



Het is nu geen bankencrisis, maar een dollarcrisis

Posted on 4 april 2020 by Sander Boon

De wereldeconomie stond er slecht voor, in maart 2009. In de anderhalf jaar daarvoor kreeg de economie klap na klap. Wat begon als een huizen crisis in de Verenigde Staten, sloeg om in een run van banken op banken en een financiële crisis zoals de wereld nog nooit had gezien. Centrale banken trokken alles uit de kast om banken en de financiële markt te stutten, maar er ontplofte telkens weer een andere financiële bom in het systeem. Pas na bail-outs door overheden – belastingbetalers dus – stabiliseerden de markten.

Op 24 maart 2009, wat terugkijkend het dieptepunt van de crisis bleek, gaf de Chinese centrale bankier Zhou Xiaochuan een opmerkelijke [lezing](#) ('Reform the International Monetary System'). Hij identificeerde als een van de weinigen in die tijd de werkelijke oorzaak van de kredietcrisis: het op de Amerikaanse dollar gebaseerde mondiale kredietstelsel. Hij stelde dat de wereld in de toekomst nooit meer afhankelijk mocht zijn van een financieel systeem dat is gedenomineerd in de valuta van één land.

Ook nu maken we weer een financiële en economische crisis mee die diepe sporen gaat nalaten. Dit keer is er echter geen sprake van een bankencrisis, maar van een dollarcrisis. Waarom is de rol van de dollar zelfs na 2008 nog gegroeid?

De (euro)dollar heerst

De internationale handel draait al een aantal decennia op in dollar gedenomineerde kredietfaciliteiten. Dollarfinanciering wordt gebruikt voor kredietverlening, handelsactiviteiten en speculatie. Er wordt gehandeld in valutaderivaten, rentederivaten en kredietderivaten, swaps, obligaties, enzovoort. De dollar is zelfs leningen tussen niet-Amerikaanse partijen gaan domineren want een groot deel van de internationale bedrijfsinvesteringen wordt gefinancierd met dollarleningen. Wereldwijd staan er inmiddels biljoenen dollars uit aan leningen waarin de VS geen enkele rol spelen.

Internationale opererende banken maakten vanaf de jaren '60 steeds vaker gebruik van dollars bij hun onderlinge verrekeningen. Deze buiten de VS circulerende dollars werden eurodollars genoemd, omdat het gebruik ervan is ontstaan in Europa. De eurodollar-geldmarkt werd niet gereguleerd door centrale banken en nam daardoor snel in omvang toe. In de mondiale kapitaalmarkt werd de eurodollar zo de 'middle currency' in transacties, het is als het ware de taal waarin in marktpartijen met elkaar communiceren.

Kop in het zand

De mondiale rol van de dollar is versterkt door bewuste beleidsmaatregelen van centrale banken en overheden. In de jaren 80 was er sprake van een golf van handelsliberalisering, financiële deregulering en een politiek van fiscale discipline. Uit praktische en opportunistische redenen werd [gekozen](#) voor deregulering van de geld- en kapitaalmarkt. Praktisch omdat de markt eigenlijk al te groot was om te reguleren, opportunistisch omdat het grote financiële voordelen bood. Hoewel inmiddels duidelijk was dat het een [instabiele](#) configuratie was, stak men de kop in het zand.

De mondiale kapitaalmarkt kreeg vanaf de jaren '90 een enorme boost toen het communisme viel en China [toetrad](#) tot de Wereld Handels Organisatie. Er kwam een enorme hoeveelheid goedkope arbeidskrachten op de wereldmarkt en investeringskansen namen toe. Kapitaal stroomde vrijelijk binnen en tussen landen,

op zoek naar investeringen en rendement.

Een vrije kapitaalmarkt is op zich natuurlijk niet verkeerd. Kunstmatige en politiek gemotiveerde handelsbarrières en kapitaalcontroles werken vaak averechts en zijn niet welvaart-bevorderend. Er zitten echter perverse prikkels in het systeem die leiden tot seriële bubbels, crises en verlies van reële welvaart.

Loterij zonder nieten

Een eerste probleem is dat staatsleningen in 1988 door centrale banken als risicovrij zijn bestempeld. De mondiale kapitaalmarkt is nadien steeds afhankelijker is geworden van staatsleningen als veilige belegging en als liquide onderpand bij financiële transacties. Door dit toegenomen gebruik van staatsobligaties zijn overheden en financiële markten vervlochten geraakt. Er is nu sprake van een gedeeld belang om de markt voor staatsleningen liquide en [stabiel](#) te houden. Dit is voor financiële partijen een prikkel geweest om meer risico's te nemen.

Een tweede probleem ontstaat omdat centrale banken en Ministeries van Financiën al sinds medio jaren '70 een actieve rol spelen bij het redden van banken en financiële instellingen die vanwege hun specifieke rol in het systeem of vanwege hun omvang niet om mogen vallen. Een val zou de rest van de kapitaalmarkt en economie mee kunnen sleuren in een diepe depressie. Deze perverse prikkels maken dat het in de mondiale kapitaalmarkt heel eenvoudig is geworden om veel te lenen en speculatieve risico's te nemen. Er leeft een breed gedeeld vertrouwen in de markt dat er altijd een reddende hand zal zijn in tijden van crises.

De mondiale kapitaalmarkt opereert dus onder zeer gunstige voorwaarden. Het geld dat wordt verdiend met het nemen van risico's steekt men in eigen zak, verliezen als gevolg van inzakkende financiële bubbels worden gedekt door belastingbetalers. Er is sprake van geprivatiseerde winst en gesocialiseerd verlies. Het op de Amerikaanse dollar gebaseerde mondiale kredietsysteem met staatsleningen als onderpand is dan ook in de eerste plaats een private speeltuin en pas in de tweede plaats een publieke voorziening. Met dank aan onze centrale banken en overheden.

Meer risico door beleid centrale banken

De kredietcrisis van 2008 had een keerpunt kunnen zijn, met structurele hervormingen in het mondiale monetaire en financiële systeem. De belangen waren

echter te groot om de status quo te handhaven. Het is ironisch dat juist China het land is geweest dat na 2009 aan de basis stond van een opleving van de eurodollarmarkt. Er werden veel dollars geleend om binnenlandse productie te stimuleren, in de verwachting dat het westen na verloop van tijd weer meer Chinese producten zou gaan importeren. China werd de locomotief die de wereldeconomie op sleeptouw heeft genomen.

Ook de westerse centrale banken hebben na deze crisis bijgedragen aan de groei van de mondiale kapitaalmarkt. Ze stabiliseerden de markt voor staatsleningen en hielden de geldmarktrente laag. Rendement moest elders worden gezocht. Financiële partijen zoals pensioenfondsen en verzekeraars werden dus gedwongen om steeds meer risico's te nemen op zoek naar rendement. Voor een belangrijk deel is geld gevloeid richting Chinese bedrijven en overheden van opkomende landen. Heel veel partijen zijn steeds afhankelijker geworden van het (her)financieren van hun schulden. Zolang de economie groeide, was er geen probleem. Er kon worden doorgerold vanuit stabiele cashflow.

Dollarcrisis

De wereld is nu echter opgeschrikt door het corona-virus en de economie is acuut tot stilstand gekomen. Landen en bedrijven die hebben geleend in dollars verdienen geen geld meer om hun leningen af te lossen of door te rollen. Dit besef zorgde voor financiële onrust en dalende beurzen en medio maart beleefden we een acute eurodollarcrisis. De markt voor Amerikaanse [staatsleningen](#) functioneerde niet meer en de dollar steeg hard, wat weer nadelig was voor de schuldposities in dollar. De eurodollarmarkt is voor veel partijen op slot gegaan, waardoor (her)financiering niet meer mogelijk is. Het probleem is inmiddels zo groot dat 85 landen een beroep hebben gedaan op het [noodfonds](#) van het IMF.

Deze crisis is een dollarcrisis. Dat beseft ook de Fed. Na een aantal renteverlagingen en andere noodmaatregelen verschaft de Amerikaanse centrale bank weer dollars aan andere centrale banken via zogenaamde [swap-lines](#). Ook heeft ze nieuw [loket](#) geopend waar buitenlandse overheden hun Amerikaanse staatsleningen kunnen omwisselen voor dollars. Of hiermee [illiquiditeit](#) in de dollarmarkt kan worden voorkomen is voor nu afwachten. Let op de dollarkoers. Het doet allemaal denken aan de bekende quote van Ernst Hemingway: 'Hoe ging je failliet? Eerst langzaam, toen plotseling'.