



De dollar krijgt gezelschap

Auteur(s):

Keuzenkamp, H.A.

Verschenen in:

ESB, 82e jaargang, nr. 4125, pagina 793, 22 oktober 1997

Rubriek:

Redactioneel

Trefwoord(en):

eu, emu

De euro is de eerste serieuze kandidaat om de hegemonie van de dollar in het internationale monetaire stelsel te doorbreken. Dat stelt althans de president van De Nederlandsche Bank, Nout Wellink¹. Niet iedereen is het met hem eens. Internationale economen van naam (zeker die in de VS) menen namelijk dat zo'n doorbraak ondenkbaar is. Zo betoogt Jacob Frankel dat er weinig kans is dat de positie van de dollar in de komende decennia door een andere valuta bedreigd wordt: "there is simply no plausible alternative"². Robert Mundell sluit zich hierbij aan: "the top currency is provided by the top power"³. En die positie is voor de EU nog niet weggelegd, daarover bestaat geen verschil van mening.

De vraag of de dollar de spil in het internationale monetaire stelsel blijft is niet onbelangrijk. Dankzij deze functie is het voor de VS niet alleen gemakkelijker om geld te lenen (volgens Wellink is hierdoor de financiering van de Amerikaanse tekorten op de betalingsbalans aanzienlijk vereenvoudigd), maar er is ook flink wat muntloon (seigniorage) mee verdiend. Ongeveer zestig procent van de voorraad dollars is in buitenlandse handen. Het muntloon zelf is minder spectaculair, de jaarlijkse inkomstenbron wordt op ongeveer 0,1% van het bbp van de VS geschat - toch geen onaardige bijverdienste. Er zijn echter belangrijker voordelen verbonden aan het hebben van de internationale spilvaluta. Als het volume van financiële transacties groeit, nemen de transactiekosten (zoals die bijvoorbeeld tot uiting komen in 'bid-ask spreads') af. De elasticiteit ligt voor financiële zekerheden in de orde van grootte van -0,1, voor valuta -0,03. Dat lijken kleine getallen, maar bij grote volumina zijn de welvaartseffecten aanzienlijk.

Tot op heden werd bij het beoordelen van de welvaartseffecten van de euro vooral gekeken naar de winst die ontstaat doordat minder vaak geld gewisseld hoeft te worden, bij gegeven transactiekosten. Een verlaging van de transactiekosten zelf (de marges dus) kan echter van minstens zo grote betekenis zijn. Het is van beslissend belang voor de kans die de euro maakt om de hegemonie van de dollar aan te tasten. Waar Frankel en Mundell vooral politieke en historische argumenten voor hun scepsis hebben, menen Alogoskoufis, Portes en Rey op grond van economische overwegingen dat een machtsverschuiving wel degelijk mogelijk is⁴. De economische omvang van de EMU overtreft die van de VS ruimschoots (als althans het VK aan de euro meedoet - ondanks de recente Britse terughoudendheid is deelname op termijn uitermate waarschijnlijk). De EU produceert bijna een derde van het wereld-bbp (de VS een kwart) terwijl de wereldhandel voor een vijfde voor rekening komt van de EU (exclusief binnenhandel), net iets meer dan de VS (18%).

Zolang echter andere landen en marktpartijen de dollar blijven gebruiken als intermediair, blijft het volume van de dollarhandel groot en blijven de transactiekosten laag. De historisch gegroeide marktstructuur houdt zichzelf in stand, zoals gebruikelijk bij schaalvoordelen. Naar schatting werd in 1992 bijna de helft van de wereldexport in dollars in rekening gebracht (tegen 15% in D-mark en 5% in yen). Het aandeel van de dollar daalt weliswaar, maar de positie blijft dominant. Dat geldt ook in de valutahandel. Transacties van guldens in rupiahs worden eerst van guldens naar dollars afgehandeld, vervolgens van dollars naar rupiahs. Ter illustratie: de dagelijkse handel in D-mark versus dollars bedroeg in 1995 \$ 254 mrd, dollars-yen \$ 242 mrd, en D-mark-yen slechts \$ 24 mrd. Alogoskoufis e.a. rapporteren transactiekosten die fors uiteenlopen (\$/DM: 4,06, DM/yen: 4,37, \$/yen: 4,16, FF/\$: 4,61; gestandaardiseerd en voor koersschommelingen gecorrigeerd).

Kunnen de transactiekosten van euro-handel voldoende dalen om de historisch gegroeide positie van de dollar te bedreigen? Ja. Met de komst van de euro zal de internationale handel van de EMU-landen veel minder dan voorheen in dollars worden afgewikkeld. De omvang van de euro-markt zal verder groeien doordat Oost-Europa in toenemende mate de euro als transactiemiddel zal hanteren. Het is niet onwaarschijnlijk dat Afrika en het Midden-Oosten volgen (de EU is relatief arm aan grondstoffen en daarom op de wereldgrondstoffenmarkt vaak van groter gewicht dan de VS). Voor een sterkere rol van de euro is echter meer nodig, zoals financiële deregulering, concurrentie in de financiële sector, en tot slot lage tarieven die de centrale bank in rekening brengt voor het gebruik van de valuta en het betalingsmechanisme.

Alogoskoufis, Portes en Rey betogen dat de kans op een doorbraak van de euro aanzienlijk is, als aan deze voorwaarden wordt voldaan. De hegemonie van de dollar zal daarmee worden doorbroken. Dat wil niet zeggen dat de rol van de dollar is uitgespeeld: de verwachting is dat de hegemonie wordt vervangen door een valutaire machtsdeling van euro en dollar. Het is aan de centrale bankpresidenten om te voorkomen dat deze gedeelde macht tot structurele valutarische onrust leidt.

1 A.H.E.M. Wellink, De euro: een internationale primeur!, Voordracht bij de opening van het omroep - en media clubjaar, 1 oktober 1997, Hilversum.

2 J. Frankel, Still the lingua franca: the exaggerated death of the dollar, *Foreign Affairs*, 1995, nr. 4, blz. 9-16.

3 Aangehaald in Wellink, op. cit.

4 G. Alogoskoufis, R. Portes and H. Rey, The emergence of the euro as an international currency, paper gepresenteerd tijdens het European Summer Institute, Berlijn, september 1997, te verschijnen in *Economic Policy*. De meeste data die ik noem zijn aan dit stuk ontleend.