



Een zachte landing van de dollar?

Auteur(s):

E. de Jong

*De auteur is hoogleraar internationale economie aan de Radboud Universiteit Nijmegen. E.deJong@fm.ru.nl***Verschenen in:**

ESB, 90e jaargang, nr. 4454, pagina 80, 25 februari 2005

Rubriek:

Dollar

Trefwoord(en):

Omdat het wisselkoersmechanisme weinig effectief is, is het aanpassingsmechanisme de enige remedie om de glijvlucht van de dollar te stoppen.

Het door de regering-Bush gevoerde beleid heeft geleid tot een omvangrijk tekort op de begroting van de Verenigde Staten. De particulieren in de VS zijn niet meer gaan sparen, zodat het begrotingstekort zich volledig heeft vertaald in een tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans. Dit tekort bedraagt momenteel ruim vijf procent van het bbp. De netto schuldpositie is al hoog, omdat sinds de tweede helft van de jaren tachtig de VS bij voortduring een tekort op de lopende rekening hebben gekend. Het huidige tekort verergert de zaak alleen maar. Velen stellen zich de vraag hoe de onevenwichtigheden in de buitenlandse positie van de VS op een ordelijke manier kunnen worden opgelost. Dit artikel schetst de mogelijkheden en geeft aan wat de voorkeur verdient.

Mogelijkheden

Betalingsbalansproblemen kunnen via twee mechanismen opgelost worden: het prijsmechanisme en het aanpassingsmechanisme. Het prijsmechanisme impliceert dat de wisselkoers zich aanpast, zodat de goederen van de VS voor het buitenland goedkoper worden en de buitenlandse producten voor de Amerikanen duurder. Het aanpassingsmechanisme houdt in dat de Amerikanen hun binnenlandse bestedingen verminderen en de andere landen deze juist opschroeven, waardoor het tekort op de lopende rekening van de VS daalt.

Wisselkoersaanpassing

Over de vraag welk niveau van het tekort op de lopende rekening van de VS als houdbaar wordt geacht, zijn de meningen verdeeld.¹ Men is het er wel over eens dat een wisselkoersaanpassing niet beperkt mag blijven tot de euro-dollar koers. Door omvangrijke interventies op de valutamarkt van de Aziatische monetaire autoriteiten zijn hun munten ten opzichte van de dollar nagenoeg stabiel gebleven. Hierdoor is de aanpassingslast volledig op de schouders van de eurozone terecht gekomen, waardoor de groei in de EU bedreigd wordt. Europa heeft er daarom belang bij dat ook andere munten appreciëren ten opzicht van de Amerikaanse dollar.² De VS hebben door interventies geen concurrentievoordeel ten opzichte van de Aziatische landen verkregen. De Amerikaanse autoriteiten hebben daarom al een paar keer bij China erop aangedrongen de wisselkoers meer vrij te laten, maar de Chinese autoriteiten voelen hier niets voor. Een argument is dat de Chinese economie nog te zwak is. Het bankwezen heeft nog te veel oninbare leningen op de balans staan, waardoor het gevoelig is voor fluctuaties in financiële stromen veroorzaakt door veranderingen in de wisselkoers. Anderen beweren echter dat een appreciatie van renminbi juist voordelen voor China heeft omdat ze de oververhitting van de Chinese economie tegengaat. Bovendien dreigt door de omvang van de interventies de binnenlandse geldhoeveelheid onbeheersbaar te worden, ook al omdat de mogelijkheden van sterilisatie op de binnenlandse geldmarkt uitgeput raken. Ook heeft China geen belang bij mogelijke protectionistische maatregelen die de VS in zouden kunnen stellen.

Internationaal gezien is de positie van China wellicht nog meer van belang vanwege de invloed van het gedrag van China op beleidswijzigingen in de andere Aziatische landen. Een groot deel van de internationale handel van de Aziatische landen bestaat namelijk uit onderlinge handel. Als de andere Aziatische landen hun munt laten appreciëren en China volgt niet, dan verslechtert hun concurrentiepositie ten opzichte van China. In zekere zin is hier sprake van een gevangendilemma dat alleen door coördinatie opgelost kan worden.

Er is echter geen natuurlijke leider in de regio die de coördinatie hiervan op zich kan nemen. De enige instelling waar ze allemaal lid van zijn is het IMF, waarvan de kerntaak is het verzorgen en ondersteunen van ordelijke internationale monetaire verhoudingen. Volgens sommigen heeft het IMF echter onvoldoende instrumenten om druk op dit overleg te kunnen zetten. Zij pleiten voor een aanpassing van de Articles of Agreement.³

Substitutierekening

De interventies van de Aziatische landen zijn zeer groot. Zo was het totaal aan aankopen door de Japanse centrale bank in het eerste kwartaal van 2004 voldoende om het totale tekort op de lopende rekening van de VS te financieren. Hierdoor neemt de voorraad monetaire reserves van de Aziatische landen enorm toe: in 2003 groeiden de reserves van China bijvoorbeeld met meer dan de totale toename van de economie (Bergsten en Williamson, 2004). Deze toename bestaat in eerste instantie zo goed als volledig uit dollars,

waardoor de desbetreffende centrale banken het risico lopen van een sterke waardedaling van de monetaire reserves wanneer de dollar gaat deprecieren ten opzichte van de eigen munt. Dit laatste is immers de bedoeling van de VS en Europa. Het ligt dan voor de hand om de portefeuille te diversificeren en een deel van de dollars te verkopen tegen euro's. Uit een enquête onder centrale bankiers blijkt dat men dit inderdaad binnenkort van plan is (NRC, 2005a).

Peter B. Kenen, een autoriteit op het gebied van de geschiedenis van het internationale monetaire bestel, vreest dat de eurolinkoers hierdoor nog verder onder druk komt te staan. Om een verdere verslechtering van de concurrentiepositie van Europa te voorkomen, stelt hij voor dat de ECB de dollars direct van de Aziatische landen koopt in ruil voor euro's (Kenen, 2005). De ECB blijft dan echter wel met een wisselkoersrisico in dollars zitten. Dit risico zou door de VS overgenomen kunnen worden als de Amerikaanse overheid schuldtitels luidend in euro emitteert en deze ruilt tegen in dollar luidende schuldtitels die de ECB via de interventies heeft verkregen. Door deze samenwerking tussen centrale banken is er geen invloed op de eurolinkoers en neemt de rol van de euro als internationale reservevaluta toe. Dat zou een verdere stap zijn in de richting van een monetair systeem met meerdere reservevaluta.

Kenen vreest dat een dergelijk systeem erg gevoelig zal zijn voor wisselingen in beleggersentimenten. Daarom stelt hij voor een Substitutierekening op te richten. Het IMF moet deze rekening beheren. Elke centrale bank die dat wil, kan bij de Substitutierekening tegoeden in dollars inwisselen tegen tegoeden in Special Drawing Rights (SDR). De hoop is dat het financiële bestel uiteindelijk gefundeerd wordt op de SDR. Precies hetzelfde voorstel heeft ruim 25 jaar geleden ook op tafel gelegen (zie bijvoorbeeld ook Jager en De Jong, 1984). Het is toen vanwege politieke onwil van de VS en een oplevende dollar nooit verder gekomen. De politieke wil is nu nog minder groot.

Valutamarktinterventies

Welke andere valutamarktinterventies zijn mogelijk? Valutamarktinterventies hebben effect doordat ze de omvang van het bezit aan financiële activa van de particuliere sector veranderen (het hoeveelheidskanaal), of omdat ze een signaal afgeven over de mening of beleidsintenties van de monetaire autoriteiten (het verwachtingskanaal). Voor de belangrijke valuta geldt dat de dagelijkse kapitaalstromen zo groot zijn dat normaal gesproken geen resultaat verwacht mag worden van het hoeveelheidskanaal. Het is niet realistisch te veronderstellen dat centrale banken sterk gecoördineerd interveniëren.

Dan blijft het verwachtingskanaal over. Verwachtingen worden het meest beïnvloed als voor de particuliere sector duidelijk is dat de huidige wisselkoersen te ver van het evenwichtsniveau af liggen, als de interventies met andere maatregelen worden ondersteund en door de centrale banken gezamenlijk worden uitgevoerd. Verwachtingen hoeven niet door feitelijke aan- en verkopen beïnvloed te worden, ze kunnen ook bestaan uit het ventileren van meningen door belangrijke monetaire autoriteiten. Uit een recente studie blijkt dat dit effect heeft indien de monetaire autoriteiten elkaar niet tegenspreken (Fratzschler, 2004). In de huidige situatie betekent dit dat de Amerikaanse, Europese en Aziatische monetaire autoriteiten duidelijk maken dat de dollar niet meer moet deprecieren ten opzichte van de euro, maar wel ten opzichte van de Aziatische munten.

Aanpassingsmechanisme

Ten slotte kan het kwaad bij de wortel worden aangepakt. De bestedingen in de VS moeten naar beneden. Hiervoor is ten minste nodig dat de VS de tekorten op de begroting verminderen. Het valt te bezien of de regering-Bush dit gaat realiseren. De in de vorige regeringstermijn gegeven belastingverlagingen wil men permanent maken en belastingverhogingen sluit men uit. Structureel zijn de federale inkomsten dus lager. ⁴ De uitgaven voor defensie stijgen, waarbij in de begroting nog geen rekening is gehouden met de \$ 81 miljard die Bush extra gaat vragen voor de oorlog in Irak en Afghanistan. De hervormingen van de AOW gaan tussen de vijftig en de honderd miljard dollar kosten. Bezuinigingen moeten komen van de vermindering van de uitgaven voor: de nationale spoorwegorganisatie, milieu, onderwijs, landbouw, medische steun aan lage inkomensgroepen en preventieve gezondheidszorg. Het is de vraag of alle republikeinen deze bezuinigingen zullen steunen. In het verleden is gebleken dat zij vaak terugschrikken vanwege bezwaren van kiezers.

Vermindert het tekort van de overheid niet, dan moeten de particuliere bestedingen in de VS omlaag. Dit zou kunnen gebeuren wanneer de FED genoodzaakt is de rente verder te verhogen, waardoor de huizenprijzen dalen. Dit drukt de consumptieve bestedingen en kan tot een recessie leiden.

De andere landen zouden een periode van economische groei moeten realiseren, zodat er vraag ontstaat naar Amerikaanse goederen. Hiertoe zou het monetaire beleid wat aan de ruime kant moeten zijn, maar gezien de lage rente in Europa en Japan en de grote toename van de geldhoeveelheid zijn de mogelijkheden hiertoe beperkt. Bovendien is inflatie in een dergelijke situatie nooit ver weg.

Conclusie

Uit verschillende studies blijkt dat wisselkoerswijzigingen maar zeer ten dele en bovendien sterk vertraagd invloed hebben op internationale handelsstromen. Het aanpassingsmechanisme zal daarom het grootste deel van het herstel van externe verhoudingen van de VS moeten realiseren. Hiervan zullen de VS zelf het grootste deel moeten opbrengen.

Een vergelijking met twintig jaar geleden dringt zich op, toen eenzelfde conclusie kon worden getrokken (De Jong, 1986). Een verschil met de jaren tachtig van de vorige eeuw is dat toen in internationale fora nog uitvoerig werd gesproken over coördinatie van beleid. Intussen is gebleken dat vooral grote landen nauwelijks tot beleidsaanpassing zijn te bewegen.

De komst van de euro heeft niet de aandrang naar coördinatie gebracht die Triffin er in de jaren tachtig van verwachtte (De Jong, 1986:164). De gezamenlijke munt biedt echter wel een zekere mate van bescherming tegen de invloeden van dollarfluctuaties. Tevens voorkomt het eindeloos gepalaver over de- en revaluaties van Europese munten, waardoor de energie gericht kan worden op onderliggende problemen.

Elke de Jong

Literatuur

Bergsten, C.F. & J. Williamson (red.) (2004) *Dollar Adjustment: How Far? Against What?* Washington DC: Institute of International Economics.

Fratscher, M. (2004) Exchange Rate Policy Strategies and Foreign Exchange Interventions in the Group of Three Economies. In: C.F. Bergsten &

J. Williamson (2004), *Dollar Adjustment: How Far? Against What?* Washington DC: Institute of International Economics, 259-271.

Jager, H. & E. de Jong (1984) Optimal Reserve Asset Composition, Special Drawing Rights, and the Size of a Substitution Account. *SUERF Series 47A*, Tilburg.

Jong, E. de (1986) Voorstellen tot verbetering van het wisselkoersregime. *ESB*, 12 februari 1986, 160-164.

Kenen, P.B. (2005) *Stabilizing the International Monetary System*, bijdrage aan het debat 'The Dollar, the Euro, and the International Monetary System' tijdens de jaarvergadering van de American Economic Association, 8 januari 2005.

NRC Handelsblad (2005a), Banken laten dollar los, 24 januari 2005.

NRC Handelsblad (2005b), Bush bezuinigt op sociale uitgaven, 8 februari 2005.

1 Zie voor een overzicht van een aantal standpunten het inleidende hoofdstuk in Bergsten en Williamson (2004).

2 Een belangrijke kandidaat die hier verder niet besproken wordt, is de Canadese dollar. Canada is de grootste handelspartner van de VS, zodat een appreciatie van de Canadese dollar redelijk effectief kan zijn.

3 Hier dringt zich de vergelijking met het midden van de jaren tachtig op. Toen waren de ontwikkelingslanden en een deel van de rijke landen van mening dat onderling overleg niet voldoende is, maar vooraf strikte regels bepaald zouden moeten worden (De Jong, 1986).

4 De cijfers zijn ontleend aan *NRC Handelsblad* (2005b).