

Einde dollartijdperk?

Dollar verliest bijzondere status

Zoals de 19^e eeuw de eeuw van het pond Sterling was, kan de 20^e eeuw worden gekarakteriseerd als de eeuw van de dollar. Sterling was tijdens de Gouden Standaard, toen de belangrijkste munten aan het goud waren gekoppeld, de valuta waar in de praktijk alles om draaide, terwijl de dollar diezelfde rol sinds de Tweede Wereldoorlog heeft vervuld. Tussen 1944 en 1973 gebeurde dit in het kader van het stelsel van Bretton Woods. Nadien speelt noch het goud, noch de dollar een officiële rol als internationale reserve-eenheid. Toch is de Amerikaanse munt nog steeds de ankervaluta van het mondiale monetair stelsel.

In de 21^e eeuw lijkt de dollar echter haar bijzondere status in recordtempo te verliezen. De koers van de euro steeg van een dieptepunt van 83 dollarcent in oktober 2000 tot een record van 1,60 dollar in april dit jaar. Tegelijkertijd neemt de rol van de dollar als reservevaluta af. Tussen het eerste kwartaal van 1999 en eind 2007 daalde het aandeel van de dollar in de reserves die centrale banken wereldwijd aanhouden van 71 tot 64 procent. Tegelijkertijd steeg het aandeel van de euro van 18 naar 27 procent. De zwakke dollar van de afgelopen jaren heeft geleid tot speculaties over het naderende einde van het dollartijdperk. Dit wordt onder meer geïllustreerd door een documentaire 'de dag dat de dollar valt' (VPRO-tegenlicht) en een boek met ongeveer dezelfde titel¹. Dit alles lijkt echter nogal prematuur. De dollar is nog steeds de valuta van de grootste economie ter wereld. Wel lijkt de Amerikaanse munt veel van zijn glans te hebben verloren.

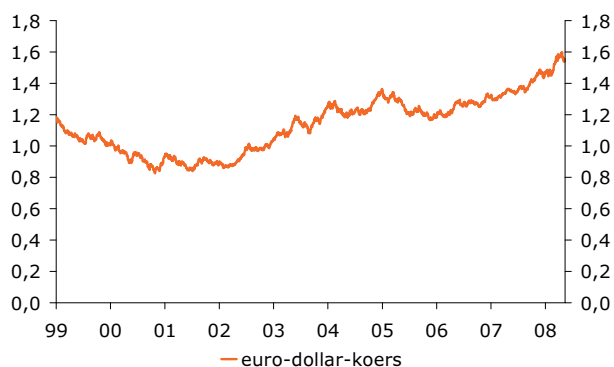
De reïncarnatie van Bretton Woods

Veel landen hebben hun valuta nog altijd strak aan de dollar gekoppeld. Het huidige systeem is daarom de afgelopen jaren wel eens beschreven als een tweede Bretton Woods systeem², waarbij ditmaal niet Europa en Japan -zoals in de jaren vijftig en zestig- maar nieuw opkomende Aziatische landen (o.a.

¹ Willem Middelkoop, Als de dollar valt, Uitgeverij Nieuw Amsterdam, 2007

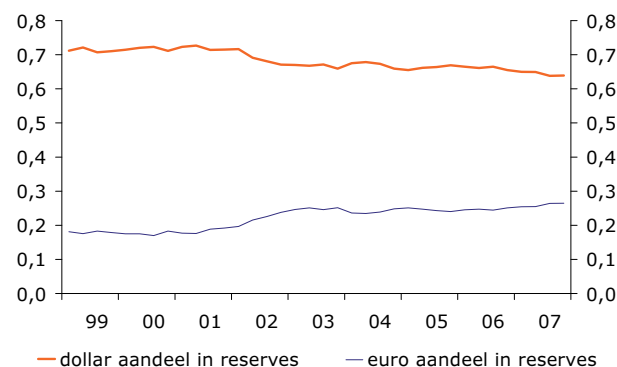
² Dooley, M.P., Folkerts-Landau, D. & Garber, P. (2003). An essay on the revived Bretton Woods system. NBER Working Paper 9971.

Figuur 1: Euro-dollar-koers



Bron: Reuters Ecowin

Figuur 2: Aandelen in de reserves van centrale banken



Bron: IMF

Einde dollartijdperk?

China, Korea en Taiwan) een periferie vormen met een min of meer vaste wisselkoers ten opzichte van de dollar. De Aziatische landen houden hun munt op kunstmatige wijze ondergewaardeerd ten opzichte van de dollar om via de export naar de Verenigde Staten de eigen economische groei te stimuleren. Hierbij ontstaan forse betalingsbalansonevenwichtigheden, te weten een groot tekort op de lopende rekening van de Verenigde Staten, waar grote overschotten in de Aziatische landen tegenoverstaan. Deze landen bouwen op deze wijze grote dollarreserves op, waarbij zij dus het Amerikaanse tekort financieren. Als bijkomend voordeel maken deze reserves landen minder gevoelig voor een acute uitstroom van kapitaal, zoals tijdens de Aziatische financiële crisis in de jaren '90. Ondertussen kunnen de Verenigde Staten blijven consumeren en investeren, zonder te sparen. Tot op zekere hoogte is dit een herhaling van het oorspronkelijke Bretton Woods systeem, waarin Europa en Japan hun door de Tweede Wereldoorlog verzwakte economieën weer probeerden op te bouwen. Wel zijn er enkele aanzienlijke verschillen, die duidelijk naar voren komen als wij het oorspronkelijke stelsel kort beschrijven.³ In het stelsel van Bretton Woods, dat in 1944 werd ontworpen, waren de munten van alle deelnemende landen gekoppeld aan de Amerikaanse dollar tegen een vaste wisselkoers (pariteit). Wel kon deze pariteit in onderling overleg worden aangepast, als er sprake was van een fundamentele onevenwichtigheid op de betalingsbalans. De dollar was op zijn beurt gekoppeld aan en inwisselbaar tegen goud. Het betrof dus een zogeheten goudkernstandaard. Het IMF bewaakte het stelsel en verschaftte landen met tekorten in het lopende verkeer liquiditeitssteun.

De verschillen tussen het eerste stelsel van Bretton Woods en de huidige situatie zijn duidelijk. Het eerste was een formeel stelsel, waar officiële afspraken en voor alle deelnemende landen geldende spelregels aan ten grondslag lagen. Daar is in de huidige situatie geen sprake van. In het stelsel van Bretton Woods zorgde het IMF ervoor dat de betalingsbalansonevenwichtigheden niet te ver opliepen. Ook dat is ditmaal niet het geval. Tot slot was de dollar tot 1971 inwisselbaar tegen goud, terwijl goud nu geen monetaire rol meer speelt. Het stelsel van Bretton Woods kwam onder druk toen de Verenigde Staten omvangrijke tekorten op de betalingsbalans kregen. Daarbij ging het indertijd niet om tekorten in het lopende verkeer, maar op de financiële rekening. Amerikaanse beleggers en bedrijven investeerden massaal in het buitenland en betaalden die investeringen met dollars. Daardoor liepen de dollarreserves van de landen waar de Amerikanen investeerden sterk op. Toen in 1971 enkele landen, waaronder Nederland, hun dollarreserves in goud wilden omwisselen, schortten de Amerikanen al snel de inwisselbaarheid van de dollar tegenover het goud op. In 1973 viel het stelsel helemaal uiteen.

Uiteindelijk is het Bretton Woods stelsel dus uiteengevallen doordat de centrale banken van enkele overschotlanden niet langer bereid waren om hun dollar-

³ Een beknopte maar adequate beschrijving van het stelsel van Bretton Woods kan worden gevonden in F. de Roos, het Internationale Monetair Stelsel, Leiden, 1976.

Einde dollartijdperk?

reserves verder te laten oplopen. De vraag rijst of en wanneer dit ook het geval zal zijn met de huidige, informele versie van het Bretton Woods systeem. Een belangrijk verschil tussen het oorspronkelijke Bretton Woods stelsel en de huidige situatie is de samenhang tussen de landen in de periferie⁴. De Aziatische landen zijn namelijk minder homogeen in economische ontwikkeling en de politieke coördinatie is ook minder ontwikkeld dan destijds in Europa. Verder is het de Aziatische landen natuurlijk niet ontgaan dat het eerste Bretton Woods systeem niet het eeuwige leven heeft gehad. Ook bestaat nu, nog meer dan begin jaren '70, gereede twijfel of de Verenigde Staten bereid zijn de waarde van de reserves van Aziatische centrale banken te ondersteunen. De recente ontwikkelingen duiden erop dat de Amerikanen dat noch hun verantwoordelijkheid, noch hun probleem vinden. Een extra complicatie is het feit dat de dollar geen koppeling aan het goud meer kent. Daardoor zal, als buitenlandse banken hun dollarreserves willen verminderen, dit alleen kunnen door dollars in te ruilen tegen andere valuta's, waardoor de koers van de dollar sterk onder druk komt.

De koersdaling van de dollar in de jaren 2001 – 2007 heeft de rest van de wereld al een valutaverlies van naar schatting circa \$1.300 miljard opgeleverd. De lust tot het verder opbouwen van dollarreserves zal de meeste buitenlandse centrale banken hierdoor ondertussen wel zijn vergaan. Uiteindelijk zullen de landen in de periferie het huidige informele systeem naar verwachting dan ook verlaten en overgaan op een ander wisselkoersregime. De vraag is wat ervoor in de plaats komt. Na de ineenstorting van het Bretton Woods stelsel in 1973 was er geen alternatief voor de dollar voorhanden, de andere munten waren domweg veel te klein. Tegenwoordig is er echter wel degelijk een levensvatbaar alternatief voor de dollar, de euro.

Kan de euro de rol van de dollar overnemen?

In veel opzichten ontwikkelt de euro zich tot een munt met een vergelijkbaar gewicht als de dollar. Toch is het nog maar de vraag of de euro de dollar kan opvolgen als standaardvaluta. Zowel het pond Sterling in zijn tijd als de dollar na de Tweede Wereldoorlog waren de valuta's van de op afstand grootste economieën ter wereld, met de belangrijkste financiële centra en met aanvankelijk een sterke crediteurpositie. De Britten en de Amerikanen hadden een ongekend grote internationale invloed en konden hun belangen en die van hun partners wereldwijd op krachtige wijze behartigen via een dominante wereldwijd opererende marine. Aan de dominantie van het pond sterling kwam een einde toen de financiële en politieke positie van het Empire serieus was verzwakt, waarbij de Eerste Wereldoorlog nog eens als katalysator fungeerde. Ditmaal is het de financiële positie van de VS die sterk is verzwakt. Het huidige economische en politieke gewicht van de Europese Unie op het wereldtoneel is echter bij lange na niet zo dominant als dat van het British Empire aan het begin van

⁴ Eichengreen, B. (2004). Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods. NBER Working Paper 10497.

Einde dollartijdperk?

de Gouden Standaard of de Verenigde Staten vlak na de Tweede Wereldoorlog. De kans dat de euro (of de Chinese renminbi) ooit zo dominant wordt als de dollar in zijn hoogtijdagen schatten wij dan ook laag in. Het ligt meer voor de hand dat de euro en de dollar min of meer als gelijkwaardige valuta's naast elkaar zullen bestaan en dat de wereld het zonder één dominante standaardvaluta moet stellen. Toch zal dit proces niet zonder slag of stoot verlopen, omdat de dollar vandaag de dag nog de belangrijkste transactievaluta ('medium of exchange') is in bijvoorbeeld de internationale grondstoffenhandel. Verder worden de prijzen van vrijwel alle grondstoffen nog altijd in dollars uitgedrukt. De Amerikaanse munt is dus ook in zijn huidige verzwakte status nog steeds de maat der dingen ('unit of account'). Tenslotte wordt de dollar nog altijd het meest gebruikt als 'vehicle currency' op de financiële markten (als 'tussenstap' in de handel tussen twee minder courante valuta's). De te beantwoorden vraag is dan ook langs welke lijnen en in welk tijdsbestek de verdere afkalving van de positie van de dollar zich zal voltrekken.

De opmars van de euro

Ten eerste speelt de opstelling van buitenlandse centrale banken een cruciale rol. Als de centrale banken in met name Azië, maar ook in het Midden Oosten, hun dollarreserves gaan afbouwen is de euro het belangrijkste alternatief. Maar ook het aandeel van andere Aziatische munten in de reserves zal waarschijnlijk gaan toenemen, als de ontwikkeling van een regionale Aziatische obligatiemarkt op gang komt. Het gevolg hiervan is een daling van de waarde van de dollar ten opzichte van Aziatische munten en de euro, en een grotere rol van de euro als reservevaluta. Dit proces zal overigens al beginnen als de betrokken centrale banken zouden ophouden met het verder vergroten van hun dollarreserves. Het systeem wankelt al als de rest van de wereld niet meer bereid is om Amerikaanse spaartekorten te financieren. Uiteindelijk zou een systeem met meer dan één reservevaluta kunnen ontstaan, waarbij de euro, maar op termijn wellicht ook de renminbi, een gelijkwaardige rol naast de dollar opeist.⁵

Ook als bepaalde belangrijke energie- en grondstoffenexporteurs hun exportopbrengsten niet langer in dollars, maar in euro's willen ontvangen kan het belang van de dollar als transactievaluta snel afnemen. Landen als Iran en Rusland zullen hier graag aan meewerken. Cruciaal in deze is natuurlijk de opstelling van de oliestaten in het Midden Oosten. Als zij hun munt loskoppelen van de dollar of, zo mogelijk nog ingrijpender, een gemeenschappelijke golfmunt invoeren, kan het belang van de dollar snel afkalven.⁶ Of zij dit ook daadwerkelijk gaan doen is echter nog niet duidelijk.

⁵ W.W.Boonstra, Leven na de dollarstandaard, Rabobank Nederland, Themabericht 2005/1, januari 2005

⁶ R. de Milliano, Gulf Cooperation Council, Special Report 2007/03, Rabobank Nederland, juni 2007.

Einde dollartijdperk?

Tot besluit

De lange termijn vooruitzichten voor de koers van de dollar zijn niet gunstig. Toch verwachten wij op korte termijn niet dat de dollar verder terrein moet prijsgegeven ten opzichte van de euro. Hoewel de dollar wordt gesteund door enkele structurele zwaktes, mag in de komende maanden een cyclisch herstel van de dollar worden verwacht. De financiële markten hebben een milde recessie in de VS al grotendeels ingeprijsd en het laat zich aanzien dat de Fed een pauze overweegt in haar pogingen de recessie te verzachten met renteverlagingen. Tegelijkertijd begint de economie van de eurozone de gevolgen te ondervinden van de recessie in de VS en de dure euro. Tegen deze achtergrond ligt een tijdelijk herstel van de dollar tegenover de euro voor de hand. Als de Amerikaanse economie weer op gang is gekomen zou de koers van de euro tegen het einde van 2009 weer op 1,43 dollar kunnen staan.

Ondanks het verwachte cyclische herstel, hebben de ontwikkelingen van de afgelopen maanden bij velen de twijfels vergroot over de rol van de dollar in het internationale monetaire systeem op de lange termijn, als we over de huidige conjunctuurencyclus heen kijken.

De grootste structurele zwakte van de dollar is natuurlijk het omvangrijke Amerikaanse spaartekort, zoals dat tot uiting komt in het tekort op de lopende rekening. Andere landen zullen in de toekomst in veel mindere mate bereid zijn om Amerikaanse spaartekorten te financieren in – laagrenderende – dollars. De Verenigde Staten zullen een spaaroverschot of op zijn minst een evenwicht op de lopende rekening van de betalingsbalans moeten zien te realiseren. Dat betekent of een lagere groei, of een veel lagere dollar, of beide. Maar de situatie van voor de kredietcrisis komt in de oude vorm waarschijnlijk niet meer terug. Al met al lijkt daarmee het uiteenvallen van het informele Bretton Woods-II systeem en de opkomst van de euro en op termijn de renminbi als belangrijke reservevaluta een kwestie van tijd. Toch betekent dit niet dat de dollar 'ineenstort'. De Verenigde Staten blijven een majeure economie met een substantieel gewicht in de wereldeconomie. De dollar blijft dus een belangrijke munt. Wel zal de munt zijn speciale status als mondiale ankervaluta kwijtraken en bij het verlies van die status hoort een forse neerwaartse aanpassing in de wisselkoers ten opzichte van andere belangrijke munten. Een eurokoers van 2 dollar op een termijn van vijf tot tien jaar behoort daarbij zeker tot de mogelijkheden. Bij dit lange termijn perspectief hoort dan wel de belangrijke kanttekening dat de dollar in de tussentijd zonder twijfel nog wel eens zal opveren, zoals wij ook voorzien voor de komende anderhalf jaar. Maar dat zijn dan tijdelijke stijgingen op een overigens dalend trendmatig pad.

Wim Boonstra
W.W.Boonstra@rn.rabobank.nl

Philip Marey
Philip.Marey@rabobank.com