



## Dubbele koppeling, half zo goed?

**Auteur(s):**

Haffner, R.C.G.

*Ministerie van Financiën, directie Buitenlandse Financiële Betrekkingen en OCFEB. Met dank aan vele collega's voor discussie en commentaar.***Verschenen in:**

ESB, 86e jaargang, nr. 4337, pagina 927, 30 november 2001

**Rubriek:****Trefwoord(en):**

monetair, beleid

*Gemengde currency boards zijn een instrument om de monetaire stabiliteit in een land te vergroten. De voordelen van dit regime zijn niet evident groter dan de nadelen.*

Een currency board is een monetair regime waarbij de monetaire autoriteiten aan uiterst stringente regels zijn gebonden. In zijn meest zuivere vorm onderhoudt een currency board een gegarandeerde vaste wisselkoers met een ander land (het 'ankerland') waarbij de binnenlandse verplichtingen van de currency board (de basisgeldhoeveelheid) voor honderd procent worden gedekt met deviezenreserves, luidend in de valuta waaraan wordt gekoppeld<sup>1</sup>. Deze reserves worden aangehouden om duidelijk te maken dat de currency board kan voldoen aan de plicht om de nationale munt om te wisselen in de reservevaluta. Deze omwisselplicht wordt wettelijk vastgelegd. Currency boards, die voor het eerst werden waargenomen in de negentiende eeuw in de Britse koloniën, zijn begin jaren negentig weer in de belangstelling gekomen als instrument voor het stabilisatiebeleid om de inflatie onder controle te krijgen. Argentinië, Estland, Bulgarije en Litouwen zijn landen waar currency boards werden geïntroduceerd.

Recent is in het kader van de discussie over de houdbaarheid van de Argentijnse currency board de aandacht gevestigd op zogenaamde gemengde currency boards. Daarbij wordt gekoppeld aan de zwakste van twee of meer reservevaluta's of aan een mandje van ankervaluta's. Voordeel van deze gemengde currency boards zou zijn dat deze meer flexibiliteit kennen dan een gewone currency board, terwijl de potentiële baten die een gewone currency board biedt in termen van macroeconomische en wisselkoersstabiliteit, behouden blijven.

In dit artikel bezien we deze gemengde currency boards op hun merites.

### Duale currency board

In een recent IMF werkdokument wordt een duale currency board bepleit<sup>2</sup>. In tegenstelling tot een gewone currency board, garandeert een duale currency board de omwisselbaarheid van de nationale valuta met twee reservemunten tegen een wettelijk vastgelegde koers. De centrale bank (oftewel de currency board) is bijvoorbeeld verplicht om de binnenlandse valuta om te wisselen in ofwel één dollar ofwel één euro. De totale reserves van de centrale bank (gewaarderd tegen de gegarandeerde koersen) dekken in de meest strikte vorm van een duale currency board altijd tenminste de basisgeldhoeveelheid.

#### *Beschikbaarheid valuta bepalend*

Kern van het systeem van het duale board is echter dat deze omwisselplicht afhankelijk is van de beschikbaarheid van de reservevaluta. Als bijvoorbeeld de centrale bank geen dollarreserves meer heeft, kan het publiek te allen tijde de andere reserve-valuta, de euro, verkrijgen tegen de gegarandeerde koers. De koersverhouding van de beide reservevaluta van het duale currency board is wettelijk verankerd en hoeft dus niet gelijk te zijn aan de koersverhouding op de valutamarkt. Zoals nog toegelicht zal worden, betekent een en ander dat de nationale munt feitelijk altijd gekoppeld is aan de meest gedevalueerde ankervaluta.

#### *Werking*

De werking van een duale currency board kan het beste geïllustreerd worden aan de hand van een voorbeeld. Stel dat een land als Argentinië op 1 januari 1999 van start was gegaan met een duale currency board waarin de officiële koersverhouding peso:dollar:euro 1:1:1 is. Met andere woorden, 1 peso kan te allen tijde bij de centrale bank worden omgewisseld in ofwel 1 dollar of 1 euro, maar dit hangt wel af van de beschikbaarheid van de reservevaluta.

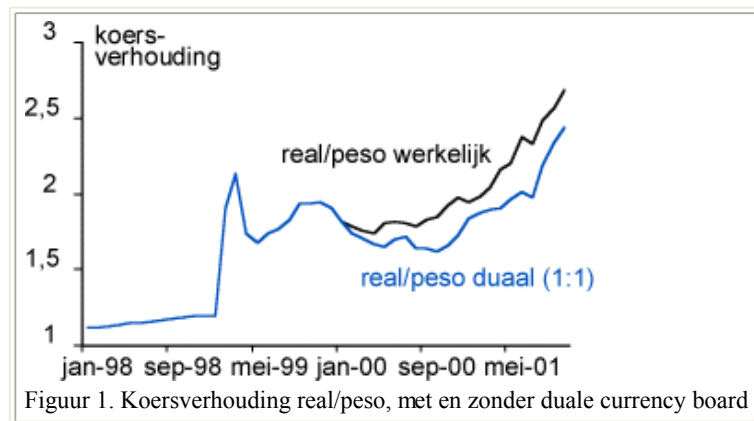
Op 1 januari 1999 is de eurokoers 1,17 dollar. Op dat moment heeft de centrale bank geen euro's voorradig, omdat marktpartijen deze euro's al opgevraagd hebben. Immers, als deze wel voorradig zouden zijn, dan zou een winst te behalen zijn door bijvoorbeeld 100 pesos om te wisselen in 100 euro, de euro's te verkopen voor 117 dollar, en de 117 dollar vervolgens weer terug te wisselen in 117 pesos. Daarom zijn tegen de koers van 1,17 dollar per euro alleen dollars bij de centrale bank te verkrijgen in ruil voor pesos.

Naarmate de dollar in de loop van 1999 apprecieert, heeft dit aanvankelijk geen gevolgen voor de duale currency board. Tot en met januari 2000 blijft de peso gekoppeld aan de dollar. Vanaf februari 2000 ligt de euro echter beneden pariteit, zodat een arbitrageproces op

gang komt waarbij pesos worden geruild voor dollars bij de duale currency board, de dollars vervolgens omgewisseld worden voor euro's op de markt, waarna de euro's weer teruggeruild worden bij de bank. Op een gegeven moment heeft de centrale bank geen dollar-reserves meer; vanaf dan kunnen pesos uitsluitend nog tegen euro's omgewisseld worden bij de centrale bank.

### Effect op concurrentiepositie

Wat is nu het effect van de duale currency board op de concurrentiepositie? Dit illustreren we met [figuur 1](#), waarbij we opnieuw uitgaan van een veronderstelde invoering van deze currency board in Argentinië in 1999. In [figuur 1](#) bezien we het verloop van de koersverhouding tussen de Braziliaanse real en de Argentijnse peso, als de koers van beide munten in dollars wordt uitgedrukt. Deze koersverhouding is relevant omdat Brazilië de belangrijkste exportmarkt is voor Argentinië; dertig procent van de Argentijnse export gaat naar Brazilië.



Begin 1999 laat de figuur duidelijk de scherpe depreciatie van de real ten opzichte van de peso zien. Vervolgens vallen tot en met januari 2000 de beide koersverhoudinglijnen samen (in beide regimes koppeling aan de dollar). Vanaf februari 2000, als de euro beneden pariteit valt, gaat het duale board koppelen aan de euro waardoor de peso met de euro mee kan depreciëren ten opzichte van de dollar en de real. In dat geval gaan marktpartijen namelijk pesos inruilen voor dollars bij de centrale bank, de dollars op de markt verkopen voor euro's, en deze euro's vervolgens weer bij de centrale bank inruilen voor pesos. Afgezien van transactiekosten levert dit een winst op. Hierdoor heeft de centrale bank uiteindelijk alleen euro's als reservevaluta.

De depreciatie van de euro ten opzichte van de dollarpariteit loopt in de onderzochte periode op tot zo'n vijftien procent. Door de recente appreciatie van de euro is het koersverschil ten opzichte van pariteit echter afgenomen naar zo'n tien procent. Met de duale currency board had Argentinië een iets betere prijsconcurrentiepositie ten opzichte van haar belangrijkste handelspartner Brazilië gehad.

Het beschreven arbitrageproces kan ook nog eens voor een zekere stabilisatie van de euro/dollar-koers zorgen rondom de vastgestelde koersverhouding. Uiteraard hangt dit af van de omvang van de Argentijnse reserves ten opzichte van de totale omzet in de euro/dollarmarkt.

### Potentiële voordelen

Een duale currency board kent dezelfde potentiële voordelen als een gewone currency board (toegenomen geloofwaardigheid, lagere inflatie en rente) <sup>3</sup>.

### Beter bestand tegen schokken

Additioneel voordeel van een duale currency board ten opzichte van een gewone currency board is een grotere resistentie tegen asymmetrische schokken. Immers, met de huidige gediversifieerde handelspatronen wordt noodzakelijkerwijs een groot deel van de handel niet verricht in de valuta van de currency board. Zo laat [tabel 1](#) zien, dat de meeste ontwikkelende landen doorgaans minder dan de helft van de handel afwikkelen met één van de drie belangrijkste uitgevers van reservevaluta (de vs, de eurozone en Japan), vaak zelfs minder dan een kwart <sup>4</sup>. Een currency board zou deze landen dan kwetsbaar maken voor grote veranderingen in de koers van de reservevaluta. Zo kan de sterke appreciatie van de dollar ten opzichte van bijna alle andere valuta in de afgelopen jaren, negatieve gevolgen hebben voor de concurrentiepositie van landen die aan de dollar koppelen. Litouwse exporteurs hebben bijvoorbeeld veel hinder ondervonden van het feit dat de Litouwse currency board koppelt aan de dollar. Achteraf bezien hadden de Litouwse autoriteiten wellicht beter aan de Duitse mark of de euro kunnen koppelen, zoals dat in Estland het geval is.

**Tabel 1. Handelsaandelen van enkele ontwikkelende economieën**

	aandeel van de handel in % met		
	VS	eurozone	Japan
<i>Latijns-Amerika</i>			
Argentinië	14,2	20,0	3,7
Brazilië	21,7	24,8	5,0
Chili	18,8	17,9	8,8
Mexico	77,8	5,9	2,6
Venezuela	43,0	10,8	2,5
Azië			

China	17,5	11,4	15,0
Hong Kong	15,2	8,8	9,0
Indonesië	12,8	12,7	17,3
Maleisië	18,1	9,0	12,9
Thailand	17,1	12,0	17,2
<i>Afrika</i>			
Ghana	7,2	34,0	3,0
Kenia	5,4	17,9	4,3
Marocco	5,1	57,1	2,0
Nigeria	25,8	29,3	1,7
Zuid-Afrika	10,5	25,6	6,1
Zimbabwe	4,1	13,6	4,5
<i>Midden- en Oost-Europa</i>			
Tsjechië	2,1	54,9	0,6
Estland	2,9	43,3	0,7
Hongarije	4,0	65,5	1,8
Litouwen	2,9	32,7	1,3
Polen	2,3	59,2	0,6
Rusland	7,8	28,1	2,6

Bron: S.E. Oppers, Dual currency boards: a proposal for currency stability, IMF Working Paper WP/00/199, december 2000, <http://www.imf.org>.

### *Afhankelijkheid vermindert*

Een duale currency board biedt de mogelijkheid om naast de valuta van de belangrijkste handelspartner (met een stabiele valuta) nog een andere ankervaluta te kiezen. Het ligt dan voor de hand om de munt van een tweede belangrijke handelspartner te kiezen, mits in dat land een op stabiliteit gericht monetair beleid wordt gevoerd. Hierdoor kan de afhankelijkheid van één specifiek ankerland afnemen. Een sterke appreciatie van de ene ankervaluta kan er (afhankelijk van de officiële koersverhouding) immers voor zorgen dat wordt overgegaan op de andere ankervaluta. Dit kan de concurrentiepositie versterken. Overigens moet dit voordeel ook niet worden overdreven; het staat of valt met de gekozen officiële koersverhouding. Als de officiële koersverhouding ongelukkig wordt gekozen, kan het zijn dat de duale currency board tijdens zijn levensduur nooit van ankervaluta wisselt, ondanks een grote koersbeweging van de ankervaluta.

### *Wisselkoersstabiliteit*

Een ander, meer theoretisch voordeel van een duale currency board is de mogelijke bevordering van de wereldwijde wisselkoersstabiliteit. Dit zou het geval kunnen zijn als meerdere (met name grote) landen zouden kiezen voor een duaal board. Immers, het arbitrageproces dat rondom de officiële koersverhouding op gang komt zou kunnen zorgen voor een zekere stabilisatie van de werkelijke koersverhouding rondom de officiële verhouding. Aangezien de overgang naar een (duale) currency board impliceert dat geen onafhankelijk monetair beleid meer gevoerd kan worden, is het echter niet waarschijnlijk dat een land met een relatief groot economisch gewicht ooit een dergelijk wisselkoersregime zou invoeren.

### **Mogelijke nadelen**

Een duale currency board kent grotendeels dezelfde nadelen als een gewone currency board, zoals de (nog steeds) beperkte flexibiliteit van de wisselkoers, het niet kunnen voeren van een zelfstandig monetair beleid en een beperkte of zelfs afwezige 'lender of last resort'-functie. Aangezien in een currency board de reserves als dekking moeten worden gebruikt voor de basisgeldhoeveelheid, kan de centrale bank slechts in beperkte mate krediet verlenen aan een bank met een tekort aan liquiditeiten. De geldhoeveelheid wordt in een currency board geheel bepaald door wijzigingen in de voorraad internationale reserves, welke per definitie voortvloeien uit de saldi van de lopende rekening en de kapitaalrekening van de betalingsbalans.

### *Destabilisering*

Tegen een duale currency board is een aantal specifieke bezwaren te noemen. Ten eerste kan het leiden tot massale speculatie, met potentieel destabiliserende gevolgen. Dit komt doordat er een 'riskfree bet' kan ontstaan als de werkelijke koersverhouding van de gekozen valuta in de buurt komt van de officiële koersverhouding. Dit kan als volgt geïllustreerd worden. Stel dat in de uitgangssituatie de euro de zwakste munt is, bijvoorbeeld 1 euro = 0,99 dollar. Iemand die 100 peso's in bezit heeft, kan deze omruilen voor 100 euro (dat is de munt die de bank op dat moment in voorraad heeft). Er kunnen zich nu twee situaties voordoen:

» de euro apprecieert, naar bijvoorbeeld 1 euro = 1,1 dollar. De 100 euro worden op de valutamarkt voor 110 dollar omgewisseld, vervolgens worden er 100 dollar bij de centrale bank teruggewisseld in 100 peso (de oorspronkelijke belegging). Het restant (10 dollar = 10 peso) is winst.

» de euro deprecieert. De duale currency board blijft aan de euro gekoppeld. De koers blijft 1 peso = 1 euro. De 100 euro kunnen gewoon weer teruggewisseld worden in 100 peso. Gevolg: geen verlies.

Zodra er verwachtingen zijn dat de euro zal appreciëren, is het rationeel om massaal 'in te stappen' in de ankervaluta ('euroisering'). Zeer kleine appreciatieverwachtingen kunnen dan in potentie leiden tot grote kapitaalbewegingen. Dit kan negatieve gevolgen hebben voor de financiële markten, bijvoorbeeld omdat het renteniveau rare sprongen maakt (afhankelijk van vraag- en aanbodverhoudingen) als de officiële koersverhouding wordt genaderd. Dit kan ook tot aanpassingskosten leiden, omdat bedrijven en particulieren zich steeds moeten richten op een andere ankervaluta.

### *Ongeloofwaardige koersverhouding*

Een tweede bezwaar tegen een duale currency board is dat de gekozen officiële koersverhouding tussen de beide ankervaluta mogelijk niet geloofwaardig is. Stel bijvoorbeeld dat het arrangement op 1 januari 1999 van start was gegaan met een toen realistische officiële koersverhouding van 1 euro = 1,20 dollar. Met de depreciatie van de euro was de marktkoersverhouding steeds verder af komen te liggen van de officiële koersverhouding. Dit kan ertoe leiden dat de gekozen officiële koersverhouding ter discussie komt te staan. Dit creëert extra wisselkoersonzekerheid, hetgeen zal leiden tot een hogere rente dan bij een gewone currency board. De geloofwaardigheid van de officiële koersverhouding kan vergroot worden door hiervoor wettelijke regels vast te stellen (bijvoorbeeld: de officiële koersverhouding mag maximaal 25 procent afwijken van de werkelijke koersverhouding, zodat deze in voorkomende gevallen met de marktkoers 'meeloopt').

### Extra inflatie

Een ander nadeel is dat een koppeling aan de meest gedevalueerde valuta ervoor zorgt dat er extra inflatie komt (in vergelijking met een gewone currency board). Ook om deze reden zal de rente bij een duale board hoger liggen dan bij een gewone currency board.

### Conclusie

De keuze van het juiste wisselkoersregime is afhankelijk van de specifieke situatie en omstandigheden van een land. Als eenmaal de keuze voor een currency board is gemaakt, kan een gemengde currency board overwogen worden. De baten van een duale currency board lijken echter beperkt. Het belangrijkste voordeel is dat een economie wordt beschermd tegen extreme wisselkoersbewegingen van de ankervaluta. Of dit voordeel zich daadwerkelijk voordoet, hangt af van de keuze van de officiële koersen. Als deze koersen ongelukkig zijn gekozen, zullen zelfs extreme koersbewegingen van de ankervaluta niet leiden tot een overstap naar de andere ankervaluta.

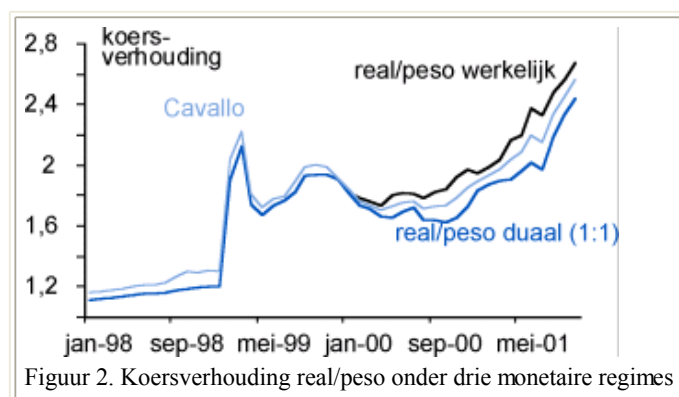
Belangrijkste nadelen van een duale currency board zijn de lagere geloofwaardigheid, de lagere transparantie, de hogere rente en de neiging om (als de marktkoersverhouding de officiële koersverhouding nadert) massaal in te stappen in één van de ankervaluta. Onbedoeld kan een dergelijke currency board dan leiden tot dollarisering of euroïsering. Juist in die landen, waar een currency board wordt gekozen om geloofwaardigheid te creëren door het monetaire beleid van het ankerland te importeren, lijkt de keuze voor een duale currency board dan ook minder verstandig.

---

## Monetair arrangement in Argentinië: koppeling aan een mandje

Op voorstel van minister van Financiën Cavallo is recent een wetsvoorstel in Argentinië aangenomen waarin de peso wordt gekoppeld aan een mandje dat voor de helft bestaat uit euro's en voor de helft uit dollars. Deze dubbele convertibiliteit zal van kracht worden als de euro pariteit met de dollar bereikt. Voor zover bekend is dit voor het eerst dat een currency board met een dubbele convertibiliteit wordt ingesteld.

In dit systeem leidt een depreciatie van de euro ten opzichte van de dollar ertoe dat ook de peso ten opzichte van de dollar deprecieert. Om de werking van dit systeem te illustreren, toont [figuur 2](#) het koersverloop van de Argentijnse peso ten opzichte van de real, ervan uitgaande dat het nieuwe monetaire regime al op 1 januari 1998 van kracht is geworden. Tot en met januari 2000 zou in het plan-Cavallo de peso relatief duurder zijn dan in werkelijkheid het geval is geweest. Vanaf februari 2000 (nadat de euro door pariteit is gezakt) is de peso relatief goedkoper dan bij volledige koppeling aan de dollar. Ter vergelijking is tevens het koersverloop onder de duale currency board in de figuur opgenomen.



Figuur 2. Koersverhouding real/peso onder drie monetaire regimes

Het Cavallo-plan kent een aantal voordelen ten opzichte van het oude regime (currency board gekoppeld aan de dollar). Zo leidt een koppeling aan een mandje ertoe, dat de wisselkoers beter overeenstemt met het handelspatroon van Argentinië. Specifiek voordeel in de Argentijnse situatie is dat gedeeltelijke koppeling aan de euro ervoor kan zorgen dat ófwel de concurrentiepositie van de Argentijnse economie verbetert (depreciatie euro), ófwel de Argentijnse schuldenlast vermindert (appreciatie euro). Een depreciatie tot onder pariteit, verbetert de concurrentiepositie van de Argentijnse economie, waardoor men gemakkelijker de vereiste deviezen kan verdienen om de buitenlandse schuld af te betalen. Tevens kan dit wellicht langdurige en pijnlijke neerwaartse aanpassingen in lonen en prijzen beperken.

Belangrijk nadeel is dat een depreciatie van de peso ten opzichte van de dollar de pesowaarde van de schulden doet stijgen. Aangezien de totale externe schuld als percentage van de exporten meer dan vierhonderd procent bedraagt (waarvan tweederde in dollars), lijkt een depreciatie van de peso ten opzichte van de dollar per saldo negatief uit te pakken, tenzij de schulden worden geherstructureerd. Als de euro na het bereiken van de pariteit met de dollar verder doorstijgt, neemt de pesowaarde van de schuldenlast juist af. Dit gaat echter ten koste van de Argentijnse concurrentiepositie.

Naast voordelen kent een currency board met een koppeling aan een mandje echter ook nadelen. Ten eerste ontstaat net als bij een duale currency board een groter wisselkoersrisico, wat tot uitdrukking zal komen in een hogere rente. Ten tweede is een dergelijk gemengd regime minder transparant en mogelijk ook minder geloofwaardig dan een gewone currency board. De lagere geloofwaardigheid blijkt bijvoorbeeld uit het feit dat het debat over de aanpassing van het Argentijnse monetaire regime de onzekerheid onder investeerders alleen maar heeft vergroot. Hierdoor is twijfel ontstaan over het commitment van de Argentijnse regering om vast te houden aan de currency board. Maar ook landen die vanuit een flexibele wisselkoers overstappen naar een currency board-mandje zullen mogelijk minder geloofwaardig zijn. Immers, als het principe van een mandje eenmaal is geaccepteerd, is het slechts een kleine stap om de onderlinge verhouding van de munten in het mandje aan te passen.

Al met al kan het zekere voordelen hebben om aan een mandje te koppelen, ook al is dit mogelijk (iets) minder geloofwaardig. Veel zal afhangen van het politieke commitment dat het gemengde currency board krijgt en de reputatie van de monetaire autoriteiten.

---

**1** R. Eckhart en K.H.W. Knot, Currency boards: een permanent of een tijdelijk fenomeen? *Financiële en monetaire studies*, Wolters Noordhoff, Groningen, 1999.

**2** S.E. Oppers, *Dual currency boards: a proposal for currency stability*, IMF werkdokument WP/00/199, december 2000, zie <http://www.imf.org>.

**3** Of deze voordelen in de praktijk gerealiseerd worden, hangt af van de kwaliteit van het gevoerde beleid (begrotingsdiscipline, flexibiliteit markten, externe schuldenpositie).

**4** Eenzelfde patroon valt ook voor een aantal Afrikaanse landen en landen in het Midden-Oosten waar te nemen. Belangrijkste uitzonderingen zijn Mexico en enkele Midden- en Oost-Europese landen.