods*-systeem de Europese valutamarkten teisterde. Het voorkwam grote wisselkoersschommelingen die de handel schaadden. Maar bovenal was het ERM bedoeld als opstap naar verdere monetaire en economische integratie. Door het monetair beleid te verankeren, beteugelde het chronische inflatie in een aantal Europese landen. Het wisselkoersstelsel ging ook competitieve devaluaties tegen, bedoeld om de eigen economie te stimuleren ten koste van buurlanden. Beleidsmakers hoopten zo dat vaste wisselkoersen landen in staat zouden stellen de vruchten te plukken van de interne markt. Toen druk in het ERM ontstond bleek echter dat de voor integratie benodigde economische en politieke beleidscoördinatie uiteindelijk zeer moeizaam verliep.

Hoewel de aan het ERM deelnemende landen als spil een fictieve muntreken-eenheid hanteerden, de ECU, betekende het systeem in de praktijk dat wisselkoersen verankerd waren aan de Duitse mark: de sterkste munt en in de praktijk ook de

reservevaluta waarmee interventies werden gedaan. Aanpassen van de spilkoersen was alleen mogelijk wanneer daar multilaterale overeenstemming was. De noodzaak tot overeenstemming maakte de verhoudingen binnen het ERM *de facto* asymmetrisch. Dat de mark de impliciete hoeksteen van het ERM was, stelde Duitsland in staat meer dan de overige landen eigen beleidsdoelen na te streven. Buitert et al (1998) benadrukken hoe dit tot spanningen binnen het systeem leidde: het wisselkoers- en rentebeleid van de overige lidstaten volgde dat van de Bundesbank, hoewel zij zich over het algemeen wel gedwongen zagen hogere beleidsrentes te hanteren om de geloofwaardigheid van de eigen wisselkoers te borgen.

Sinds de invoering van de interne markt in 1986 en de bijbehorende slechting van de barrières voor kapitaalstromen, was elke schijn dat de ankerkoersen zouden kunnen worden aangepast problematisch (Eichengreen 2000). Om te beginnen waren er politieke consequenties. Wisselkoersstabiliteit was tot een van de vier convergentiecriteria gemaakt voor deelname aan de latere Monetaire Unie (EMU). Daarnaast kon het leiden tot grote kapitaalstromen. Binnen het ERM oefenden de hogere beleidsrentes in het grootste deel van Europa aantrekkingskracht uit op marktparticipanten, die posities innamen in zwakkere valuta om te profiteren van de hogere rentes en gokten op de onwil van beleidsmakers om de ankerkoersen te veranderen, gegeven de hoge politieke en economische kosten (een praktijk die bekend stond als *convergence play*; Goldstein 1993a). Bij elke twijfel over de wisselkoershoudbaarheid konden deze posities uiteraard snel worden teruggedraaid.

Aan de vooravond van de EMS-crisis waren de spilkoersen reeds vijf jaar niet aangepast. Een geschiedenis van langdurige inflatieverschillen (en dus eroderende reële wisselkoersen) ten opzichte van Duitsland had zijn tol geëist van de concurrentiepositie van de overige landen die aan het systeem deelnamen. Duitsland kampte bovendien met begrotingstekorten en verhoogde inflatie door de Duitse eenwording in 1990. De Bundesbank, ontevreden met het begrotingsbeleid, verkrapte het monetaire beleid om deze inflatie te beteugelen. Hoewel de inflatieverschillen in de Europese Gemeenschap in deze tijd afnamen, snakten de verschillende andere deelnemende landen juist naar een ruimer monetair beleid en zij zaten niet te wachten op de Duitse renteverhogingen, die zij noodgedwongen zouden moeten navolgen.

Ondertussen ontstond politieke onzekerheid over het Europese project. Nadat de Deense bevolking in 1992 het verdrag van Maastricht verwierp, werd duidelijk dat verdere Europese integratie minder vanzelfsprekend was dan velen dachten. Speculanten beseften dat de ongewisse toekomst van het Europese monetaire systeem het bijbehorende strenge monetaire beleid nog minder aantrekkelijk maakte. Dit tastte de geloofwaardigheid van het heersende wisselkoersregime aan. De Italiaanse lira en het Britse pond kwamen al snel onder grote speculatieve druk te liggen.

In september 1992, vlak voor een volgend (Frans) referendum over het Verdrag van Maastricht, ontstond na een vergadering van de Europese Raad van ministers van Financiën onenigheid. De Bundesbank liet weten dat het bereid was Duitse rentes te verlagen, maar slechts indien alle spilkoersen in het ERM substantieel

aangepast werden. Europese leiders wezen deze mogelijkheid, die gezichtsverlies behelsde, resoluut van de hand. De gebeurtenissen leken de eensgezindheid, die nodig was voor ordelijke aanpassing van de wisselkoersen, definitief te ondergraven. Vrijwel meteen volgde een nieuwe golf van speculatieve aanvallen. De Italiaanse lira devalueerde – de eerste aanpassing van ankerkoersen in jaren, hetgeen ongetwijfeld een grote invloed had op de marktinschatting van de kansen op verdere devaluaties. De *Bank of England* verhoogde noodgedwongen de rente van tien naar twaalf procent, en kondigde een voornemen aan de rente met nog eens drie procent te verhogen, dat zij echter niet durfde uit te voeren. Op 16 september, vier dagen voor een Frans referendum over het verdrag van Maastricht, leidden speculatieve aanvallen tot een aftocht van het Britse pond uit het ERM. De dag daarna volgde de Italiaanse lira. De Franse centrale bank gaf in deze tijd de tegenwaarde van 32 miljard dollar uit aan het verdedigen van de wisselkoers. Zweden – officieel geen ERM-lid – liet de vrijwillige koppeling aan de ECU varen nadat het meer dan tien procent van het bbp had uitgegeven aan steunaankopen (Eichengreen 2000).

De crisis in het ERM duurde het merendeel van het daaropvolgende jaar. Van verschillende valuta werden spilkoersen aangepast, terwijl bovendien een aantal munten het systeem nog zouden verlaten. Na een finale speculatieve aanval op de Franse franc in de zomer van 1993, waarbij de Franse centrale bank nogmaals miljarden uitgaf om de positie van de franc binnen het ERM te verdedigen, kondigden beleidsmakers uiteindelijk aan dat de bandbreedtes werden verruimd van 4,5 naar 30 procent, waarmee in ieder geval *de facto* een eind kwam aan het vaste wisselkoerssysteem in Europa.

5 Is valutaspeculatie problematisch?

Er is veel geschreven over de rol die financiële markten spelen bij het uitbreken van een valutacrisis. Door hun grote volatiliteit tijdens crises en de grote sociale verliezen die daardoor optreden, lijken zij een ontwrichtende werking te hebben op de economie. Zoals hierboven beschreven zagen beleidsmakers en centrale banken zich tijdens de EMS-crisis een jaar lang genoodzaakt rentes telkens te verhogen en voor miljarden aan steunaankopen te doen in pogingen speculatie in te dammen en de druk op de valutamarkt weg te nemen. In een invloedrijk artikel beargumenteerde Friedman echter dat van speculatie uiteindelijk juist een stabiliserende werking uitgaat (Friedman 1953). Het crisismodel van Krugman (1979), tot aan de EMS-crisis de bril waardoor economen naar valutacrisis keken, past in deze traditie: in dat model leidt het monetair financieren van schuld tot een drainage van vreemde-valutare reserves van de centrale bank en uiteindelijk tot een situatie waarin de wisselkoers onhoudbaar wordt, omdat de bank over onvoldoende reserves beschikt om de wisselkoers te verdedigen. Speculanten dwingen dan devaluatie van de munt af naar het evenwichtsniveau dat past bij de opgeblazen geldhoeveelheid. In deze zienswijze bespoedigen speculanten slechts de aanpassing naar de ‘natuurlijke’ economische orde.

Deze bril paste niet goed bij de EMS-crisis. Ruim monetair beleid, of ander onhoudbaar intern of extern beleid, was niet het hoofdprobleem in Europa. Tot op de vooravond van de crisis werd het ERM niet als onhoudbaar beschouwd: een befaamde econometrische studie van Rose en Svensson (1994) laat bijvoorbeeld zien dat vóór augustus 1992 de geloofwaardigheid van de wisselkoerskoppeling eigenlijk nooit door de markt in twijfel werd getrokken. Monetair gezien was het probleem veeleer het krappe monetaire beleid dat de *Bundesbank* opdrong aan de overige lidstaten. Weliswaar was er aan de vooravond van de EMS-crisis sprake van oplopende werkloosheid in een aantal Europese landen, maar dit betekende op zichzelf niet dat het wisselkoersbeleid onhoudbaar was.

Jeanne (1999) wijst er bovendien op, dat beleidsmakers altijd over middelen beschikken om een wisselkoerskoppeling te verdedigen. Zoals besproken in dit artikel, kunnen zij op de korte termijn de rente verhogen om speculatie te ontmoedigen. Eventueel kan ondertussen beleid ingezet worden dat onevenwichtigheden wegneemt. De centrale vraag bij een valutacrisis is daarom ook waarom beleidsmakers die een wisselkoers in principe kunnen verdedigen – en dat gold vast en zeker voor de EMS-landen gezamenlijk –, daar in de praktijk niet in slagen.

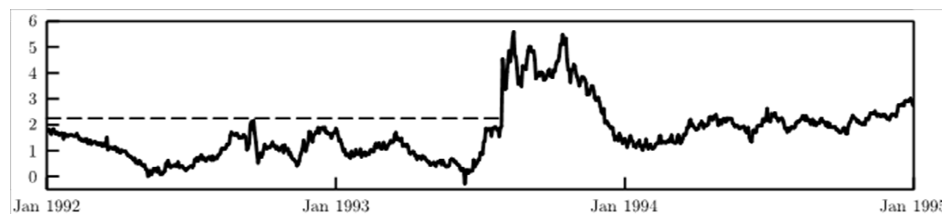
Het verhaal van de EMS-crisis is deels dat van een politieke kostenbatenafweging. Binnen het EMS verhoogde de verkrapping van de *Bundesbank* de kosten van het toch al opgedrongen conservatieve monetaire beleid. Verschillende landen, niet in de laatste plaats het Verenigd Koninkrijk, kampten bovendien na enkele jaren van uitbundige kredietgroei met zwakheden in het financieel systeem die het structureel verhogen van de beleidsrente extra kostbaar maakte. Tegelijkertijd verlaagde politieke onzekerheid de gepercipieerde baten van deelname aan het Europese monetaire systeem. Door het politieke gesteggel in de zomer van 1992 lieten politici de indruk ontstaan dat binnenlandse belangen prevaleerden boven het externe beleid, de markt trok de in haar ogen onvermijdelijke conclusie.

Dat de baten van monetaire eenwording afnamen in een tijd waar de kosten als hoog beschouwd werden, is echter niet het hele verhaal. Na de jaren van financiële liberalisatie, groei van het internationale financiële systeem, en toename van de kredietgroei sinds het uiteenvallen van *Bretton Woods*, konden de kosten van de crisis razendsnel verder oplopen door het gedrag van marktpartijen. Een moderne financiële economie kent vele mechanismes waardoor economische agenten elkaar beïnvloeden met hun gedrag, zoals bij het waarderen van posities op marktwaarde, het vragen van bijstortingen op *margin*-rekeningen bij oplopende volatiliteit, of het weigeren van het aangaan van open posities in tijden van financiële stress. Een negatieve spiraal van onzekerheid doet dan steeds meer marktpartijen vluchten uit als onveilig beschouwde activa, zoals een zwakke valuta. In zo'n omgeving ontstaat lang niet alle speculatieve druk uit een speculatiemotief: wanneer pensioenfondsen hun posities herzien en zwakke valuta verkopen, of goederenhandelaren zich indekken tegen valutaschommelingen via termijncontracten, heeft dit per saldo hetzelfde effect als het gedrag van speculanten. Omdat het gedrag van marktpartijen de kosten van het in stand houden van de wisselkoers voor beleidsmakers steeds verder opjaagt, zullen deze uiteindelijk capituleren.

In deze zin was de EMS-crisis wellicht, zoals Eichengreen (2000) betoogt, de eerste crisis waarin door mondialiserende kapitaalmarkten veroorzaakte spanningen zo duidelijk op de voorgrond traden. Deze spanningen liepen zo hoog op dat wisselkoerskoppelingen ongedaan werden gemaakt die onder de prevalerende economische omstandigheden in principe houdbaar geweest zouden moeten zijn. Dit is de casus gemaakt door Obstfeld (1996), die in dit kader wijst op het bijzondere koersverloop van de Franse franc: opvallend daarin is niet alleen de prijsbeweging die leidt tot de val van de munt in augustus 1993, maar vooral ook de snelle terugkeer naar nagenoeg dezelfde koers als voor de crisis aan het begin van 1994. Ook verschillende andere auteurs hebben gewezen op het *self-fulfilling* karakter van valutacrisis (zie ook Eichengreen 2000; Eichengreen en Wyplosz 1993; Jeanne 1997, 1998; en later – in de context van de Aziëcrisis – ook Krugman 1999).

Een implicatie hiervan is dat het gezamenlijke gedrag van marktpartijen sociaal onwenselijke kosten met zich mee kan brengen. Deze kosten komen uiteindelijk neer op het bestaan van (negatieve) externaliteiten: marktonrust leidt tot een sneeuwbal effect dat forse prijsbewegingen veroorzaakt, en uiteindelijk een onnodige valutacrisis. Het is van belang dat beleidsmakers de zelfbestendige mechanismes doorgronden en begrijpen hoe deze kunnen leiden tot plotselinge en grote volatiliteit, terwijl zij niet de diepere oorzaak van de crisis zijn. Enerzijds kan het bestaan van sociale kosten ingrijpen tijdelijk legitimeren, bijvoorbeeld het verhogen van de kosten van speculatie. Anderzijds wijst dit op de noodzaak de economische omgeving voldoende robuust te maken opdat zelfbestendige spiralen niet meer kunnen ontstaan.

Figuur 3 Koersbeweging^a van de Franse franc (stijging is een depreciatie)



^a De onderbroken lijn toont de bovengrens van de wisselkoersband met de Duitse mark.

Het bestaan van externaliteiten op financiële markten betekent namelijk niet dat beleidsmakers geen blaam treft. De door beleidsmakers gecreëerde economische en politieke omgeving speelt een rol bij het ontstaan van valutacrisis. In de Europese Gemeenschap waren het een combinatie van binnenlandse economische problemen, de deels hierdoor ingegeven non-coöperatieve houding van beleidsmakers van verschillende landen bij het bestrijden van de onrust op valutamarkten, en de zwakke institutionele vormgeving van het ERM, die uiteindelijk de voedingsbodem schieden voor de EMS-crisis. In latere crisis, zoals de Tequilacrisis van 1994 en de Aziëcrisis van 1997 is zowel de economische, institutionele en financiële context

van crises als de rol van financiële markten steeds duidelijker zichtbaar geworden, terwijl de depreciatie van de munt steeds meer als symptoom wordt beschouwd.

6 Slotwoord

Eichengreen (1996) trok uit de EMS-crisis de conclusie dat er een spanning bestaat tussen mondialiserende kapitaalmarkten en het feit dat politici in een democratie een voortdurende kosten-batenafweging maken, waarbij het binnenlands beleid soms prevaleert boven het wisselkoersbeleid. Hij voorspelde dat deze spanning zou leiden tot een ‘bipolaire’ wereld, waarin steeds meer wisselkoersen ofwel zweven, ofwel hun wisselkoerskoppelingen zoveel mogelijk onherroepelijk zijn gemaakt. Een lichtpunt uit de EMS-crisis is dat zij het Europees project uiteindelijk niet heeft beëindigd. De landen hebben in plaats daarvan de onvermijdelijke stap vooruit gezet en de onderlinge wisselkoersen inderdaad onherroepelijk vastgeklonken door een gezamenlijke munt in te voeren.

De huidige crisis in Europa is geen valutacrisis, maar wel een betalingsbalanscrisis binnen een monetaire unie. Deze crisis volgde op een jarenlange verslechtering van zowel concurrentiepositie als budgettair beleid van enkele, met name perifere, landen. Toch kan zij – althans deels – beschouwd worden langs de in dit artikel geschetste lijnen van economische en politieke kosten en baten en zelfvervullende spiralen. Net als tijdens de EMS-crisis erodeert het politieke en publieke draagvlak voor het Europees project en raakt het vertrouwen van markten in het voortbestaan ervan aangetast. Een bankencrisis en verslechterend economisch klimaat maakt het ‘verdedigen’ van de muntunie economisch en politiek kostbaar. Gebrek aan marktvertrouwen in een daadkrachtige oplossing voor de crisis drijft de kosten op: perifere economieën krimpen en de rente op staatsobligaties zijn onhoudbaar hoog. De combinatie leidt tot grote spanningen op financiële markten. Zoals tijdens de EMS-crisis is een deel van deze spanningen *self-fulfilling* en zijn de sociale kosten dus groter dan nodig. De ECB heeft inmiddels, binnen haar mandaat, een aantal keer ingegrepen op financiële markten om spanningen te verminderen, maar het effect daarvan is tijdelijk en lost de onderliggende problemen in de muntunie niet op.

Het grootste gevaar van de huidige crisis in Europa is dat zij bij marktpartijen leidt tot de vraag of alle eurolanden zich binnen de muntunie zullen kunnen handhaven. Dit trekt de onherroepelijkheid van de muntunie in twijfel en leidt precies tot het dilemma waar Eichengreen op wees. Het valt te hopen dat beleidsmakers in de huidige crisis deze spanningen uiteindelijk wél kunnen bezweren.

Auteur

Tijmen Daniëls (e-mail: tijmend@gmail.com) is werkzaam als econoom bij de Nederlandse Bank.

Literatuur

- Bech, M., 2012, FX volume during the financial crisis and now, *BIS Quarterly Review*, 33-43.
- BIS, 2011, Triennial central bank survey: Report on global foreign exchange market activity in 2010.
- Buiter, W.H., G. Corsetti en P.A. Pesenti, 1998, Financial Markets and European Monetary Cooperation. The lessons of the 1992-93 Exchange Rate Mechanism Crisis. Japan-U.S. Center monographs on international financial markets. Cambridge etc., Cambridge University Press.
- Daniëls, T.R., H. Jager en F. Klaassen, 2009, Defending against speculative attacks: A hybrid model of exchange market pressure and crises. SFB-649, Discussion Paper 2009-011, Humboldt Universiteit Berlijn.
- Daniëls, T.R., H. Jager en F. Klaassen, 2011, Currency crises with the threat of an interest rate defence, *Journal of International Economics*, vol. 85(1): 14-24.
- Eichengreen, B., 1996, Globalizing Capital. A History of the International Monetary System. Princeton: Princeton University Press.
- Eichengreen, B., 2000, The EMS crisis in retrospect. NBER Working Papers 8035, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Eichengreen, B., A.K. Rose en C. Wyplosz, 1995, Exchange market mayhem: The antecedents and aftermath of speculative attacks, *Economic Policy*, vol.10: 249-312.
- Flood, R.P. en O. Jeanne, 2005, An interest rate defense of a fixed exchange rate? *Journal of International Economics*, vol. 66: 471-84.
- Flood, R. en A. Rose (1995). Fixing exchange rates a virtual quest for fundamentals, *Journal of Monetary Economics*, vol. 36: 3-37.
- Friedman, M., 1953, The case for flexible exchange rates, in: M. Friedman (ed): Essays in Positive Economics, 157-203, Chicago, London: The University of Chicago Press.
- Girton, L. en D. Roper, 1977, A monetary model of exchange market pressure applied to the postwar Canadian experience, *American Economic Review*, vol. 67: 537-48.
- Goldstein, M., D. Folkers-Landau, P. Garber, L. Rojas-Suárez en M. Spencer, 1993a, International Capital Markets, chapter 3: Prologue to the ERM Crisis: "convergence play", 8-10, Washington: International Monetary Fund.
- Goldstein, M., D. Folkers-Landau, P. Garber, L. Rojas-Suárez en M. Spencer, 1993b, International Capital Markets, annex IV: Mechanics of Speculative Attacks, 40-3, Washington: International Monetary Fund.
- Jeanne, O., 1997, Are currency crises self-fulfilling?: A test, *Journal of International Economics*, vol. 43: 263-86.
- Jeanne, O., 1999, Currency crises: A perspective on recent theoretical developments, Discussion Paper 2170, CEPR.
- Klaassen, F., en H. Jager, 2007, Model-free measurement of exchange market pressure. Tinbergen Institute Discussion Papers 06-112/2, Tinbergen Institute.
- Krugman, P., 1979, A model of balance-of-payments crises, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 11: 311-25.
- Krugman, P., 1999, Balance sheets, the transfer problem, and financial crises, *International Tax and Public Finance*, vol. 6: 459-72.
- Lahiri, A., en C.A. Végh, 2003, Delaying the inevitable: Interest rate defence and balance of payments crises, *Journal of Political Economy*, vol. 111: 404-24.
- Lahiri, A., en C.A. Végh, 2007, Output costs, currency crises and interest rate defence of a peg, *Economic Journal*, vol. 117(516): 216-39.

-
- Lichetta, M., 2010, Common determinants of currency crises: Role of external balance sheet variables, Bank of England Working Paper 366.
- Lyons, R.K., 2001, The microstructure approach to exchange rates, Cambridge: The MIT Press.
- Meese, R., en K. Rogoff, 1983, Empirical exchange rate models of the seventies: Do they fit out of sample? *Journal of international economics*, vol. 14: 3-24.
- Obstfeld, M., 1986, Rational and self-fulfilling balance-of-payments crises, *American Economic Review*, vol. 76(16): 72-81.
- Obstfeld, M., 1996, Models of currency crises with self-fulfilling features, *European Economic Review*, 40: 1037-47.
- Rose, A.K., en L.E.O. Svensson, 1994, European exchange rate credibility before the fall. *European Economic Review*, vol. 38: 1185-216.
- Weymark, D., 1995, Estimating exchange market pressure and the degree of exchange market intervention for Canada, *Journal of International Economics*, vol. 39(3-4): 273-95.