

Canon deel 15: Internationale monetaire economie

IVO ARNOLD

Hoogleraar aan de
Erasmus Universiteit
Rotterdam en aan
Nyenrode Business
Universiteit

CLEMENS KOOL

Onderdirecteur
Centraal Plan Bureau
en hoogleraar aan de
Universiteit Utrecht

TOM VAN VEEN

Hoogleraar aan
de Universiteit
Maastricht en aan
Nyenrode Business
Universiteit

In de Internationale Monetaire Economie wordt er vooral gekeken naar de monetaire aspecten van internationale economische verschijnselen. Drie thema's domineren van oudsher de literatuur: wisselkoersen en de determinanten van de wisselkoers, liberalisering van internationale financiële markten, en internationale schulden en de zogeheten *governance* van het internationale financiële en monetaire systeem. De introductie van de euro heeft daarnaast geleid tot een hernieuwde belangstelling voor muntunies. Deze canon geeft in tien vensters een overzicht van de belangrijkste theoretische inzichten en ontwikkelingen op het gebied van de internationale monetaire economie.

1 NOMINALE EN REËLE WISSELKOERSEN
De nominale wisselkoers is de relatieve prijs van twee valuta. De reële wisselkoers corrigeert de nominale wisselkoers voor de prijsniveaus in binnen- en buitenland en bepaalt zo de relatieve koopkracht van de eigen valuta. Dit reflecteert de concurrentiepositie van een land.

Nominale wisselkoersen komen tot stand op valutamarkten en de geldstromen op deze markten worden voornamelijk gedreven door financiële transacties. De nominale wisselkoers kan dan ook het beste worden gezien als de relatieve prijs van twee financiële activa. In een systeem van zwevende wisselkoersen reageert de wisselkoers continu op relevant economisch nieuws, wat kan resulteren in een hoge mate van volatiliteit. Dat kan nadelig zijn voor de internationale handel, maar heeft als voordeel dat het landen in staat stelt om economische schokken snel op te vangen. Op de lange termijn wordt het gedrag van de nominale wisselkoers echter ingekaderd door wat er op de goederenmarkten gebeurt. De verhouding tussen goederenprijzen in binnen- en buitenland wordt vaak gezien als het langetermijn-anker voor de nominale wisselkoers.

Bij zwevende wisselkoersen hangen de reële en nominale wisselkoers sterk samen en vertonen ze dezelfde hoge mate van kortetermijn-volatiliteit, door de relatief trage aanpassing van goederenprijzen (*sticky prices*) ten opzichte

van prijzen van financiële activa. Als gevolg hiervan is het moeilijk om een verband aan te tonen tussen wisselkoersvolatiliteit en de volatiliteit van fundamentele economische variabelen, zoals verschillen in economische groei, inflatie, geldgroei of rentestanden. Dit gebrek aan samenhang wordt door Flood en Rose (1999) de *exchange rate volatility disconnect puzzle* genoemd.

Flood, R.P. en A.K. Rose (1999) Understanding exchange rate volatility without the contrivance of macroeconomics. *The Economic Journal*, 109(459), 660–672.

MacDonald, R. (2007) *Exchange rate economics. Theories and evidence*. Londen: Routledge.

2 KOOPKRACHTPARITEIT
Volgens de *law of one price* (LOP) moeten identieke goederen hetzelfde kosten in verschillende landen omdat er anders arbitrage mogelijk zou zijn. De theorie van de koopkrachtpariteit (PPP) breidt de LOP uit door te stellen dat de prijs van goederenmandjes in verschillende landen gelijk moet zijn. Terwijl de LOP voor homogene en goed verhandelbare goederen vaak opgaat, geldt dat voor PPP in absolute vorm en op korte termijn niet. De oorzaak is te vinden in marktimperfecties, zoals transport- en informatiekosten. De relatieve versie van PPP, die zegt dat inflatieverschillen tussen landen worden gecompenseerd door veranderingen in de nominale wisselkoers, doet het empirisch beter, zeker op langere termijn.

Onder de veronderstelling dat marktimperfecties op langere termijn minder belangrijk worden, zou men verwachten dat absolute PPP op de lange termijn wel opgaat. Aanvankelijk leek er ook hiervoor echter weinig steun in de data te vinden. De ontwikkeling van nieuwe econometrische technieken, zoals co-integratie- en panelmethoden, en van databestanden die een zeer lange periode bestrijken, hebben tot een nieuwe consensus geleid (Taylor, 2006). Die zegt dat de reële wisselkoers in een zeer laag tempo terugkeert naar een langetermijngemiddelde, met een half-

waardetijd van reële wisselkoersschokken tussen de drie en vijf jaar. De trage convergentie richting PPP in combinatie met de hoge nominale en reële wisselkoersvolatiliteit blijft volgens Rogoff (1996) echter nog een puzzel. Blijkbaar leiden handelsfricties nog steeds tot een dusdanige segmentatie van de internationale goederenmarkten dat nominale wisselkoersen sterk kunnen fluctueren zonder een onmiddellijk effect te hebben op het binnenlandse prijspeil.

Rogoff, K. (1996) The Purchasing Power Parity Puzzle. *Journal of Economic Literature*, 42(2), 647–668.

Taylor, M.P. (2006) Real exchange rates and Purchasing Power Parity: mean-reversion in economic thought. *Applied Financial Economics*, 16(1–2), 1–17.

3 DE REËLE WISSELKOERS EN CONVERGENTIE

Naast marktimperfecties die zorgen voor onvolledige prijsaanpassing tussen landen, kunnen ook permanente veranderingen in de reële wisselkoers afwijkingen van PPP veroorzaken. Een daarvan is het Balassa-Samuelson-effect (BS): prijsniveaus liggen typisch hoger in ontwikkelde (rijke) landen dan in (arme) ontwikkelingslanden. Dit komt omdat productiviteitsverbeteringen gemakkelijker te realiseren zijn voor verhandelbare goederen (veelal in de maakindustrie) dan voor niet-verhandelbare goederen (veelal in de binnenlandse dienstverlening). Productiviteitsverbeteringen in de exportsector stellen werkgevers in staat om hogere lonen te betalen zonder dat dit tot hogere prijzen hoeft te leiden. Door concurrentie op de binnenlandse arbeidsmarkt worden de lonen in de binnenlandse dienstverlening mee omhoog getrokken. Zonder vergelijkbare productiviteitsverbeteringen zullen de prijzen in die sector moeten stijgen. Ontwikkelde landen hebben een hoger productiviteitsniveau in de exportsector dan minder ontwikkelde landen, en daarmee ook een hoger algemeen prijspeil. Als er wereldwijde convergentie in economische ontwikkeling optreedt, neemt dit verschil af en gaan de prijzen in de minder ontwikkelde landen zich aanpassen. Dit resulteert in een reële appreciatie. Empirisch werk ondersteunt het BS-effect vooral wanneer er gekeken wordt naar landen in verschillende stadia van ontwikkeling over langere periodes (*catching-up-effect*); zie Lothian en Taylor (2008).

Naast het BS-effect zijn er nog een aantal andere verklaringen voor permanente veranderingen van de reële wisselkoers (Froot en Rogoff, 1995). Vraagschokken kunnen een effect hebben op de reële wisselkoers wanneer bijvoorbeeld een sterke stijging van de overheidsbestedingen de relatieve prijs van niet-verhandelbare goederen opdrijft. Het hieraan verwante *Dutch Disease*-effect treedt op wanneer er in een land natuurlijke hulpbronnen – zoals in Nederland gas – worden ontdekt. Vanwege het bestedingseffect leidt dit tot een appreciatie van de reële wisselkoers.

Lothian, J.R. en M.P. Taylor (2008) Real exchange rates over the past two centuries: how important is the Harrod-Balassa-Samuelson effect? *The Economic Journal*, 118(532), 1742–1763.

Froot, K.A. en K. Rogoff (1995) Perspectives on PPP and long-run real exchange rates. In: G. Grossman en K. Rogoff (red.) *Handbook of International Economics*, vol. 3. Amsterdam: Elsevier, 1647–1688.

4 DETERMINANTEN VAN DE NOMINALE WISSELKOERS

In de meeste gangbare literatuur zijn de fundamentele determinanten van de wisselkoers te herleiden tot de determinanten van geldaanbod en geldvraag in twee valutagebieden. Het langetermijn-anker van de nominale wisselkoers wordt, zoals hierboven besproken, gevormd door de relatieve verhouding van goederenprijzen.

Op korte termijn wordt de nominale wisselkoers bepaald op internationale financiële markten. Bij perfecte kapitaalmobilititeit zijn valuta vrij inwisselbaar. Als daarbij beleggers risiconutraal en rationeel zijn, zullen ze indifferent zijn tussen het aanhouden van twee valuta die een identiek verwacht rendement bieden. Dit impliceert ongedekte rentepariteit (UIP): het verschil tussen de kortetermijnrentes op twee valuta is gelijk aan de verwachte depreciatie van de munt met de hoogste rente. UIP is een van de belangrijkste hoekstenen van theoretische macro-economische modellen voor een open economie. Empirisch is er echter vooral veel bewijs dat UIP niet geldt.

Daarvoor bestaan twee potentiële verklaringen, zie Fama (1984) en Lewis (1995). De eerste is dat beleggers risicoavers zijn en een risicopremie op het aanhouden van vreemde valuta eisen. Bij gedekte rentepariteit (CIP) wordt het koersrisico afgedekt op de termijnmarkt. De alternatieve verklaring is dat beleggers persistente fouten maken bij het vormen van hun verwachtingen over de toekomstige wisselkoers. Dit kan gebeuren wanneer de structuur van de economie niet precies bekend is en bovendien ook nog aan veranderingen onderhevig is. Dit staat bekend als het pesoprobleem: het probleem in de jaren zeventig toen de Mexicaanse peso een vaste wisselkoers had ten opzichte van de dollar, terwijl de rente op Mexicaanse deposito's structureel aanzienlijk hoger lag dan de rente op deposito's in de VS. Het gebruik van UIP voor de verwachte wisselkoersverandering leidt dan tot persistente voorspelfouten. Voorspelfouten kunnen ook ontstaan door naïeve – irrationele – beleggers die afwisselend te optimistisch en te pessimistisch zijn. In welke mate de verschillende verklaringen voor afwijkingen van UIP van belang zijn, is nog steeds onderwerp van onderzoek en debat.

Fama, E.F. (1984) Forward and spot exchange rates. *Journal of Monetary Economics*, 14(3), 319–338.

Lewis, K.K. (1995) Puzzles in international financial markets. In: G. Grossman en K. Rogoff (red.) *Handbook of International Economics*, vol. 3. Amsterdam: Elsevier, 1913–1971.

5 VASTE VERSUS ZWEVENDE WISSELKOERSEN

Veel landen kiezen ervoor om de eigen valuta te koppelen aan de valuta van een ander land, of voor een valutamandje met meerdere landen, door zich te committeren aan een vaste ruilverhouding van de eigen valuta ten opzichte van het gekozen anker. Dit heet een vast wisselkoerssysteem. De voordelen van een zwevende wisselkoers zijn dat landen hun eigen monetaire beleid kunnen kiezen en dat de wisselkoers als een tijdelijke buffer kan dienen om de impact van een asymmetrische schok op de economie te



dempen. Als nadeel wordt gewezen op excessieve koersvolatiliteit en het gebrek aan monetaire discipline, waardoor landen hun inflatie uit de hand laten lopen. Een vaste wisselkoers voorkomt grote nominale volatiliteit en dwingt participerende landen tot eenzelfde monetair beleid. Een vaste wisselkoers leidt daarnaast tot betere prijsvergelijkbaarheid en minder prijsonzekerheid, wat een positief effect heeft op internationale handel en buitenlandse investeringen. Die disciplinerende is echter asymmetrisch. Het land met de ankervaluta houdt de vrijheid een eigen monetair beleid te voeren, terwijl de overige landen zich moeten aanpassen. In de praktijk kiezen vooral kleine open economieën met veel onderlinge handel en vergelijkbare inflatievoorkeuren voor een vaste wisselkoers. Grote en meer gesloten economieën zijn meestal niet bereid om hun binnenlands beleid ondergeschikt te maken aan een vast wisselkoersstelsel. Obstfeld en Rogoff (1995) geven een uitgebreid overzicht van de voor- en nadelen van vaste wisselkoersen.

Als een land kiest voor een vaste wisselkoers en er vrij verkeer van kapitaal is met andere landen, dan is dat land gedwongen het eigen monetaire beleid volledig dienstbaar te maken aan het stabiel houden van de wisselkoers. Pogingen om een eigen monetair beleid te voeren, bijvoorbeeld door de binnenlandse rente te verlagen en de binnenlandse geldhoeveelheid te vergroten, leiden dan onmiddellijk tot kapitaalvlucht door beleggers en een verlies aan internationale reserves. Uiteindelijk mondt dit uit in een speculatieve aanval en een devaluatie van de munt. Dit wordt ook wel een eerstegeneratie-valutacrisis genoemd, zie Flood en Garber (1984). Kortom, vrij kapitaalverkeer, het stabiel houden van de wisselkoers en een eigen monetair beleid voeren gaan niet samen. Slechts twee van deze drie zijn gelijktijdig realiseerbaar. Dit staat bekend als het monetaire trilemma.

Flood, R.P. en P.M. Garber (1984) Collapsing exchange rate regimes: some linear examples. *Journal of International Economics*, 17(1-2), 1-13.
Obstfeld, M. en K. Rogoff (1995) The mirage of fixed exchange rates. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 73-96.

6 FINANCIËLE INTEGRATIE EN FRAGILITEIT

Liberalisering en technologische vooruitgang hebben de laatste decennia geleid tot toenemende internationale financiële integratie. Dit uit zich in een sterkere samenhang van koersbewegingen in internationale finan-

ciële markten, een explosieve toename van internationale kapitaalstromen en van de omvang van buitenlandse activa en passiva, en in grotere en meer persistente onevenwichtigheden op lopende rekeningen.

Het gemakkelijk kunnen financieren van handelstekorten is lang geïnterpreteerd als de resultante van een optimale allocatie van kapitaal door efficiënt werkende financiële markten, zie Feldstein en Horioka (1980). De laatste jaren wordt er echter vrij algemeen (weer) erkend dat een structureel tekort of overschot op de lopende rekening een serieuze indicator van onderliggende economische onevenwichtigheden is en dat financiële markten soms toestaan dat landen een onhoudbaar niveau van netto buitenlandse passiva opbouwen. Mogelijke verklaringen zijn een combinatie van marktimperfections, informatieproblemen en onvoldoende institutionele kwaliteit.

In een vast wisselkoerssysteem of in een muntunie blijven landen met persistente tekorten erg kwetsbaar voor een valutacrisis, zelfs als het monetaire beleid adequaat is. Voorbeelden zijn de Aziëcrisis van 1997/98 en de eurocrisis sinds 2010. Om dit type crisis te verklaren zijn er modellen ontwikkeld die meerdere evenwichten hebben en waarin zichzelf vervullende verwachtingen een belangrijke rol spelen (tweede- en derdegeneratie-valutacrisis), zie Krugman (1999).

Het toenemende besmettingsgevaar en de vluchtigheid van kapitaalbewegingen, door bijvoorbeeld *sudden stops*, leiden ertoe dat de gevolgen van een plotselinge omkering van kapitaalstromen in een crisis groot kunnen zijn. Het internationale monetaire systeem is fragieler geworden. Dit verklaart de hernieuwde belangstelling voor lopende rekeningonevenwichtigheden en het instellen van de *excessive imbalances procedure* binnen de Europese Unie. Een alternatief om valutacrisis tegen te gaan, is het instellen van restricties op kapitaalmobiliteit, waarmee enkele Aziatische landen met enig succes hebben geëxperimenteerd. Niettemin is de consensus dat de kosten van kapitaalrestricties in het algemeen hoger zijn dan de opbrengsten. Het voorkómen van de opbouw van binnenlandse onevenwichtigheden lijkt uiteindelijk een betere route naar stabiliteit.

Feldstein M. en C. Horioka (1980) Domestic savings and international capital flows. *The Economic Journal*, 90(358), 314-329.

Krugman, P. (1999) Balance sheets, the transfer problem and financial crises. *International Tax and Public Finance*, 6(4), 459-472.

7 OPTIMALE VALUTAGEBIEDEN

De theorie van het optimale valutagebied (*Optimal currency area*; OCA) formuleert economische condities waaraan landen moeten voldoen om een gemeenschappelijke munt in te voeren. Mundell (1961) betoogde dat een muntunie een efficiënt monetair arrangement is indien landen eenzelfde economische structuur hebben, er zich geen asymmetrische schokken voordoen en symmetrische schokken op dezelfde wijze doorwerken in de verschillende economieën. Introduceert men een gezamenlijke munt zonder dat aan deze voorwaarden is voldaan, dan moeten er voldoende alternatieve aanpassingsmechanismen zijn om schokken op te vangen. Dit kan bijvoorbeeld met een hoge

mobiliteit van de productiefactoren arbeid en kapitaal, een sterke mate van loon- en prijsflexibiliteit of met een herverdelingsmechanisme tussen deelnemende landen.

Een OCA is echter geen statisch maar een dynamisch concept. Veronderstel dat er een muntunie tot stand komt tussen landen waarvan de reële economieën sterk geïntegreerd zijn. Na vorming van de muntunie resteert er één uniform monetair beleid en een gezamenlijke wisselkoers met landen buiten de muntunie; naar verwachting zal de onderlinge handel dan toenemen. Dit kan leiden tot verdere convergentie van economische structuren waardoor zelfs een groep landen die voorheen geen OCA vormde, door het invoeren van een gemeenschappelijke munt wel een OCA kan worden. Krugman (1991) betoogt echter dat de reële en monetaire integratie ook kan leiden tot een proces van concentratie en specialisatie van bedrijvigheid. In dat geval kan een groep landen die initieel wel een OCA vormde, structureel gaan divergeren. Kortom, een OCA heeft een endogeen karakter. Als gevolg daarvan verschuift de wetenschappelijke en maatschappelijke aandacht naar de benodigde aanpassingsmechanismen binnen de muntunie.

Mundell, R. (1961) A theory of Optimal Currency Areas. *American Economic Review*, 51(4), 657–665.

Krugman, P. (1991) *Geography and trade*. Cambridge, MA: The MIT Press.

8 DE EURO EN FISCAL FEDERALISM

In 1999 is de euro als gemeenschappelijke munt in een deel van de Europese Unie ingevoerd. Bij de start was de eurozone duidelijk geen OCA, want de deelnemende landen verschilden structureel van elkaar in economisch opzicht. Tegelijkertijd lieten de potentiële aanpassingsmechanismen te wensen over. De mobiliteit van arbeid was laag in vergelijking met bijvoorbeeld de Verenigde Staten, en ook de flexibiliteit van de goederenmarkten en de arbeidsmarkt was in de meeste landen gering. Dit leidt tot problemen wanneer de economische schokken in de eurozone asymmetrisch van aard zijn, zoals tijdens de eurocrisis ook daadwerkelijk het geval was.

Een alternatieve route om asymmetrische schokken op te vangen, loopt via de overheidsfinanciën. Dit kan gebeuren via interregionale of intertemporele overdrachten, wat in de literatuur bekend staat als het vraagstuk van *fiscal federalism*. Interregionale overdrachten vereisen een sterke centralisatie van het begrotingsbeleid op supranationaal niveau. In het Verdrag van Maastricht uit 1992 is hiervoor niet gekozen, om aldus structurele overdrachten tussen landen en het daarmee gepaard gaande morele risico te voorkomen. In plaats daarvan zijn er begrotingsprincipes vastgelegd die moesten zorgen voor beperkte intertemporele overdrachten binnen elk land en voor een verbod op onderlinge garantstelling tussen landen (de *no bail-out-clausule*).

De externe schok van 2008 heeft de zwakte van de eurozone blootgelegd. De combinatie van een gebrek aan economische convergentie, de afwezigheid van adequate aanpassingsmechanismen (waaronder een supranationale risicodeling) en de beperkte mogelijkheid van intertempo-

rele overdrachten heeft ertoe geleid dat de ontstane macro-economische onevenwichtigheden moesten worden opgelost via een moeizaam proces van interne devaluaties en revaluaties.

De crisis heeft intussen wel geleid tot een aantal institutionele aanpassingen die zijn gericht op betere risicodeling binnen de muntunie, zoals de bankenunie. Daarnaast lijkt er meer ernst te worden gemaakt met centraal toezicht op economische hervormingen en de coördinatie van nationaal begrotingsbeleid. Op termijn zal er voor verdere ontwikkeling van de muntunie waarschijnlijk meer centralisatie van het begrotingsbeleid nodig zijn, maar op dit moment ontbreekt daarvoor nog het politieke draagvlak.

Fatás, A. (1998) Redistribution vs insurance: does EMU need a fiscal federation? *Economic Policy*, 29 (april).

9 BUITENLANDSE SCHULDEN EN WANBETALINGEN

Overheden die niet aan hun buitenlandse schuldverplichtingen (schulden die een buitenlandse valutadenominatie hebben) voldoen, zijn van alle tijden. Theorievorming over de vraag onder welke voorwaarden overheden hun schulden zullen terugbetalen, ontstond echter pas tijdens de Latijns-Amerikaanse schuldencrisis van de jaren tachtig.

Eaton *et al.* (1986) ontwikkelden hiervoor een model waarin overheden een kosten-batenanalyse maken om te besluiten of ze al dan niet hun schulden gaan afbetalen, gebaseerd op het *willingness to pay*-principe. De baten zijn evident, en de kosten betreffen een verminderde toegankelijkheid tot de internationale kapitaalmarkten. Uit het model volgt ook dat onder volledige informatie, rationele investeerders nooit



méer zullen uitlenen aan een overheid dan de totale kosten van wanbetaling. Wanbetaling treedt dan nooit op.

In de praktijk komen te hoge schuldenlasten en wanbetalingen echter wel degelijk voor. Een verklaring is dat informatie niet volledig is en beleggers niet rationeel zijn of speculeren op een *bail-out* of een herstructurering met behulp van een organisatie als het Internationaal Monetair Fonds (IMF). Oplopende schulden gaan vaak gepaard met een depreciatie van de valuta, waardoor de schuldenlast in termen van de eigen valuta verder oploopt. Forse bezuinigingen of belastingverhogingen kunnen het tij keren maar leiden tot een *unwillingness to pay* bij de bevolking. Het gevolg is dat overheden er soms voor kiezen om niet terug te betalen, met het argument dat men daartoe niet in staat is. Strikt genomen is er geen sprake van een *inability to pay*, gegeven de hoeveelheid reële en financiële activa die landen bezitten. Sachs heeft het idee van de *inability to pay* uitgewerkt met de introductie van de term *debt overhang*: een zo hoge schuld dat terugbetaling de economie grote schade zou toebrengen. In zo'n situatie is herstructurering van schuld de enige oplossing.

Eaton, J., M. Gersovitz en J. Stiglitz (1986) The pure theory of country risk. *European Economic Review*, 30, 482–527.

Sachs, J.D. (1989) New approaches to the Latin American debt crisis. *Princeton Studies in International Finance*, 174.

10 HET INTERNATIONALE MONETAIRE SYSTEEM

Sinds 1944 zijn het IMF en de Wereldbank de belangrijkste pijlers van het internationale monetaire systeem. De laatste decennia hebben zich enkele problemen voorgedaan bij deze 'twin sisters', met als gevolg dat een herziening van de governance van het internationale monetaire systeem hoog op de agenda van de G7-bijeenkomsten staat. De opkomst van nieuwe economieën wordt nog niet vertaald in veranderende zeggenschapsverhoudingen binnen het IMF en de Wereldbank.

Het IMF heeft na het vallen van het Bretton Woods-systeem aan betekenis verloren als hoeder van het internationale monetaire stelsel. Door het systeem van zwevende wisselkoersen werd het management van betalingsbalansproblemen minder belangrijk en veranderde de rol van het IMF in de richting van crisismangement, waaronder

de herstructurering van schulden. Dit crisismangement van het IMF leidt tot wrijvingen tussen de vertegenwoordigers van de ontwikkelde en de opkomende economieën. Al sinds de Latijns-Amerikaanse schulden crisis wordt het IMF verweten te veel een *one-size-fits-all*-beleid op te leggen, gericht op deregulering en liberalisering van de economie. Veel opkomende economieën verzetten zich tegen deze conditionaliteitseisen van het IMF.

De Wereldbank is opgericht om leningen te verstrekken ter financiering van de structurele economische ontwikkeling in landen. Gaandeweg heeft de Wereldbank zich steeds meer gericht op projecten voor ontwikkelingslanden en op armoedebestrijding. De kritiek op de Wereldbank spits zich nu juist toe op het feit dat deze zich voornamelijk op arme landen richt. Het meest in het oog lopende gevolg is de recente oprichting van de Aziatische Infrastructuur Wereldbank (AIIB) als alternatief voor de Wereldbank. Het doel van de nieuwe bank is de financiering van infrastructurele projecten in opkomende economieën. Daarnaast zal de bank uitvoering geven aan de liberalisering van de Chinese kapitaalmarkten en het internationaal verhandelbaar maken van de Chinese munt. Verrassend veel landen hebben zich aangesloten bij de nieuwe bank. Hoewel het op dit moment nog niet duidelijk is wat dit zal impliceren, is het wel duidelijk dat het veranderde economische landschap zich zal vertalen in gewijzigde zeggenschapsverhoudingen in het internationale monetaire systeem.

De rol van de dollar als internationale reserve-valuta is ook onderdeel van de discussies over het functioneren van het internationale monetaire systeem. Dat was al zo met het (mislukte) experiment met de speciale trekkingsrechten (SDR's), die waren bedoeld om betalingsbalansonevenwichtigheden te financieren. Maar nu lijkt de dollar in de renminbi een grotere concurrent te krijgen. Eichengreen (2007) concludeert dat het systeem met één internationale valuta is gebaseerd op een verouderd beeld van het internationale monetaire systeem. Lagere transactiekosten en diepere liquide markten zullen ertoe leiden dat meerdere valuta als reserve-valuta gaan fungeren. Hij noemt de dollar, de renminbi en de euro als meest waarschijnlijke kandidaten.

Eichengreen, B. (2007) *Global imbalances and the lessons of Bretton Woods*. Cambridge, MA: The MIT Press.

Stiglitz, J. (2003) *Globalization and its discontents*. New York: W.W. Norton & Company.

ESB canon van de economie

Onderwijseconomie ◇ Monetaire economie ◇ Internationale en ontwikkelingseconomie

◇ Ondernemerschap ◇ Woningmarkt ◇ Innovatie ◇ Arbeidsmarkt ◇ Openbare financiën ◇ Economische Geschiedenis

◇ Energie ◇ Gezondheidseconomie ◇ Milieueconomie ◇ Marketing ◇ Sociale zekerheid

◇ Internationale monetaire economie ◇ Pensioenen ◇ Personeel & Organisatie ◇ Financiële markten

◇ Gedrag ◇ Marktordening ◇ Governance ◇ Ruimtelijk ◇ Groei & Conjunctuur