

Gemeenschappelijke munt Golfstaten geen gelopen koers

Omdat een aantal Golfstaten hun dollarkoppeling heroverwegen, is de introductie van een gemeenschappelijke munt uiterst onzeker. Toch is ondubbelzinnige steun aan de invoering van de Golf dinar de beste strategie om meer flexibiliteit te introduceren.

In 1981 richtten Bahrein, Koeweit, Oman, Qatar, Saoedi Arabië en de Verenigde Arabische Emiraten (VAE) de Gulf Cooperation Council (GCC) op. Twee jaar later leidde dit tot een vrijhandelsverdrag en in 2003 kwam een tolunie tot stand. Met een gezamenlijk bbp van zevenhonderd miljard dollar zijn de Golfstaten iets groter dan de Nederlandse economie. Hoewel de lidstaten slechts kleine spelers in de wereldeconomie zijn, genieten zij toch aanzienlijke economische macht vanwege hun grote energievoorraden. Geïnspireerd door de Europese eenwording werken de landen momenteel aan een gemeenschappelijke markt en de uitwerking van de economische overeenkomst die de lancering van een gemeenschappelijke munt in 2010 voorstaat.

Afgelopen december liep het integratieproces vast, omdat Oman besloot af te zien van deelname aan de gemeenschappelijke munt. Deze beslissing deed veel stof opwaaien, want het sultanaat wordt vanwege zijn omvang en ontwikkelingsniveau gezien als de belangrijkste begunstigde van een eventuele monetaire eenwording. In plaats van zich te concentreren op de integratie van de Golfstaten, bleek Oman vooral naar nationale belangen te handelen: in navolging van Bahrein, sloot ook Oman een bilateraal handelsverdrag met de Verenigde Staten. Het is echter geen toeval dat juist deze twee landen gefrustreerd raken over het tempo waarin de GCC hervormingen doorvoert. Hun olie- en gasreserves zullen binnen een paar decennia opraken, terwijl de meeste andere lidstaten nog een eeuw of langer vooruit kunnen. Dit betekent dat zij hun economische diversificatie dringend vorm willen geven. Om jonge bedrijfs- en dienstensectoren zoals het toerisme te stimuleren, prefereren deze landen een zwakke munt en een koppeling aan een zwakke dollar schikt hun dan ook prima. Dit staat in schril contrast met de voorkeur van landen als Koeweit, Qatar en de VAE, die liever een sterkere munt zien. Zij kampen namelijk met een oplopende inflatie vanwege dure Europese importen en zijn geneigd hun huidige dollarkoppelingen aan te passen. Deze tegenstelde belangen maken de introductie van de Golf dinar uiterst onzeker.

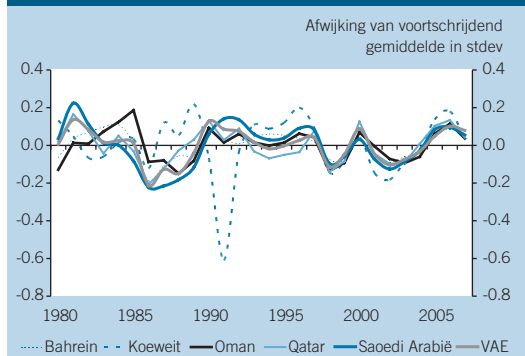
ROBIN DE MILLIANO
Economisch onderzoeker,
Rabobank Nederland

Vaste wisselkoers bracht stabiliteit

Om te bezien of een groep landen goed zou kunnen functioneren als muntunie, is het raadzaam om de voor- en nadelen van een gemeenschappelijke munt, monetair beleid en deviezenvoorraad eens op een rijtje te zetten. De voordelen van één munt bestaan in eerste instantie uit het wegnemen van onzekerheid over de onderlinge wisselkoersen, want die worden onherroepelijk vastgesteld. Dit leidt tot lagere transactiekosten vanwege schaalvoordelen en een lagere risicopremie vanwege een minder belangrijke voorkeur het thuisland, de zogenoemde *home bias*. Het nadeel van een onherroepelijk vaste wisselkoers is dat lidstaten met het opgeven van wisselkoersflexibiliteit ook afzien van een mogelijke schokdemper. In geval van een ongunstige economische schok kunnen deelnemers aan de muntunie namelijk niet langer hun munt laten depreciëren om de klap op te vangen. Maar als het monetaire beleid van de unie de economische omstandigheden van een lidstaat goed schikt, zal dit instrument niet zo zeer worden gemist. Voor een gemeenschappelijk beleid dat gunstig uitwerkt voor alle lidstaten is het dus van belang dat de economische cycli van de lidstaten min of meer in fase lopen. In dat geval vragen ze om een vergelijkbaar monetair beleid. Als de conjunctuur vooral exportgeleid is en sterk beïnvloed wordt door ontwikkelingen in de ruilvoet, geldt dit ook voor het wisselkoersbeleid. Een schatting van de productieveverschillen ten opzichte van een voortschrijdend gemiddelde met behulp van een standaard Hodrick-Prescott filter toont aan dat de conjunctuurgolven van de Golfstaten sterk overeenkomen (figuur 1). Alleen Koeweit kreeg tijdens de

figuur 1

Conjunctuurgolven landen uit de GCC¹



¹ Gemeten als afwijking in aantallen standaarddeviaties ten opzichte van een schatting van het voortschrijdend gemiddelde van het bbp door een standaard HP-filter.

Bron: *Bewerking gegevens van Economist Intelligence Unit*

Golfoorlog in 1991 te maken met een landspecifieke schok.

Daarnaast zijn de economieën van de Golfstaten vrijwel volledig afhankelijk van olieopbrengsten. Het is dus geen verrassing dat hun conjunctuurgolven bewegen met de olieprijs. Men kan dus vaststellen dat de GCC een verzameling kleine, open economieën betreft die te maken heeft met overeenkomstige schokken in de ruilvoet. Daarom zijn de lidstaten geschikt voor een gemeenschappelijk monetair beleid en zullen zij sterk profiteren van onderlinge wisselkoersstabiliteit. Feitelijk voeren de centrale banken in de regio ook al vaste wisselkoersen, omdat zij sinds de oliecrises van de jaren zeventig hun munten aan de dollar hebben gekoppeld. Het nadeel van het missen van een schokdemper is dus al geruime tijd aanwezig en zou de landen er niet van moeten weerhouden een gemeenschappelijke munt in te voeren. Sterker nog, het verbranden van de achterblijvende schepen zou de risicopremie van de lidstaten op kapitaalmarkten juist ten goede komen.

Naast het onherroepelijk vaststellen van wisselkoersen zijn er andere belangrijke voordelen van monetaire eenwording. Afgezien van het voeren van monetair en wisselkoersbeleid, fabriceren centrale banken ook een product waarop zij winst maken, namelijk geld. Bij monetaire eenwording ontstaan er schaalvoordelen bij het in omloop brengen van geld en het aanhouden van deviezenvoorraden. Deze kunnen behoorlijk oplopen, zeker als de gemeenschappelijke munt zou uitgroeien tot een geaccepteerd vehikel op financiële markten. Het is niet ondenkbaar dat een eventuele Golf dinar gezien de zwakke dollar en het geopolitieke krachtenveld een belangrijke rol in de afwikkeling van transacties op energiemarkten zou komen te spelen. Bovendien biedt het landen met grote deviezenvoorraden zoals China een interessante mogelijkheid voor diversificatie. Nog belangrijker dan deze geldelijke voordelen echter: vergaande (financiële) marktintegratie en een verbeterde reputatie van de centrale bank zetten de lidstaten op een structureel hoger groeipad.

Stabiliteit kent een prijs

Ondanks de geschetste voordelen van monetaire eenwording boekt het integratieproces toch maar mondjesmaat voortgang. Naast de gebruikelijke politieke obstakels komt dit doordat de Golfstaten niet meer zo eenduidig tegenover hun vaste wisselkoersbeleid staan. Decennialang heeft een koppeling aan de dollar de Golfstaten veel deugd gedaan. De koppeling stabiliseert namelijk de exportopbrengsten, want olie is geprijsd in dollars. Toch heroverweegt een aantal Golfstaten inmiddels hun koppeling aan de dollar, omdat dit wisselkoersbeleid andere beleidsdoelen, zoals prijsstabiliteit en economische groei bemoeilijkt. Dit komt doordat de olieprijs en de waarde van de dollar zich sinds een paar jaar sterk uit elkaar hebben

Het is niet verstandig om op eigen houtje te gaan tornen aan de dollar-koppelingen

bewogen. Dit verhoogt de kosten van een vast wisselkoersbeleid in termen van een hogere binnenlandse inflatie om twee redenen. Ten eerste betekent een zwakkere dollar dat de Arabische centrale banken meer buitenlandse valuta moet opkopen om de koppeling in stand te houden. Deze valuta-interventie verhoogt de binnenlandse geldhoeveelheid en stimuleert inflatieverwachtingen. Als, ten tweede, ook de olieprijs oploopt krijgen de Golfstaten te maken met een hoge kapitaalinstroom. Dit betekent nog meer opwaartse druk op de reële wisselkoers.

Doorgaans lukt het de Golfstaten wel om de binnenlandse economie te beschermen door oliedollars te gebruiken voor importen, de aanschaf van buitenlands waardepapier of door deze te stallen op bankrekeningen in het buitenland. Maar onder de huidige omstandigheden komt er toch veel oliegeduld op binnenlandse markten terecht, want vanwege de historisch lage reële rente op internationale kapitaalmarkten zijn binnenlandse investeringen veel aantrekkelijker geworden. Deze belangstelling heeft de binnenlandse vraag gestimuleerd en voor verdere opwaartse druk op de reële wisselkoers gezorgd. Afhankelijk van de nationale omstandigheden lopen de effecten op groei en inflatie van de Golfstaten echter nogal uiteen.

Flexibiliteit is wenselijk, niet noodzakelijk

In mei verraste Koeweit de financiële markten door zonder overleg met de andere Golfstaten de koppeling aan de dollar op te geven in ruil voor een valutamandje. De reden was dat de zwakke dollar Europese importen te duur maakte. Deze beslissing doet er toe, omdat de Golfstaten het eens moeten worden over één wisselkoersbeleid voordat een gemeenschappelijke munt kan worden geïntroduceerd. Daarnaast duidt de stap op een grotere bereidheid tot het wijzigen van het wisselkoersbeleid ten faveure van inflatiedoelstellingen. Op zichzelf is meer wisselkoersflexibiliteit in de Golf zeker wenselijk. De dollarkoppelingen ontmoedigen importen en verplichten de monetaire autoriteiten tot interventie ten koste van binnenlandse inflatie. Daarnaast zullen de meeste Golfstaten gezien het verschil in inkomensniveau met industrielanden nog een inhaalslag moeten maken. Een hogere productiviteitsgroei zal dan de komende jaren voor een structurele opwaartse druk op de reële wisselkoers zorgen.

Toch is het onverstandig om de dollarkoppeling zomaar aan de kant te schuiven. De Golfstaten missen momenteel nog de institutionele capaciteit om een flexibel wisselkoersbeleid te ondersteunen. Een premature stap naar zwevende munten zou dan vooral tot onzekerheid en schommelingen leiden. De beste strategie om meer flexibiliteit te introduceren is daarom een geloofwaardige verbintenis aan duidelijke afspraken ter invoering van een gemeenschappelijke munt. Zo werkt men toe naar verzilvering van de voordelen van een monetaire unie en opent men de weg naar een toekomst van meer wisselkoersflexibiliteit ten opzichte van de dollar en andere munten. Ondertussen is er voldoende tijd om geloofwaardige instituties, zoals een gemeenschappelijke centrale bank, te creëren, zodat de stabiliteit die de dollarkoppelingen hebben gebracht niet in de waagschaal wordt gesteld. Het is niet verstandig om op eigen houtje te gaan tornen aan de dollar-koppelingen. Hierdoor dreigt de Golf dinar achter de horizon te verdwijnen.

Conclusie

De GCC heeft een ambitieus plan om in 2010 een gemeenschappelijke munt in te voeren. Of die er ook werkelijk gaat komen is meer vraag dan weet, want dit jaar is het integratieproces vastgelopen. Hoewel meer wisselkoersflexibiliteit de afweging tussen groei en inflatie ten goede zou komen, betekent dit niet dat de huidige dollarkoppelingen op de schop moeten. Noch betekent dit dat de Golf dinar onwenselijk is. De voordelen zijn duidelijk. De beste manier om deze te verzilveren is een volledige en onomkeerbare verbintenis aan een ondubbelzinnig plan voor monetaire eenwording. Dit opent de mogelijkheid van meer wisselkoersflexibiliteit in de toekomst, zonder de stabiliteit die jaren van dollarkoppelingen hebben gebracht op het spel te zetten. Om dit te bereiken zullen Arabische leiders vergaande concessies moeten doen ten aanzien van hun nationale soevereiniteit.