

2013-10-14

PERSCOMMUNIQUÉ

De kwetsbaarheid van twee monetaire stelsels: Het Europees Monetair Stelsel en het eurogebied door Paul De Grauwe en Yuemei Ji

NBB Working Paper No 243 - Research Series

Het Europees Monetair Stelsel (EMS) en het eurogebied zijn monetaire stelsels die enkele gelijkenissen vertonen. De belangrijkste gelijkennis is hun kwetsbaarheid.

Het EMS, dat bestond tussen 1979 en 1999, was een stelsel van vaste wisselkoersen waarbij nationale centrale banken zich ertoe verbonden hun passiva tegen een vastgelegde prijs te converteren in een vreemde valuta, de facto de Duitse mark. Het probleem bij deze belofte bestond erin dat de centrale banken niet over een onbeperkte hoeveelheid Duitse marken beschikten. Het gevolg was dat wanneer beleggers eraan twijfelden of de centrale bank deze conversie bij gebrek aan Duitse marken wel zou kunnen uitvoeren, er een run op de centrale bank ontstond die de crisis op een zelfvoedende manier genereerde.

De ontwerpers van het eurogebied waren van oordeel dat ze dit geloofwaardigheidsprobleem konden oplossen door de nationale munten af te schaffen en op die manier de verbintenis om nationale valuta's te converteren in Duitse marken te elimineren. Maar daarmee verschoven ze het geloofwaardigheidsprobleem van de valutamarkten naar de overheidsobligatiemarkten.

In het eurogebied kregen de nationale regeringen met hetzelfde probleem te maken als de nationale centrale banken in het EMS, namelijk dat zij zich ertoe verbonden hun passiva (overheidsobligaties) te converteren in een 'vreemde' valuta (de euro) waar ze geen controle over hebben. Bij gebrek aan een *liquidity backstop* op de overheidsobligatiemarkten bleek dit eenzelfde probleem van kwetsbaarheid op te leveren als in het EMS: wanneer beleggers vreesden dat een regering niet over voldoende euro's zou beschikken om obligaties op hun vervalddag uit te betalen, ontstond er een run op die regering (De Grauwe (2011)).

In deze paper vergelijken we de kwetsbaarheid van deze twee monetaire stelsels. We doen dit voornamelijk door het verloop van de rente-spreads te analyseren (zowel op de interbancaire geldmarkt als op de overheidsobligatiemarkten). We hanteren bestaande theorieën om deze spreads te verklaren. Er wordt aangetoond dat het verloop van bepaalde spreads in periodes van crisis in beide monetaire stelsels vaak wordt gedomineerd door tijdsafhankelijke marktsentimenten die de spreads van hun onderliggende fundamentals doen afwijken.

Nog een doelstelling van deze paper bestaat erin de hypothese te testen dat deze zelfvoedende crisissen, zoals wordt geïllustreerd door de afwijkende spreads, gericht zijn op dat deel van het financiële stelsel waar geen geloofwaardige *lender of last resort* aanwezig is. In het EMS was er geen geloofwaardige lender of last resort op de valutamarkt terwijl die in het eurogebied ontbrak op de overheidsobligatiemarkten.

Onze conclusie luidt dat in het EMS de nationale centrale banken zwak en kwetsbaar waren, en dat de nationale regeringen van deze zwakte werden afgeschermd door het feit dat zij elk hun eigen nationale munt behielden. In het eurogebied werden de rollen omgedraaid. De nationale centrale banken die in het Eurosysteem stapten en elkaar onvoorwaardelijk steunden, werden versterkt.

In 2012 besliste de ECB de lender of last resort te worden op de overheidsobligatiemarkten, tegen de achtergrond van haar programma van Rechtstreekse Monetair Transacties (OMT). Door deze beslissing kwamen de markten onmiddellijk opnieuw tot rust en namen de spreads op overheidsobligaties in het eurogebied snel af (zie De Grauwe en Ji (2013)). De macht van de ECB om angst en paniek op de markten te pareren, is dus groot. Dat is goed nieuws voor de toekomst van het eurogebied. Maar tot dusver oefende de ECB die macht alleen maar uit middels aankondigingen. Het is duidelijk dat als het marktsentiment opnieuw zou omslaan de ECB het dan niet bij louter woorden zal kunnen laten.