

Leven na de dollarstandaard

De Amerikaanse dollar speelt een speciale rol in het mondiale financiële bestel. Het grootste deel van de wereldhandel wordt afgewikkeld in dollars en de Amerikaanse munt is nog altijd de belangrijkste emissie- en reserve valuta. Nu de dollar al enkele jaren fors onder druk staat rijst echter steeds vaker de vraag: hoe lang kan de dollar zijn rol als spil van het internationale monetaire bestel nog spelen? Zijn er alternatieven?

Het stelsel van Bretton Woods

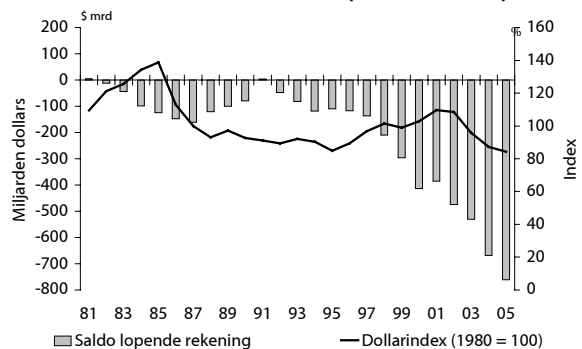
Door de eeuwen heen hebben de munten van de grote handelsnaties een belangrijke rol gespeeld in het internationale handelsverkeer. Voorbeelden zijn de Byzantijnse Solidus, de gulden (tijdens de Gouden Eeuw) en in de 19^e eeuw het Pond Sterling. In het verleden waren deze munten bijna altijd gebonden aan een edelmetaal, zoals goud of zilver. Het beroemdste voorbeeld is de Gouden Standaard, die grofweg van 1875 tot aan de Eerste Wereldoorlog goed heeft gefunctioneerd. In de jaren '30 ging de Gouden Standaard, waarin het Pond Sterling de hoofdrol speelde, echter definitief ter ziele. Na de Tweede Wereldoorlog werd daarom een nieuw stelsel ontworpen, met ditmaal de hoofdrol voor de Amerikaanse dollar: het stelsel van Bretton Woods. De valuta's van de deelnemende landen waren gekoppeld aan de dollar. Daarbij garandeerde de Federal Reserve Board de inwisselbaarheid van de dollar in goud. Dit stelsel heeft tot het einde van de jaren '60 gefunctioneerd. Toen begonnen sommige landen, waaronder Frankrijk, de Beneluxlanden en Zwitserland, hun ver opgelopen dollarreserves om te zetten in goud. Daarop besloten de Amerikanen in augustus 1971 om de inwisseling van de dollar in goud op te schorten en in 1973 te beëindigen. Sindsdien is sprake van een dollarstandaard, waarin geen formele rol meer is weggelegd voor het goud.

De dollarstandaard

Veel valuta's zijn tegenwoordig op de een of andere manier aan de dollar gekoppeld. Daarbij is de dollar voor zover bekend de eerste munt in de geschiedenis die de rol van wereldstandaard vervult zonder koppe-

ling aan goud of een ander edelmetaal. De dollar is de munt waarin tot op heden het grootste deel van de internationale handel wordt afgerekend. Dit betekent, dat iedere deelnemer aan het internationale handelsverkeer rechtstreeks of indirect over dollars moet beschikken. Daardoor groeit de behoefte aan dollars naarmate de wereldhandel in omvang toeneemt. Dit verschaft de Amerikanen tot op de dag van vandaag een enorm voordeel. De wereld heeft immers behoefte aan dollars voor de financiering van de internationale handel, het dekken van betalingsbalanstekorten en het aanhouden van reserves. Het land dat aan de bron zit van dollaractiva, de VS, ontvangt dus als het ware geldscheppingswinst (seigniorage) uit de schepping van dollars. Het is vooral daardoor dat de VS forse externe tekorten kunnen permitteren, zonder dat het land wordt afgestraft op de wijze die sommige Latijns Amerikaanse landen is overkomen. Nadat de koppeling aan het goud en de disciplinerende werking die daarvan uitging is verdwenen, lijkt het er zelfs op dat de Amerikanen onbeperkt tekorten kunnen blijven creëren. Dit hebben zij dan ook naar hartelust gedaan.

Figuur 1: Tekort op de Amerikaanse lopende rekening en de wisselkoers van de dollar (1980 – heden)



Toch mag worden betwijfeld of de Amerikaanse houding tot in lengte van dagen onbestraft zal blijven. De ervaring van het Pond Sterling leert immers, dat de status van wereldvaluta niet onveranderlijk is. In het geval van Sterling werd het verval bespoedigd door de Eerste Wereldoorlog, die in slechts enkele jaren tijd de economische en politiek-militaire kracht van Groot-Brittannië ondermijnde. In het geval van

de Amerikaanse dollar wordt de positie van de munt juist gestaag uitgehold door het gedrag van de Amerikanen zelf. De Amerikanen hebben sedert de nadagen van het stelsel van Bretton Woods in hun wisselkoersbeleid namelijk steevast gehandeld vanuit wat zij het Amerikaanse belang vonden. Het belang van de handelspartners werd daaraan telkens ondergeschikt gemaakt. Het duidelijkst werd dit verwoord door de Amerikaanse minister van Financiën, John Connally, in mei 1971: *'The dollar, our currency, your problem'*. Desondanks bleef de dollar tot op heden veruit de belangrijkste valuta ter wereld.

Wat maakt een munt tot wereldvaluta?

Om de rol van anker van het mondiale bestel te vervullen, moet een munt aan een serie voorwaarden voldoen. Daarbij draait het uiteindelijk om vertrouwen in de munt in kwestie; vertrouwen dat deze zijn waarde zal behouden. Vertrouwen ook, dat deze in de internationale handel wereldwijd wordt geaccepteerd. De voorwaarden hebben betrekking op de omvang, kracht en financiële soliditeit van de economie. Ook hebben zij te maken met politieke kracht, waarbij in het verleden ook de militaire macht van het betreffende land van belang was. Door de eeuwen heen was de belangrijkste munt steevast de valuta van het belangrijkste handelsland, en dit ging steevast gepaard met de krachtigste strijdmacht.

Deze factoren verklaren, dat de dollar zijn status als wereldvaluta ook na de val van het Bretton Woods stelsel kon behouden. De Verenigde Staten zijn 's werelds grootste economie en het land was begin jaren '70, toen het stelsel van Bretton Woods ophield te functioneren, nog steeds een belangrijke crediteurnatie. Verder is er tot op heden geen enkel land dat de Verenigde Staten in hun rol als politiek-militair leider van de Westerse wereld naar de kroon steekt.

Al met al was er begin jaren '70 geen geloofwaardig alternatief voor de dollar. De valuta's van landen met grote overschotten op de lopende rekening van de betalingsbalans, de Duitse mark en de Japanse yen, waren om meerdere redenen geen geschikte kandidaat. Als verliezers van de Tweede Wereldoorlog, was de politieke positie van Japan en Duitsland relatief zwak. Daarnaast waren de Duitse en Japanse economieën te klein om de rol van wereldvaluta te

rechtvaardigen.¹ Beide landen hebben dan ook nooit getracht om de dollar van zijn voetstuk te stoten, getuige ook het feit dat deze overschotlanden steeds bereid zijn geweest om de Amerikaanse tekorten op de betalingsbalans in dollars te financieren.

Figuur 2: Lopende rekening saldi VS, Japan, Duitsland en China (1980 – heden)



Einde van het dollartijdperk?

Toch spannen vandaag de dag meerdere krachten samen tegen de positie van de Amerikaanse dollar. Ten eerste is de kans is groot dat deze de komende jaren verder in waarde gaat dalen. De Amerikaanse handelspositie is inmiddels zover verslechterd, dat de invoer ongeveer tweemaal zo groot is als de uitvoer. Dus zelfs als de Amerikaanse uitvoer even snel groeit als de invoer loopt het handelstekort nog op. Daarbij is het land inmiddels vervallen tot de status van schuldenland, zij het dat die schulden vooral in dollars luiden. De netto schuldpositie van de VS ten opzichte van het buitenland bedroeg eind 2003 24% van het Amerikaanse BBP. Op het eerste gezicht lijkt het daarom voor de Amerikaanse beleidsmakers aantrekkelijk om de dollar fors in waarde te laten dalen. Niet alleen kan men op die wijze de uitvoer stimuleren en de invoer (die door een zwakkere dollar duurder wordt) afremmen, maar de netto externe vermogenspositie van het land zou op korte termijn ook nog eens fors verbeteren. Amerikaanse bezittingen in bijvoorbeeld Europa en Japan, stijgen door de depreciatie immers in dollars uitgedrukt in waarde. De effecten van een dollardepreciatie op het externe vermogen zijn zeer groot. Zo boekten de Verenigde Staten in 2002 en 2003 een cumulatief

¹ Wel heeft de Duitse mark vanaf het begin van de jaren zeventig tot aan de invoering van de euro in 1999 de rol gespeeld van ankervaluta binnen het Europese Monetaire Stelsel.

tekort op de lopende rekening van ruim \$ 1.000 miljard, terwijl de externe vermogenspositie dankzij de depreciatie van de dollar sinds 2002 met 'slechts' \$ 350 miljard verslechterde.

Toch is louter het feit, dat de Verenigde Staten een forse netto schuldpositie hebben ten opzichte van het buitenland een teken aan de wand. Nooit eerder in de geschiedenis kon de valuta van een schuldenland zich handhaven als de spil van het internationale monetaire stelsel.

Niet alleen de economische krachten, ook de politieke en militaire fundamenten onder de dollar beginnen te wankelen. De militaire kracht van de Verenigde Staten, hoewel nog steeds zonder weerga in de wereld, doet steeds minder ter zake. Nu de dreiging van een grootschalige 'traditionele' oorlog na de desintegratie van de Sovjet Unie is weggefallen, is het politieke leiderschap van de Amerikanen steeds minder vanzelfsprekend. Daarbij is het karakter van gewapende conflicten de afgelopen decennia ingrijpend gewijzigd, waarbij omvangrijke, geavanceerde strijdkrachten niet meer per definitie van doorslaggevend belang zijn. Vandaag de dag worden veel conflicten uitgevochten op lokale schaal en door middel van terroristische aanslagen. De harde les van 11 september 2001 was, dat de VS hiervoor niet minder kwetsbaar zijn dan de rest van de Westerse wereld. Ook drijven de Verenigde Staten in veel opzichten steeds verder weg van hun traditionele bondgenoten in Europa. Handelsconflicten, het eenzijdig optreden van de Amerikanen in de kwestie Irak (waarbij veel van de goodwill in de dagen na 11 september 2001 weer is verspeeld), *de facto* non-participatie in het internationale milieubeleid en het feit dat de Amerikanen de rekening van slecht financieel beheer eenzijdig neerleggen bij hun handelspartners leiden tot groeiende irritatie in de rest van de wereld. Het lijkt er dan ook op dat het dollartijdperk ten einde loopt. De vraag die vervolgens rijst is: zijn er nu wel munten die de rol van dollar kunnen overnemen?

Is de euro een alternatief?

Op het eerste gezicht lijkt de euro de eerst aangewezen kandidaat om de rol als reservevaluta van de dollar over te nemen. De economie van de EMU benadert qua grootte inmiddels die van de Verenigde Staten. In de internationale handel speelt de eurozone

eveneens een grote rol. De EMU is zowel de grootste exporteur als importeur ter wereld en de betalingsbalans is daarbij grosso modo in evenwicht. Het gebruik van de euro als beleggings-, emissie en factureringsvaluta vertoont bovendien een gestaag opgaande lijn. Toch mist de euro enkele kenmerken die de dollar en eerder Sterling in hun hoogtijdagen ondersteunden. De eurozone heeft geen overtuigende internationale netto actiefpositie, waarbij deze ook nog eens in waarde afneemt vanwege de koersverliezen op de Europese bezittingen in de Verenigde Staten. Militair is Europa niet vergelijkbaar met, en feitelijk zelfs (via de NAVO) onderschikt aan, de Verenigde Staten. Daarbij is Europa politiek versnipperd en vaak niet in staat om in belangrijke kwesties tot een gemeenschappelijk standpunt te komen. Tot slot, en dat is misschien wel het grootste minpunt, mist de EMU de economische kracht om los te komen van de Verenigde Staten. De binnenlandse economie in de EMU ontwikkelt zich nu al vele jaren zwak, vooral als gevolg van slecht werkende markten, overregulering en een niet op economische groei gericht overheidsbeleid. Eigenlijk is het Europa van vandaag de dag economisch en politiek te zwak om de last van een wereldmunt te dragen.

De Chinese yuan renminbi?

Naast de euro doemt op termijn een tweede kandidaat op om de rol van de dollar over te nemen: de Chinese yuan renminbi. Op het eerste gezicht lijkt dit wellicht niet logisch. De Chinese economie groeit weliswaar bijzonder hard, maar het Chinese BBP per capita is nog steeds ronduit laag. Daarnaast gedraagt China zich met zijn wisselkoersbeleid tot dusver als een 'klein land'. De yuan is strak gekoppeld aan de Amerikaanse dollar en het economisch beleid is in veel opzichten ondergeschikt aan handhaving van deze koppeling. Daarbij is het bankwezen gammel, zijn de financiële markten slecht ontwikkeld, kampt China nog met een groot aantal te saneren overheidsbedrijven en kent het land nog geen vrij grensoverschrijdend kapitaalverkeer. Wellicht heeft China desondanks toch het potentieel om de rol van de Verenigde Staten over enkele decennia over te nemen. Indien het land er in slaagt om het huidige tempo van economische groei vast te houden dan is de kans groot dat China nog in de eerste helft van de

21^e eeuw de Verenigde Staten voorbij streeft als grootste economie ter wereld. Politiek heeft het land een duidelijke beleidsfocus, terwijl het militair nu reeds tot de grootmachten moet worden gerekend. Het land boekt grote overschotten in de buitenlandse handel en manifesteert zich nadrukkelijk als werkplaats van de wereld (analoog aan Engeland in de 19^e eeuw). Daarbij heeft het de grootste deviezenvoorraad ter wereld, waaronder vorderingen van vele honderden miljarden dollars op de Verenigde Staten. Toch is de Chinese munt op korte termijn absoluut niet in staat om de rol van de dollar over te nemen.

De nabije toekomst

Anno 2005 is de situatie als volgt. De tekorten op de lopende rekening van de Verenigde Staten hebben zowel absoluut als relatief een ongekende omvang bereikt. Deze tekorten worden momenteel vrijwel volledig gefinancierd door centrale banken, met name die in Azië. Deze centrale banken doen dit met name om te voorkomen dat hun valuta's appreciëren ten opzichte van de dollar, wat de concurrentiepositie van de landen in kwestie zou schaden. Dit evenwicht is op langere termijn niet houdbaar. Voor de centrale banken in kwestie dreigt het potentiële koersverlies op dollarbezittingen tot onaantvaardbare proporties op te lopen. Op enig moment zullen zij ophouden met het onbeperkt opkopen van dollars of, in navolging van Rusland, hun deviezenvoorraad diversifiëren. Een forse waardedaling van de dollar in combinatie met een oplopende lange rente in de Verenigde Staten zal dan het gevolg zijn. Hierdoor zal het vertrouwen in de munt verder afnemen.

Na de dollarstandaard

Naar verwachting zal de wereld de komende jaren dan ook opschuiven in de richting van een multipolair systeem, zonder dat één munt de boventoon voert. De dollar zal, ondanks het feit dat de rol als anker van het mondiale monetaire stelsel zijn einde nadert, nog lange tijd een belangrijke rol blijven spelen. De VS blijven één van de belangrijkste economieën ter wereld, met een goed ontwikkelde financiële markten, en er dient zich op korte termijn geen geloofwaardige kandidaat voor de opvolging van de dollar aan. De euro zal een nog grotere rol krijgen als emissievaluta en in het internationale handelsverkeer. Deze

trend is overigens al duidelijk ingezet, waarbij de dollar en vooral de Japanse yen terrein hebben ingeleverd ten opzichte van de euro. Zo liep het aandeel van de euro als emissievaluta in de internationale obligatiemarkt tussen juni 1999 en juni 2003 op van 21,7% naar 30,4%. Het aandeel van de dollar daalde van 46,8% naar 43,7%; dat van de yen van 16,6% naar 10,5%. Verder zullen steeds meer landen hun wisselkoersbeleid afstemmen op de euro, waarbij deze zich zal ontwikkelen tot de ankervaluta van Europa en omstreken.

De Chinese renminbi kan in Azië dezelfde rol gaan spelen als de euro in Europa. Wel moeten er nog veel obstakels worden opgeruimd. Boven alles zal de Chinese munt zich nu snel moeten losmaken van de dollar, waarbij de daarmee gepaard gaande depreciatie van de dollar de Aziatische landen in eerste instantie zal opzadelen met omvangrijke koersverliezen op hun deviezenvoorraad. Toch is de kans groot dat de yuan al in 2005 wordt gekoppeld aan een valutamandje. Als China er de komende jaren in slaagt om zijn financiële markten te ontwikkelen, het bankwezen te saneren, een onafhankelijke centrale bank neer te zetten, de munt convertibel te maken en het grensoverschrijdende kapitaalverkeer vrij te maken, kan de yuan in Azië de rol spelen die voorheen de Duitse mark en nu de euro in Europa speelt.

Tot besluit

Het tijdperk, waarin de dollar fungeert als anker van het mondiale monetaire stelsel komt langzaam maar zeker tot een einde. De euro zou de rol van de dollar kunnen overnemen, maar Europa lijkt economisch en politiek te zwak om deze taak te vervullen. Daarmee dreigt Europa zich een historische kans te laten ontglippen om opnieuw, na Sterling, dé wereldvaluta te bezitten, met alle voordelen van dien.

Met het toenemende economische en politieke gewicht van China op het wereldtoneel zou de yuan renminbi na een overgangstijdvak geleidelijk de dollar en de euro kunnen overvleugelen, om uiteindelijk de rol van de dollar als wereldvaluta over te nemen.

januari 2005

Wim Boonstra (030 - 2166617)

W.W.Boonstra@rn.rabobank.nl