



# Een nieuwe mondiale financiële infrastructuur

De wereldeconomie ontworstelt zich langzaam aan de grootste crisis sinds de jaren dertig van de vorige eeuw. Deze crisis zal nog vele jaren sporen trekken in economie en samenleving. Ook de inrichting van het financiële stelsel staat ter discussie.

**D**e financiële crisis is ontstaan tegen de achtergrond van omvangrijke en steeds groter wordende mondiale betalingsbalansonevenwichtigheden. Aan de ene kant zijn er landen met grote spaartekorten, af te lezen aan het saldo op de lopende rekening van hun betalingsbalans, waar landen met grote spaaroverschotten tegenover staan. Het meest opvallende spaartekort is dat van de Verenigde Staten. Hoewel het Amerikaanse spaartekort qua omvang veruit het grootste ter wereld is, zijn er landen waarvan de lopende rekening met verhoudingsgewijs vergelijkbare, zoals het Verenigd Koninkrijk, of zelfs nog grotere tekorten. Denk in dat laatste geval bijvoorbeeld aan landen als IJsland en enkele landen in Zuid- en Oost-Europa.

De Amerikaanse economie heeft zich daarbij in de huidige crisis ontpopt als een bron van veel problemen. Om het sinds de eeuwwisseling snel gestegen

spartekort te financieren, heeft het land steeds meer schuld papier uitgegeven. Daarbij is, naast Amerikaans schatkist papier, ook steeds meer kwalitatief laagwaardig schuld papier, waaronder op *sub-prime*-hypotheken gebaseerde effecten, wereldwijd verspreid geraakt (Boonstra, 2009a). Tegenover de tekortlanden staan landen met een spaaroverschot. Hier valt vooral China op, dat in absolute termen het grootste spaaroverschot heeft (figuur 1). Daarbij heeft China met name in de bilaterale handel met de Verenigde Staten een groot surplus, wat aanleiding geeft tot de nodige spanningen op handelspolitiek terrein. China staat echter niet alleen. Japan heeft al vele decennia grote handelsoverschotten, net als bijvoorbeeld Duitsland, Nederland en Zwitserland. Deze landen zien in hun spaaroverschot wellicht een uiting van hun financiële degelijkheid. Het kan ook zijn dat men impliciet of, zoals in het geval van Nederland, expliciet wil sparen voor de toekomst via het opbouwen van netto financiële claims op het buitenland (Van Ewijk *et al.*, 2006). Nationale spaartekorten leiden tot internationale schuldoopbouw of afbouw van reserves; spaaroverschotten dragen bij aan een versterking van de internationale financiële positie. Spaaroverschotten zijn overigens geen

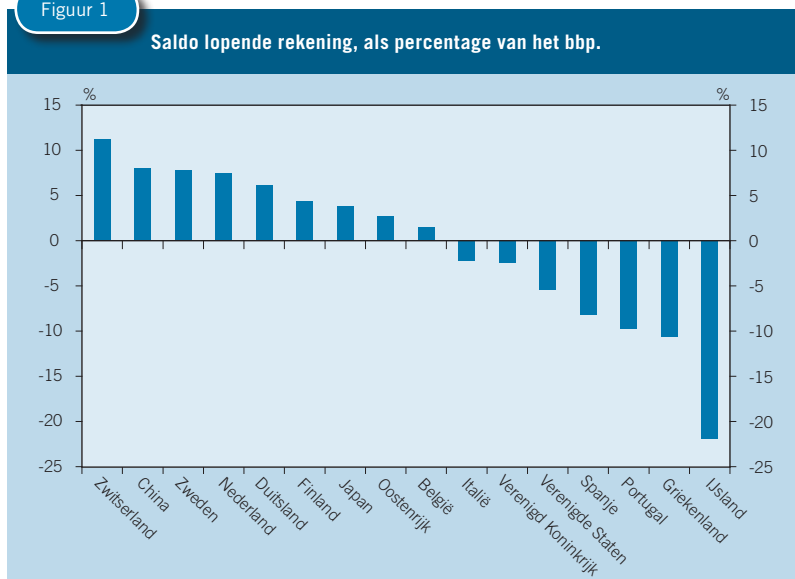
**WIM W. BOONSTRA**  
Hoofdeconoom bij Rabobank Nederland

garantie voor het opbouwen van een netto financiële crediteurstatus, omdat ook andere factoren deze positie beïnvloeden (Boonstra, 2008).

Het Chinese overschot is, anders dan dat van de eerder genoemde industrielanden, een meer recent fenomeen, net als de spaaroverschotten van enkele andere Aziatische landen. De Aziatische overschotten zijn het gevolg van gericht beleid. China houdt de koers van zijn munt, de renminbi, bewust ondergewaardeerd om de concurrentiepositie te versterken (Dunaway en Li, 2005). Op deze wijze kan een hoge economische groei worden gerealiseerd, nodig om de transitie van plan- naar markteconomie te voltooien. De uit dit beleid voortvloeiende handelsoverschotten en oplopende deviezenreserves zouden in deze visie vooral een welkom bijproduct zijn. De andere Aziatische landen lijken deze overschotten en reserves juist als hoofddoelstelling na te streven. Deze landen zijn een goede tien jaar geleden geconfronteerd met een acute omslag in marktsentiment, waarbij een forse uitstroom van liquide middelen optrad. Dit was het intro van de in 1997 begonnen zogeheten Azië-crisis. Toen deze landen zich tot het IMF wendden voor liquiditeitssteun, stelde het IMF eisen ten aanzien van het beleid die door de landen in kwestie als onredelijk werden ervaren. De les was dat spaartekorten en een relatief geringe deviezenreserve een land kwetsbaar maken. Dit geldt zeker in een context van een volledig gedereguleerde betalingsbalans, dus vrij grensoverschrijdend kapitaalverkeer, en al helemaal als er geen automatische toegang tot liquiditeitssteun is bij een *lender of last resort*. De remedie is dan snel gevonden: met grote spaaroverschotten en de opbouw van omvangrijke reserves kan een land zich tegen een herhaling van deze ervaring wapenen. Dit argument kan overigens ook van toepassing worden verklaard op China en wellicht zelfs op Japan, dat zich als grondstofarm land altijd al kwetsbaar heeft gevoeld. Dit beleid heeft zich vertaald in een forse toename van de internationaal aangehouden deviezenvoorraden (Strauss-Kahn, 2009).

De oplopende spaaroverschotten in opkomende markten en enkele industrielanden enerzijds, en de in een context van vrij kapitaalverkeer eenvoudig te financieren spaartekorten anderzijds, vormen de twee kanten van de veelbesproken mondiale betalingsbalansonevenwichtigheden. Hoewel in de literatuur veel nadruk is gelegd op de rol van de Verenigde Staten, moet de rol van de overschotlanden dus ook niet uit het oog worden verloren (Bernanke, 2005; Strauss-Kahn, 2009; Kamalodin, 2009). Deze situatie moest op enig moment wel tot een stevige correctie leiden en de huidige crisis is daarvan een directe uiting. Als men herhaling wil voorkomen, zal men moeten terugkeren naar meer houdbare betalingsbalansposities en wisselkoersen die dit in de hand werken. Dat vereist een dollar die op handsgewogen basis verder deprecieert. Daarbij is het gezien de bilaterale verhoudingen tussen de Verenigde Staten en China logisch dat de dollar ten

Figuur 1



Bron: IMF

opzichte van de renminbi in waarde daalt. Totdat de koers van de euro daalde in reactie op de problemen rond Griekenland, kwam alle zwakte van de dollar tot dusver tot uiting in de koersverhouding ten opzichte van de euro. Dit is niet terug te voeren op de onderlinge handelspositie.

Niet alleen is een lagere dollar nodig om de betalingsbalansverhoudingen weer in evenwicht te brengen, ook zal de speciale positie van de dollar in het internationale monetaire bestel opnieuw moeten worden beoordeeld. Deze speciale positie geeft de Verenigde Staten nu nog de mogelijkheid om hun spaartekort in eigen valuta te financieren. Hierdoor hebben de Verenigde Staten geen enkele stimulus tot reductie van hun spaartekort (Boonstra, 2009a, 2009c). Hoewel steeds meer stemmen opgaan die stellen dat het einde van de dollarstandaard nadert, is het vooralsnog onduidelijk hoe een nieuwe architectuur eruit zou kunnen zien (Zhou, 2009).

### Ingrediënten van een wereldmunt

In de geschiedenis zijn niet veel voorbeelden bekend van valuta's die wereldwijd de rol van handelsvaluta, beleggingsvaluta, centrale transactievaluta op de valutamarkten (*vehicle currency*) en reservevaluta hebben vervuld. Voordat het moderne financiële stelsel van de grond kwam, werd veel in edelmetaal zoals goud of zilver afgewikkeld, waarbij het edelmetaalgehalte de intrinsieke waarde en daarmee de onderlinge koersverhouding van het geld bepaalde. In de laatste twee eeuwen speelden slechts twee munten een mondiale rol. In de negentiende eeuw, ten tijde van de Gouden Standaard, was dat het Britse pond sterling. Hoewel deze standaard zoals de naam al suggereert uiteindelijk op gouddekking was gebaseerd, was het in de praktijk in hoge mate een Sterling Standaard (Kindleberger, 1993). Het aandeel gouden munten daalde sterk en er was al een omvangrijke en groeiende hoeveelheid fiduciair geld in gebruik (Bernstein, 2000). Na de Tweede Wereldoorlog nam de dollar de rol van het pond sterling over, eerst als ankervaluta van het stelsel van Bretton Woods. Dit was een goudkernstandaard, met een minder prominente positie van goud dan onder de Gouden Standaard. Er waren al geen gouden munten meer in gebruik. Het stelsel kende echter een belangrijke formele rol voor de aan het goud gekoppelde dollar (Eichengreen, 2007). De andere valuta's van de deelnemende landen waren aan de dollar gekoppeld, en daarmee dus slechts indirect aan het goud. Na het loslaten van de koppeling van de dollar aan het goud behield de Amerikaanse munt zijn prominente, zij het niet-formele positie.

Wat Engeland in de negentiende eeuw en de Verenigde Staten in de eerste decennia na de Tweede Wereldoorlog met elkaar gemeen hadden, was dat zij onbetwist de leidende naties van hun tijd waren. Het waren landen die economisch het zwaartepunt van de wereldeconomie vormden. Ze hadden het best

ontwikkelde bankwezen en ze kenden de diepste financiële markten. In financieel opzicht waren het krachtige landen, met een sterke internationale netto crediteurstatus. Politiek waren zij dominant en ze hadden daarbij een militair apparaat dat wereldwijd macht kon projecteren.

Een land waarvan de valuta als mondiaal valuta-anker wordt gebruikt, geniet enkele voordelen. Het kan zijn spaartekorten grotendeels of geheel in de eigen valuta financieren. Dat geldt niet alleen voor de financiering van het tekort op de lopende rekening, maar ook voor investeringen in buitenlandse bedrijven en effecten. In feite is hier sprake van een internationale variant van *seigniorage* (geldscheppingswinst), vergelijkbaar met dat wat een centrale bank overhoudt aan het in omloop brengen van fiduciair geld. Daarnaast profiteert het vaak van een zogeheten vluchthaveneffect in tijden van onrust. Dit effect is natuurlijk groter naarmate er minder alternatieve veilige valuta's zijn. In theorie is de euro in veel opzichten een goed alternatief voor de dollar, maar de Europese munt heeft zeker in tijden van onrust te lijden onder het feit dat de Europese integratie nog niet is voltooid. Hierdoor zijn de financiële markten binnen de EMU nog steeds langs nationale lijnen versnipperd (Boonstra, 2009b). Het thuisland van de ankervaluta loopt verder vrijwel geen valutarisico in zijn buitenlandse handel, omdat in- en uitvoer voor het overgrote deel in de eigen munt worden afgehandeld.

Tegenover deze voordelen staat echter een belangrijke verplichting. Deze is dat van een monetair anker wordt verwacht dat dit stabiliteit brengt. De ankerpunt moet solide zijn, een niet al te hoge inflatie kennen en zeker geen bron van financiële instabiliteit vormen. Dit vergt boven alles van het dominante land dat het op verantwoorde wijze omspringt met de speciale voordelen die het geniet als gevolg van het hebben van de ankerpunt. Dat betekent dat niet alleen het directe nationale belang, maar ook de internationale rol van de eigen munt een belangrijke overweging dient te vormen bij de formulering van het beleid (Zijlstra, 1992). De Verenigde Staten hebben hun taak als hoeder van de internationale stabiliteit in de loop der tijd meermalen verwaarloosd, zoals bij het uiteenvallen van het stelsel van Bretton Woods en in de aanloop naar de huidige crisis. Verder is de internationale financiële positie van de Verenigde Staten 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 in veel opzichten vergelijkbaar met de positie waarin het Britse imperium zich na de Eerste Wereldoorlog bevond. De roep om een alternatief klinkt inmiddels dan ook steeds luider, ook vanuit China (Zhou, 2009). Dit alternatief zal echter niet noodzakelijkerwijs meer worden gevormd door een nieuwe aan een land gekoppelde wereldmunt. In tegenstelling tot in 1918, toen al duidelijk was welke munt gezien de veranderde verhoudingen in de wereld het pond sterling zou gaan opvolgen, namelijk de Amerikaanse dollar, is nu geen sprake van een natuurlijke 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 kenden. Verder is de Europese financiële integratie nog niet voltooid, wat binnen de EMU leidt tot gefragmenteerde en daardoor minder liquide obligatiemarkten. China is nog geen vrije-markteconomie en de renminbi is nog geen volledig convertibele munt. Het mag dan ook worden verwacht dat de wereld afstevent op een periode zonder centrale ankervaluta. Een multipolair systeem ligt meer voor de hand, waarin de dollar, de euro, de yen, de renminbi en op termijn wellicht zelfs meer valuta's regionaal een belangrijke rol spelen, maar geen wereldrol meer vervullen. De vraag is dan natuurlijk of een dergelijk systeem een anker nodig heeft en, indien ja, hoe dat anker er dan uit zou moeten zien.

## Een nieuw anker

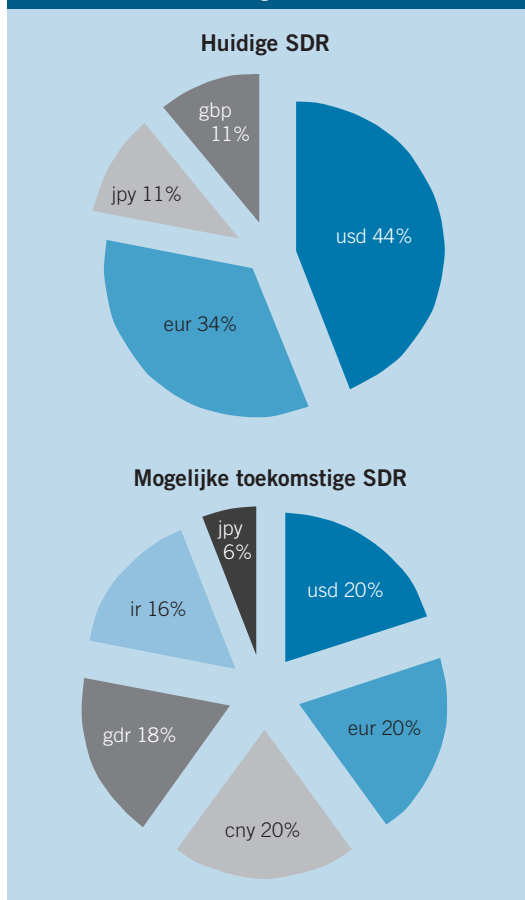
Een multipolair stelsel zoals hierboven geschetst, functioneert beter met een centraal anker. Zonder een formeel anker zullen financiële markten altijd zelf naar een valuta zoeken om bijvoorbeeld internationale handel en transacties op de grondstoffenmarkten in af te wikkelen. Centrale banken zullen hun reserves in de belangrijkste munt willen aanhouden. Dat zou betekenen dat de dollar nog

lang de rol zal vervullen die de munt vandaag de dag heeft, zij het met steeds minder overtuiging. Het kan ook zijn dat markten geleidelijk het accent verschuiven naar de euro, zoals bijvoorbeeld Eichengreen (2007) verwacht, of op de wat langere termijn de Chinese renminbi. Maar dan blijft de situatie in stand dat de wereldwijde stabiliteit uiteindelijk afhangt van de wijze waarop het land achter de sleutelvaluta zijn nationale belangen afweegt ten opzichte van het mondiale belang; waarbij instabiliteit van meet af aan gegarandeerd lijkt, want de startpositie van de opvolger van de dollar zal per definitie zwakker zijn dan die van de dollar in 1945 of sterling in de negentiende eeuw. Het lijkt dan ook beter om een nieuw, stabiel anker te creëren.

In feite gaat het hier om de rol die in het verleden door goud of zilver werd gespeeld, maar een terugkeer naar een op edelmetaal gebaseerde standaard is niet meer aan de orde. Goud of willekeurig welke andere metaalstandaard is in een modern stelsel hiervoor per definitie ongeschikt, al was het alleen maar vanwege het inelastische en onvoorspelbare verloop van het aanbod (Boonstra, 2010). Hier wordt voorgesteld om de speciale trekkingsrechten (SDR) van het IMF nieuw leven in te blazen. Als centrale banken hun reserves aanhouden in SDR, grondstofprijzen worden genoteerd en afgewikkeld in SDR en de officiële notering van valuta's plaatsvindt in SDR kan een stabiel valuta-anker worden verkregen. Dit betekent echter wel dat het IMF een zwaardere rol moet krijgen als mondiale economische toezichthouder. Wil het deze rol met gezag kunnen invullen, dan moet deze instelling echter eerst wel ingrijpend worden hervormd (Molle, 2009). De volgende hervormingen zijn minstens noodzakelijk, willen de SDR en het IMF een sleutelrol in het internationale valutastelsel spelen: ten eerste, een herijking van de SDR, waarbij de samenstelling van deze valutamand het belang van de samenstellende valuta's in de wereldeconomie moet weerspiegelen; ten tweede, een hervorming van de stemverhoudingen in het IMF ten faveure van de opkomende landen, zodanig dat de stemverhoudingen binnen het fonds zo goed mogelijk overeenkomen met het gewicht van de valuta's van de betrokken landen in de SDR. Dit is van eminent belang omdat het IMF de omvang van de uitgifte van SDR gaat bepalen; ten derde, de inrichting van een goede *lender of last resort*-functie bij het IMF. Daarbij moeten solvabele landen die worden geconfronteerd met acute liquiditeitsuitstroom zich verzekerd weten van een automatische toegang tot liquiditeitssteun, zonder aanvullende conditionaliteit. De SDR is een valutamand die qua opzet veel lijkt op de in 1979 gelanceerde *European Currency Unit* (ECU). Anders dan de SDR, die tot dusver een ondergeschikte rol heeft gespeeld, was de ECU wel van meet af aan succesvol als ankervaluta, in dit geval dus binnen het Europese Monetaire Stelsel. De samenstelling van de ECU weerspiegelde het economische gewicht van de deelnemende landen binnen de Europese Unie. Naast de door de autoriteiten in

Figuur 2

Huidige en mogelijke toekomstige samenstelling van de SDR.



Bron: IMF; Rabobank

het leven geroepen officiële ECU ontwikkelde zich al snel een markt in particuliere ECU's, met name voor beleggingsproducten. In 1999 is de ECU als valutamand opgeheven en ging de munt een-op-een over in de euro.

Wil de SDR een serieuze rol als ankervaluta krijgen, dan moet zoals gezegd allereerst zijn samenstelling het belang van de verschillende opgenomen valuta's in de wereldeconomie weerspiegelen. Waar de SDR tegenwoordig uitsluitend is opgebouwd uit dollar (usd), euro (eur), yen (jpy) en sterling (gbp), moeten in de toekomst ook valuta's als de renminbi (cny), de Indiase rupee (ir) en, mocht deze er ooit komen, de gemeenschappelijke valuta van de olieproducerende Golfstaten (gdr) worden opgenomen (De Milliano, 2007). Het lijkt logisch dat de samenstelling van de SDR net als indertijd die van de ECU wordt aangepast aan verschuivende verhoudingen in de wereldeconomie. De samenstellende delen van de SDR en de daar op hun beurt weer aan hangende valutablokken kunnen in beginsel ten opzichte van elkaar zweven, dan wel met een zogeheten *adjustable peg* met elkaar zijn verbonden. Dit vertaalt zich dan tevens automatisch in de verschuivingen van de gewichten van de diverse valuta's binnen de SDR. De hoeveelheid in omloop gebrachte officiële SDR wordt bepaald door het IMF. Dat moet daartoe dus een geldgroei-doelstelling formuleren. Figuur 2 laat

louter bij wijze van illustratie een mogelijke samenstelling van de SDR nieuwe stijl zien.

### Tot besluit

Voor de stabiliteit van de wereldeconomie zou het een goede zaak zijn als het mondiale valuta-anker niet meer een nationale munt in de rol van ankervaluta is, maar een supranationaal beheerde waarde-eenheid in de gedaante van een valutamand. De SDR leent zich hier in beginsel goed voor, maar wil de SDR mondiaal als anker worden geaccepteerd dan moet de samenstelling ervan meer recht doen aan het belang van de opkomende landen. Ook moet het IMF zelf worden aangepast, zowel voor 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 beheeren van de sleutelvaluta. Met het gegroeide belang van de SDR als officieel anker mag worden verwacht dat zich ook al snel een private SDR-markt gaat ontwikkelen, net zoals dat indertijd met de ECU gebeurde. Zeker als grondstoffen in SDR worden genoteerd en verhandeld, zal dit proces snel van de grond komen. 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. Deze valuta's, die dus stuk voor stuk belangrijk blijven, kunnen in beginsel ten opzichte van elkaar vrij zweven. Dit alles zou de wereldeconomie per saldo een stuk stabiel maken.

### LITERATUUR

- Bernanke, B.S. (2005) *The global savings glut and the U.S. current account deficit*. Sandridge Lezing bij de Virginia Association of Economics, 10 maart.
- Bernstein, P. (2000) *The power of gold. History of an illusion*. New York: John Wiley & Sons.
- Boonstra, W.W. (2008) *De betalingsbalans en de externe vermogenspositie. Over zwarte gaten, zwarte materie en goede statistieken*, Amsterdam: Vrije Universiteit Uitgeverij.
- Boonstra, W.W. (2009a) Schuldenland Amerika als exporteur van problemen, *ESB*, 94(4563s), 25-30.
- Boonstra, W.W. (2009b) Gemeenschappelijke financiering van overheidstekorten in de eurozone. *Kwartaalschrift Economie*, 6(2), 161-186.
- Boonstra, W.W. (2009c) Crisis, internationale onevenwichtigheden en de speciale positie van de dollar. Naar een nieuwe rol voor de SDR? *Fiducie*, 2009(4), 14-19.
- Boonstra, W.W. (2010) De Gouden Standaard nader beschouwd. *Themabericht* 2010(05). Utrecht: Rabobank Nederland.
- Dunaway, S. en X. Li (2005) Estimating China's "equilibrium" real exchange rate. *IMF Working Paper*, 05(202).
- Eichengreen, B. (2007) *Global imbalances and the lessons of Bretton Woods*. Cambridge, Mass.: MIT Press.
- Ewijk, C. van, N. Draper, H. ter Rele en E. Westerhout (2006) Ageing and the sustainability of Dutch public finances. *CPB Bijzondere Publicatie*, 61.
- Kamalodin, S. (2009) Economische onevenwichtigheden. In: Rabobank, *Globalisering op een kruispunt*, 18-33. Utrecht: Rabobank Nederland.
- Kindleberger, C.P. (1993) *A financial history of Western Europe*. Oxford: Oxford University Press.
- Milliano, R. de (2007) Gulf Cooperation Council. *Special Report* 2007(03), Utrecht: Rabobank Nederland.
- Molle, W. (2009) Effectiever IMF vereist institutionele hervorming. *ESB*, 94(4563s), 31-35.
- Strauss-Kahn, D. (2009) *Making the most of an historic opportunity: three principles for reshaping the global economic and financial framework*. Toespraak bij de jaarvergadering IMF, Istanbul, 2 oktober 2009.
- Zhou X. (2009) *Reform the international monetary system*. Document op [www.pbc.gov.cn/english](http://www.pbc.gov.cn/english), maart.
- Zijlstra, J. (1992) *Per slot van rekening*. Amsterdam: Contact.