

De mondiale financiële infrastructuur is aan vernieuwing toe

W. Boonstra*

Samenvatting

De financiële crisis die in 2008 haar eerste hoogtepunt bereikte met de val van de Amerikaanse investment bank Lehman Brothers heeft wereldwijd diepe sporen getrokken. Ook in Europa heeft de financiële crisis de zwakheden van het financiële stelsel genadeloos blootgelegd. De eurocrisis heeft echter het zicht wat ontnomen op een serieuze weeffout in het mondiale financiële bestel. Men lijkt vergeten te zijn dat de financiële crisis haar oorsprong heeft in de Verenigde Staten en niet in Europa. Wat overigens niet wil zeggen dat de eurocrisis anders vroeger of later ook niet zou zijn uitgebroken.

Dit artikel gaat echter niet over de euro, maar over het anker van het mondiale valutastelsel, de Amerikaanse dollar. Ik betoog, dat de huidige inrichting van het mondiale monetaire stelsel, met de dollar als ankervaluta, inherent instabiel is. Alleen een ingrijpende hervorming van dit bestel kan voorkomen dat wij in de niet al te verre toekomst een crisis van vergelijkbare proporties tegemoet gaan.

Trefwoorden: monetair stelsel, dollar, euro, IMF

1 Achtergrond

Nadat in 1971 de Amerikaanse regering de inwisselbaarheid van de Amerikaanse dollar in goud ongedaan maakte, hield het naoorlogse stelsel van Bretton Woods (BW) de facto op te bestaan. In dit stelsel was de dollar de enige formele link tussen de valuta's van de aan het stelsel deelnemende landen en het goud. Dit verschafte de dollar een ongekend centrale positie in de wereldeconomie. De dominantie van de dollar tijdens BW was groter dan die van het pond sterling tijdens de zogeheten Gouden Standaard (Eichengreen, 2010).

De nadelen van de Gouden Standaard en de daarbij behorende tamelijk starre spelregels waren in de loop van de tijd steeds duidelijker geworden. Onder BW waren, met uitzondering van de dollar, de diverse valuta's daarom niet meer rechtstreeks inwisselbaar in goud. Verder hoefden landen niet meer de omvang van de binnenlandse geldhoeveelheid te laten afhangen van hun goudvoorraad. Tenslotte waren de wisselkoersen van de valuta's van de deelnemende landen aanpasbaar, zij het in overleg. De link tussen het goud en geld was onder het stelsel van Bretton Woods dus een zeer losse geworden. De dollar stond centraal, niet het goud. De overgang naar een volledig fiduciair stelsel, zonder enige koppeling aan welk materiaal dan ook, was in de praktijk dan ook minder groot dan deze op papier lijkt.

Na de opheffing van het stelsel van BW bleef de wereldeconomie dan ook gewoon doordraaien op de dollar. De nadelen van deze 'papieren standaard' komen echter steeds duidelijker naar voren. De Verenigde Staten, het land van de mondiale ankervaluta, heeft zich door een aanhoudende reeks omvangrijke lopende rekeningtekorten ontpopt tot, gemeten in absolute bedragen, 's werelds grootste schuldenland. Daar staan dan enkele landen met zeer grote overschotten en sterk oplopende deviezenreserves (in de praktijk vorderingen op de VS) tegenover. Al vele

jaren bestaat er in kringen van economen brede twijfel over de houdbaarheid van deze situatie.

2 Ingrediënten van een wereldmunt

De geschiedenis kent weinig voorbeelden van valuta's die wereldwijd de rol van handelsvaluta, beleggingsvaluta, centrale transactievaluta op de valutamarkten (*vehicle currency*) en reservevaluta invullen. Tijdens de Gouden Standaard was het Britse pond sterling zo'n valuta. Na de Tweede Wereldoorlog nam de dollar de rol van het pond sterling over. Daarbij was de dollar vanaf 1971 de eerste munt die deze rol speelde zonder koppeling aan een edelmetaal. Zo beschouwd kan worden gesteld dat de Amerikanen in 1971 eenzijdig een geheel nieuw monetair experiment in gang hebben gezet. Hoewel de dagelijkse verschillen met de jaren voor en na het uiteenvallen van BW in de dagelijkse praktijk dus niet zo groot waren, betrad de wereldeconomie in 1971 toch een geheel nieuw tijdperk.

Wat Engeland en de VS met elkaar gemeen hadden was dat zij onbetwist de leidende naties van hun tijd waren. Het waren landen die economisch, politiek en militair het zwaartepunt van de wereldeconomie vormden. Ze hadden het best ontwikkelde bankwezen en ze kenden de diepste financiële markten. In financieel opzicht waren het zeer krachtige landen, met een sterke internationale netto crediteurstatus.

Een land waarvan de valuta als mondiaal valuta-anker wordt gebruikt, geniet enkele voordelen. Het belangrijkste is dat het zijn spaartekorten en buitenlandse investeringen vrijwel geheel in de eigen valuta kan financieren. Het bouwt hiertoe dus geen in vreemde valuta luidende verplichtingen op. In feite is hier sprake van een internationale variant van seigniorage (geldscheppingswinst). Een laatste voordeel is dat het thuisland van de ankervaluta vrijwel geen valutarisico in zijn buitenlandse handel loopt, omdat in- en uitvoer voor het overgrote deel in de eigen munt worden afgehandeld.

Uiteraard kennen alle belangrijke economieën met een convertibele munt tot op zekere hoogte deze voordelen. Maar gaat men te ver met het incasseren ervan dan zal zich dat vroeg of laat vertalen in een serieuze verzwakking van de valuta. De vraag naar een dominante ankervaluta daarentegen is normaal gesproken groter dan louter vanuit economische transacties kan worden verklaard. Een hieruit voortvloeiende appreciatie kan op zijn beurt de concurrentiepositie verslechteren, wat weer kan leiden tot structurele en oplopende handelstekorten, zoals bij de VS. Die tekorten kunnen wel vrijwel volledig in de eigen munt worden gefinancierd, waardoor een belangrijke disciplinerende kracht om de externe tekorten terug te brengen, ontbreekt. Daarmee doet zich dus de paradox voor dat, zolang de reputatie van de ankervaluta sterk is, deze als vanzelf de krachten oproept die via een verslechterde financiële status deze reputatie zal ondermijnen. Tegenover deze voordelen staat de verplichting dat van een mondiaal monetair anker wordt verwacht dat dit stabiliteit brengt. De ankermunt moet solide zijn, een niet al te hoge inflatie kennen en zeker geen bron van financiële instabiliteit vormen. Dat vereist van het ankerland een beleidsdiscipline die in de praktijk vaak teveel gevraagd blijkt te zijn. De VS hebben hun taak als hoeder van de internationale stabiliteit in de loop van de tijd meermalen verwaarloosd. Verder is de internationale financiële positie van de VS inmiddels danig verzwakt, is het economisch gewicht van het land in de wereldeconomie trendmatig gedaald en ook de politieke invloed, hoewel nog steeds groot, staat onder druk. De situatie is vergelijkbaar met die waarin het Britse imperium zich na de Eerste Wereldoorlog bevond. In tegenstelling tot 1918, toen al

duidelijk was dat de Amerikaanse dollar op termijn het pond zou opvolgen, is nu geen sprake van een logische opvolger. Want noch de positie van de eurozone, noch die van China komt qua economisch, financieel, politiek en militair gewicht in de buurt van de dominantie die de Britse positie in de negentiende en de Amerikaanse positie in de twintigste eeuw kenmerkten.

Er is dus geen logische opvolger voor de Amerikaanse dollar. Dat kan betekenen dat de dollar voorlopig de rol van ankervaluta blijft spelen. Dan blijft het dus zo dat de Amerikanen vrijwel geen rem hebben op het opbouwen van spaartekorten en dat zij een potentiële bron van grote instabiliteit voor de wereldeconomie blijven.

3 Een nieuw anker

Gezien het afnemende gewicht van de VS zou overgang op een multipolair systeem meer voor de hand liggen. Daarin zouden dan bijvoorbeeld de dollar, de euro, de yen en de renminbi een belangrijke rol moeten spelen, maar geen wereldrol vervullen. Zonder een formeel anker zullen financiële markten echter altijd zelf naar een benchmarkvaluta zoeken om bijvoorbeeld internationale handel en transacties op de grondstoffenmarkten in af te wikkelen. Centrale banken zullen hun reserves in de belangrijkste munt willen aanhouden. Er zijn daarom redenen om te verwachten dat een multipolair stelsel beter functioneert met een centraal anker.

Een nieuwe standaard vereist allereerst een vernieuwde internationale infrastructuur. Het IMF lijkt de beste kandidaat om de kern van een nieuw stelsel te vormen. Daartoe moeten dan wel de nodige wijzigingen worden doorgevoerd, zoals de governance, de instelling van een volwaardige functie van 'lender of last resort' bij het IMF en de omvorming van de bestaande SDR tot een representatieve valutastandaard. Wat betreft het eerste moeten opkomende markten meer gewicht krijgen in het fonds, al naar gelang hun gewicht in de wereldeconomie. Daarbij moet de directie van het IMF meer vrijheid krijgen ten aanzien van de hoeveelheid SDR in omloop. Verder moet het IMF, in crisissituaties, als een volwaardige mondiale centrale bank voor solvabele landen (niet voor banken) kunnen opereren. Solvabele landen die worden geconfronteerd met acute liquiditeitsuitstroom moeten zich te allen tijde verzekerd weten van een automatische toegang tot voldoende liquiditeiten, zonder aanvullende conditionaliteit. Dit is cruciaal om landen de prikkel te ontnemen om via grote overschotten in het lopende verkeer hoge reserves op te bouwen (Boonstra, 2010). Het spreekt voor zich dat niet solvabele landen, zoals nu, in crisissituaties alleen conditioneel geld kunnen krijgen. Tot slot moeten de speciale trekkingsrechten (SDR) van het IMF nieuw leven worden ingeblazen als nieuw mondiaal valuta-anker. De SDR is een door het IMF sedert 1969 in omloop gebrachte waarde-eenheid, gebaseerd op een valutamand die veel lijkt op de in 1979 gelanceerde European Currency Unit (ECU).¹ Als centrale banken het merendeel van hun reserves aanhouden in SDR, grondstofprijzen worden genoteerd (en eventueel afgewikkeld) in SDR en de officiële notering van valuta's plaatsvindt in SDR kan een stabiel valuta-anker worden verkregen. Alvorens de SDR een dergelijke rol kan invullen

1 De ECU was een zogeheten 'fixed-basket', terwijl de SDR een 'fixed weight basket' is. Eerstgenoemde variant leent zich vanwege de constante samenstelling beter voor het opzetten van private contracten omdat particuliere partijen hun eigen ECU konden creëren uit de samenstellende delen. Dit verklaart waarom er bij de ECU, i.t.t. de SDR, zich spoedig een private markt ontwikkelde (Allen, 1986).

moet de samenstelling ervan worden aangepast. De SDR zou bijvoorbeeld kunnen bestaan uit de valuta's van de tien belangrijkste economieën ter wereld.

Net zoals centrale banken basisgeld kunnen creëren, kan het IMF, gebruik makend van een geldgroeiregel, SDR in omloop brengen bij wijze van mondiaal basisgeld.² Vergeleken met de Gouden Standaard is het dan nog steeds zo dat de mondiale monetaire standaard zich niet in de invloedssfeer van de dagelijkse politiek bevindt en is het belangrijkste nadeel van een fiduciaire geldstandaard ondervangen. Ook een van de grootste nadelen van de Gouden Standaard, een onvoorspelbaar en inelastisch aanbod van de standaard, is hiermee dus verholpen.

Bij het creëren van basisgeld in de vorm van SDR ontstaat geldscheppingswinst. De verdeling ervan moet bij verdrag worden vastgelegd om de verleiding tot het streven naar een bovenmatige geldschepping te elimineren. Hoewel de SDR in de hier voorgestelde rol zich kan ontwikkelen tot de belangrijkste internationaal gebruikte geldhoeveelheid, is het geen wereldgeld in de letterlijke zin van het woord. Ieder land behoudt in principe de eigen munteenheid. Landen kunnen onder het nieuwe systeem nog steeds hun eigen wisselkoersregime kiezen.

Zeker als er een consensus kan worden gerealiseerd dat op een overzienbare termijn moet worden gestreefd naar een zekere mate van evenwicht in het lopende verkeer en dat de wisselkoers een rol dient te spelen bij het evenwichtsherstel zullen wisselkoersen zich meer voorspelbaar gaan gedragen. Dit zal zeker gelden als ook de renminbi zich tot een 'normale' valuta zal gaan ontwikkelen. Het wegnemen van de verkeerde prikkels die het huidige stelsel kenmerken zal een remmende werking hebben op het ontstaan van grote mondiale betalingsbalansonevenwichtigheden.

Om van de huidige structureel instabiele situatie te komen tot het hier voorgestelde systeem zijn beleidsaanpassingen nodig. Europa en China moeten hun munteenheden ontwikkelen tot volwaardige concurrenten van de dollar. Dat betekent voor de euro dat de weeffouten in het ontwerp van de munt moeten worden gerepareerd. Denk in dit kader vooral aan de versnippering van de EMU-obligatiemarkt in nationale deelmarkten die de munt tijdens de Griekse crisis bijna fataal zijn geworden en het verder uitwerken van de functie van 'lender of last resort' van de ECB. Voor China betekent dit een lang traject van deregulering van de financiële markten en het grensoverschrijdende kapitaalverkeer, alvorens de renminbi zich tot een volwaardige munt kan ontwikkelen. Voor de VS betekent een op de SDR gebaseerd valutastelsel afscheid van het 'exorbitante privilege' dat het land ruim een halve eeuw heeft genoten. Hoewel dit op de lange termijn ook goed zal zijn voor de financiële stabiliteit van het land zelf, zal de extra financiële discipline die een SDR stelsel ook voor de VS zal brengen in eerste instantie door de beleidsmakers niet echt als een verbetering worden gezien. Met wat pech zal het daarom meer tijd – en wellicht nog een of meer crises en/of handelsoorlogen – vergen voordat de VS en China hun lange termijn belang in een hervormde mondiale financiële infrastructuur zullen herkennen.

4 Tot besluit

De laatste jaren zijn de mondiale betalingsbalansonevenwichtigheden, vooral door de laagconjunctuur in de VS, wat afgenomen. Onderliggend is er echter niets veranderd. Voor de stabiliteit van de wereldeconomie zou het goed zijn als de mondiale

² Basisgeld (M0, of 'high powered money'), bestaat uit de reserves van het bankwezen plus chartaal geld in omloop.

valutastandaard niet meer een nationale munt in de rol van ankervaluta is, maar een supranationaal beheerde waarde-eenheid. De SDR leent zich hier in beginsel goed voor, maar eerst moet de samenstelling ervan meer recht doen aan het belang van de opkomende landen. Het IMF zou de nieuwe SDR moeten beheren. Wel moet het IMF zelf dan eerst worden aangepast, zowel wat betreft structuur als de rol die het moet spelen als *lender of last resort*. Alleen dan kunnen landen ertoe worden overgehaald om geen onnodige spaaroverschotten meer na te streven. Tekortlanden worden in het hier gepresenteerde stelsel eerder geconfronteerd met corrigerende krachten dan tegenwoordig, dus beleidsmakers zullen er eerder naar streven onevenwichtigheden recht te zetten. Geen enkel individueel land heeft meer een exclusief voordeel als gevolg van het beheren van de sleutelvaluta. Voor grote munten als de euro, de dollar en de renminbi resteert een belangrijke rol als regionaal anker voor de munten van landen waarmee nauwe handelsrelaties worden onderhouden. Dit alles zou de wereldeconomie per saldo een stuk stabielere maken.

Wim Boonstra

* Chief Economist van Rabobank Nederland, Utrecht, en docent aan de Vrije Universiteit te Amsterdam.

Literatuur

- Allen, P.R. (1986), *The ECU: Birth of a New Currency*, Occasional Paper No. 20, Group of Thirty, New York.
- Bernanke, B.S. (2005), *The Global Savings Glut and the U.S. Current Account Deficit*, Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, 10 maart.
- Bernanke, B.S. (2007), *Global Imbalances: Recent Developments and Prospects*, Bundesbank Lecture, Berlijn, 11 september.
- Boonstra, W.W. (2009b), Gemeenschappelijke financiering van overheidstekorten in de eurozone, *Kwartaalschrift Economie*, juni.
- Boonstra, W.W. (2010), Een nieuwe mondiale financiële infrastructuur, *Kwartaalschrift Economie*, juni.
- DNB (2010), Nieuwe perspectieven op de rol van het IMF, *Kwartaalbericht*, maart 2010, pp. 24-28.
- Eichengreen, B. (2010), Managing a Multiple Reserve Currency World, in: *ADB*
- Eichengreen, B. (2009), *Out of the Box Thoughts about the International Financial Architecture*, IMF Working Paper, WP/09/116, mei.
- Lee, J-W (2010), *Will the Renminbi Emerge as an International Reserve Currency?*, Asian Development Bank, juni.
- Visser, H. (1991), *Modern Monetary Theory. A Critical Survey Recent Developments*, Edgar Elgar, Aldershot.
- Williamson, J. (2009), *Understanding Special Drawing Rights (SDR)*, Peterson Institute for International Economics, Policy Brief 09-11, juni.