

De nieuwe financiële wereldorde is dringend aan vernieuwing toe

In het Amerikaanse plaatsje Bretton Woods werden 44 landen het in juli 1944 eens over een gezamenlijk economisch systeem voor na de oorlog. Wat is er tachtig jaar later over van deze ambitieuze conferentie? 'Het is volkomen verouderd en losgezongen van de realiteit.'

In het kort

In 1944 richtten 44 landen in Bretton Woods het Internationaal Monetair Fonds en de Wereldbank op.

Een systeem van vaste wisselkoersen, gekoppeld aan de dollar, ging begin jaren zeventig ten onder en maakte plaats voor zwevende valuta's.

Een nieuw valutastelsel zit er niet meer in en de instellingen moeten zich hervormen om recht te doen aan groeielanden.

Het Internationaal Monetair Fonds en de Wereldbank: prachtige instituten, zij het geplaagd door gebreken en scheve verhoudingen die er al bij de oprichting in slopen. Internationale conferenties hebben zelden zoveel opgeleverd als de United Nations Monetary and Financial Conference. Ook wel Bretton Woods genoemd, naar het piepkleine toeristenplaatsje in de staat New Hampshire, waar deelnemende geallieerde landen in 1944 bijeenkwamen. Daar construeerden de onderhandelaars een mondiaal wisselkoersstelsel dat zich tot op de dag van vandaag doet gelden.

De gekozen opzet ademde vooral de ervaringen van de Grote Depressie van de jaren dertig. Die verergerde door allerlei vormen van protectionisme, zoals landen die hun munt devalueerden om de eigen export aan te zwengelen. Om herhaling te voorkomen viel de keuze op een systeem waarbij de munten van deelnemende landen, waaronder Nederland, Frankrijk, het Verenigd Koninkrijk en Canada, binnen een nauwe bandbreedte werden gekoppeld aan de Amerikaanse dollar. Ook de verslagen landen Japan en West-Duitsland deden na de Tweede Wereldoorlog mee aan dit nieuwe systeem.

Stabiele wisselkoersen bevorderen internationale handel en daarmee economische groei, zo was de gedachte. De dollar was op zijn beurt tegen een vaste koers inwisselbaar voor goud. Die structuur werd onhoudbaar toen de Amerikanen steeds meer dollars in omloop brachten, onder meer om de oorlog in Vietnam te financieren. In 1971 haalde president Richard Nixon een streep door de koppeling tussen dollar en goud, simpelweg omdat er onvoldoende goudreserves waren om aan die verplichting te voldoen. In 1973 viel het hele systeem uiteen.

Een plotseling einde aan dertig jaar van vaste wisselkoersen? Dat nu ook weer niet. Tot 1973 vonden er al allerlei aanpassingen in de wisselkoersen plaats. Zo werd het Britse pond in de jaren zestig veel minder waard en de Duitse mark juist meer. Nieuw was wel dat die waardeveranderingen in overleg plaatsvonden. Sinds 1973 is het in toenemende mate de valutamarkt die de waarde van munten bepaalt.

Natuurlijke schokdemper

Tegenwoordig laat ruim een op de drie IMF-leden de munt zweven. Dat betreft ook grote valuta's. Slechts in 13% van de gevallen is er een harde koppeling aan een andere munt, zoals de dollar of de euro. Daartussen zitten allerlei vormen waarbij de wisselkoers op de een of andere manier wordt gestuurd door de nationale autoriteiten, door veranderingen in de rente, op- en verkoopoperaties of kapitaalcontroles.

Zijn we daarmee slechter af? De wereldhandel groeide in de decennia na 1973 nog harder, signaleert de Amerikaanse econoom Maurice Obstfeld in een recentelijk verschenen analyse over tachtig jaar Bretton Woods. De komst van de scheepscontainer was een enorme impuls, net als de terugkeer van China op het wereldtoneel. Maar ook de vrij zwevende wisselkoersen zelf, meent Obstfeld. Als landen geen wisselkoers op peil hoeven te houden, kunnen ze handels- en kapitaalstromen die de koers medebepalen hun gang laten gaan. Tegelijkertijd kwamen er financiële producten waarmee bedrijven hun wisselkoersrisico's in elk geval tijdelijk konden afdekken.

Binnen het IMF is het denken over wisselkoersen veranderd sinds de instorting van het Bretton Woodsstelsel. 'Overschat zo'n valutastelsel niet', zegt Paul Hilbers, de Nederlandse bewindvoerder bij het fonds. 'Als je een verstandig beleid voert, krijg je vanzelf redelijk stabiele wisselkoersen. Natuurlijk zijn er sindsdien schommelingen geweest, maar de implicaties vallen mee. Bovendien is een flexibele wisselkoers ook een natuurlijke schokdemper, al is die niet geschikt voor elk land.'

Die schokdemper werkt als volgt. Als een economie minder goed draait en de munt daardoor in waarde daalt, is dat goed voor de export en dus het herstel. Raakt een land oververhit en wordt de munt steeds duurder, dan verslechtert de concurrentiepositie juist. Bovendien stelt een zwevende wisselkoers landen in staat hun eigen monetaire beleid te voeren. Ze hoeven het rentepeil immers niet af te stemmen op buurlanden om zo de wisselkoers constant te houden.

Afscheid gouden standaard

In een wereld van steeds vrijere wisselkoersen is de eurozone al 25 jaar de grote uitzondering. Inmiddels hebben twintig Europese landen hun munt ingeruild voor de Europese eenheidsmunt. Dat is eigenlijk een systeem van vaste wisselkoersen, maar dan zonder mogelijkheid om te devalueren.

Eurolanden die hun concurrentiepositie direct willen verbeteren hebben feitelijk nog maar één optie over, zegt Casper de Vries, emeritus hoogleraar monetaire economie aan de Erasmus Universiteit Rotterdam: hun lonen moeten minder hard stijgen dan elders in de muntunie. Precies dat is er de afgelopen jaren in landen als Spanje, Portugal en Griekenland gebeurd.

'Devaluaties zijn minder pijnlijk en daardoor politiek makkelijker', vertelt hij. 'In 1982 ging Nederland over tot georganiseerde loonmatiging met het Akkoord van Wassenaar, terwijl België de frank devalueerde. Vanwege het toegenomen wisselkoersrisico eisten beleggers jarenlang een hogere rente op Belgische staatsschuld, maar dat valt veel minder op.'

Het afscheid van Bretton Woods betekende ook het definitieve afscheid van de gouden standaard, waarbij een munt gekoppeld is aan goud. De Vries: 'Nu is er geen anker meer, behalve de inflatiedoelstellingen van centrale banken. Geld is puur fiatgeld geworden, gebaseerd op vertrouwen.'

Massale, door meerdere landen uitgevoerde interventies om al te grote wisselkoersschommelingen te voorkomen, zijn de afgelopen dertig jaar een zeldzaamheid geworden. In 2013 beloofden de G7-landen plechtig zich niet schuldig te maken aan wisselkoersmanipulatie, bedoeld om de waarde van de eigen munt te drukken en zo de export te bevorderen.

Einde valutaoorlogen

Zulke valutaoorlogen zijn er eigenlijk niet meer, constateerde de Amerikaanse econoom Jeffrey Frankel vorig jaar. Eerder de omgekeerde versie: veel landen willen juist een sterke munt om de import van duurdere goederen en energie te voorkomen. Valutabeleid als bescherming tegen inflatie, dus.

Een terugkeer van een internationaal wisselkoerssysteem ziet De Vries er niet meer van komen. 'Wat als het ene land zich aan de spelregels houdt en het andere niet? Er is geen mechanisme om naleving af te dwingen. Dat zien we ook al binnen de eurozone. Bovendien zijn er nu andere grote spelers naast de VS, wat het heel moeilijk maakt om nog tot een overeenkomst te komen.'

Maar is er wel zo veel veranderd? Wim Boonstra, oud-hoofdeconoom van Rabobank en universitair hoofddocent economische en monetaire politiek aan de Vrije Universiteit Amsterdam, ziet veel overeenkomsten met de periode van voor 1973. 'De link tussen de dollar en het goud was niet zo belangrijk. Nog steeds is de dollar de dominante munt, de enige met een mondiale reikwijdte, en de Amerikanen drukken nog steeds dollars bij.'

Dat maakt het systeem 'inherent instabiel', zegt hij. Het monetaire beleid in de VS is gericht op de eigen behoeften, maar heeft vanwege de grensoverschrijdende rol van de dollar wereldwijd consequenties. Recent had vooral de strijd tegen binnenlandse inflatie grote gevolgen. De stevige renteverhogingen door de Fed, het Amerikaanse stelsel van centrale banken, stuwden de dollar. Met als bijeffect dat landen die in dollars lenen nu uitgedrukt in de eigen valuta's veel hogere schulden moeten torsen.

In een ideale wereld wordt er onder auspiciën van het IMF een nieuwe wereldmunt gecreëerd. De voor de hand liggende kandidaat is het sdr (special drawing right), waarvan de waarde wordt bepaald door een mandje van valuta's. Dat zijn momenteel de dollar, euro, renminbi, yen en het pond sterling. Het IMF verstrekt sdr's aan de lidstaten, die ze aan hun valutareserves toevoegen.

Daarmee is het nog geen munt en dat gaat het ook nooit worden, vreest Boonstra. 'Conceptueel is het een goed idee, maar de VS zullen het privilege niet opgeven dat ze onbeperkt dollars kunnen drukken en daar wereldwijd mee betalen. Feitelijk is de dollar veel groter dan de Amerikaanse economie kan waarmaken. China wil dit privilege graag overnemen en werkt daar ook planmatig aan, in tegenstelling tot de eurozone. Maar stel dat de Chinese munt de wereldmunt wordt, dan verplaats je het probleem alleen maar. Dan kan China ongelimiteerd geld bijdrukken en uitgeven.'

Geen achtervang nodig

De institutionele erfenis van Bretton Woods staat nog altijd overeind: het IMF, dat landen met betalingsproblemen bijstaat met adviezen en leningen, en de Wereldbank, die projecten in armere landen financiert. Beide instellingen gelden ook als platformen waar lidstaten kennis delen. Wel verschoof bij het IMF de aandacht van monetaire vraagstukken naar de begroting van landen, vandaar de bijnaam It's Mostly Fiscal. De instelling werd in de jaren tachtig en negentig dé pleitbezorger voor de neoliberale agenda van privatiseren en dereguleren: de Washington Consensus.

Tijdens de Aziëcrisis van 1997 drukte het fonds het recept van hard bezuinigen door. En wel zo hard, dat het in veel opkomende landen kwaad bloed zette. Die onvrede groeide tijdens de kredietcrisis van 2008 verder, toen ook ontwikkelde landen in de problemen kwamen en het IMF in reactie daarop voor een andere aanpak koos, met nadruk op de rol van crisisbestrijder. De

inflatiegolf die de wereld na de corona- en energiecrisis overspoelde, heeft de aandacht teruggebracht bij monetair beleid. 'De cirkel is rond', aldus Hilbers.

Maar de pandemie heeft ook iets anders duidelijk gemaakt. Veel opkomende landen bleken, anders dan in eerdere crises, voldoende toegang te houden tot marktfinanciering. Een achtervang in de vorm van het IMF en Wereldbank was niet meer nodig, stelt econoom Martin Mühleisen van denktank Atlantic Council in een recente studie. Lage-inkomenslanden hadden vooral baat bij schuldsaneringen, maar daar stonden de Bretton Woodsinstellingen machteloos aangezien China – inmiddels een belangrijke geldschieter – die effectief blokkeerde.

Onevenwichtige verhoudingen

Ondertussen vragen steeds meer landen zich af waarom ze überhaupt nog zouden luisteren naar de adviezen van instituties waarin ze zelf nauwelijks iets te zeggen hebben. De Global South, de minder ontwikkelde landen in het mondiale zuiden, beschouwt het IMF en de Wereldbank als instrumenten voor de macht van het Westen. Vreemd is dat niet: de VS hebben met 16,5% van de stemmen een blokkerende minderheid in het dagelijks bestuur van het IMF en opgeteld hebben de EU-landen samen zelfs een gewicht van 25,6%. Nederland heeft in z'n eentje al twee keer zoveel stemrecht in het IMF als Indonesië en bijna net zoveel als Brazilië en India.

Gezien de opkomst van landen als China, India en Brazilië is de samenstelling van het bestuur volgens Mühleisen 'volkomen verouderd en losgezongen van de economische realiteit'. Hij wijst erop dat de laatste aanpassing van de quota- en stemverhoudingen dateert van 2010. Toen gaven de ontwikkelde landen 5% van hun zeggenschap aan de groeielanden. Op basis van de formule die volgens het IMF zelf de juiste verhoudingen weergeeft, zouden ze nog eens 14% moeten opgeven, becijferde Mühleisen. De helft daarvan komt China toe.

De kans dat dit spoedig gebeurt is klein. De VS zouden onder de 15% uitkomen en raken dan hun blokkerende minderheid kwijt. Dat is voor het Congres, dat hiermee akkoord moet gaan, geen optie. Volgend jaar staat weer een herziening van de quota's op de agenda, vertelt Hilbers. Hij noemt het een van de grote opdrachten van de Bulgaarse Kristalina Georgieva, die aan haar tweede termijn als IMF-baas is begonnen. 'Regelen we dit niet, dan gaat het zich tegen ons keren.'

Nederland zit op de lijn: wie betaalt, bepaalt. Het is een belangrijke geldschieter en draagt er zo aan bij dat de multilaterale instellingen kunnen doen wat ze moeten doen. Dat is een belangrijke reden om vast te houden aan de zetel aan de bestuurstafel, die Den Haag deelt met Brussel. Nederland en België geven samen leiding aan een groep van zestien leden, waaronder Oekraïne, Israël en Montenegro. Met een stemgewicht van 5,46% vormt de kiesgroep het op drie na machtigste geluid, net achter China (6,08%) maar voor Duitsland (5,31%).

Tot 2012 hadden beide landen elk een eigen groep. Een historische aberratie, vertelde Jacques Polak, tussen 1958 en 1979 hoofdeconoom van het IMF, vlak voor zijn dood in 2010 aan het FD. Hij was er zelf bij toen die fout erin sloop, als Nederlandse onderhandelaar bij de Bretton Woodsconferentie in 1944. 'De Nederlandse delegatie had de opdracht om samen met België een zetel te krijgen in het dagelijks bestuur van het IMF. Toen Rusland zich terugtrok uit de onderhandelingen en de Australiërs verlaat waren doordat reizen in die tijd nogal lastig was, kregen Nederland en België elk een plek aan tafel.' Geen hogere onderhandelingskunde dus, maar geluk.