

- Wat is een IDM?
- Voordelen van de IDM-status
- Waarom de dollar als IDM?
- Besluit

Dollardominantie belaagd

De jongste jaren heeft de dollar rake klappen ontvangen. Op 21 november 2009, voor het eerst in ruim 14 maanden, werd één euro meer dan anderhalve dollar waard. Een korte heropleving in het begin van 2008 daargelaten, is de waarde van de dollar overigens al bijna acht jaar in dalende lijn (zie figuur 1). Verder heeft de kredietcrisis de onhoudbaarheid van het betalings- en handelstekort van de Amerikaanse economie blootgelegd. De VS leven al decennia boven hun stand, waardoor ze ettelijke duizenden miljarden dollars buitenlandse schulden opstapelden. De positie van de dollar als internationaal dominante munt wankelt hierdoor.

Naast de dollarkoers en de immense dollarschulden zijn er fundamentele bedenkingen. Het vrije marktdenken met een beperkte (financiële) regulering, wordt niet voor niets 'The Washington Consensus' genoemd. Er worden nu meer en meer vragen gesteld over de houdbaarheid van het Amerikaanse systeem an sich. Onder meer Wen Jiabao en Vladimir Putin, premiers van respectievelijk China en Rusland, stelden de positie van de dollar in de mondiale economie openlijk in vraag. Zelfs de Verenigde Naties riepen in een rapport van september 2009 op om de dominantie van de dollar in de wereldhandel te verminderen.

Los van economische motieven, spelen hierbij ook politieke motieven en zelfs een buikgevoel. Velen buiten de VS zouden een einde aan de dollardominantie immers met open armen ontvangen. Het anti-americanisme is wijd verspreid, niet het minst in Europa en de dominantie van de dollar, zij het als reservemunt, rekenmunt, of munt waarin internationale transacties worden afgehandeld, maakt onmiskenbaar deel uit van 'the American empire.'

De internationale dominantie van de dollar wordt met andere woorden belaagd. Er bestaan evenwel uitstekende redenen om aan te nemen dat de dollar deze crisis zal overleven. In deze beleidsnota gaan we allereerst dieper in op wat een 'Internationaal do-



Auteurs:

Kris Boschmans en Johan Van Overtveldt

Redactieadres:

Sneeuwbeslaan 20 - 2610 Wilrijk
Tel.: 03 829 25 06
Fax: 03 829 25 22
E-mail: vkw.metena@vkw.be
www.vkwmetena.be

Verantwoordelijke uitgever:

VKW Denktank



Figuur 1: Euro-dollarwisselkoers (index = 100 op 4/01/2002).

Bron: Federal Reserve Bank of St. Louis.

Munten	2001	2004	2007
Amerikaanse dollar	90,3	88,7	86,3
Euro	37,6	36,9	37,0
Yen	22,7	20,2	16,5
Britse pond	13,2	16,9	15,0
Zwitserse frank	6,1	6,0	6,8

Tabel 1:

Aandeel van de dollar op de wisselmarkt.

Alle percentages samen sommeren tot 200 en niet tot 100 aangezien er per definitie telkens twee munten betrokken zijn bij een transactie op de valutamarkt.

Bron: BIS.

minante munt' (IDM) nu precies inhoudt en welke voor- en nadelen dit met zich meebrengt voor het land waartoe deze munt behoort. Vervolgens behandelen we waarom de dollar al sinds de Tweede Wereldoorlog de positie van IDM inneemt en waarom we sceptisch staan tegenover claims inzake het nakende einde van de dollardominantie. Vooral het gebrek aan valabele alternatieven, waarvoor de euro en de Chinese renminbi het meest in aanmerking komen, werkt in het voordeel van de dollar. Deel vijf vat samen.

1. Wat is een IDM?

Ongeacht of het gaat over een strikt nationaal gebruikte of een internationaal gehanteerde munt, hebben munten vier fundamentele functies, namelijk als ruilmiddel, als rekeneenheid, als vermogensbestanddeel en als standaard voor uitgestelde betaling. De munt die deze functies in het buitenland het beste en het meeste vervult, noemen we de internationaal dominante munt (IDM).

1.1. Geld als ruilmiddel

In vroegere era's en in economisch primitieve samenlevingen is ruilhandel de norm en vinden de meeste betalingen in natura plaats. Geld is een handig hulpmiddel om economische transacties te vergemakkelijken. Door de introductie van een algemeen aanvaard betaalmiddel, zijn (ingewikkelde) ruiltransacties immers overbodig geworden bij het aankopen of verkopen van goederen en diensten. Op internationaal niveau geldt iets gelijkaardigs. De IDM fungeert als internationaal aanvaard betaalmid-

del waarop het gros van de handel en financiële transacties tussen landen plaatsvindt.

Indien er geen internationale ruilmunt zou bestaan, zou er voor elk koppel van munten (euro en yen, kroon en won, dollar en baht, ...) een wisselmarkt moeten georganiseerd worden om alle transacties af te wikkelen. Indien er 150 munten bestaan in de wereld, zou dit betekenen dat er 11.175 bilaterale wisselmarkten zouden moeten bestaan. Stel daarentegen dat men elk van die 150 nationale munten evenwel verhandelt tegenover één basismunt, de IDM. In dat geval valt het aantal te organiseren wisselmarkten terug op 149.¹ Dit levert een enorme efficiëntiewinst op en bespaart zeer sterk op transactiekosten. Dit geldt zowel voor financiële instellingen als ondernemingen, voor betalingen van handelsstromen als puur financiële transacties.

De Amerikaanse dollar is op dit moment het belangrijkste vehikel op de wisselmarkt. De gemiddelde dagelijkse omzet op de internationale valutamarkt bedroeg 3,2 biljoen dollar in 2007. Van dit bedrag wordt maar liefst 86,3 procent gewisseld naar of van de Amerikaanse dollar (tabel 1). Met een percentage van 37 procent komt de euro slechts op een verre tweede plaats, gevolgd door de yen en het Britse pond.

1.2. Geld als rekeneenheid

Dankzij de invoering van een munt kan de waarde van twee totaal verschillende

producten of diensten eenduidig vergeleken worden. Geld heeft dus een informatieve waarde; men kan veel makkelijker inschatten of een goed duur of goedkoop is dan in een systeem van ruilhandel. Indien producten internationaal typisch uitgedrukt en gefactureerd worden in éénzelfde munt, wordt eenzelfde effect gecreëerd op internationaal niveau. Bij de prijs van een vat ruwe olie in Amerikaanse dollar zullen handelaars over de hele wereld zich een beter idee kunnen vormen dan indien deze prijs uitgedrukt wordt in Noorse kroon of Iraanse rial.

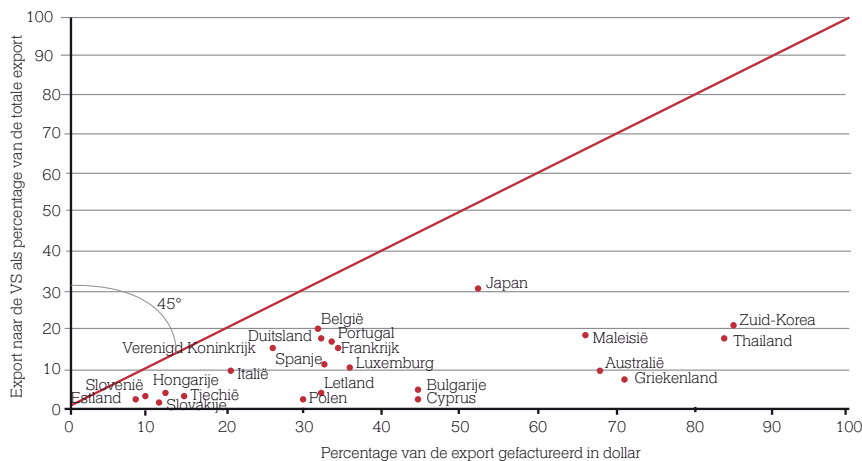
Meer concreet houdt dit in dat internationale handelstransacties veelal in de IDM gefactureerd worden. Zowel grondstoffen en homogene producten (olie, goud, maïs, koper, koffie, methanol en dergelijke meer) als meer gespecificeerde industriële producten en diensten worden vandaag de dag meestal uitgedrukt en grotendeels gefactureerd in Amerikaanse dollar.

Figuur 2 geeft het belang van de Amerikaanse dollar weer voor de facturatie van internationale handelstransacties. Op de verticale as staat de export naar de VS als percentage van de totale export van het land in kwestie. De horizontale as geeft het aandeel van de totale export dat gefactureerd is in dollar. Indien de dollar geen speciale rol zou innemen in het mondiale betalingsverkeer, zou men verwachten dat enkel de export naar de VS gefactureerd wordt in Amerikaanse dollar en dat de meeste observaties zich aldus rond de 45-graden-lijn bevinden. Dit blijkt evenwel niet het geval. Alle observaties in de steekproef bevinden zich onder de 45-graden-lijn, wat wil zeggen dat de facturatie van exportproducten vaak plaatsvindt in dollar, ook als deze export niet richting VS gaat. De export van landen als Zuid-Korea of Thailand wordt in maar liefst 85% van de gevallen gefactureerd in Amerikaanse dollar, een duidelijke illustratie van de dominante positie van deze munt.

1.3. Geld als vermogensbestanddeel en als standaard voor uitgestelde betalingen

Geld blijft normaliter gedurende een lange periode relatief stabiel in waarde.

¹ Deze intuïtieve verklaring waarom de handel tussen verschillende landen vaak in één munt plaatsvindt, komt van McKinnon (1998).



Figuur 2: De dollar als facturiatiemunt tussen 1995 en 2007.

Bron: Goldberg en Tille, 2008

Hierdoor vormt het een vermogensbestanddeel; de koopkracht van vandaag kan overgezet worden naar de toekomst. Door geld (vaak in girale vorm op zichtrekeningen) aan te houden, kan er vermogen opgebouwd worden en gespaard worden. Dit laat ook toe om uitgestelde betalingen uit te voeren, i.e. krediet te verstrekken of op te nemen, zo lang men zich een idee kan vormen van de waarde van het geld in de toekomst.

De waardevastheid van de munt in kwestie staat centraal voor het adequaat vervullen van beide functies, zowel op nationaal als op internationaal niveau. Vooraleer liquiditeiten aan te houden, dienen banken, ondernemingen, beleggers e.d. een redelijk vertrouwen te hebben in die waardevastheid van de IDM. Ook voor centrale bankiers neemt de bereidheid om de IDM op te nemen als officiële reserves toe naarmate de waardevastheid minder ter discussie staat. Neemt de IDM zijn functie als standaard voor uitgestelde betaling voldoende waar, zal de munt een belangrijke rol spelen bij de uitgifte van obligaties en dit zowel door privé-spelers als vanuit de overheden.

Figuur 3 geeft de reserves van centrale banken weer over de hele wereld en illustreert het vertrouwen van beleggers en beleidsmakers in de waardevastheid van de dollar. Ondanks de opkomst van de euro (die de positie van de Duitse mark heeft overgenomen) als reserve-munt tekent de dollar nog steeds voor meer dan 60 procent van de officiële

reserves, min of meer een historisch gemiddelde.

2. Voordelen van de IDM-status

Het land dat over de meest aangehouden en verhandelde munt beschikt, heeft hierdoor extra politieke macht. Vandaar dat de positie van de dol-

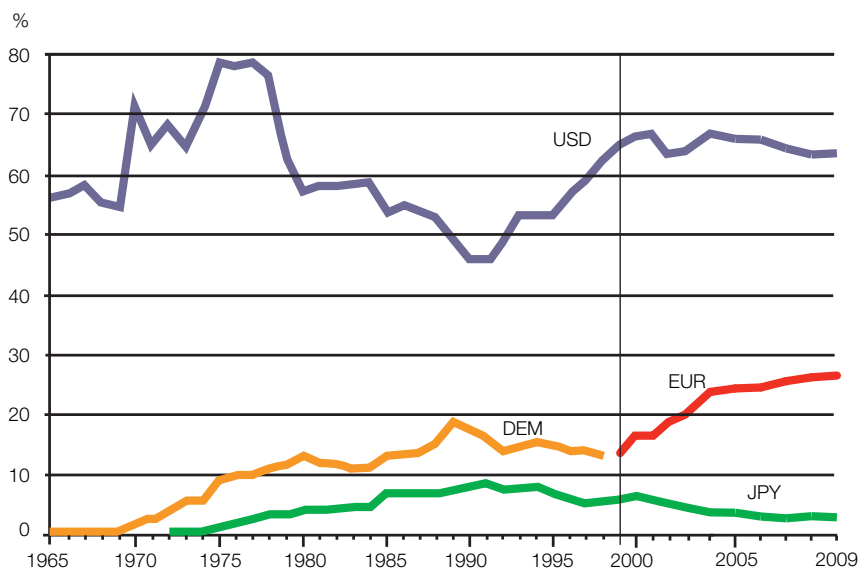
lar nooit ver af is bij beschouwingen rond *The American empire*². Naast de zwaardere geopolitieke spierballen die de IDM-status verleent, bespreken we vier voordelen en één nadeel.

2.1. Beperkt wisselkoersrisico

Een eerste element slaat op het voordeel dat zowel de exporteurs en importeurs als de leners en de ontleners van het IDM-land genieten. Vermits de verschillende transacties in eigen munt afgewikkeld worden, levert dit hen niet enkel een "gemaks"-voordeel op maar beperkt dit eveneens de risico's. Concurrenten uit andere landen moeten over het algemeen wel transacties aangaan in andere munten (niet zelden de dollar), waardoor fluctuaties in de wisselkoers de opbrengsten sterk kunnen beïnvloeden.

Een gelijkaardig effect geldt overigens voor de economie in het algemeen. Doordat een groot gedeelte van de in-

² Voor een genuanceerde en serene visie terzake, zie Maier, 2006.



Figuur 3: Wereldwijde wisselreserves.

Bron: IMF

ternationale handel uitgedrukt wordt in dollar is de VS minder afhankelijk van schommelingen van haar munt. De olieprijs bijvoorbeeld fluctueert minder voor Amerikaanse bedrijven aangezien deze uitgedrukt is in dollar.

2.2. Kredietlijnen in het buitenland

Het tweede grote voordeel van de verwerving van IDM-status betreft de de facto onbeperkte kredietlijn waarover het land in kwestie bij andere landen beschikt. De dollar is een gegeerde munt om aan te houden, waardoor de Verenigde Staten makkelijker buitenlandse schulden kan aangaan dan om het even welk ander land.

De positie van de dollar laat aldus toe dat de VS 'boven zijn stand leeft', zoals tot uiting komt in het structurele deficit van de lopende rekening. Vanaf de jaren '80 tekenen de VS een systematisch tekort op de lopende rekening op, zoals figuur 4 weergeeft. Vooral vanaf het begin van de 21^{ste} eeuw nemen de deficits enorme proporties aan. De VS importeren systematisch meer dan ze exporteren, waardoor enorme schulden opgebouwd worden. Alleen al ten opzichte van China heeft de VS schulden ter waarde van meer dan twee biljoen dollar opgebouwd.

2.3. Schulden in eigen munt

Normaliter kan men enkel buitenlandse schulden aangaan in de munt van de schuldeiser. Dit houdt een stevig risico

in. De schuldenlast in reële termen (in eigen munt) neemt immers plotsklaps fors toe indien de binnenlandse munt in waarde daalt. Schuldcrisissen variërend van Latijns-Amerika in het begin van de jaren '80 tot de meeste Centraal-Europese landen momenteel illustreren het gevaar van een schuldpbouw in vreemde munt.

Zoals de VS de jongste decennia evenwel duidelijk aantoon, slaagt een land met de IDM-status er in om ook in het buitenland schuld aan te gaan in de eigen munt. Niet alleen neemt dit het wisselkoersrisico weg, maar bestaat ook altijd de mogelijkheid om de uitstaande schuld snel en fors te reduceren door onverwachts inflatie te ontketenen. Hierdoor verlaagt het IDM-land de reële waarde van zijn uitstaande schuld. In deel 4.4 gaan we dieper in op deze mogelijkheid en de te verwachten impact op de status als IDM.

2.4. Extra financiële transacties

Een vierde voordeel van de IDM-status situeert zich in het banken- en dienstenwezen. Het brede internationale gebruik van de dollar maakt dat er meer transacties (verbonden aan leningen, investeringen, handel en dies meer) verlopen via het financiële systeem van de Verenigde Staten. De verhoogde aantrekkelijkheid van de financiële sector levert schaalvoordelen op alsmede toegevoegde waarde, jobs, belastingsopbrengsten, etcetera.

2.5. Verlies over monetaire politiek

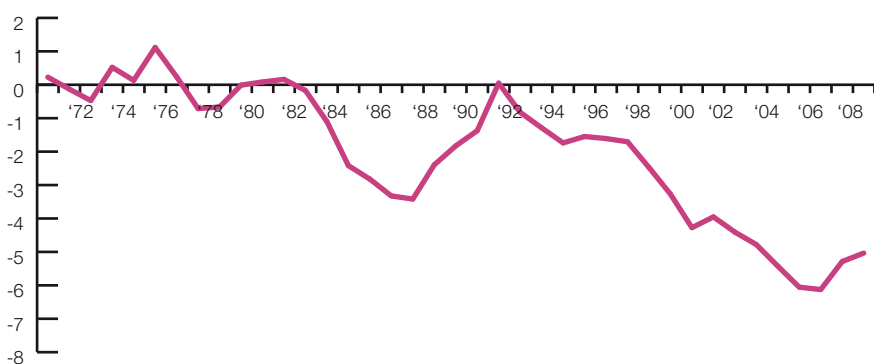
Hoewel de status van IDM-land overwegend voordelen met zich meebrengt, kan een belangrijk minpunt toch niet ontbreken in de analyse. Monetaire autoriteiten van het IDM-land geven onvermijdelijk een deel van hun controle op. De waarde van de munt, de geldhoeveelheid in een economie en de inflatie worden immers sterk afhankelijk van de preferenties van investeerders en beleggers uit het buitenland.

Voor de geldhoeveelheid in circulatie in de IDM-economie wordt op deze manier meer onvoorspelbaar. Een specifiek onderdeel van deze bezorgdheid situeert zich bij het feit dat de verwerving van de status van IDM gepaard gaat met een toevloed van kapitaal naar het land in kwestie. Dit duwt de wisselkoers omhoog wat de internationale concurrentiekracht van het IDM-land aantast. Omgekeerd zou een verlies aan vertrouwen van de Chinese overheid in de dollar nefaste gevolgen hebben voor de waarde van de munt en de hoeveelheid dollar in circulatie. Door 2.000 miljard dollarschulden in uitverkoop te plaatsen, kan China de Amerikaanse munt en aldus de Amerikaanse economie ernstige schade toebrengen.

3. Waarom de dollar als IDM?

Uit het voorgaande kunnen we besluiten dat de Amerikaanse dollar nog steeds dominant is. Ongeacht het criterium komt de dollar steeds met ruime voorsprong op de eerste plaats. De huidige zwakte van de dollar of de publieke verklaringen rond de positie van de dollar hebben geenszins plotsklaps geleid tot een grootschalige omzetting van reserves naar andere munten of een einde van de rol van de dollar als factuurmunt.

Allereerst dient opgemerkt te worden dat de positie van de dollar als IDM geen politieke keuze is. Binnen de grenzen van één land kan de overheid het gebruik van een monetaire eenheid opleggen aan de onderdanen. Internationaal gezien bestaat er voornamelijk nog geen mogelijkheid tot een dergelijke verplichting. Bondig samengevat kan men stellen dat de keuze van een IDM gebeurt door de



Figuur 4: Lopende rekening van de VS (% van het BBP).

Bron: OESO.

markten en veel minder door de politieke autoriteiten. Zowel private spelers (banken, ondernemingen beleggers, ...) als publieke spelers (vooral centrale banken) maken pragmatische keuzes die tot de dominantie van de dollar leiden.

De redenen waarom de Amerikaanse dollar primeert op andere munten zijn viererlei: de omvang van de economie, de diepte, graad van sofisticatie en bewezen innovatievermogen van de financiële markten en de stabiliteit van het politieke en monetaire regime in de VS. Bij beschouwingen rond de toekomst van de dollar wordt de beschikbaarheid van mogelijke alternatieven vaak uit het oog verloren. Uit onderstaande analyse is ook meteen duidelijk dat er op dit moment slechts twee mogelijke kandidaten zijn om de positie van de huidige IDM over te nemen: de euro en de Chinese renminbi.

3.1. De omvang van de economie

De pure grootte van de economie alsook de aanwezigheid in het internationale handelsgebeuren, leveren een evident natuurlijk voordeel op. De neiging van andere landen om dan ook van deze munt gebruik te maken, evolueert min of meer evenredig met dat relatieve belang en de verwachtingen op middellange termijn hieromtrent. Vaak wordt naar dit gegeven verwezen als het *netwerkeffect* (zie kaderstuk overschakelen van IDM).

Het belang van de (verwachte) grootte van de economie valt af te lezen uit de ervaring van Japan. De spectaculaire naoorlogse opgang van Japan tot de op één na grootste economie leidde tot de ontwikkeling van een internationaal belangrijke munt. Sinds de jaren '90 stagneerde de Japanse economie echter. Ook de toekomstperspectieven voor het Aziatische land ogen niet denderend, met de sterk verouderende en krimpende bevolking en de gigantische overheidsschuld als negatieve uitschieters. Het is dan ook weinig verwonderlijk dat zowel tabel 1 als figuur 3 een forse achteruitgang laten optekenen van de yen als reservemunt en ruilmiddel.

De gegevens in figuur 5 geven aan dat de VS nog altijd veruit de grootste economie van de wereld blijft, ongeveer

Overschakelen van IDM: Niet evident

De geschiedenis leert ons dat het Britse pond tot aan de Tweede Wereldoorlog de internationaal dominante munt was, hoewel de Verenigde Staten Groot-Brittannië ondertussen op de meest relevante gebieden al lang gepasseerd hadden. Vanaf het einde van de 19^e eeuw was de Amerikaanse economie al groter. De Amerikaanse export overtrof de Britse vanaf 1918. In de jaren '20 kende Groot-Brittannië bovendien voortdurend financiële problemen en kon de munt niet langer ingewisseld worden voor goud, in tegenstelling tot de dollar.¹ Toch nam de dollar pas decennia later de koppositie over van het pond.

Dit suggereert dat het verre van evident is om over te schakelen van IDM. In de economische literatuur wordt deze inertie verklaard door zogenaamde netwerkeffecten.² Een munt wordt aantrekkelijker naarmate ze vaker gebruikt wordt in het internationale (financiële) verkeer. Een IDM valt wat dit betreft te vergelijken met *Windows* van *Microsoft* en met de Engelse taal. Ook deze systemen puren veel van hun aantrekkingskracht uit het eenvoudige feit dat ze nu eenmaal veel gebruikt worden.

Een ander voorbeeld zijn online veilingssites. Verkopers weten dat ze meer interesse krijgen voor hun product op *ebay* dan op een minder bekende site. Omgekeerd verkiezen potentiële kopers eveneens *ebay* omwille van de grote keuze. Hierdoor is het zeer moeilijk om een nieuwe veilingssite op te starten, zelfs al zou deze intrinsiek superieur zijn. Hetzelfde geldt voor IDMs. Marktpartijen weten dat de dollar het meest verhandeld wordt en dat dollarmarkten daardoor 'liquide' zijn, men snel kopers of verkopers kan vinden. Net doordat de dollar nu eenmaal de dominante munt is, heeft ze een streepje voor op andere munten. Dit is mogelijk de belangrijkste reden om te veronderstellen dat er op korte termijn geen einde komt aan de dollarhegemonie. Zelfs indien er evenwaardige alternatieven zijn of komen, kan het lang duren vooral de dollar onttroond wordt.

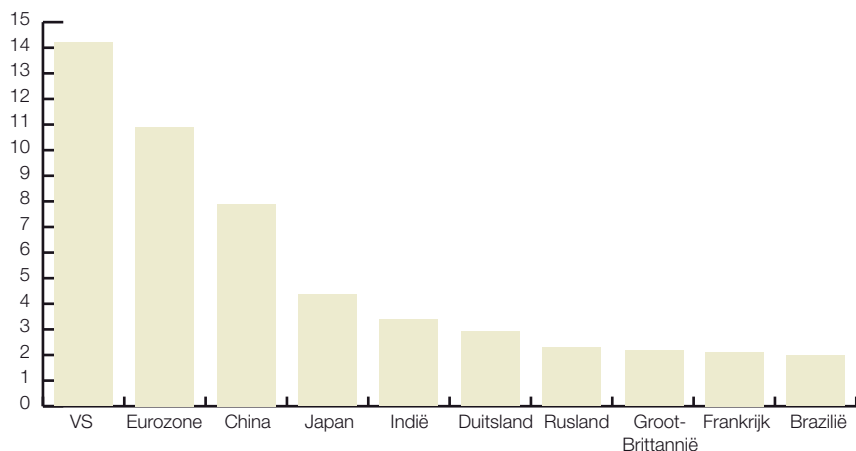
1 Vanaf 1879 konden alle westerse munten ingewisseld worden tegen goud aan een vaste prijs. Dit boezemt vertrouwen in; de waardevastheid van de munt is op deze manier gegarandeerd en de wisselkoersevoluties tussen munten zijn erg voorspelbaar in een dergelijk monetair systeem. Omgekeerd kreeg het vertrouwen in het Britse pond onvermijdelijk een flinke knauw toen beslist werd om de goudconvertibiliteit op te heffen.

2 Zie bijvoorbeeld Dowd en Greenaway (1993) voor een bespreking van netwerkeffecten in de monetaire wereld

30% groter dan het geheel van de landen verzameld in de eurozone, en nog steeds bijna dubbel zo groot als de Chinese economie³. Andere landen uit de top 10 van grootste economieën zoals Japan, India, Rusland of Brazilië volgen op een zeer grote afstand en vertegenwoordigen elk niet eens één derde van de Amerikaanse economie.

3 Deze cijfers zijn uitgedrukt in koopkrachtpariteiten. Eenvoudig uitgedrukt tracht men hierbij rekening te houden met het feit dat één dollar bijvoorbeeld in China veel meer koopkracht vertegenwoordigt dan één dollar in de VS.

Ook de verwachte evolutie van het BBP in de toekomst speelt een belangrijke rol bij de bepaling van de IDM. De eurozone scoort hier zwak. Vooral onrustwekkend is de te verwachten bevolkingsevolutie. Momenteel tellen zowel de VS als de muntunie ruim 300 miljoen inwoners. Volgens schattingen van de Verenigde Naties zullen de VS tegen 2050 ongeveer 400 miljoen inwoners tellen, terwijl de bevolking in de euroregio eerder zal afnemen dan toenemen en onder de 300 miljoen zal belanden. Tegen 2050 zal de VS aldus ongeveer anderhalf zo veel mensen huisvesten als de euroregio. De combinatie van de



Figuur 5:
De grootste economieën in 2008.

Bron: Wereldbank.

demografische verwachtingen en de hogere arbeidsparticipatie in de VS maken het twijfelachtig dat de eurozone de Verenigde Staten zal inhalen als grootste economie, wel integendeel⁴. De financiële crisis veranderde dit perspectief overigens niet.

In het algemeen wordt dan ook verwacht dat de kloof tussen de eurozone en de VS zal toenemen. Figuur 6 vat de onderzochte prognoses van de zakenbank Goldman Sachs weer, waarbij opvalt dat de euro-economie relatief sterk inkrimpt en de Verenigde Staten goed standhouden, terwijl China de toekomstige economische grootmacht wordt.

3.2. De ontwikkelingsgraad van de financiële markten

Diverse factoren zijn hierbij van belang: de diepte, graad van sofisticatie en het bewezen innovatievermogen. De mate waarin deze factoren zich positief ontwikkelen, hangt in hoge mate samen met een ganse reeks van subfactoren gaande van degelijke, marktgerichte regulering (dus hoge mate van vrijheid inzake geld- en kapitaalverkeer), attractief fiscaal regime, efficiënte, betrouwbare en breed toegankelijke communica-

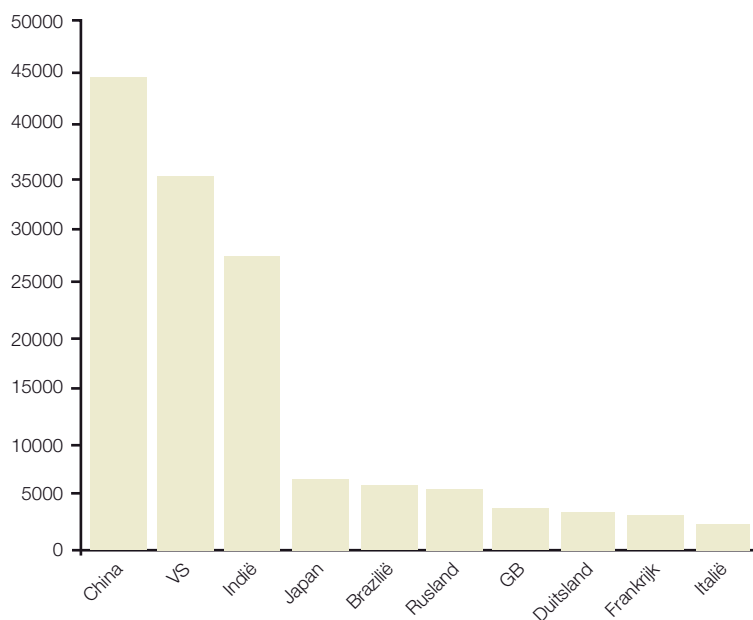
tie- en informatiekanalen en voldoende hooggeschoolde arbeidskrachten.

In de loop van de jaren 1920 stak New York Londen voorbij als het belangrijkste financiële centrum en dit blijft ongewijzigd tot op de dag van vandaag. Hoewel de financiële markten van de eurozone de jongste jaren reeds flink wat van hun achterstand hebben goedgemaakt, blijven de VS de eerste plaats innemen. Het totale volume aan financiële activa uitgedrukt in euro en aangehouden door

niet-ingezetenen van het eurogebied vormt een belangrijke indicator voor de graad van liquiditeit van de euromarkten. Euroland kan terzake net onder de 8000 miljard dollar aan dergelijke activa voorleggen, zijnde “maar” een kleine 1000 miljard dollar minder dan de VS.

Hoe de ontwikkelingsgraad van de financiële markten in de toekomst zal verlopen, zowel in de VS als in de eurozone, is moeilijk in te schatten. Gegeven de zowel cultureel als institutioneel diep ingebakken *entrepreneurial spirit* is het echter waarschijnlijk dat de VS op het vlak van financiële innovaties een voortrekkersrol zullen blijven spelen. Het is bovendien niet evident dat de VS door de financiële crisis veel terrein zullen verliezen ten opzichte van hun belangrijkste concurrenten. Alle financiële centra over de hele wereld hebben immers zware averij opgelopen, Londen en Frankfurt niet in het minst.

Wat China en de ontwikkelingsgraad van de financiële markten aldaar betreft, kunnen we kort zijn. Deze economische reus staat nog aan het begin van de rit. Vooraleer de renminbi de rol van IDM op zich kan nemen, zullen allereerst de vele kapitaalcontroles opgeheven moeten worden. Ook qua liquiditeit en



Figuur 6:
De grootste economieën in 2050.

Bron: Goldman & Sachs, 2003.

⁴ De werkloosheid in de VS ligt traditioneel een heel stuk lager dan in Europa. Daarnaast klopt een gemiddelde Amerikaanse werknemer ongeveer 20% meer uren dan een Europeaan.

Uitbreiding van de muntunie

De economie van de muntunie is kleiner dan de Amerikaanse economie. Ook wat bevolkingsaantallen betreft, zal de VS de unie op middellange termijn inhalen. Dit verhaal gaat evenwel niet op indien meer landen tot de muntunie zouden toetreden. Vooral een adoptie van de euro door Groot-Brittannië, met zijn ruim 60 miljoen inwoners, gediversifieerde economie en financieel centrum te Londen, zou de positie van onze munt gevoelig versterken. Andere landen als Zweden, Denemarken, maar ook Polen, Tsjechië en Hongarije enzovoort zouden de muntunie de komende jaren of decennia eveneens kunnen toetreden, wat de case voor de euro als internationaal dominante munt van de toekomst meer gewicht geeft.

Twee nuances zijn hierbij op zijn plaats. Ten eerste lijkt zulk een uitbreiding van de eurozone binnen het eerste decennium niet echt evident. De Britse politiek staat nog steeds zeer sceptisch tegenover een mogelijke adoptie, terwijl de meeste Centraal-Europese landen economisch verre van klaar zijn om aan de opgelegde voorwaarden te voldoen. Daarenboven zou een dergelijke toename van het aantal euro-leden de stabiliteit van de muntunie niet ten goede komen.

transparantie stellen de Chinese financiële markten niet echt veel voor. Kortom, China heeft een enorme achterstand op zowel de VS als de eurozone (en Groot-Brittannië) als het aankomt op de ontwikkelingsgraad van de financiële markten. Deze achterstand binnen de 25 jaar inhalen, zou een heroïsche prestatie betekenen, zelfs voor een land als China.

3.3. (Monetaire) stabiliteit

Het begrip stabiliteit wordt hier zeer ruim gedefinieerd. Het betreft dus zowel politieke stabiliteit als de stabiliteit van de monetaire ordening in de brede zin van het woord. De VS zullen ongetwijfeld op beide maatstaven behoorlijk tot goed blijven scoren. Voor de eurozone en zeker voor China liggen de kaarten op dit vlak evenwel anders.

Het ontbreken van een politieke unie blijft een zwakte voor euroland. Zeker door de uitbreiding is de behoefte aan simpelere en efficiëntere besluitvorming zeer groot.⁵ De nieuwe grondwet komt hier slechts gedeeltelijk aan tegemoet, terwijl de afgekeurde referenda in EU-landen van het eerste uur zoals Nederland en Frankrijk de onverschilligheid en scepticisme van de bevolking tegenover de unie illustreren. De recente crisis

⁵ Voor de gevolgen van de kaduke structuren inzake economische besluitvorming, zie De Grauwe, 2005.

heeft ook duidelijk aangetoond dat de unie vooralsnog niet in staat is om één front te vormen. Zo ontbrak het bijvoorbeeld aan een coördinatie van crisismaatregelen, werden verschillende lidstaten tegenover elkaar uitgespeeld in het Opel-dossier en zijn grote nationale verschillen in financiële regelgeving blootgelegd.

Het is zeker niet zo dat een zware crisis binnen de Europese Unie meteen ook repercussies op het functioneren van de EMU en de euro hoeft te hebben, maar uitgesloten is het geenszins. Het was ook geen toeval dat de dollar in waarde steeg toen de crisis losbarstte. Als het er op aankomt wordt de euro toch nog steeds als meer risicovol ingeschat. De herhaalde uithalen van zwaargewichten als de Franse president *Nicolas Sarkozy* naar het beleid van de ECB zijn hier allicht niet vreemd aan, net als het ontbreken van een pan-Europese controle, toezicht en regelgeving op de financiële markten. Hoewel er op dit laatste terrein enige vooruitgang is te bemerken, is de Amerikaanse regelgeving nog steeds coherenter en slagkrachtiger.⁶

⁶ Daarnaast bestaan er fundamentele vraagtekens rond het voortbestaan van de euro. Het gebrek aan arbeidsmobiliteit, loonflexibiliteit en een budgettair herverdelingsmechanisme in de muntunie blijven handicaps voor de euro. Een analyse vindt u terug in een vorige beleidsnota: 'Komt de euro toch in last'.

Terwijl euroland dus niet de score van de VS haalt op vlak van stabiliteit, doet China het nog een stuk slechter. De stabiliteitsbedreigende factoren liggen voor het rapen: het nog altijd dictatoriale karakter van het politieke regime, het ontbreken van echte rechtszekerheid, de enorme inkomensverschillen, de alom aanwezige corruptie en de letterlijk moordende pollutie vormen een niet exhaustieve greep uit die trommel.⁷ Naast de politiek-maatschappelijke stabiliteit vormt ook de monetaire stabiliteit van het land een ernstig probleem. Hoe gaat men komaaf maken met de onhoudbare koppeling van de eigen munt aan de dollar? Wat gaat men doen met financiële instellingen als die in de problemen komen door het verstrekken van twijfelachtige leningen? Het zal diverse decennia vergen vooraleer China een gelijkaardige stabiliteit als de Verenigde Staten kan bereiken.

3.4. Waardevastheid van de munt

Zoals eerder aangehaald, moet een munt waardevast zijn opdat ze een belangrijke internationale munt kan zijn en blijven. Wisselreserves verliezen immers sterk in waarde indien een stevige en blijvende muntontwaarding plaatsvindt. De dollar boette de jongste tijd inderdaad veel van haar waarde in (zie figuur 1). Tabel 2 illustreert dat de dollar dit jaar niet alleen tegenover de euro, maar tegenover vrijwel alle belangrijke prijsmunten terrein moest prijsgeven.

De vraag is hoe persistent deze dollarontwaarding is. Indien dit een tijdelijk en omkeerbaar fenomeen is, is er geen vuiltje aan de lucht. De vrees voor het tegendeel wordt gevoed door de zware tekorten op de lopende rekening van de Amerikaanse betalingsbalans, waardoor immense buitenlandse schulden opgebouwd zijn. Zoals aangehaald in deel 3.3. is deze schuld veelal in dollar uitgedrukt, wat een periode van hoge inflatie en dollarontwaarding aantrekkelijk maakt voor de Amerikaanse staatskas. Dit zou de positie van de dollar als IDM echter in de problemen brengen.

⁷ Voor meer informatie omtrent de politieke en maatschappelijke spanningen in China verwijzen we naar onze beleidsnota 'Chinese motor oververhit' van oktober 2009.

De jongste tijd scoorde de euro beduidend beter dan de dollar wat waarde- vastheid betreft; niet in het minst omdat de ECB geen rekening hoeft te houden met een enorm deficit op de lopende rekening. Wat China betreft, kan er nauwelijks iets zinnigs gezegd worden over het vermogen van dit land om de stabiliteit van haar munt te garanderen op langere termijn. Er is alleszins nog heel wat werk aan de winkel om de nodige geloofwaardigheid op te bouwen.

4. Besluit

Tabel 3 vat de conclusies van deze beleidsnota samen. We schatten de toekomstperspectieven voor de euro, dollar en renminbi in aan de hand van de vier gehanteerde criteria. De toekomsthorizon die we hier hanteren, ligt tussen de 10 en 20 jaar. Voorspellingen op langere termijn hebben volgens ons immers weinig zin.

Een + teken wijst er op dat de munt in kwestie op dat criterium goed scoort. Een – teken wijst op een onvoldoende

Wereldmunten	
Braziliaanse real	+32,9%
Australische dollar	+31,8%
Nieuw-Zeelandse dollar	+30,3%
Zuid-Afrikaanse rand	+28,6%
Noorse kroon	+25,1%
Canadese dollar	+16,1%
Zweeds kroon	+14,1%
Brits Pond	+13,9%
Euro	+7,3%
Deense kroon	+7,2%
Zuid-Koreaanse won	+6,8%
Zwitserse frank	+6,1%
Mexicaanse peso	+5,5%
Singaporeaanse dollar	+2,7%
Taiwaanse dollar	+1,4%
Chinese renminbi	=
Japanse yen	-0,4%

Tabel 2: Prestatie belangrijkste wereldmunten t.o.v. dollar (tussen januari en oktober 2009).

Bron: Bloomberg.

Munten	Grootte	Sofisticatie	Stabiliteit	Waardevastheid
Dollar	+	+	+	?
Euro	?	+	?	+
Renminbi	+	-	-	-

Tabel 3: Sterktes en zwaktes van de dollar, euro en renminbi.

terwijl een ? aangeeft dat het op dit ogenblik niet evident is om voor een + dan wel een – te kiezen. Het spreekt voor zich dat in bepaalde gevallen de keuze tussen bijvoorbeeld een + of een ? niet altijd even makkelijk is.

De dollar verzamelt op de vier gehanteerde criteria drie + tekens (omvang van de economie, ontwikkelingsgraad van de financiële markten, stabiliteit van het regime). Het ? teken inzake waarde- vastheid hangt samen met de vraag wat er met het tekort op de lopende rekening van de Amerikaanse betalings- balans zal gebeuren. Indien dit tekort terugloopt, bijvoorbeeld door betere exportprestaties, het terugschroeven van de overheidstekorten of een daling van de invoer, lijkt een verdere waardedaling van de dollar niet aan de orde.

De euro scoort goed inzake waarde- vastheid en ontwikkelingsgraad van de financiële markten. De toekomstige omvang van de economie zowel als de stabiliteit van het regime blijven evenwel vraagtekens. De enige plausibele manier waarop de eurozone de kloof met de VS kan dichten (of niet verder laten oplopen) is een verdere uitbreiding met nieuwe lidstaten. Dit zou dan weer de politieke werking en stabiliteit van de unie bemoeilijken.

De Chinese munt tenslotte scoort enkel ondubbelzinnig positief inzake de om- vang van haar economie. In veel andere opzichten staat deze economische reus echter nog in haar kinderschoenen. Er zullen heel wat volgehouden inspanning- en noodzakelijk zijn teneinde de – te- kens om te buigen tot + tekens.

De conclusie luidt dan ook dat de dollar- standaard waarschijnlijk nog enige jaren en zelfs decennia te gaan heeft. De dol- lar heeft rake klappen gekregen, maar er bestaan onvoldoende valabele alterna-

tieven om de positie als dominante munt over te nemen. Het enige wat roet in het eten kan gooien, lijkt ons een compleet onvermogen van de Amerikaanse be- windsvoerders om het gapende deficit op de lopende rekening en de overheids- begroting terug te dringen. Een aanhou- dende, stevige inflatie en ontwaarding zou de sterktepunten van de dollar allicht teniet doen en de euro katapulteren tot belangrijkste wereldmunt. De kans hier- op lijkt ons vooralsnog erg klein, vooral gezien de recente halvering van het tekort van de lopende rekening van de VS. Kortom, alle berichten omtrent het einde van de dollar als wereldmunt zijn sterk voorbarig.

Referenties

DE GRAUWE, P. (2005), The eurozone's conundrum of power without responsibility., *Financial Times*, 17 augustus, Londen, Financial Times.

DOWD, K., GREENAWAY, D. (1993), Currency Competition, Network Externalities and Switching Costs: Towards an Alternative View of Optimum Currency Areas., *Economic Journal, Royal Economic Society*, vol. 103(420), september, St. Andrews University, pp.1180-89.

GOLDBERG, L.S., TILLE, C. (2008), Vehicle currency use in international trade., *Journal of International Economics*, vol. 76. Online at: <http://www.ny.frb.org/research/economists/goldberg/GoldbergTilleJune7.pdf>

MAIER, C. (2006), Among Empires American Ascendancy and Its Predecessors, Cambridge, Mass., Harvard University Press.

McKINNON, R.I. (1998), The euro threat is exaggerated., *The International Economy*, Vol. 12, mei/juni, Washington, The International Economy.