



Maandschrift ECONOMIE

Redactioneel commentaar

- 251** PROF.DR. H. VISSER
Dollarisatie
- 255** PROF.DR. A. SZÁSZ
Een euro van ons allemaal
- 266** DR. J. DONDEERS, DR. M. VAN TUIJL
EN DR. R. DE GROOF
Lonen en werkgelegenheid: een analyse op
basis van een skeletversie van JADE
- 290** PROF.DR. M.M.G. FASE EN DR. C.K. FOLKERTSMA
Biobrandstoffen: milieueffecten en
toekomstperspectieven
- 301** DR. P.J.F.G. MEULENDIJKS EN PROF.DR. D.B.J. SCHOUTEN
Is belastingverlaging de kip of het ei van de
werkgelegenheid?

Kengetallen

- 322** DRS. R.J. HOGENBOOM EN MEVR.DRS. M. VAN VLIET
Het concurrentievermogen van Nederland anno 2000
- 326** Boekbespreking
- 329** Rectificatie

Dollarisatie

H. VISSER

Na de definitieve ineenstorting van het stelsel van Bretton Woods in 1973 zijn veel landen overgegaan op een systeem van zwevende wisselkoersen. De vrijheid die zo'n systeem biedt voor het binnenlandse macroeconomische beleid weegt echter niet altijd op tegen de nadelen. Zo'n nadeel is niet alleen een, vaak zeer sterk, fluctuerende wisselkoers, maar ook het wegvallen van een rem op inflatie. Vaste wisselkoersen zijn daarom aantrekkelijk voor landen met een geschiedenis van inflatie en van mislukte pogingen om die inflatie effectief te bestrijden. De wisselkoers dient voor zulke landen als een nominaal anker, een hecht punt voor het prijsniveau. Dat anker kan uiteraard alleen op zijn plaats blijven als het monetaire en budgettaire beleid ondergeschikt gemaakt wordt aan het doel de wisselkoers vast te houden en de inflatie terug te dringen of te verhinderen dat die weer oplaait. Zo'n beleid is echter moeilijk vol te houden als de markten er weinig vertrouwen in hebben dat de inflatiebestrijding deze keer wel lukt. Kapitaalverschaffers zullen een hoge interest blijven vragen, een grote hindernis voor pogingen om het budgettekort van de overheid terug te dringen, en vakbonden voelen er onder het motto 'na u' weinig voor om als eerste een voorschot te nemen op een mogelijke daling van de inflatie. Ook serieuze pogingen als die van de Argentijnse minister van financiën José Martínez de Hoz in de jaren 1976-'81 liepen daardoor uiteindelijk vast.¹

De kunst is om de markten te overtuigen dat het deze keer ernst is. Dat kan door de handen van de autoriteiten te binden. Een effectieve manier van handen binden is de overgang op een Currency Board. Een Currency Board is te zien als een uitgekleden centrale bank, die als hoofddoel heeft de onbeperkte omwisseling van binnenlandse in buitenlandse valuta en omgekeerd tegen een vaste koers te garanderen. Currency Boards zijn vanaf 1849 door de Britten in hun kolonies ingevoerd. De belangrijkste landen die nu een Currency Board hebben zijn Brunei (sinds 1967), Hong Kong (sinds 1983), Argentinië (sinds 1991), Estland (sinds 1992), Litouwen (sinds 1994), Bulgarije (sinds 1997) en Bosnië-Herzegovina (sinds 1998).²

1 Zie G.A. Calvo, 'Fractured Liberalism: Argentina under Martínez de Hoz', *Economic Development and Cultural Change* 34:3, 1986; V. Corbo en J. de Melo, 'Lessons from the Southern Cone Policy Reforms', *World Bank Research Observer* 2:2, 1987. Martínez zette de wisselkoers overigens niet volledig vast, maar volgde het zgn. 'tablita' systeem, dat is een 'crawling peg' waarbij de binnenlandse munt devalueert volgens een vooraf meegedeeld pad en de devaluatie minder bedraagt dan het inflatieverschil met het buitenland.

2 Ch. Enoch en A.-M. Gulde, 'Las cajas de conversión, ¿una panacea para todos los problemas monetarios?', *Finanzas & Desarrollo* 35:4, 1998.

In beginsel bestaan de passiva van de Currency Board uit basisgeld, dus bankbiljetten en de saldi die de banken bij haar aanhouden, en worden die passiva geheel door vreemde valuta gedekt. Er zijn varianten waarbij de activa voor een bepaald bedrag of een bepaald gedeelte uit andere financiële instrumenten dan vreemde valuta mogen bestaan, in Argentinië bijvoorbeeld in dollars luidende binnenlandse schuldtitels, maar in ieder geval is er een duidelijke rem op de mogelijkheden voor de Currency Board om tekorten van de overheid te financieren en daarmee de geldcirculatie te vergroten. Een Currency Board vereist niet alleen een restrictief monetair en budgettair beleid, maar ook een effectief bedrijfseconomisch toezicht op het bankwezen. Immers, uitgaande van 100 % vereiste dekking van de passiva van de Currency Board door vreemde valuta, zijn de mogelijkheden van de Currency Board om banken in nood bij te staan uiterst gering. Een Currency Board kan dus niet of nauwelijks als Lender of Last Resort optreden. Voorschotten geven aan banken of binnenlandse schuldtitels van hen overnemen betekent immers dat er tegenover de saldi die de banken bij de Currency Board aanhouden niet meer uitsluitend vreemde valuta onder de activa figureert. Dat zou alleen binnen het systeem passen als de Currency Board een hogere dekking heeft dan 100 %, wat mogelijk is als in de loop der jaren de interest op de beleggingen in vreemde valuta in de Currency Board gehouden is.

Een Currency Board staat of valt met het vertrouwen van het publiek. Dat vertrouwen kunnen de autoriteiten verdienen door duidelijk te maken dat het hele beleid ondergeschikt gemaakt wordt aan het doel van het handhaven van de vaste wisselkoers. Het is echter nooit uit te sluiten dat het publiek zenuwachtig wordt en zich afvraagt of de vaste wisselkoers met vrije omwisselbaarheid wel gehandhaafd blijft. Hong Kong heeft de nasleep van de Aziatische crisis van 1997-1998 goed doorstaan, maar in Argentinië was er tijdens de tequila-crisis, dat is de nasleep van de Mexicaanse-peso crisis van december 1994, een zo grote vlucht uit de peso in de dollar dat het IMF, de Wereldbank en de Inter-Amerikaanse Ontwikkelingsbank moesten bijspringen.³

Om een eind te maken aan het gevaar dat men uit de eigen valuta in een vreemde valuta vlucht kan men nog een stap verder gaan dan via een Currency Board de eigen valuta te koppelen aan een vreemde valuta, namelijk de eigen valuta afschaffen en een buitenlandse valuta als wettig betaalmiddel aanvaarden. Aangezien het in de praktijk vooral om de Amerikaanse dollar gaat (naast onder andere de Zwitserse franc in Liechtenstein en de Franse franc in Monaco en Andorra), spreekt men hier van dollarisatie, en ter onderscheiding van het verschijnsel dat het publiek spontaan op het gebruik van vreemde valuta overgaat, van officiële dollarisatie. Nog minder dan in het geval van een Currency Board

3 M. Carrizosa, D.M. Leipziger en H. Shah, 'El efecto tequila y la reforma bancaria en la Argentina', *Finanzas & Desarrollo* 33:1, 1996; *International Capital Markets*, IMF, Washington 1996.

kunnen de binnenlandse banken bij liquiditeitsproblemen terugvallen op een Lender of Last Resort – de Federal Reserve Board neemt geen verplichtingen tegenover banken in andere landen op zich – maar zij kunnen, evenals trouwens bij een Currency Board, in plaats daarvan kredietlijnen bij buitenlandse banken openen.

Een land met al bijna een eeuw ervaring met officiële dollarisatie is Panama. Daar werd de dollar in 1904 wettig betaalmiddel. Er is wel een binnenlandse geldeenheid, de balboa, maar die bestaat alleen in de vorm van zilveren munten en als rekeneenheid. Er is geen centrale bank, maar buitenlandse banken kunnen zich vrij vestigen en als het publiek het vertrouwen in de binnenlandse banken zou verliezen treedt er slechts een vlucht naar die buitenlandse banken op en uit de aard der zaak geen vlucht uit de valuta. Naast het voordeel van lage inflatie heeft Panama op die manier het voordeel dat er weinig turbulentie optreedt als de Mexicaanse peso weer eens onderuit gaat.⁴ De monetaire stabiliteit is er zo groot dat Panama naast Puerto Rico als enige land in Latijns-Amerika door de particuliere sector verstrekte 30-jarige hypothecaire leningen met vaste interest kent.⁵

Vorig jaar heeft Carlos Menem, toen nog president van Argentinië, serieus overwogen van de dollar op de peso over te stappen. Het is er niet van gekomen, maar inmiddels is de dollar sinds 1 april van dit jaar de officiële munt van Ecuador. De onmiddellijke aanleiding was de val van de Ecuadoriaanse sucre van 6825 in de dollar begin 1999 tot meer dan 21000 in de dollar eind 1999, gekoppeld aan een historisch uitstekend verklaarbaar gebrek aan vertrouwen dat het ooit nog goed zal komen met het monetaire beleid.⁶ Costa Rica lijkt ook belangstelling te hebben.

Officiële dollarisatie gaat een stap verder dan een Currency Board. Het is een stap die de dreiging van een aanval op de binnenlandse munt radicaal wegneemt, maar het is ook een stap die geld kan kosten. Immers, een Currency Board houdt een reserve in vreemde valuta aan die grotendeels in rentegevend papier belegd is. De Argentijnse Currency Board verdiende met de beleggingen in Amerikaans schatkistpapier in 1999 naar schatting \$700 à \$750 miljoen, ongeveer twee procent van de overheidsinkomsten.⁷ Bij officiële dollarisatie verdwijnen deze seigneuriage-inkomsten.⁸ De dollarbeleggingen zullen name-

4 J.L. Moreno-Villalaz, 'Lessons from the Monetary Experience of Panama: A Dollar Economy with Financial Integration', *Cato Journal* 18: 3, 1999.

5 Basics of Dollarization, Joint Economic Committee Staff Report, July 1999, updated January 2000; <http://www.senate.gov/~jec/basics.htm>.

6 Instituto Ecuatoriano de Economía Política, *Dolarización Oficial en Ecuador*, 2000; <http://www.his.com/~ieep/dolrznec.htm>.

7 M. Kiguel, in *IMF Economic Forum; Dollarization: Fad or Future for Latin America*, 24 juni 1999; <http://www.imf.org/external/np/tr/1999/TR990624.HTM>.

8 Seigneuriage is de opbrengst die de overheid ontvangt uit hoofde van de creatie van (basis)geld. Een Currency Board creëert basisgeld in ruil voor vreemde valuta. De opbrengst van de beleggingen in vreemde valuta minus de kosten van het creëren en onderhouden van de basisgeldhoeveelheid (het drukken, controleren en vernietigen van bankbiljetten) vormt de seigneuriageopbrengst.

lijk geheel of gedeeltelijk gebruikt worden om dollarbiljetten te kopen. Daartegenover ontvangen de Verenigde Staten hogere seigneuriageinkomsten. Het dollariserende land verkoopt Amerikaans schatkistpapier aan de Fed en krijgt daar niet-rentegevende bankbiljetten voor terug. De Amerikaanse mone-taire autoriteiten zien op die manier een rentegevende schuld vervangen worden door een niet-rentegevende schuld. Binnen het Joint Economic Committee van het Amerikaanse Congres zijn stemmen opgegaan om landen die tot officiële dollarisatie overgaan een groot deel van de extra seigneuriage die de Verenigde Staten daardoor ontvangen, weer terug te geven. Het argument daarvoor is dat de Verenigde Staten voordeel kunnen hebben van dollarisatie, omdat die kan bijdragen aan economische stabiliteit en groei en op die manier de afzetmogelijkheden voor het Amerikaanse bedrijfsleven kan vergroten.⁹ Ecuador heeft er niet op gewacht. Realiteitszin heeft het gewonnen van nationale trots. John Stuart Mill zou deze stap hebben toegejuicht. Hij verzuchtte dat

Somuch of barbarism, however, still remains in the transactions of the most civilised nations, that almost all independent countries choose to assert their nationality by having, to their own inconvenience and that of their neighbours, a peculiar currency of their own.¹⁰

9 Basics of Dollarization, a.w.

10 J.S. Mill, *Principles of Political Economy*, ed.. W.J. Ashley, Longmans, Green, and Co., London 1917 (eerste editie 1848), blz. 615.