

UNIVERSITEIT GENT
FACULTEIT POLITIEKE EN SOCIALE WETENSCHAPPEN

‘Global Currency Wars’ en de hervorming van het internationaal monetair systeem: een analyse vanuit de internationale politieke economie

Wetenschappelijke verhandeling

aantal woorden:
23211

Rogier Van Vaerenbergh

MASTERPROEF POLITIEKE WETENSCHAPPEN
afstudeerrichting INTERNATIONALE POLITIEK

PROMOTOR: DR. Mattias Vermeiren

COMMISSARIS: Sacha Dierckx

COMMISSARIS: PROF. DR. Dries Lesage

ACADEMIEJAAR 2013 – 2014



Bron: <<http://socioecohistory.wordpress.com/2013/02/19/norway-enters-the-currency-wars/>>

'Is confidence based on a rate of exchange? We used to talk of sterling qualities. Have we got to talk now about a dollar love? A dollar love had good intentions, a clear conscience, and to hell with everybody' - Graham Greene, *The Quiet American*, 1955

- i. Abstract
- ii. Dankwoord
- iii. Lijst met Afkortingen

1. Inleiding

1.1 'Currency Wars'

1.2 Theoretisch Kader

1.2.1 Theoretische perspectieven

1.2.1.1 Theorie rond mondiale onevenwichten

1.2.1.2 Monetaire staatskunde: het concept wisselkoers en wisselkoerswapen

1.2.1.3 Monetaire macht: 'power to delay' en 'power to defect'

1.2.2 Het Monetair Trilemma

1.3 Probleemstelling

1.3.1 Methodologie en doelstelling

1.3.2 Onderzoeksvraag

1.3.3 Politicologische relevantie

2. Context: van de Grote Recessie naar de valutaoorlog van 2010

2.1 De Grote Recessie

2.1.1 Het beleid van de Amerikaanse Overheid en de luchtbel in de huizenmarkt

2.1.2 De Lehman-steen

2.1.3 De Grote Recessie

2.1.4 Het reddingsprogramma

2.2 QE

2.2.1 QE van de Fed

2.2.2 Transitieel van het monetair beleid van de Fed

3. Het verhaal tot nu

3.1 Currency Wars tijdens de crisis

3.2 2010-2012

3.2.1 De Pacifische Zone

3.3 Currency Wars en het monetair trilemma

3.3.1 Vlottende of vaste wisselkoers?

3.3.2 Vrij kapitaalverkeer of kapitaalcontroles?

4. 'Global imbalances'

4.1 Mercantilisme of de Sino-American co-dependency?

4.1.1 Mercantilisme als ontwikkelingsstrategie

- 4.1.2 Sino-American co-dependency
 - 4.2 China en Amerika: elkaars spiegelbeeld?
 - 4.2.1 Amerika
 - 4.2.2 China
 - 4.3 Het waarom van reserve accumulatie
 - 4.4 Is muntmanipulatie handelsinterventie?
 - 4.4.1 De WTO
- 5. De oplossing: Internationale Economische Samenwerking
 - 5.1 Structuur van de internationale samenwerking
 - 5.1.1 De G2 of de G5?
- 6. Hervorming van het internationaal monetair systeem
 - 6.1 Herstel en Verbeter
 - 6.2 Multipolair monetair systeem
 - 6.3 Multilateraal/SDR
- 7. Besluit
- 8. Bibliografie
- 9. Appendix

Abstract:

Valutaoorlogen zijn een zeldzaam fenomeen in de internationale betrekkingen en nog zeldzamer in de internationale economie. Politicologen hebben echter door middel van een arsenaal aan concepten en de geschiedenis de instrumenten om valutaoorlogen te identificeren. Het soepel monetair beleid van de VS en QE in het bijzonder passen daarbij in het concept rond het wisselkoerswapen. 'Currency wars' worden gezien in een discours rond 'beggar-thy-neighbour'. Maar de VS is niet de enige die blaam treft via QE, ook China verdient een blaam. Door zijn mercantilistische politiek heeft deze een hele pool aan reserves aangelegd tezamen met een groot handelsoverschot. Daarom is China in het vizier gekomen van de VS om na de crisis te een andere koers te varen. Herbalanceren vergt een wijziging van politiek-economische structuur in beide landen evenals een wijziging in hun relaties die tot nu geboekstaafd stond als een wederzijdse afhankelijkheid. Valutaoorlogen hebben dan ook een weerslag op deze afhankelijkheid en moet via internationale samenwerking opgelost worden. Het prisoner's dilemma laat zien dat dit niet zo vanzelfsprekend is en het forum bij uitstek, de Group of Two of G2, is niet voldoende om dit probleem op te lossen omdat dat niet overeenstemt met de multipolariteit die China nastreeft. Het conflict tussen de VS enerzijds en Japan en Duitsland anderzijds vormt daarbij een historische reflex.

Dankwoord:

Het schrijven van een masterproef is een hele klus. Je schrijft en sleutelt in verschillende stadia aan je tekst en legt daarbij verschillende delen voor. Je steunt daarbij op verschillende theorieën, op feiten, op het werkveld maar je kan ook niet zonder menselijke steun. Ik zou daarom een paar mensen willen bedanken voor het schrijven van deze thesis. Eerst en vooral had ik graag mijn ouders bedankt voor het telkens zorgvuldig nalezen van deze teksten en mij te corrigeren op taal – en spelfouten. Verder wil ik ook doctor en promotor Mattias Vermeiren bedanken om mij gedurende deze twee jaren met raad bij te staan en telkens te helpen wanneer ik het nodig had. Ten laatste had ik ook graag hoofdeconoom van Belfius bank , Frank Lierman, bedankt voor het interview met hem.

Lijst met afkortingen:

AIG: American Insurance Group
CDO: Collateral Debt Obligation
CDS: Credit Default Swap
ECB: Europese Centrale Bank
FED: Federal Reserve
G2: Group of Two
G5: Group of Five
G20: Group of Twenty
GATT: General Agreement on Tariffs and Trade
GATS: General Agreement on Trade in Services
GED: Government-Entreprise Debt
IMF: Internationaal Monetair Fonds
IMS: Internationaal Monetair Systeem
IPE: Internationale Politieke Economie
MBS: Mortgage-Backed Securities
MNO: Multi - Nationale Ondernemingen
PBOC: Chinese Centrale Bank
RER: reële effectieve wisselkoers
RMB: Renminbi/yuan
QE: Quantitative Easing
SDR: Special Drawing Rights
WTO: World Trade Organization

1. Inleiding

1.1 'Currency Wars'

'*Currency Wars*' of valutaoorlogen of competitieve devaluaties zijn een fenomeen in de internationale betrekkingen waarbij landen met elkaar in concurrentie zijn om een zo laag mogelijke wisselkoers te bereiken voor hun eigen munt. Wanneer de prijs om een munt aan te kopen zakt, dan zakt ook de reële prijs voor de export van datzelfde land. Zo krijgt de industriële sector in het land een *boost* in de vraag naar zijn goederen door binnenlandse en buitenlandse markten. Maar import wordt duurder en dit kan een effect hebben op de koopkracht van mensen (Portes, 2012) .

Competitieve devaluaties kunnen ook een retaliatie van andere landen veroorzaken, wat dan leidt tot een daling in de internationale handel. Dat kan op zijn beurt leiden tot een valutaoorlog wat dan weer kan resulteren in een handelsoorlog.

Valutaoorlogen zijn zeldzaam in de geschiedenis want landen houden meestal een hoge wisselkoers aan omdat een sterke munt een teken is van prestige en een sterke staat. Deze wisselkoers wordt nu volledig zwevend of deels bepaald door de markten met mogelijke interventie van de overheid, dan heet dit beheerde zwevende wisselkoersen, of ook '*dirty floats*' (Oatley, 2012).

'*Currency Wars*' vonden plaats tijdens de jaren 1930: toen verlieten de meeste landen de goudstandaard om hun munten te devalueren. Zo wilden ze hun economie stimuleren. Dit werd gevolgd door retaliatie van andere landen omdat werkloosheid werd doorgeschoven tussen landen onderling. Door deze retaliatie viel de wereldhandel zo goed als stil (Rickards, 2012).

Volgens de Braziliaanse Minister van Financiën, Guido Mantegna, is er een valutaoorlog uitgebroken sinds 2010. Deze visie werd snel gevolgd door andere overheidsambtenaren en financiële journalisten. Meer kritische journalisten en bestuursleden ontkenden een mondiale valutaoorlog omdat de nodige vijandigheid tussen staten ontbrak en als er al een was, dan stopte deze halverwege 2011 (Cline en Williamson, 2010). Het beeld dat daaruit naar voren kwam, was dat China werd aangevallen als muntmanipulator door de VS enerzijds en dat de VS tegelijkertijd werd beschuldigd door China de dollar te verlagen via QE.

Staten die sinds 2010 aan competitieve devaluaties deden, volgden verschillende beleidsopties: overheidsinterventie, kapitaalcontroles en indirecte kwantitatieve verruiming of *quantitative easing* (QE) (Rickards, 2012). Terwijl verschillende landen, voornamelijk opkomende economieën, een opwaartse druk kenden op hun wisselkoers in 2010-2011, was het meest openlijke conflict er een tussen de VS en China over de waarde van de renminbi/ yuan (RMB). Dit was vooral van retorische aard. In 2013 verlaagde Japan de waarde van de yen drastisch, wat het vermoeden deed rijzen bij commentatoren dat een tweede valutaoorlog was uitgebroken. Maar dat vermoeden werd in de kiem gesmoord door verklaringen van de G7 en de G20. Later in 2013 werden en worden de opkomende economieën getroffen door kapitaalvlucht uit hun land. De oorzaak is het einde van de QE van de Fed. Nu is het aan mij om te bewijzen of er een valutaoorlog is of niet.

Devaluaties worden niet veel gebruikt omdat dit meestal gepaard gaat met gemor van de bevolking. Devaluatie kan namelijk de levensstandaard van de bevolking verlagen als zij producten aankoopt die geïmporteerd zijn of als zij reist. Een ander effect dat een devaluatie kan veroorzaken is extra inflatoire druk. Het kan ook afbetalingen van de overheid op leningen duurder maken omdat de interest die erop betaald wordt, stijgt door de verminderde waarde van de munt, zeker wanneer deze schuld gedenomineerd is in een buitenlandse munt. Het kan ook buitenlandse investeerders ontmoedigen en afschrikken (Bergsten, 2013).

Wanneer is een competitieve devaluatie dan wel handig? Als de staat onder een hoge werkloosheid lijdt of wanneer de staat economische groei wil realiseren via export, dan kan een dergelijke devaluatie handig zijn. Muntdevaluatie kan als een goede oplossing worden gezien om de werkloosheid te verlagen, als een fiscale stimulus of overheidsinvesteringen uit den boze zijn omdat de schuldgraad van de staat te hoog is, of als de staat een handelstekort heeft dat deze staat wil corrigeren (Bergsten, 2013). Een andere reden voor een lage wisselkoers is het zogenaamde *'hedging'* van opkomende economieën om zo een buitenlandse muntreserve op te bouwen, meestal in dollar of een van de andere sleutelmunten.

Een staat die een devaluatie wil doorvoeren of een appreciatie wil intomen, moet werken in het kader van het internationaal monetair systeem (Rickards, 2012). Met het einde van Bretton Woods in 1971 hebben de markten een grotere invloed op het bepalen van de waarde van de munten, maar een centrale bank van een staat kan nog steeds interveniëren om de koers mede of volledig te bepalen. Dit doet ze door de eigen munt te verkopen en de andere munt aan te kopen, wat de wisselkoers verlaagt. De omgekeerde redenering verhoogt de wisselkoers. Indirect kan dit door QE. Als de centrale bank toch wil interveniëren en de waarde zelf wil bepalen tegen de markten in, dan moet ze kapitaalcontroles instellen, zoals bepaald door het monetaire trilemma. Volgens het trilemma kan een land nooit drie types van beleid tezamen realiseren en dat zijn: een vaste wisselkoers, onafhankelijk monetair beleid en vrij kapitaalverkeer. Er moeten keuzes gemaakt worden. Vaste wisselkoersen en een onafhankelijk monetair beleid kunnen enkel met kapitaalcontroles omdat de wisselkoers niet kan of mag veranderen door de financiële markten.

Om te spreken van mondiale *'currency wars'* moeten verschillende landen op hetzelfde moment de waarde van hun munten verlagen. Dit gebeurt tijdens een recessie. Wanneer tijdens een recessie landen beginnen te interveniëren om hun munten laag te houden, volgen andere landen meestal want zij willen hun exportcompetitiviteit behouden. Dat leidt tot twee situaties: enerzijds tot een *zero-sum game* want een devaluatie bij de een leidt tot een appreciatie bij de ander; anderzijds tot een *'race-to-the-bottom'* want een devaluatie bij de een wordt gevolgd door een devaluatie bij de ander (Moura, Pereira en de Moraes Attuy, 2013).

1.2 Theoretisch Kader

Zoals de inleiding laat vermoeden zal deze masterproef *'currency wars'* behandelen. Valutaoorlogen spelen zich af in het internationaal monetair systeem (IMS). Maar hoe definiëren we zo een systeem? Als we over het internationaal monetair systeem spreken, dan bedoelen we een set van conventies, regels en politieke instrumenten evenals economische instituties en de politieke omgeving die twee fundamentele

mondiale publieke goederen bepalen: een internationale munt of munten en externe stabiliteit (Dorrucci en McKay, 2011). De status van een internationale munt wordt bepaald door het betalingsmiddel, de boekhoudkundige rekeneenheid en het middel om waarde in op te slaan. Voor een verdere theoretische bespreking van de munten verwijs ik graag naar mijn bachelorpaper. Externe stabiliteit verwijst daarbij naar reële en financiële verbintenissen tussen landen.

Deze twee zaken zijn een mondiaal publiek goed omdat ze ten eerste geen rivaliteit in de hand werken en ten tweede niet-exclusief zijn wat een vrijbuitersprobleem creëert. Dit leidt tot onderbenutting want er is geen wil om deze te voorzien. De winst voor de voorziener valt immers lager uit dan de kost om het goed te bevoorraden (Bremmer, 2012).

Wat verder komt in deze theoretische uiteenzetting is een monetaire benadering: het monetair beleid van de VS, of de *'global liquidity glut'*. De bron van liquiditeiten is de toename van vorderingen gedenomineerd in de internationale munt(en). Een teveel aan mondiale liquiditeiten kan het vertrouwen verminderen in die munten wanneer dat gepaard gaat met een slecht beleid in het land dat de munten ter beschikking stelt (Dorrucci en McKay, 2011).

Eerst sta ik evenwel stil bij andere theoretische perspectieven. Het spreekt voor zich dat de monetaire en betalingsbalansbenaderingen (zie hoofdstuk 3) in de tekst door elkaar zullen worden gebruikt.

1.2.1 Theoretische perspectieven

De theoretische perspectieven om dit fenomeen te duiden zijn legio. Ten eerste zijn er de perspectieven omtrent de *'global imbalances'*. Ten tweede zijn er de theorieën rond macht en het internationaal monetair systeem. Ten derde is er de theorievorming rond valuta. Gemakshalve wordt hier niet stilgestaan bij theorieën rond munten.

1.2.1.1 Theorieën rond mondiale onevenwichten

Voor deze masterproef zal ik volop gebruik maken van de *'global liquidity glut'* hypothese. Mij lijkt het dat de *'currency wars'* voornamelijk gedreven worden door een teveel aan liquiditeiten via het soepele monetaire beleid langs de Amerikaanse kant. Maar eigenlijk is ook de *'Sino-American co-dependency'* relevant, voornamelijk met betrekking tot de global governance, de G2.

De *'global liquidity glut'* wordt bepaald door een amalgaam aan buitenlandse reserves, reserves in het algemeen, de Amerikaanse monetaire basis en het monetair aggregaat in de grote economieën. Hierbij springen vooral monetaire schokken in het oog die gedreven worden door een los monetair beleid. De *'global liquidity glut'* is een monetaire benadering die focust op globale liquiditeiten als een verklaring voor fenomenen als een lage rentevoet, de jacht op winst en een vermindering van risico-aversie (Bracke en Fidora, 2008). In die zin is de crisis gedreven door de *'global liquidity hypothese'*: een los monetair beleid met investeringconstructies die buiten de balans werden gehouden, is hier immers de oorzaak van. Het losse beleid is de oorzaak van meer liquiditeiten terwijl ook de nood aan liquiditeiten voor de gezinnen en de bedrijven speelt. Deze hypothese heeft effecten voor de *'Sino-American co-*

dependency': voor de VS heeft een verruimende monetaire schok als resultaat dat de handelsbalans slechter wordt. Voor China treedt het omgekeerde op: een verkrappende monetaire schok verbetert de handelsbalans. Het globale effect van een los monetair beleid in de VS is reserveaccumulatie in China.

De '*global liquidity glut*' – hypothese is compatibel met academici die onderlegd zijn in internationale monetaire macht. Zo kan een *hegemon* – een supermacht - zijn status misbruiken door het volgen van een monetair beleid dat zijn macro-economische winst maximaliseert ten koste van instabiliteit elders om zo de kosten van aanpassing te vermijden. In deze zin is de VS de hegemon die door een inflatoir monetair beleid zijn wisselkoers verlaagt en tegelijkertijd de reële waarde van IOUs erodeert. Zo legt de VS druk bij de anderen om hun competitiviteit te herstellen ten opzichte van de VS

1.2.1.2 Monetaire Staatskunde: het concept wisselkoers en wisselkoerswapen

Het concept wisselkoers kan worden gedefinieerd als de prijs van een buitenlandse munt in termen van een binnenlandse munt. Onder het monetaire trilemma hebben overheden de keuze tussen een vaste en een vlottende wisselkoers. Een vaste wisselkoers is de conditie dat de wisselkoers en de rentevoet de intrestpariteit moeten bereiken. De intrestpariteit komt voor wanneer de rentevoeten van verschillende landen in evenwicht zijn en dus geen aanleiding geven tot financiële arbitrage of carry trade. Een vaste wisselkoers bindt twee economieën en twee monetaire beleidsdomeinen aan elkaar. Een vlottende wisselkoers wordt dan weer bepaald door de markt en isoleert de nationale economie voor de import van buitenlandse inflatie en deflatie. Een vlottende wisselkoers wordt de beste keuze wanneer men focust op binnenlandse economische doelen (Jach, 2013).

Het concept wisselkoerswapen is een afgeleide van monetaire staatskunde. Monetaire staatskunde kan gebruikt worden als de politieke invloed om andere staten hun monetaire omstandigheden te manipuleren. Zo heeft de VS via QE zijn dollar verlaagt om politieke veranderingen van andere staten te bekomen, voornamelijk van China (Henning, 2006).

Het concept wisselkoerswapen dat ik ga gebruiken past heel goed in het discours rond de '*global liquidity glut*'. Het concept werd ontwikkeld door C.R. Henning en wordt gebruikt rond de macht om betalingsbalansaanpassingen door te voeren. Het gaat daarbij vooral om anderen onder druk te zetten om de waarde van hun munt te veranderen. Het is van toepassing bij de mondiale onevenwichten waarbij er de nadruk op wordt gelegd dat anderen hun macro-economisch beleid aanpassen, of dat ze hun wisselkoers veranderen, of dat ze hun eigen monetair en fiscaal beleid wijzigen. Het concept deelt daarbij de wereld op in grote en kleine staten waarbij een *hegemon* meestal de politiek van kleinere staten negeert tezamen met de externe effecten van zijn eigen gevoerde beleid (Henning, 2005). Zo wil de *hegemon* het wisselkoerswapen gebruiken om een macro-economische aanpassing te krijgen van de kleinere staat. Een *hegemon* die een appreciatie anticipeert kan een verruimd monetair beleid voeren waarbij hij tot doel heeft de wisselkoers van anderen te veranderen evenals het gevoerde beleid.

Er zijn wel enkele vereisten opdat het zou werken: zo moet er een asymmetrie zijn in omvang en openheid tussen de staten. China en de VS zijn hier voorbeelden van waarbij de VS de *hegemon* is en China de kleinere staat. Qua openheid zijn er ook verschillen: zo is China historisch opener dan de VS en dus kwetsbaar voor protectionistische maatregelen (Roach, 2014). Er moet ook een asymmetrie zijn in de binnenlandse politieke macht van de verhandelbare goederensector ten opzichte van de niet-verhandelbare goederensector. De politieke invloed van beide sectoren is helemaal niet gelijk want de verhandelbare goederensector is meestal beter gepresenteerd en daardoor heeft deze meer invloed. Het moet ook nodig zijn in de mondiale macro-economische omgeving (Henning, 2005). Zo hebben overheden ten tijde van deflatie een aversie van een appreciatie van hun munt, wat tijdens een crisis gebeurt.

Het wisselkoerswapen kan voorkomen in twee vormen: enerzijds de wisselkoers zo laten veranderen zodat de andere kwetsbaar wordt en zijn gevoerde macro-economische beleid moet veranderen. Dit is de passieve vorm en komt voor met het gevoerde QE beleid van de VS die de dollar in waarde verlaagt waardoor anderen hun macro-economisch beleid moeten aanpassen om hun competitiviteit te behouden. Dit komt voor wanneer het handelstekort van de VS groot is. Een andere vorm is anderzijds een agressieve vorm waarbij de staat, hier de VS, actief een verandering van de wisselkoers zoekt van de andere staat (Henning, 2006). Zo valt het retorisch conflict tussen de VS en China hieronder maar ook de politieke druk om te liberaliseren en zijn kapitaalcontroles af te schaffen. Wie het wisselkoerswapen gebruikt, maakt een keuze tussen een betere aanpassing van de macro-economische omgeving op korte termijn en de doelstellingen om zich in te kapselen tegen toekomstige monetaire druk. En in dat geval kunnen kapitaalcontroles een rol spelen.

Het best gekende conflict van dit wisselkoerswapen was het conflict tussen de VS en Japan in de jaren 1980 waarbij Japan gedurende een decennium onder vuur lag van de VS omdat de yen ondergewaardeerd was en een handelsoverschot had met de VS. Het Plaza en Louvre Akkoord van 1985 en 1987 maakten een einde aan deze valutaoorlog. In beide akkoorden beloofde Japan dat het de yen zou hervalueren ten opzichte van de dollar (Henning, 2006). Vandaag is er een gelijkaardig conflict tussen China en de VS waarbij de VS de RMB wil doen revalueren omdat de VS ook een groot handelstekort heeft met China. De toenmalige context met Japan is echter verschillend want China is geen bondgenoot van de VS maar een rechtstreekse uitdager van de Amerikaanse mondiale macht. En de crisis heeft gezorgd voor een uitdieping van het conflict tussen de VS en China.

1.2.1.3 Monetaire macht: 'hegemonic stability theory', 'power to delay' en 'power to defect'

De '*global liquidity glut*' in het IMS is zeer sterk compatibel met de '*hegemonic stability theory*'. Deze theorie die gelanceerd werd door C. Kindleberger gaat er van uit dat één supermacht mondiale publieke goederen moet leveren. In het internationaal monetair systeem moet een *hegemon* daarbij voldoen aan twee voorwaarden: het moet een bron zijn voor internationale liquiditeiten en het moet kunnen optreden als een '*lender of last resort*' in tijden van crises. De VS is een *hegemon* die duidelijk is dankzij het exorbitante privilege en door zijn seigniorage (Grimes, 2009). Zo opteerde de VS tijdens de Grote Recessie voor dat laatste via swap akkoorden tussen de Fed en

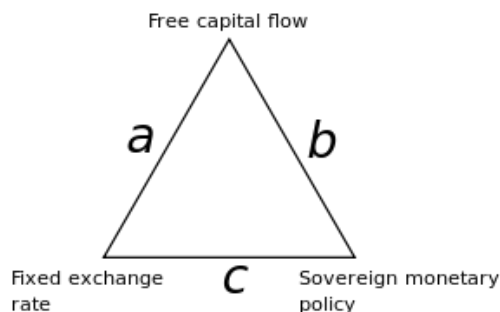
andere centrale banken. Deze theorie zal verder worden uitgewerkt in het hoofdstuk rond het IMS maar is verder zelf heel relevant doorheen de masterproef.

Het wisselkoerswapenconcept is compatibel met de noties van B. Cohen over monetaire macht. Daarbij heeft hij het ook over onevenwichten en wordt de kost doorgeschoven of vermeden om aanpassingen door te voeren ('*power to delay*' en '*power to deflect*'). '*Power to delay*' gaat daarbij in op het financieren van een deficit via internationale liquiditeiten waarbij meer liquiditeiten in het systeem ervoor zorgen dat de aanpassing in het globaal politiek-economisch wordt uitgesteld. De VS kan dit doen in zijn eigen munt. Ook het aanleggen van reserves kan hiervoor zorgen. '*Power to deflect*' zorgt er dan voor dat de impact om de politieke economie aan te passen wordt teruggekaatst. Dit hangt dan weer samen met openheid en aanpassing. Hoe minder open de politieke economie is en meer gediversifieerd, hoe meer er wordt teruggekaatst (Cohen, 2006).

Maar er zijn ook voorwaarden: een grote staat kan politieke invloed of macht uitoefenen op andere staten via externe dwang of via volgzzaamheid. Daarbij begint macht bij autonomie en is invloed daar een afgeleide van. En autonomie begint intern: politici moeten vrij zijn om nationale objectieven te kunnen volgen zonder dat ze extern worden beperkt (Cohen, 2006). Dit is een verlengstuk van het wisselkoerswapen. Via dwang gaat een staat namelijk op zoek om bij een andere staat verandering af te dwingen, maar daarvoor heeft het macht nodig in het systeem.

1.2.2 Het Monetair Trilemma

Volgens het monetair trilemma of de onbehaaglijke driehoek kan een centrale bank amper twee van de drie beleidskeuzes nastreven (Van Poecke, 2007). Het volgend voorbeeld illustreert dat: veronderstel dat de wereldintrestvoet op vijf procent is gezet. Indien de centrale bank van het thuisland die lager zet, is er een depreciërende tendens in het thuisland omdat beleggers de munt van het thuisland willen verkopen, want die brengt minder op en ze willen de buitenlandse munten kopen die meer opbrengen. Als de centrale bank van het thuisland ook vrij kapitaalverkeer wil, is de enige manier om de depreciërende trend tegen te gaan, de verkoop van zijn buitenlandse reserves. Maar deze zijn eindig en wanneer die op zijn, depreciëert de eigen munt. Daarom zijn er drie beleidscombinaties (zie figuur 1):



Bron: Van Poecke, A. Economische Politiek. Principes en Ervaringen

- a) **Vaste wisselkoers met vrij kapitaalverkeer:** als de centrale bank dit kiest, dan kan ze de intrestvoet niet onafhankelijk bepalen. Daardoor kan de centrale bank een onafhankelijk monetair beleid vergeten.

- b) **Onafhankelijk monetair beleid met vrij kapitaalverkeer:** wanneer de centrale bank deze combinatie kiest, dan verkiest ze ook een vlottende wisselkoers boven een vaste wisselkoers. Ze wil immers de intrestvoet zelf bepalen.

- c) **Vaste wisselkoers en een onafhankelijk monetair beleid:** als de centrale bank een vaste wisselkoers en een onafhankelijk monetair beleid verkiest, dan verliest het land vrij kapitaalverkeer.

1.3 Probleemstelling

1.3.1 Methodologie en doelstelling

De Internationale Politieke Economie (IPE) van internationale financiën analyseert wisselkoerspolitiek, het internationaal monetair systeem, internationale kapitaalbewegingen, en de internationale en binnenlandse instituties en politieke structuren waarmee ze interageert. Voorbeelden zijn het Bretton Woodssysteem, de Europese Monetaire Unie en de euro, en internationale financiële crises.

Mijn primair materiaal denk ik in kranten te vinden. De Financial Times lijkt mij daarvoor aangewezen maar ook The Economist, twee week/dagbladen die qua kwaliteit over zulke thema's er bovenuit springen. Maar ook andere kwaliteitskranten en tijdschriften lijken mij zinvol, zolang deze in het onderzoek passen. Er zijn ook onderzoeksgroepen en denktanken zoals het *Peterson Institute of International Economics* en *Levy Institute* die kwaliteit leveren over het onderwerp en die ik zal gebruiken. Maar ook working papers van het IMF zijn hierbij handig. Verder heb ik ook vrienden en familie geraadpleegd om mij in contact te brengen met het werkveld. Ik denk dat het voor dit thema vrij relevant is om met mensen te spreken die er dagelijks mee geconfronteerd worden. Belfius-hoofdeconoom Frank Liermans heeft toegezegd. Hij kan mij het fenomeen valutaoorlogen meer duiden vanuit een economische invalshoek. Daarvoor heb ik een hele vragenlijst samengesteld om een overzicht te krijgen op de valutaoorlogen vanuit het werkveld (bijlage 1).

In de eerste plaats is de masterproef bedoeld om dit fenomeen te duiden en nieuwe inzichten te scheppen, voornamelijk omdat over 'currency wars' nog nauwelijks onderzoek is gedaan. Het gaat daarbij over inzichten uit de politieke wetenschappen en de economie. Zo wil ik een allesomvattend inzicht meegeven over de problematiek en niet enkel een economische of een politicologische verklaring geven, maar eerder een politiek-economische. Het werk kadert in zijn geheel in de internationale politieke economie (IPE).

1.3.2 Onderzoeksvraag

De spil van de valutaoorlogen zijn dus de VS en China. Amerika en China kennen een bewogen geschiedenis. Het is pas sinds de jaren 1970 dat de VS diplomatieke betrekkingen heeft met China. Het is sindsdien dat China ook geregeld onder vuur ligt vanwege de Amerikaanse politieke klasse, wegens handelsdisputen en mensenrechtenschendingen in China zelf. *'China bashing'* is dan een geregeld kenmerk in de politieke retoriek van de presidenten, iets wat lijkt op het *'Japan bashing'* van de jaren 1980. Toen lag Japan onder vuur omwille van een handelsoverschot met de VS dat werd bewerkstelligd door een ondergewaardeerde munt. Deze 'currency wars' werden beslecht met het Plaza en Louvre Akkoord van 1985 en 1987. China bashing is dus iets gelijkaardigs. Het handelstekort met Japan tijdens de jaren 1980 was amper een derde van het handelstekort dat de VS heeft met China en China wordt geregeld onder vuur genomen als muntmanipulator. Is er daarom sprake van een muntoorlog tussen respectievelijk de VS en China? Daarenboven is de Westerse wereld in een financieel-economische crisis terechtgekomen. Daardoor werd kwantitatieve verruiming (QE) gelanceerd om uit de crisis te geraken. Wat is het effect van het monetaire beleid en QE in het bijzonder op China en de VS en wat is het effect ervan voor een muntoorlog? Zoals gezegd is het handelstekort met China heel ruim, maar wat is het effect van de muntoorlog voor de handelsrelaties? Hiermee ga ik dieper in op de *'global imbalances'* tussen deze twee landen. Verder moet de VS veel lenen om zijn tekorten te financieren, wat het meestal doet van China. Daardoor zijn de twee eigenlijk op elkaar aangewezen, maar bestaan er ook specifieke vormen van samenwerking tussen deze twee protagonisten en bestaat er dan ook een oplossing voor hun conflict? Staten die in een muntoorlog verwickeld zijn, moeten werken binnen het internationaal monetair systeem (IMS). Dit alternatief is er gekomen toen de gouverneur van de centrale bank van China opriep om een ander IMS op te richten. Nu is deze gecentreerd rond de dollar en unfair voor andere staten. Hoe ziet dat systeem eruit? En wat zijn de mogelijke alternatieve oplossingen voor een muntoorlog binnen het systeem?

1.3.3 Politicologische relevantie

Tijdens de Grote Depressie verlieten de meeste landen de goudstandaard en zij kampten ook met hoge werkloosheid. Centrale banken hadden drie doelstellingen. Ten eerste hielden ze de rentevoet laag waardoor ze de monetaire basis verruimden. Ten tweede had deze verruimde monetaire basis een positief effect op prijzen van aandelen waardoor investeringen aantrekkelijk werden maar ook de kans op bubbels steeg. Ten derde werd de wisselkoers verlaagd om de competitiviteit te herstellen (Eichengreen, 2013). Ze wilden de export aanzwengelen ten koste van anderen en ze beconcurrerden elkaar om werkloosheid te exporteren naar hun buurlanden, beter bekend als een *'beggar-thy-neighbour-policy'*. Doordat een devaluatie van de een onmiddellijk werd gevolgd door een devaluatie van de ander waren er eigenlijk nauwelijks voordelen aan verbonden. Daarbij kwam dat fluctuaties in de wisselkoersen schadelijk waren voor de wereldhandel, waardoor die handel kwam stil te vallen. Dit was gevaarlijk voor alle landen omdat landen die competitieve devaluaties uitvoerden, werden tegengegaan door tegenmaatregelen in de vorm van importtarieven. De drie voornaamste protagonisten waren Frankrijk, Groot-Brittannië en de VS. Na de crash van 1929 begon Frankrijk massaal ponden te verkopen op de markten die toen nog gekoppeld waren aan goud. En om de toevloed aan goud tegen

te gaan, wat het monetair aanbod verhoogde, begonnen de VS en Frankrijk massaal de goudtoevloed te steriliseren en ze begonnen effectief goud te verzamelen als reserves. Dit droeg bij tot de sterling crisis die resulteerde in de loskoppeling van het pondsterling van de goudstandaard. De muntoorlog werd beëindigd door het Tripartite muntakkoord van 1936 waarbij de fluctuaties op de wisselkoersen werden gestabiliseerd, maar het akkoord slaagde er niet in om de wereldeconomie weer aan te zwengelen (Rickards, 2012).

Deze masterproef valt in zes secties uiteen. De eerste sectie is de inleiding. Een tweede sectie bespreekt de context van de Grote Recessie en aanleiding tot de valutaoorlog. Een derde sectie focust op het verhaal van de muntoorlog tussen de VS en China en er zal stil worden gestaan bij het monetaire trilemma om dit fenomeen dieper te analyseren. Een vierde luik gaat in op een politiek-economische verklaring voor de 'global imbalances' tussen de VS en China met een analyse van interne belangen en interne structuren als oorzaak van de '*currency wars*' om dan een vijfde hoofdstuk te wijden aan de politieke samenwerking tussen beide protagonisten en om een oplossing voor te stellen voor hun conflict. Hier gaat worden stilgestaan bij de historische dimensie. En een zesde luik zal dieper ingaan op het internationaal monetair systeem als alternatieve oplossing voor de muntoorlog. Voor de geïnteresseerden heb ik ook een interview opgenomen met Frank Lierman van Belfius bank die een visie geeft over de '*currency wars*' vanuit het economische werkveld. Ik heb ook hier en daar enkele cartoons opgenomen die het onderwerp iets luchtiger maken.

2. Context: van de Grote Recessie naar de valutaoorlog van 2010

2.1 De Grote Recessie

2.1.1 Het beleid van de Amerikaanse overheid en de luchtbel in de huizenmarkt

Het Amerikaanse monetaire beleid zorgde ervoor dat grote hoeveelheden soepele kredieten in de economie werden gepompt. De voormalige gouverneur van de Federal Reserve (Fed), Alan Greenspan, had namelijk de rentevoeten van de Fed verlaagd om de dotcom-bubbel op te vangen door een andere te creëren (Roubini en Mihm, 2011). Ditmaal werd er een bubbel gecreëerd op de huizenmarkt. Door deze gulle kredietverlening stegen de huizenprijzen. Door de lage rente was het zelfs zo dat de vraag op de huizenmarkt groter was dan het aanbod, waardoor huizen duurder werden. Vervolgens zorgde de lage rente ervoor dat investeerders op zoek gingen naar producten met het hoogste rendement zoals CDOs waardoor de vraag ernaar ook steeg. Dit past in het kader van de *'global liquidity glut'* want door het soepele beleid steeg de risico-appetijt van banken en werden goedkope kredieten in het systeem geblazen

Daarbij kwam dat de Amerikaanse semi-overheidsinstellingen Freddie Mac en Fannie Mae de grootste spelers waren in het opkopen van herverpakte hypotheekleningen. Voor deze leningen stond de overheid zelfs garant waardoor deze instellingen nog meer risico namen. De politiek verdient ook een blaam. De overheid steunde en subsidieerde het huizenbezit via de aftrek van belastingen en hypotheekrentelasten van de inkomensbelasting. De consumptie werd ook aangemoedigd in plaats van het sparen. Dit gebeurde op krediet om zo de onder – en middenklasse tevreden te houden (Roubini en Mihm, 2011, Schoors en Peersman, 2012).

Roubini en Mihm leggen ook de nadruk op de globale onevenwichten waarbij landen met reserves zoals China het spaargeld van hun bevolking lieten beleggen in Amerikaanse producten, wat dan weer door consumenten in de VS werd uitgegeven. Door dat spaargeld kon de VS boven zijn stand leven. (Roubini en Mihm, 2011)

2.1.2 De Lehman-steen

Het failliet van Lehman Brothers is het gevolg van de crisis in plaats van de aanleiding ertoe. Het probleem stapelde zich langzaam op. Ten eerste liet de Fed de rente stijgen waardoor de rente op de hypotheeken ook steeg. Vele gezinnen konden hun leningen niet meer betalen, waardoor hun huizen in beslag werden genomen. De kredietfaciliteiten van deze gezinnen werden ook niet meer vernieuwd (Roubini en Mihm, 2011). Aangezien vele gezinnen hiermee zaten, werden steeds meer huizen verkocht en minder gekocht waardoor de markt van de huizen ineenzakte. Dit zorgde voor een spiraal van lagere huizenprijzen, meer wanbetalingen en nog meer inbeslagnames.

Ten tweede volstond de stroom betalingen van hypotheeken in de kaswaterval niet meer om de tranches uit te betalen en die werden al snel waardeloos. Wat een veilig product leek door de rating en wat de meeste banken en verzekeringsbedrijven

jarenlang hadden opgekocht om hun winst te verhogen, bleek nu ineens een toxisch product. Uitvinder van de producten, Goldman Sachs, was ook de eerste om in 2006 massaal de tranches te verkopen. Kleinere banken zoals Bear Stearns of Lehman Brothers bleven deze tranches opkopen (Schoors en Peersman, 2012). Maar steeds meer banken volgden Goldman Sachs waardoor de waarde van de financiële producten ook begon te dalen. Het gevolg was een volledige ineenstorting. Banken over de hele wereld leden hierdoor gigantische verliezen. Daardoor werd er ook minder uitgeleend en zo droogde de interbancaire markt op.

Ten derde moesten de banken zo hun verliezen boeken waardoor hun kapitaalbuffer slonk. De kredietbeoordelaar werd ook wakker, waardoor ratings realistischer werden, en meer kapitaal op de balans moest worden gehouden. Door het buiten balans houden wist niemand van elkaar welke verliezen er werden geboekt of in welke mate men was blootgesteld (Roubini en Mihm, 2011; Schoors en Peersman, 2012). Dit leidde tot de eerste slachtoffers: Northern Rock in het Verenigd Koninkrijk en Countrywide in de VS door bankruns. Beide banken haalden het grootste deel van hun financiering uit andere bronnen dan gewone deposito's (Roubini en Mihm, 2011). Daarop reageerden de centrale banken met liquiditeitsinjecties in 2007. In 2008 werd Bear Stearns failliet verklaard om vervolgens te worden overgenomen door J.P. Morgan Chase.

Fannie Mae en Freddie Mac raakten ook in de problemen. Ze leden zware verliezen als hypotheekverstrekker. De vergoedingen die ze ontvingen voor de waarborgen van de hypotheeken waar ze hypotheekobligaties van maakten, waren ontoereikend om hun verliezen te dekken. Daardoor groeide de angst dat de twee niet langer in staat zouden zijn om hun gewaarborgde effecten te dekken. Dus redde de regering beide instellingen, waardoor ook risicoloze beleggingen van andere instellingen werden weggevaagd (Roubini en Mihm, 2011).

In 2008 ging Lehman Brothers over kop op dezelfde dag dat zakenbank Merrill Lynch werd doorverkocht aan de Bank of America. De grootste verzekeraar, American Insurance Group (AIG), moest zelfs worden gered omwille van de grote aantallen CDS-contracten die hij had verkocht als verzekering voor de talrijke CDOs die waardeloos waren geworden. De financiële instellingen beschikten ook niet over voldoende kapitaal omdat ze met teveel vreemd vermogen werkten (Schoors en Peersman, 2012). De Fed kocht dan maar CDOs terug die AIG had verzekerd. De val van Lehman zorgde voor een wereldwijde schok waardoor er totale paniek uitbrak in het hele bankensysteem. De markt stond perplex omdat hij niet werd gered door de autoriteiten. De Amerikaanse Minister van Financiën Paulson wilde een signaal geven dat moral hazard niet zou lukken. Het vertrouwen smolt weg als sneeuw voor de zon. Banken begonnen te hamsteren en de interbancaire markt raakte volledig opgedroogd. Volgens Roubini en Mihm stapten verschillende banken daardoor naar *sovereign wealth funds* van staten in het Midden-Oosten en van Oost-Aziatische staten (Roubini en Mihm, 2011). De banken die voor hun financiering afhankelijk waren van de interbancaire markt, stortten in elkaar en moesten gered worden door nationale overheden of zelfs door het IMF. Dit zorgde voor enorme kredietlijnen van de Fed en de Europese Centrale Bank (ECB). Verder verlaagde de Fed de intrest ratio's met twee procent terwijl de ECB deze optrok met 0.25%.

2.1.3 De Grote Recessie

De Grote Recessie kwam er omdat de financieel-economische crisis oversloeg naar de reële economie, want bedrijven zijn afhankelijk van banken voor de financiering van hun activiteiten. Volgens Schoors en Peersman viel deze stroom stil omwille van drie redenen. Ten eerste zagen banken zich gedwongen hun kredietverlening te stoppen door het hamstergedrag en liquiditeitstekorten. Ten tweede wilden banken hun *leverage* afbouwen door hun kapitaal te verhogen of door leningen te verminderen. Ten derde veroorzaakten afschrijvingen op de CDOs een put in het eigen vermogen. Door de Bazelakkoorden moesten banken de kapitaalvereisten halen waardoor ze minder leningen gaven (Schoors en Peersman, 2012).

Daarbij kwam nog de crash van het vastgoed en van de aandelenbeurzen. Door de dalende vastgoedprijzen werd het goedkoper om een huis te kopen dan om er één te bouwen, wat dus een klap voor de bouwsector was. Het vermogen van gezinnen daalde door het verlies op de aandelen te compenseren waardoor er meer werd gespaard en minder geconsumeerd. Bedrijven stelden hun investeringen ook uit door de dalende aandelenkoers maar ook door de onzekerheid en het slechte nieuws. Dat alles deed het vertrouwen kelderen en liet de economische activiteit stilvallen. Door de lagere economische activiteit konden bedrijven hun kredieten niet meer terugbetalen, waardoor banken werden bedreigd. Dus werd er overgegaan tot ontslagen. Mensen die hun job verloren, zetten nog meer een rem op de consumptie (Roubini en Mihm, 2011).

De situatie was wereldwijd, dus sleutelen via de export had geen zin. Volgens Roubini en Mihm klopt de ont koppelingstheorie dan ook niet. De Oost-Aziatische export is bijvoorbeeld zeer afhankelijk van de Amerikaanse en Europese vraag. Deze vraag viel stil, dus viel hun export stil. De situatie was mondiaal door de interdependentie van de financiële markten. Als een schakel in deze zeer lange keten het begeeft en zijn schulden niet kan betalen, dan kunnen schuldeisers zelf ook gevaarlijk krap bij kas komen en niet langer garant staan voor schulden van anderen. Een faillissement had een domino-effect veroorzaakt. Via het bankstelsel en de aandelenbeurzen werden de Amerikaanse subprime-problemen aan de rest van de wereld doorgegeven. Daarenboven hadden vele andere landen buiten de VS ook te kampen met dezelfde problemen: Spanje had bijvoorbeeld ook een overspannen woningmarkt, een al te grote afhankelijkheid van goedkoop geld en groot enthousiasme voor riskante beleggingen en financiële innovatie (Roubini en Mihm, 2011).

2.1.4 Het reddingsprogramma

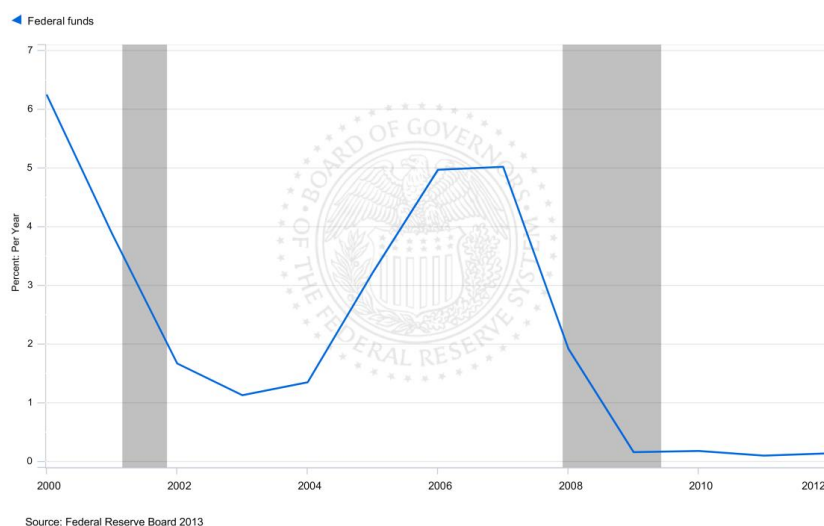
De overheid kon de totale ineenstorting van het bankensysteem niet laten gebeuren, want dat zou tot een depressie leiden en het einde van alle spaargelden betekenen. Regeringen over de hele wereld hadden zes reacties volgens Schoors en Peersman. Ten eerste wilden de centrale banken de interbancaire markt ontstoppen via liquiditeitsinjecties en door een verlaging van de rente. Maar dat bleek onvoldoende te zijn. Ten tweede gaven overheden staatsgaranties om banken in leven te houden. Maar wanneer deze overheid zelf in de problemen komt, daalt de waarde van de garantie en neemt de kans toe dat de bank en de overheid toch over kop gaan. Ten derde trok de overheid overal de depositoverzekering op. Dit deed ze om een bankrun

te vermijden. Maar indien verschillende banken over kop dreigen te gaan, kan de overheid mogelijks deze belofte niet nakomen waardoor het vertrouwen van de spaarders in de overheid daalt en zij hun geld zullen parkeren op buitenlandse, veilige banken. Wat de eigen banken doet bloeden. Ten vierde voerden centrale banken kapitaalinjecties door zodat de kapitaalbuffer zich herstelde, waardoor de bank opnieuw leningen kon geven. Dat kan de overheid ook doen via aandeelhouderschap of nationalisatie. Ten vijfde richtten de overheden en banken *bad banks* op om het giftig afval uit de bank te halen, onder te brengen in een holding en vervolgens met overheidsgaranties af te schrijven. Ten zesde ondersteunde de overheid de activaprijzen. Dat gebeurde voornamelijk in de VS en in het Verenigd Koninkrijk (Schoors en Peersman, 2012).

De beleidsmakers waren beangstigd door de kans op deflatie omdat de totale vraag gekelderd was. Daardoor werden consumptie en investeringen uitgesteld. Zo stopte de economische activiteit en was er kans op een depressie. Daarop reageerde de Fed onder leiding van Ben Bernanke met massale liquiditeitsacties om inflatie te creëren, via verschillende kanalen. Ze kocht via openmarktoperaties kortlopende overheidsschuld op om zo geld te injecteren en ze verlaagde ook de *federal funds rate*. Maar banken leenden dat geld niet uit. Vervolgens werd de Fed noodkredietverlener, ook voor niet-depositobanken. Ten slotte verruilde de Fed ook dollars voor andere valuta, dit heet *swap lines*, met andere centrale banken. Dit komt omdat bijvoorbeeld de grondstofprijzen uitgedrukt worden in dollar. Vier, de Fed voerde ook kwantitatieve verruiming door (QE), wat betekent dat ze geld bijdrokte door obligaties rechtstreeks op te kopen. Dat is het aankopen van langlopende schuld op de open markt. Ze kocht ook al korte-termijn-schuld. (Roubini en Mihm, 2011)

2.2 QE

2.2.1 QE van de Fed



Bron: Federal Reserve

Door de crisis is de rentevoet van de *federal fund rate* van de Fed snel gezakt tot bijna nul zoals we kunnen zien (grafiek 1). Daardoor kon de Fed de rentevoet niet meer verlagen waardoor conventioneel monetair beleid zo goed als uitgesloten werd. De Fed zocht dan ook zijn toedracht tot onconventionele maatregelen zoals QE en

'credit easing'. *'Credit easing'* deed het vooral direct na de crisis en was vooral bedoeld om de interbancaire markt te ontstoppen. *'Credit easing'* houdt in dat de Fed private *'assets'* opkocht. (Fawley en Neely, 2013). QE is een andere zaak en wordt toegepast tot vandaag, hoewel er sprake is van een tempering en bestaat erin dat de balans van de bank wordt verruimd via monetaire passiva. Dat wil zeggen dat de Fed overheidsactiva opkoopt waardoor het een tegenprestatie moet boeken in de vorm van monetaire passiva..

In 2008 kocht de Fed 100 miljard dollar in *'government-enterprise debt'* (GED) en 500 miljard dollar *'mortgage-backed securities'* (MBS). In 2009 kwam daar nog 100 miljard dollar bij in GED en 750 miljard dollar in MBS en 300 miljard in lange termijn *'Treasury bills'*. Deze openmarktoperaties verdubbelden de omvang van de monetaire basis van de VS. In 2008 en 2009 deed ze dat om enerzijds de huizenmarkt te redden en anderzijds om de situatie op de financiële markten in het algemeen te verbeteren. Hierdoor daalde de langetermijnrentevoet. Maar de Fed ging door op dat elan en na een intermezzo ging ze in 2010 tegen een desinflatoire trend in door middel van QE 2. Ze kocht voor 600 miljard dollar *'Treasury bills'* om het economisch herstel te bespoedigen zodat het inflatiepeil weer steeg tot op hoogte van haar mandaat (Fawley en Neely, 2013).

De Fed hanteert een dubbel mandaat: dat van werkloosheidsbestrijding en een inflatiepeil van twee procent (Fullwiler en Randall, 2010). Hierdoor daalde de rentevoet weer. In 2011 kwam daar nog Operatie Twist bij, uit vrees voor een tweede recessie en die was voornamelijk gericht op lange termijn *'Treasury bills'*. De werkwijze was als volgt: de Fed verkocht korte termijn *assets* ter waarde van 400 miljard dollar en kocht daarmee 400 miljard dollar lange termijn waardepapier aan, om de lange termijn rentevoet te doen dalen (Fawley en Neely, 2013). Maar aangezien dit verder een nuloperatie was, groeide de monetaire basis niet aan. In 2012 kwam daar nog eens QE 3 bij waarmee enerzijds Operatie Twist werd verlengd en anderzijds voor 40 miljard dollar MBS per maand werd gekocht. Dit wordt verder gezet zolang de arbeidsmarkt niet verbetert. Tegen het einde van 2012 had de Fed dus 1567 triljoen dollar gekocht in lange termijn obligaties, 1.41 triljoen in MBS en 175 miljoen in GED, dus een totaal van 3152 triljoen. Daarbij komt nog dat ze MBS'en blijft verder opkopen a ratio van 40 miljard dollar per maand en lange termijn obligaties aan een ratio van 45 miljard dollar per maand in 2013. Hierdoor is de monetaire basis op de balans van de Fed verdrievoudigd (Gambacorta, Hofman en Peersman, 2012).

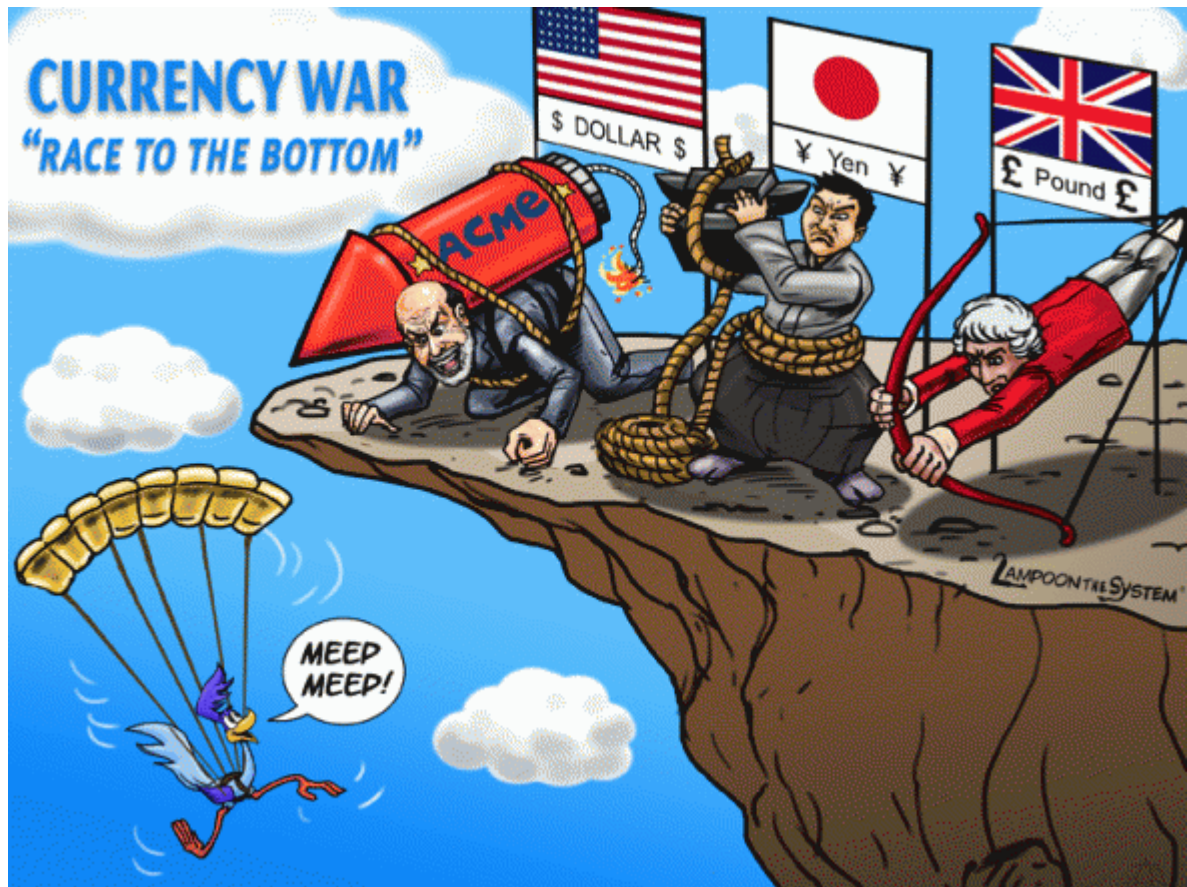
Het doel van QE is om liquiditeiten te verschaffen aan de banken en om de *'federal funds rate'* verder te verlagen. QE heeft een equivalent van een daling van die rate met 300 basispunten (Joyce, Miles, Scott en Vayanas, 2012). Banken hielden deze liquiditeiten echter aan als reserves. Daardoor kwam al dat geld in andere landen en regio's terecht. Deze landen claimden ook dat sinds QE2 het doel van de Fed erin bestond de dollar in waarde te verlagen. Dit deed de Fed om zich te kunnen exporteren uit de crisis want als de waarde van de munt daalt, stijgt de waarde van de buitenlandse munt en wordt de export voordeliger voor het buitenland want deze wordt goedkoper. (Hörmann en Schabert, 2010).

2.2.2 Transitieel van het monetair beleid van de Fed

Het transitieel van het monetair beleid van de Fed verloopt via banken en via de financiële markten. Het eerste kanaal is de impact op de prijzen van Amerikaanse en buitenlandse *assets* door het monetair beleid. Dat verloopt via de wisselkoersmechanismen en de reactie erop van de korte termijn rentevoet van de centrale bank (Ehrmann en Fratzscher, 2006). Deze reactie en de prijszetting verlopen sterker als de financiële markten goed ontwikkeld zijn en geïntegreerd zijn met de rest van de wereldmarkten. Ook handelslinken spelen een rol evenals de openheid van het land. Via de financiële markten verloopt de transmissie als volgt: de aandelenkoersen enerzijds reageren op het monetair beleid van de Fed waardoor de buitenlandse aandelenmarkten ook worden beïnvloed. Dit heeft als gevolg dat andere centrale banken reageren op de wijzigingen in de financiële wereld, meer bepaald via de wereldrentevoet. Hierdoor kunnen bedrijven makkelijker of moeilijker geld ophalen op de financiële markten. Anderzijds is er de wisselkoers waarbij het monetair trilemma een rol speelt. Zo is er meer effect wanneer het land meer open is en vrij kapitaalverkeer toelaat dan wanneer het land een vastere wisselkoers hanteert (Corsetti en Pesenti, 2001).

Het andere kanaal is via de banken. Door QE zitten de banken bovenop liquiditeiten maar ze lenen deze niet uit. Ze moeten ze sparen voor hun reserves. Aangezien banken ook een winstmotief hebben, zetten ze die liquiditeiten in om winst te maken via speculatie tegen de munten, de zogenaamde carry trade, en speculatie tegen prijzen van grondstoffen (Hudson, 2010).

Een carry trade is een investeringsconstructie in de valutamarkt, zoals het lenen van geld in landen met een lage interest en dit vervolgens investeren in een land met een hoge interest. Bij een carry trade leent men in een valuta waar de rente laag is, om het geld uit te lenen in een valuta waar de rente hoger is. Zo ontvangt de investeerder de '*spread*' (het verschil) tussen de beide rentepercentages wat dan ook de winst is (Tsangarides, 2010; Ehrman en Fratzscher, 2006). QE lekt naar het buitenland en veroorzaakt spillovers via risk-on of risk-off kapitaalstromen omdat investeerders plots al dan niet kiezen voor risicovollere activa waaronder papier van de opkomende markten waardoor dus de fluctuatie aan kapitaalstromen in en uit de opkomende economieën wordt versterkt (Morgan, 2011; IMF, 2012)



Bron:< <http://zadandunia.blogspot.be/2013/04/the-war-in-business-or-business-in.html>>

Deze cartoon symboliseert het monetair beleid van centrale banken in de ontwikkelde wereld na de Grote Recessie. Het zijn vooral bankiers die QE toepasten om uit de crisis te raken die gefigureerd worden. Maar de rentevoet stond al laag en door QE werd deze nog verlaagd.

3. Het verhaal tot nu

3.1 Currency Wars tijdens de crisis

Tijdens de crisis daagden de spoken van het protectionisme, competitieve devaluaties en schulden crises zoals tijdens de Grote Depressie weer op. Gedurende 2008-2009 veranderden de wisselkoersen soepel en waren veranderingen in reële wisselkoersen matig te noemen. Ze volgden daarbij een platgetreden pad van veranderingen door risico - aversie en de VS als safe haven. Eerst deprecieerden vanaf september 2008 tot maart 2009 de meeste munten vis-à-vis de dollar toen de meeste investeerders een safe haven zochten in de dollar. De dollar zelf deprecieerde 13.6 procent. Daarna keerde het vertrouwen terug vanaf maart 2009 waardoor de wisselkoers terug schommelde (Eidelman en Dadush, 2011). De dollar apprecieerde 11.7 procent. Landen met een 'peg' aan de dollar behielden hun 'peg' met de hulp van sterke externe balansen en grote overschotten op de lopende rekening. Dit gaat vooral over de Oost-Aziatische landen. Hun nominale wisselkoers volgde een pad zoals de dollar, dit wil zeggen dat ze eerst tijdens de beginmaanden van de Grote Recessie deprecieerden om dan vanaf 2009 weer te appreciëren tot ongeveer hetzelfde niveau. De yen apprecieerde met 20 procent en bleef hoog ondanks een stijgende publieke schuld terwijl zwakke munten zoals die van Pakistan of Argentinië deprecieerden tijdens de eerste fase maar bleven deprecieëren tijdens de tweede fase.

Vlottende wisselkoersen hielpen daarbij. De economieën gebruikten de wisselkoers als schokdempers en door de crisis waren deze zeer volatiel. Die volatiliteit is een graadmeter voor het vertrouwen dat beleggers hebben in de waarde van de munt. Hoe de landen de crisis doorstonden was ook afhankelijk van het wisselkoersregime dat zij hanteerden. Ten eerste slaagden opkomende economieën met gesloten kapitaalrekeningen en dus kapitaalcontroles er beter in om de crisis op te vangen. Ten tweede zorgde een vlottende wisselkoers ervoor dat ze de crisis beter doorstonden dan met een vaste wisselkoers. Daarbij kwam nog dat ongeveer 20 procent van alle landen die een vaste wisselkoers gebruikten, naar een vlottende wisselkoers overschakelden om zo meer controle te hebben over hun monetair beleid zoals de onbehaaglijke driehoek voorschrijft (zie figuur 1) (Eidelman en Dadush, 2011).

3.2 2010-2012

Sinds 2010 doken er berichten op dat er sprake was van '*currency wars*'. Deze berichten kwamen voor het eerst van Guido Mategna, minister van financiën in Brazilië. We kunnen dit opdelen volgens geografische zones: de dollar-yuan zone (de Pacifische zone) is de belangrijkste naaste de Euraziatische (euro-yuan) en Atlantische zone (dollar-yuan). Bij deze twee laatste zones en bij de kleinere munten wordt in deze masterproef niet stilgestaan want dat leidt mij te ver.

3.2.1 De Pacifische Zone

De Pacifische Zone is het belangrijkste front en bestaat al sinds Zhou Enlai en Deng Xiaoping in 1975 aan de macht zijn met de opening van China naar de wereld. In 1994 hervormde China dan zijn wisselkoerssysteem en vanaf 1997 tot 2004 fungeerde de dollar als anker voor de yuan aan een ratio van 8.28. Doelstelling was gefundeerd op de binnenlandse politiek: China kende en kent veel laaggeschoolde inwoners die

allemaal een job moesten en moeten hebben. Dit komt erop neer om de politieke stabiliteit te garanderen. Door te opteren voor een exportgeleide groei kwamen er massaal jobs bij die dan de bevolking ten goede kwamen. Dit was in het belang van de exportsector. De exportsector prefereert een ondergewaardeerde munt omdat deze sector zo meer kan exporteren en dus meer winst kan maken (Oatley, 2012). Vervolgens kwam Greenspan die de rentevoet van de Fed verlaagde tot 1.76 procent in 2000 en door de dotcom bubbel in 2002. Een lagere rentevoet betekende dat alle types van risicovolle beleggingen aantrekkelijk leken omdat spaarders de kosten wel zouden financieren als ze iets zouden lenen.

Dit leidde op zijn beurt tot de subprime crisis omdat de huizenmarkt en derivatenmarkt boonden door voornamelijk spaargeld uit Oost-Azië en dan vooral uit China. Door de crisis werden onconventionele maatregelen voor het eerst in Amerika via QE uitgevoerd waarbij het Departement van de Treasury schuld uitvaardigt door middel van *'Treasury bills'* om private aandelen te kopen en de private markten te ontstoppen, en de Fed kon die schuld financieren door het printen van geld. Greenspan en Bernanke vreesden voor de deflatie na enkele kleinere crisissen maar ook China omwille van zijn lage lonen en lage productiekosten. De crisis zorgde er ook voor dat de Chinese binnenlandse deflatie geëxporteerd werd naar de VS via de wisselkoers, want de dollar fungeerde nog als anker voor de yuan (Fujiwara, Sudo en Teranishi, 2010). Dit bedreigde dan weer de doelstelling van de Fed die de inflatie zette op 2 procent. De yuan is ook sterk gecontroleerd door de centrale bank van China (PBOC). Wanneer een Chinese exporteur goederen exporteert en daarmee dollars verdient, moet hij die dollars op de rekening van de PBOC storten. Hij krijgt daarvoor yuan in de plaats tegen een vaste wisselkoers. En wanneer een exporteur dollars nodig heeft voor import dan kan hij die krijgen, ook aan een vaste wisselkoers. Dat surplus aan dollars wordt dan gesteriliseerd door de PBOC via interventie van die centrale bank door nieuwe yuans in het systeem te brengen (McKinnon en Schnabl, 2008). Sterilisatie wil zeggen dat de centrale bank het monetaire aanbod controleert bij een betalingsbalanstekort of – overschot. Dit doet ze om een appreciatie of depreciatie tegen te gaan. In dit geval gaat ze een appreciatie tegen, waarvoor ze de eigen munt tegen buitenlandse valuta verkoopt en zijn reserves stijgen. Dit verruimt dus het monetaire aanbod waardoor inflatie wordt veroorzaakt. Dat moet dan worden gesteriliseerd via de verkoop van binnenlandse obligaties via openmarkt operaties (Jach, 2013). De PBOC verplichtte commerciële bank in China om deze obligaties op te kopen. Maar daar werden verliezen op geleden (Bonatti en Fracasso, 2009). Om dit te compenseren verplicht de PBOC de Chinese banken hun reservevereisten te verhogen (Vermeiren, 2013). Daar kwam nog bij dat de PBOC ook in de VS investeerde. Door het dollar-gecentreerde monetair systeem moest de PBOC enorm veel *'Treasury bills'* kopen om het wisselkoerssysteem te stutten en om het handelstekort van de VS te financieren (Otero-Iglesias, 2011).

De VS eisten dat China de waarde van de yuan verhoogde om het handelstekort met China te verkleinen en de accumulatie van dollarreserves te vertragen of zelfs te stoppen. Dat is het actieve wisselkoers - of dollarwapen zoals gedefinieerd door Henning. Politieke druk werd en wordt uitgeoefend om de RMB te revalueren ten opzichte van de dollar. Een revaluatie zette 6.82 yuan voor één dollar in 2008. In 2011 was deze koers al gezet op 6.40 yuan voor één dollar en de revaluatie werd verder gezet. De 'peg' op de dollar was ook verlaten en tegenwoordig wordt de waarde van de yuan bepaald door een mandje van munten. Het mandje van munten heeft als doel

de macro-economische volatiliteit te verminderen enerzijds en flexibiliteit in het wisselkoerssysteem in te voeren anderzijds. Hierbij komt nog eens dat het zijn monetaire afhankelijkheid van de dollar verlaagt en dus minder vatbaar wordt voor het dollarwapen (Grimes, 2009). Maar tegen 2011 was de reële effectieve wisselkoers (RER) van de yuan met 41 procent gedaald. De RER is de wisselkoers gecorrigeerd voor stijging van het prijspeil van exportproducten. Stel bijvoorbeeld dat de nominale wisselkoers daalt met vijf procent en dat de exportprijzen van dat land gemeten in een reservemunt zoals de dollar met twee procent stijgen, dan is de reële effectieve wisselkoers (RER) met drie procent gedaald. Dit is volgens de koopkrachtpariteit die de koopkracht tussen twee landen vergelijkt. Dat betekent dus dat de exportprijzen vanuit China ten opzichte van de dollar enorm zijn gedaald door een sterke daling van de lonen tegenover de import (Bhalla, 2012). Is China dan een muntmanipulator? Amerikanisten zullen zeggen van ja, maar we moeten niet vergeten dat koopkrachtpariteit een onvolledige maatstaf is die armoede van armere landen sterk uitvergroot. Mensen in armere landen consumeren namelijk veel meer goederen die ter plaatse zijn geproduceerd. Voor deze thesis ga ik er echter wel vanuit dat de nominale wisselkoers van China nog steeds te laag is. Waarom zien we verder (zie hoofdstuk 4).

Vervolgens kwam de QE: om geld te creëren koopt de Fed *'Treasury bills'* van een selecte groep, genaamd de *'primary dealers'*. Dat zijn allerlei instellingen die obligaties uitgeven. Ze ageren mede als intermediairen tussen de Fed en de markt door Treasury veilingen van nieuwe schuld te onderschrijven en door een markt te maken van bestaande schuld. Wanneer dan de Fed het monetair aanbod wil verhogen, koopt deze aandelen van de dealers, die de Fed dan betaalt met vers geprint geld. Dat geld gaat op bankrekeningen waardoor de banken meer geld kunnen creëren via het bancaire systeem van uitleningen wat echter niet gebeurt.

De Fed creëert dus geld door middel van QE, en veel van dat geld vindt zijn weg naar China en andere opkomende landen waaronder de Oost-Aziatische in de vorm van handelsoverschotten en *'hot money'* dat op zoek is naar hogere winsten via een carry trade of arbitrage (Rickards, 2012). Hoe meer geld de Fed print, hoe meer geld China moet printen om de *'peg'* te behouden. Indirect verlaagt QE de dollar op twee manieren: het moedigt speculanten aan om te gokken dat de waarde van de munt zal dalen en het zorgt ervoor dat de verhoging van het monetaire aanbod de rentevoet verlaagt. Die rentevoet wordt op zijn beurt lager dan de rentevoet van andere landen. Dit creëert de condities voor een *'carry trade'*.

Daarom revalueerde de Chinese autoriteit tussen 2010-2011 de yuan met 4%, volledig in lijn met de passieve vorm van het wisselkoerswapen van de VS. Door het gevoerde interne beleid moest China zijn eigen beleid aanpassen en aangezien de wisselkoers de minste weerstand ondergaat, paste China de wisselkoers aan. Het monetaire beleid van de VS wordt echter over heel de wereld getransporteerd op voorwaarde dat de financiële markten goed op elkaar zijn ingespeeld waardoor ook de prijzen voor voedsel en grondstoffen zoals olie op de wereldmarkten stijgen. Dit komt mede doordat deze producten gedenomineerd worden in dollars. Op deze manier is de VS bezig zich uit de schulden te inflateren en het comparatief voordeel van China te eroderen (Darvas en Pisani-Ferry, 2010).

De primaire link tussen de VS en China loopt via de Treasury markt. Hier koopt China *'Treasury bills'* of verkoopt het via de *'primary dealers'*. Op die manier heeft

China voor meer dan 1 triljoen dollar *'Treasury bills'* opgekocht. De grote vrees van China is dat de VS de dollar devalueert om zo de waarde van haar schuld te verminderen. QE veroorzaakt namelijk meer dollars in omloop en als iets in grote hoeveelheden voorkomt, wordt het minder waard. Op deze manier gebruikt de VS het dollarwapen om China tot een ander beleid te dwingen in de aanpassing van de onevenwichten tussen beide. Als tegenmaatregel kan China zijn dollarreserves gewoon dumpen waardoor de Amerikaanse rentevoet peilsnel naar omhoog zou gaan tezamen met een enorme verlaging van de dollar op valutamarkten. Op die manier zouden de Chinezen de dollar kunnen vernietigen. Dat is de *'nucleaire optie'* voor de Chinezen in hun *'balance of financial terror'* om Lawrence Summers te citeren. Daarom is China zijn reserves aan het diversifiëren naar yen, euro, sterlings, maar dat gaat traag en daarenboven zijn deze financiële markten niet zo diep en kwaliteitsvol als de Amerikaanse (Rickards, 2012).



Bron: <<http://www.exchangerates.org.uk/USD-CNY-exchange-rate-history.html>>

Op de grafiek zien we de wisselkoers tussen de dollar en de RMB van de afgelopen twee jaar. We zien dat de wisselkoers eerst steeg maar dan geleidelijk aan daalde. Dat komt omdat de 'peg' ten opzichte van de dollar werd losgelaten in 2010 waardoor sindsdien de markt meer speelde. We zien ook dat recent de wisselkoers weer steeg waardoor de RMB ten opzichte van de dollar weer waarde verloor. Analisten wijzen erop dat dit ook komt door de marktwerking op de RMB (Financial Times, 2014). We zien wel dat de wisselkoers redelijk stabiel bleef op 1USD=6 RMB en dat de Chinese overheid redelijk gemakkelijk het dollarwapen ontweek en dus onder vuur bleef van de Amerikaanse overheid.

3.3 Currency Wars en het monetair trilemma

Wat ik nu ga doen is het fenomeen valutaoorlogen duiden in het kader van het monetair trilemma. Er wordt op gewezen dat overheden niet alle drie de beleidsdoelstellingen kunnen verwezenlijken maar door middel van interventie proberen centrale banken dat toch te doen. Zo wilt de PBOC de wisselkoers ondergewaardeerd houden maar laat het die toch sterk gecontroleerd opwaarderen zoals eerder gezegd. Daardoor ontwijkt ze het monetair trilemma, aldus Michael Bordo (<<http://www.voxeu.org/article/notes-currency-wars-trilemma-international-finance>>). Over de RER heeft ze echter geen invloed en dat is wat er volgens hem ertoe doet. De RER is een onvolmaakte maatstaf, zoals we hebben gezien, en ik ga er van uit dat het monetair trilemma er wel toe doet.

3.3.1 Vlottende of vaste wisselkoers?

De meeste munten zijn nu vlottend in de industriële wereld terwijl de ontwikkelde wereld een mix kent van vaste wisselkoersen, ‘dirty floats’ en vlottende wisselkoersen. Daardoor zijn overheden beter gewapend om binnenlandse inflatie en werkloosheid te bestrijden. 68 van de 188 landen hebben een vlottende wisselkoers: de industriële landen, Brazilië, Mexico, India en Zuid-Afrika. Dat wil zeggen dat China vaste wisselkoersen kent. 120 landen hebben een vaste wisselkoers waarvan amper zeven een groter BBP hebben in het mondiale BBP dan een halve procent. Dat zijn China, Rusland, Taiwan, Saudi Arabië, Iran, Denemarken en Venezuela. Hoewel ze numeriek in de meerderheid zijn, hebben zij op wereldvlak geen doorslaggevende rol. Een meerderheid van de landen hebben ook vrije kapitaalrekeningen (Eidelmann en Dadush, 2011). 105 landen kunnen een onafhankelijk monetair beleid voeren om hun eigen economie te beïnvloeden via hun wisselkoersen. 73 landen hebben een gesloten kapitaal rekening waaronder China, India en Rusland. Daardoor hebben zij enkel invloed op hun monetair beleid via sterilisatie op hun wisselkoersinterventies. Zo beïnvloeden zij het geldaanbod via het verkopen van overheidsobligaties of via het veranderen van de vereisten van de bancaire reserves.

Door het monetair trilemma hebben landen met een vaste wisselkoers de meest restrictieve handelsregimes. Hier loopt China in de kijker want met een zwaar beheerde wisselkoers die ook nog eens ondergewaardeerd is, is het een bron voor handels- en muntspanningen. Daarenboven lijken wisselkoershervormingen hand in hand te gaan met meer open handel, omdat een vaste wisselkoers de mogelijkheid tot export vermindert. Daarom moeten zij hun wisselkoersen flexibiliseren (Eidelmann en Dadush, 2011). Een wisselkoers kan fungeren als schokdemper om zo een vangnet te bieden voor financiële schokken en om de competitiviteit te vrijwaren op de verschillen in inflatie en ‘business cycles’ tussen het binnen- en buitenland. Een vlottende wisselkoers houdt ook landen van competitieve devaluaties weg.

3.3.2 Vrij kapitaalverkeer of kapitaalcontroles?

Landen hebben hier de keuze tussen permanente of tijdelijke kapitaalcontroles. Permanente kapitaalcontroles zijn een lange termijnontwikkelingsstrategie om het land te isoleren van externe financiële schokken of om de onafhankelijkheid van het monetaire beleid te vrijwaren terwijl tijdelijke kapitaalcontroles veelal gebruikt worden als maatregelen om destabiliserend ‘hot money’ het hoofd te bieden.

Permanente kapitaal controles worden voornamelijk toegepast in ontwikkelingslanden, zoals in Azië en Afrika, en ze worden toegepast om de volatiliteit op de onderontwikkelde financiële markten te verminderen en de markten te beschermen. Maar ze worden ook ingesteld om muntappreciatie die tot stand komen door grote kapitaalinstromen te beperken en zo enige mate van onafhankelijk monetair beleid te hebben terwijl ze een muntanker gebruiken (Goodman en Pauly, 2008). Zo heeft China kapitaalcontroles ingesteld zodat hun staatsbanken een laag rentebeleid zouden instellen om leningen aan bedrijven toe te kennen. Het wordt eveneens gebruikt in China tegen kapitaalvolatiliteit maar ook omdat het anders niet mogelijk is onder het monetair trilemma om een 'peg' te hebben tezamen met een onafhankelijk monetair beleid (Lardy en Douglas, 2011).

Kapitaalcontroles hebben echter zes nadelen voor China . Ten eerste beperken ze financiële integratie in de wereld van kapitaalmarkten. Ten tweede beperken ze de ontwikkeling van een moderne financiële sector. Ten derde verhinderen controles op uitstromen de investeringsopportunities terwijl controles op instromen buitenlandse directe investeringen ontmoedigen. Ten vierde verhinderen ze de internationale bruikbaarheid van de yuan en moedigen ze accumulatie van reserves aan. Ten vijfde geven kapitaalcontroles ook de kans aan protectionistische tegenmaatregelen. Ten zesde kan dit beleid corruptie aanzwengelen en misallocatie van kapitaal bevorderen. Volledige liberalisering van het kapitaalverkeer is echter wel een prelude voor een internationale munt, iets wat China toch wil bereiken (Blanchard, Hagan, Tiwari en Vinals, 2012).

Tijdelijke kapitaalcontroles kunnen dan weer wel. Deze zijn meestal een antwoord op een forse toename van kapitaalinstromen. Deze toename van instromen kan een opwaartse druk veroorzaken op de wisselkoers en daardoor wordt dit systeem sinds 2010 vrij veel toegepast bij de opkomende economieën (Korinek, 2013). Brazilië, Indonesië en Turkije stelden zulke controles al in waardoor de opwaartse druk op hun munt stopte. Wanneer een land dan toch te maken krijgt met een forse toename van kapitaalcontroles kan de overheid best tot drie acties overgaan. Ten eerste kan de overheid een fiscaal beleid instellen om de binnenlandse vraag te verminderen. Ten tweede kan de overheid financiële regulering versterken. Tenslotte kan ze aandelen verkopen om de expansieve impact van stijgende buitenlandse reserves te neutraliseren (Brockmeijer, Marston en Ostry, 2012). Of ze kan de wisselkoers gewoon laten appreciëren.

Waarom heeft China nu kapitaalcontroles ingesteld? Het doet dit om een appreciatie van zijn munt te voorkomen. Kapitaalinstromen veroorzaken namelijk een appreciatie terwijl er een depreciatie volgt als er kapitaaluitstromen zijn. China doet dat omdat het meer ruimte wil laten voor zijn monetair beleid op een efficiëntere manier. Tezamen met een vaste wisselkoers kan dit impact hebben op de RER door middel van geforceerd sparen. Geforceerd sparen houdt in dat, wanneer de PBOC interenieert en buitenlandse assets accumuleert om zo zijn reserves te verhogen, de private sector assets gedemineerd in yuan die zelf niet verkoopbaar zijn aan internationale investeerders moet aankopen. Er zijn echter nog andere redenen waarom de RER zo laag is en daar kom ik later op terug (zie hoofdstuk 4) (Jeanne, Subramanian en Williamson, 2012). Het is ook zo dat China dat kan doen: enerzijds is de overheid van China politiek sterk genoeg omdat ze voldoende gesteund wordt door de bevolking en door de sectoren die ze zo subsidiëert; maar anderzijds is dit een teken dat de PBOC

niet onafhankelijk is van de politiek. De PBOC moet dit doen om 'seigniorage' opbrengsten te genereren voor de overheid evenals om de rentevoet artificieel laag te houden. Verder zijn kapitaalcontroles handig geweest in het tegengaan van het dollarwapen en zorgt dit dus voor een extra 'power to delay' (Alesina en Grilli, 1993). Uiteindelijk zal China zijn kapitaalcontroles moeten laten varen als het een fairder IMS wil met de yuan als een van de pijlers van een multipolair internationaal monetair systeem (zie hoofdstuk 6).



Bron: Financial Times

Deze cartoon stelt de daling van de dollar voor door QE en het monetair beleid van de Fed. We herkennen ook dat de Chinezen de dollar willen ondersteunen want zij hebben er belang bij dat de dollar sterk blijft voor de Chinezen omdat dat hun afzetmarkt in de VS verzekert.

4. 'Global imbalances'

'Global imbalances' refereert naar een situatie waarin sommige landen meer 'assets' hebben dan anderen. Dit komt door de betalingsbalans: dit is de spanning tussen het financieren van een tekort en de aanpassing daaraan. Dat is succesvol wanneer het land afhankelijk is van twee zaken: enerzijds van de wil van investeerders om het land dat de munt voorziet te financieren, en anderzijds van de leners die de onevenwichten aanpassen wanneer ze onhoudbaar worden. Dat laatste hangt op zijn beurt af van twee elementen: primo, de aanpassing moet symmetrisch zijn om goed te werken in het internationaal monetair systeem en secundo, noodzaakt een externe aanpassing een interne aanpassing (Dorrucci, en McKay, 2011) .

Het gaat daarbij over de lopende rekening en over de kapitaalrekening van de betalingsbalans van landen. De lopende rekening is de som van de handelsbalans, netto factorinkomen en netto overdrachtsbetalingen aan of uit het buitenland. De kapitaalrekening is dan de andere kant van de betalingsbalans en weerspiegelt de netto verandering in het nationale vermogen van een land. Landen die een surplus hebben op de lopende rekening moeten daarbij exporteurs zijn van kapitaal en landen met een deficit zijn daarbij de ontvangers van dat kapitaal. Een surplus op de lopende rekening wil daarbij zeggen dat het land een tekort heeft op de kapitaalrekening en een deficit op de lopende rekening impliceert dan dat het land een surplus heeft op de kapitaalrekening. De lopende rekening en de kapitaalrekening zijn elkaars spiegelbeeld en de som ervan moet altijd nul zijn. Een surplus op de lopende rekening betekent verder dat de spaarquote groter is dan de investeringsquote: er wordt dus meer gespaard dan er geïnvesteerd wordt. Als er meer gespaard dan er geïnvesteerd wordt in de binnenlandse economie, betekent dit dat het surplus moet geïnvesteerd worden in het buitenland (Pettis, 2013).

Schematisch wordt dit:

$$CA=X-M=S-I= NA$$

waarbij CA staat voor de handelsbalans die opgedeeld kan worden in het verschil tussen export en import, of de netto export (X-M). Dit kan dan worden herschreven als het verschil tussen de spaarquote S en de investeringsquote I van een land, wat dan resulteert in netto kapitaal uitstromen NA.

Verder ook nog dit: verandering in de handelsbalans van een land moet gepaard gaan met een tegengestelde verandering bij alle handelspartners. Het verschil tussen de binnenlandse spaarfunctie en die van de rest van de wereld moet bijgevolg ook nog gepaard gaan met de tegengestelde maar evenwaardige toename of afname van de binnenlandse investeringsfunctie en bij de rest van de wereld (Teunissen, 2006). De VS en China zijn de landen met respectievelijk het grootste handelstekort en handelsoverschot. Dat zorgt al sinds 2003 voor spanningen aangezien China voor 40 procent het handelstekort van de VS voor zijn rekening neemt en de VS legt daarvoor de schuld bij China. Het hekelt daarbij de wisselkoers van China als oorzaak voor het handelstekort en zegt dat die te laag staat.

4.1 Mercantilisme of de Sino-American co-dependency?

4.1.1 Mercantilisme als ontwikkelingsstrategie

Is China nu een muntmanipulator? Neen volgens de Chinezen, ja volgens de Amerikanen. Muntmanipulatie houdt in dat je welvaart steelt van andere naties ten voordele van jezelf (Roach, 2014). De VS wilde in 2010 China brandmerken als muntmanipulator maar de wetsvoorstellen raakten niet door beide kamers waardoor ze niet op het bord kwamen van de president. Bovendien is muntmanipulatie verboden ovolgens de regels van het IMF. Artikel IV van de *Articles of Agreement* luidt: ‘avoid manipulating exchange rates to gain an unfair competitive advantage’. Wat zeker is, is dat China een mercantilistische politiek voert als ontwikkelingsstrategie. Het mercantilisme houdt in dat je als natie primeert op de economie. Daarbij zijn er een aantal veronderstellingen: de staat vergroot zijn reserves aan edelmetaal (goud en zilver) en stimuleert de export ten koste van import door middel van een competitieve –lees ondergewaardeerde - wisselkoers. Internationale handel wordt daarbij gezien als een constante, wat wil zeggen dat wat je wint een verlies is voor de ander, een zero - sum dus. Vervang goud of zilver door dollars en je zit in een hedendaagse variant van het mercantilisme (Bhalla, 2012). Staten die een mercantilistische politiek voeren, doen dat heel dikwijls door het ‘*infant industry*’ - argument. Het ‘*infant industry*’ - argument gaat ervan uit dat een natie protectionistische maatregelen neemt via tarifaire barrières om zo zijn ontluikende industrie te beschermen tegen oudere en meer geavanceerde industrieën van andere naties. Het ‘*infant industry*’ argument is toegelaten onder de regels van de WTO (Pettis, 2013).

Een ondergewaardeerde munt in een mercantilistische politiek maakt een economie meer competitief door het verminderen van de kosten van en het doen toenemen van de winst van investeringen. Dit zorgt ervoor dat investeringen in de economie toenemen waardoor men hogere groei krijgt, maar dat leidt tot meer sparen want een gedeprecieerde munt zorgt ervoor dat de koopkracht van de mensen daalt (Bhalla, 2012). Dus exportgeleide groei gaat hand in hand met een investeringsmodel.

4.1.2 Sino-American co-dependency

De ‘*Sino-American co-dependency*’ vooronderstelt een wederzijdse afhankelijkheid van elkaar waarbij de een, de VS, consumeert wat de andere, China, produceert en tevens de belangrijkste afzetmarkt is voor de producent (Roach, 2014). Daarbij volgen beide naties een andere strategie: China doet dat via exportgeleide groei en via investeringen van de publieke overheid, terwijl de VS dat doet via consumptie en het aangaan van schulden. In dat opzicht is het stelen van welvaart onder het mercantilisme problematisch aangezien de wederzijdse afhankelijkheid een win-win situatie is voor beide landen: de VS kan zo leven ‘*beyond-their-means*’ en China ontwikkelt zich zo in een razendsnel tempo.

De ‘*Sino-American Co-dependency*’ bouwt verder op het mercantilisme en is een verderzetting van de Bretton Woods II these van Dooley *et al.* Bretton Woods II gaat ervan uit dat er wordt geëxporteerd naar het centrum van een wereldsysteem, de VS. Om export aan te moedigen promoten landen van de periferie de verhandelbare goederensectoren hun investeringen terwijl ze een wisselkoers dan houden die ondergewaardeerd is ten opzichte van de munt van het centrum. Daarvoor passen ze

enerzijds kapitaalcontroles toe om speculatieve kapitaalinstromen te verhinderen die anders het financieel systeem zouden kunnen ontwrichten en anderzijds moeten ze Amerikaanse schuld kopen via *'Treasury bills'* en leggen ze reserves aan. Doel is daarbij om het surplus aan ongeschoolde arbeid te absorberen en daarom zet de Chinese overheid de lonen onder het niveau van het wereldloon om zo investeringen aan te trekken. Dit vereist samenwerking van het centrum en van de periferie en past enkel voor de *'Sino-American co-dependency'* (Mills, 2010) Nadeel van deze symbiose is volgens de VS dat jobs in de verhandelbare goederensector worden gedelokaliseerd naar China en daarom is de ondergewaardeerde munt van China een breekpunt als onfaire handel. Maar jobverlies kan ook het gevolg zijn van automatisering.

Verder in dit hoofdstuk zal worden ingegaan op de verschillende ontwikkelingsstrategieën van de VS en China als elkaars tegenpool.

4.2 China en Amerika: elkaars spiegelbeeld?

4.2.1 Amerika

'Currency Wars' worden normaliter gedreven door binnenlandse spanningen. Meestal is er sprake van hoge werkloosheid, trage economische groei, een zwakke bankensector en een publieke schuld die ontspoord is. Daarom proberen de overheden de groeimotor op te starten door middel van een devaluatie om zo hun export te promoten. Op die manier wordt exportpromotie een *'growth engine of last resort'* (Rickards, 2012).

De ontwrichte economie van de VS constateert dat de consumptie dalende is door hogere werkloosheid, een schuldenlast of beide. De investeringen van de bedrijven worden daardoor uitgesteld omdat ze vinden dat niemand klaar staat om hun producten op te kopen. Daardoor moet de overheid de volledige economie aanzwengelen. Dit gebeurde tijdens de Grote Recessie en de overheid trok dan ook de economie vooruit. Maar de overheid is afhankelijk van belastingen of van het lenen op financiële markten om de economie uit een recessie te halen en dat is onmogelijk te verkopen aan het publiek op een moment dat de belastingen al hoog zijn of als de publieke schuld alreeds zeer hoog is, of als burgers zelf de broeksriem moeten aanhalen en daarbij verwachten dat de overheid dat ook doet. Zo wordt het fiscale beleid van de overheid beperkt. Daardoor komt de last te liggen op het verhogen van de netto export en de makkelijkste en snelste weg om dat te doen is een devaluatie van zijn munt. Stel dat een Chinese wagen 30 000 RMB kost en dat de wisselkoers van één RMB gelijk staat met 1,40 dollar, dan is de prijs in dollar 42 000. Stel nu dat de wisselkoers wordt verlaagd naar één RMB op 1,10 dollar, dan wordt de wagen voor Amerikanen 33000 dollar duur, een verlaging van 9000 dollar. Hierdoor wordt de auto attractiever voor de Amerikaanse markt en zullen er daar meer verkocht worden. Daardoor worden er economisch groei en ook jobs gecreëerd want de vraag naar de Chinese auto's zal stijgen. Zo wordt een devaluatie een motor voor groei, jobcreatie en winst (Copelovitch en Pevehouse, 2010). Dit is ingegeven door de mercantilistische politiek van China.

Dat kan echter een protectionistische reactie uitlokken van de Amerikanen die zelf hun dollar verlagen. De Fed kan dit doen door het verlagen van de rentevoet waardoor

de dollar minder attractief wordt voor internationale investeerders. Of ze kan dat doen door het bijdrukken van dollars, direct of indirect, door te interveniëren op de valutamarkten waarbij ze dollars verkoopt en RMB aankoopt. Daardoor valt de RMB terug op het voorgaande niveau. Impliciet verlaagt QE de waarde van de dollar omdat extra dollars in de markt worden gepompt. Bovendien devalueert QE de munt op twee indirecte manieren. Ten eerste moedigt het beleggers aan te speculeren dat de munt in waarde zal dalen. Ten tweede verlaagt de extra hoeveelheid geld in de economie de intrestvoet, die zo lager wordt dan de intrestvoeten van andere centrale banken. Hierdoor lenen de markten in de munten die QE ondergaan, en lenen ze dat geld uit aan landen met een hoge intrestvoet (Lutsyshyn en Reznikova, 2013). Dit mondt uit in een carry trade of financiële arbitrage, wat dan weer op zijn beurt kan leiden tot de instelling van tarieven, embargo's en het ontstaan van handelsoorlogen (Rickards, 2012).

Het doel van QE hier is om de dollar te verlagen, meer te exporteren en het handelstekort met China te verkleinen maar ook om af te raken van zijn groeimodel (Brahmbhatt, Canuto en Ghosh, 2010). Daarom noemt de VS China bijna officieel een muntmanipulator, en is de symbiose tussen China en de VS aan verandering onderhevig. De VS moet groei creëren voor stabiliteit en daarom moet het land de exportsector aanzwengelen. Dit gebeurt door een grotere competitiviteit van de verhandelbare goederensector en het zoeken naar afzetmarkten, en daarom is een zwakkere munt in het voordeel van de exportsector (Oatley, 2012). Een zwakkere munt verlaagt tevens de koopkracht waardoor Amerikaanse burgers worden aangezet minder te consumeren en meer te sparen. De nationale spaarquote was -2 procent in 2008. Een ondergewaardeerde munt en een hoger spaarquote trekt investeringen aan waardoor de VS meer groei kan krijgen. China is daarbij de derde grootste Amerikaanse afzetmarkt waardoor er dus nog potentieel is om meer te exporteren naar China. Exportgeleide groei was dan ook een van de hoekstenen van Obama's economische beleid in 2010 (Roach, 2014). Hierdoor en met behulp van het dollarwapen heeft de VS wel een *'currency war'* losgelaten op de wereld; andere landen zoeken ook naar afzetmarkten die nu klappen krijgen omdat hun munt apprecieert of gaan een appreciatie tegen zoals China, wat dan op zijn beurt leidt tot een *'race to the bottom'* (Jach, 2013). In deze zin is er dus wel sprake van een *'currency war'* in tegenstelling tot wat Frank Lierman zegt. Volgens hem is er geen sprake van *'currency war'* omdat we in een systeem zitten met vlottende wisselkoersen, maar wat dan met de wisselkoers van China? (zie appendix I)

Ook moet de VS afraken van zijn dollar als wereldreservemunt want dat is de oorzaak dat de VS zich kon inlaten met schulden door de hoge vraag naar *'Treasury bills'*. Daardoor werken de markten niet disciplinerend voor de VS. Over het IMS wordt in hoofdstuk zes dieper ingegaan. De VS moet ook meer inzetten om sparen aan te moedigen en de *'paradox of thrift'* aan de kant te zetten. De *'paradox of thrift'* wil zeggen dat sparen goed is voor de één maar slecht is voor iedereen waardoor de totale vraag in elkaar zakt. Men kan QE echter ook zien als een verderzetting van de *'global liquidity glut'* met een doorzetting van het monetair beleid van voor de recessie. Dan hoeft men de consumptie en schuldverslaving van de Amerikaanse bevolking niet te temperen maar verder doen zoals voorheen. Toch neemt de consumptie niet toe. Dit komt omdat de Amerikaanse gezinnen nog volop bezig zijn met hun schuldenafbouw. (<http://www.foreignpolicy.com/articles/2014/03/11/hard_landing_usa_china_economy>, 2014)

4.2.2 China

China is het spiegelbeeld van de VS. Het land veranderde van koers door de opening en hervormingen onder Deng Xiaoping in de jaren 1970 en werd de producent van de wereld met belangrijkste afzetmarkten in de VS en in de EU. Daarbij moest het groeien om het overschot aan arbeid te absorberen, de armoede te verminderen en de inkomensongelijkheid aan te pakken. De ontwikkeling van China verliep echter ongelijk waardoor Wen Jiabao de ‘Vier Ons’ declareerde. Dit houdt in dat de Chinese economie onstabiel is door oververhitting via investeringen, en een exces aan liquiditeiten en surplus; dat China ongebalanceerd is door een verstedelijking en een landelijke breuklijn die over de oost-west breuklijn van China loopt. Daarbij is de Chinese economie ongecoördineerd: de verschillen tussen een overontwikkelde verhandelbare goederensector en een onderontwikkelde dienstensector en onderconsumptie zijn duidelijk; en deze economie is niet duurzaam door de degradatie van milieu en door de vervuiling. Daarom moet China, net als de VS, in tegengestelde richting intern herbalanceren naar meer consumptie en een grotere dienstensector (Roach, 2014).

China is oververhit door de massale investeringen, het heeft een excessief krediet en liquiditeitsaanbod en het heeft het grootste handelsoverschot in de geschiedenis. De economische groei van het land steunt daarbij volledig op de export en op totale investeringen. Herbalancering vergt dat het inkomen sneller moet stijgen dan het BBP en dus dat de staatssector trager groeit. De ongebalanceerde groei is volledig te danken aan het mercantilistische ontwikkelingsmodel waarbij de verhandelbare goederensector massaal wordt gesubsidieerd en de investeringen snelle groei moeten verwezenlijken via massale infrastructuurprojecten en projecten in de uitbreiding van de verhandelbare goederen sector (Drysdale, 2012). Deze sectoren leveren immers het meeste winst op maar zorgen ook voor het meest tewerkstelling.

China heeft daarbij een uitgelezen kans om de lonen te doen stijgen tezamen met de rentevoeten en de waarde van de munt om zo de transfers van rijkdom van de huishoudens naar de bedrijfs – en staatssector te stoppen. Als het dat echter te snel doet, kan het de economie nog meer ontwrichten waardoor de competitiviteit en de consumptie nog meer dalen. Daarom moet het meer inzetten op consumptie maar gradueel en minder op investeringen. De consumptie moet daarbij vier procent sneller groeien dan het BBP. China botst daar op de krachten van gevestigde belangen van de staatssector en van de verhandelbare goederensector (Darvas en Pisani-Ferry, 2010).

Om de consumptie aan te zwengelen moeten de Chinezen minder sparen. De nationale spaarquote van China lag in 2012 op 49.5 procent van het BBP. China moet zijn nationaal spaarquote afbouwen op vier manieren (Roach, 2014). Ten eerste zorgde het mercantilisme ervoor dat het hoge sparen werd gebruikt om investeringen te doen in de verhandelbare goederensector. Bijgevolg moet China zijn investeringsmodel loslaten. Een tweede stap is een betere ontwikkeling van een sociale zekerheid die voorzorgsparen opvangt tezamen met het pensioensparen. Ten derde moet het de financiële repressie loslaten en de rentevoet op de spaarboekjes liberaliseren, want de strak gereguleerde rentevoet zorgde voor een negatieve opbrengst wanneer die de inflatiecijfers mee incorporeerde. En tenslotte moet het bedrijfssparen naar beneden, wat kan door het uitkeren van een dividend op de winst (Bonatti en Fracasso, 2010).

Aangezien de twee grootste exportmarkten van China, de VS en de EU, nu kampen met interne problemen, is het voor China een uitgelezen kans om af te zien van zijn ouderwetse groeimodel en meer in te zetten op consumptie en diensten. Dat heeft China dan ook afgekondigd via zijn twaalfde vijfjarenplan. Daarin staat dat het inkomen naar omhoog moet waardoor de koopkracht van de mensen toeneemt. En het land moet meer jobs creëren: door meer automatisering van de industrie creëert immers China niet genoeg jobs of worden goedkope arbeidskrachten vervangen door machines. Daarom moet het inzetten op de dienstensector om jobs te creëren en de stabiliteit te behouden. De dienstensector is de sector bij uitstek die nog kan groeien in China en die arbeidsintensief is. In dat opzicht is China erbij gebaat dat het zijn munt doet appreciëren, omdat het zo de koopkracht van zijn burgers verhoogt. Dat is tevens in het voordeel van de niet-verhandelbare goederensector, zoals de dienstensector, die zijn goederen aankoopt en diensten verkoopt in de eigen munt (Oatley, 2012)

4.3 Het waarom van reserve accumulatie

De tweede pijler van de mercantilistische politiek na een ondergewaardeerde munt is het opbouwen van reserves. Waarom? Accumulatie van buitenlandse reserves is een vorm van macro-economisch management. Een land wil reserves bijhouden ter bescherming als het financieel moeilijk gaat, om een buitenlandse munt als anker te gebruiken of om zich te wapenen tegen een speculatieve aanval (Grimes, 2009). Ook worden reserves gebruikt om kapitaalinstromen te steriliseren maar reserves doen de geldbasis stijgen die dan moet worden gesteriliseerd om inflatie te vermijden. De ontwikkelingswereld heeft tot op vandaag ongeveer 1 tot 4 triljoen dollar aan reserves. Reserves hebben kan voordelen bieden. Zo kan het zijn dat reserves de groei van de consumptie kunnen bewerkstelligen tijdens een crisis terwijl ze ook een grotere financiële flexibiliteit toelaten om externe schokken op te vangen (Bordo en James, 2012).

Het aantal reserves is met de jaren steeds toegenomen, wat vooral toe te schrijven is aan Oost-Azië. Dit komt ongeveer volledig op conto van China. Hier bestaat een theoretische verklaring voor, namelijk de '*global liquidity glut*' – hypothese. Gedurende de jaren 2000, toen de Westerse economieën boomden, liep hun tekort op de lopende rekening op van 0.5 procent tot 2 procent in de periode 2005-2008 (Moura, Pereira en de Moraes Attuy, 2013). Door de lage intrestvoet, belastingverminderingen, de oorlogen en de huizenbubbel groeide dit tekort voor de VS nog aan tot 6.1 procent in 2006. Dan kwamen de kapitaalstromen van de ontwikkelingswereld die zo het tekort financierden. Bovendien stegen de kapitaalstromen naar de opkomende landen naar negen procent in 2007, wat niet onmiddellijk kon worden geabsorbeerd (Bergsten, 2013).

Opkomende economieën hadden dan de keuze. Ofwel lieten ze hun munt opwaarderen waardoor hun surplus op de lopende rekening zou verminderen en de kapitaalstromen zou stoppen. Ofwel accumuleerden zij reserves. De meeste ontwikkelingslanden kozen voor beide: tussen 2000 en 2007 apprecieerden hun munten met 7.8 procent maar ze accumuleerden ook reserves. Reserves hebben echter ook een aantal nadelen. Reserves hebben ook kosten en zorgen voor extra inflatie. Daarbij bieden ze een extra kans tot oververhitting op de krediet - en

aandelenmarkten. Reserves die gesteriliseerd worden voor het binnenlandse geldaanbod hebben ook nog eens de kans dat ze het interne bankensysteem kunnen destabiliseren. Als tweede nadeel kan er een misallocatie optreden van middelen. Als derde nadeel kunnen de financiële markten zich niet ontwikkelen. En zelfversterkende tendenzen vormen het vierde nadeel (Bordo en James, 2009). Eens men reserves aanlegt moet men daarin verder gaan wat dus tot een vorm van monetaire 'entrapment' leidt (Kirshner, 2006).

Het bezit van reserves betekent echter voor de Oost-Aziatische regio voor een collectief actie- probleem. Als de regio haar dollarreserves afbouwt zonder gemeenschappelijke coördinatie, kan dat leiden tot een enorme devaluatie van de dollar of zelfs het einde van de dollar en een appreciatie van haar munten. Maar het hebben van reserves kan je ook een voordeel bieden: het verhoogt namelijk de 'power to delay' van staten om macro-economische aanpassingen door te voeren (Cohen, 2006). Zo biedt het hebben van reserves China het voordeel dat het land het wisselkoerswapen van de VS kan ontlopen, wat dus voor extra inkapseling zorgt. Reserves verhogen namelijk de autonomie van het land in het IMS en dus de economische macht. Het grote voordeel van reserves is economische groei: een handelsoverschot wordt opgebouwd, tezamen met een transfer van de gezinnen naar de verhandelbare goederen sector en de premiums op de financiële markten worden ook goedkoper tijdens het lenen (Cheung en Qiang, 2009).

Om reserves af te bouwen wordt er door economen meestal gevraagd dat de Oost-Aziatische landen, met China op kop, hun wisselkoers laten vloten, wat er op neer komt dat deze stijgt (Gagnon, 2011).

4.4 Is muntmanipulatie handelsinterventie?

Als de VS China brandmerken als muntmanipulator, wat houdt dat dan in? Muntmanipulatie kan worden gezien als een exportsubsidie voor staten of als een tarifaire belemmering. Dat wil dus zeggen dat muntmanipulatie gelijkstaat aan handelsinterventie. Staten manipuleren hun munt om hun handelstekort te verminderen of hun surplus te vermeerderen. Tarieven vermeerderen de kost voor import waardoor de consumptie daalt omdat het inkomen van de huishoudens door een devaluatie is gedaald. (Pettis, 2013). Zoals we verder zullen zien, kan hierdoor de WTO met het IMF ingrijpen.

Stel dat mende waarde van de munt verlaagt met 20 procent. Dan koopt of verkoopt men goederen aan een prijs 20 procent onder het normale niveau. Een depreciatie verhoogt de kost van de import waardoor het reëel inkomen van de huishoudens daalt en dus ook de consumptie. Door een devaluatie stijgt echter de export wat de handelsbalans ten goede komt. Hierdoor stijgen de spaarquote en de totale productie want de export-competitieve industrieën krijgen meer werk, wat het handelstekort verlaagt. Een devaluatie transfereert dus de middelen van de import naar de exportsector in beide verhandelbare goederensectoren, wat de niet-verhandelbare goederensectoren zoals de financiële diensten dus niet ten goede komt (Bergsten, 2013).

Aangezien het over de verhandelbare goederensector gaat, absorbeert een muntdevaluatie de werkloosheid omdat de middelen die geïnvesteerd worden in de

exportsector jobs creëren. Deze jobs verschaffen huishoudens een inkomen waardoor dus de consumptie stijgt maar ook de spaarquote. Handelsinterventie werkt wanneer de werkgelegenheid stijgt door toegenomen buitenlandse vraag en dus meer tewerkstelling in de exportsector. Dit doet het nationaal spaarquote toenemen, wat dan weer geïnvesteerd wordt in kapitaalmarkten, voornamelijk de 'Treasury' markt van de VS aangezien deze de meest liquide en diepste markt ter wereld is. Via de handelsinterventie stijgen ook de buitenlandse reserves aan 'Treasury bills' waardoor nog meer kapitaal naar de VS geëxporteerd wordt. Hoe werkt muntinterventie dan? Muntinterventie werkt door de accumulatie van dollars die dan geëxporteerd worden naar het buitenland. Zo wordt door handelsinterventie en door muntinterventie een handelstekort veranderd in een handelssurplus. Zo is er dus een verband tussen de export van kapitaal en een handelssurplus of vice versa met een tekort.

Wat gebeurt er nu als China de yuan revalueert? Dan verliest China op zijn massale reserves. De revaluatie representeert een transfer van rijkdom van China naar de VS omdat ze juist de waarde vermindert van zijn massale 'Treasury' reserves (Copelovitch en Pevehouse, 2010). Dit is de mainstream verklaring in de economie, maar deze is echter niet volledig. China wint bij een revaluatie van de yuan omdat het zo goederen kan kopen aan een betere ratio. De buitenlandse reserves vergoeden de buitenlandse import en worden terugbetaald met buitenlandse verplichtingen. Hierdoor zouden de PBOC en de exportsector de grote verliezers worden van de revaluatie. De PBOC heeft drie triljoen aan 'assets' in dollar, wat betekent dat het drie triljoen passiva in yuan heeft. Als de dollar nu 10 procent devalueert vis - à - vis de yuan dan daalt de waarde van die 'assets' met datzelfde aantal, maar de waarde van het yuan-passiva blijft onveranderd wat betekent dat de PBOC 300 miljard verlies lijdt aan activa. De rest wint hierbij echter dus dit houdt een transfer in van de PBOC en de exportsector ten voordele van de rest. Daarbij vermindert een revaluatie de transfer van de huishoudens naar de verhandelbare goederensector. Maar de yuan stijgt al sinds 2005 zonder dat het handelsoevenwicht tussen China en de VS werd behandeld of hersteld (Punabantu, 2010).

We vertrekken nu van de handelsbalans tussen X-M die ook herschreven kan worden als S-I, de spaar - en investeringsquote en alles wat deze balans affecteert heeft dus een impact op de handelsbalans.

$$X-M=S-I$$

We richten ons dus op de verhouding tussen de spaarquote en de investeringsquote. Daarbij schieten we onze eerst pijl op het vermogenseffect: mensen die zich armer voelen zullen hun consumptie uitstellen, waardoor de spaarquote dus zal stijgen. Dat wordt voornamelijk gedaan om toekomstige kosten te dekken. De persoonlijke rijkdom van de gezinnen stijgt wanneer de aandelen - en huizenmarkt stijgt. Daardoor treedt er een vermogenseffect op waardoor de gezinnen meer zullen uitgeven en dus de spaarquote zal dalen. Als de spaarquote daalt ten opzichte van het BBP en van het investeringsquote, dan betekent dat in termen van de handelsbalans dat het totaal aan import sneller stijgt dan de totale export, waardoor het handelstekort stijgt of het surplus kleiner wordt (Pettis, 2013).

Daarbij is de tweede pijl het effect van inflatie. Inflatie vermindert de waarde van financiële verplichtingen en heeft dus zijn impact op de verhouding tussen het spaar - en investeringsquote. Huishoudens zijn daarbij doorgaans kredietverstrekkers door

middel van het deposito en door middel van het pensioen. Inflatie transfereert dus de rijkdom van de huishoudens naar de leners. Als dus het inflatiepeil stijgt, daalt de consumptie omdat huishoudens zich armer voelen en de rijkdom wordt omgezet in het spaarquote van de staat. Dat spaargeld wordt uitgeleend in de vorm van investeringen waardoor de verhouding tussen het spaarquote en het investeringsquote wordt aangetast (Pettis, 2013).

China volgt daarbij het mercantilistische ontwikkelingsmodel en dat omvat: ten eerste een ondergewaardeerde munt door interventie van de centrale bank in de kapitaalmarkten, ten tweede een relatieve trage loonkostengroei waarbij de productiviteit sneller stijgt dan de lonen. Bovendien doet de staat aan financiële repressie waarbij de staat kredieten alloceert en de centrale banken de rentevoet onder een evenwichtsratio plaatst. Lage loonkosten en grotere productiviteit zorgen ervoor dat de spaarquote stijgt terwijl een ondergewaardeerde munt ervoor zorgt dat er een handelssurplus optreedt. Hierdoor wordt er meer geëxporteerd dan geïmporteerd. De onderdrukking van de lonen is enkel mogelijk doordat er een massale emigratie is van de rurale gebieden naar de stedelijke gebieden. Doordat het loon wordt onderdrukt, wordt ook weer meer gespaard. Deze kloof tussen de productiviteit en de lonen is eigenlijk een verborgen belasting die rijkdom transfereert van de werknemers naar de werkgevers of van de huishoudens naar de verhandelbare goederen sector (Punabantu, 2010). Doordat de productiviteit stijgt, nemen zowel de investeringsquote ook als de spaarquote toe en zolang het spaarquote groter is dan de investeringsquote $S > I$ neemt het handelsoverschot toe.

Daarbij doet China aan financiële repressie. Financiële repressie treedt op wanneer de overheid een beleid uitvaardigt waarbij ze zichzelf middelen toekent die anders ergens anders heen zou gaan. Dat gebeurt door de verplichting van reservevereisten maar ook door het reguleren van de rentevoeten die niet vrij zijn, wat kan aangezien de meeste banken in de regio staatsbanken zijn. Daarbij wordt het spaargeld geïnvesteerd in projecten die de staat of de monetaire autoriteiten wensen en zijn de rentevoeten op deze deposito's redelijk laag. Deze lage rentevoeten creëren een machtig mechanisme om groei te subsidiëren tezamen met de kosten van het kapitaal. Het spreekt voor zich dat de huishoudens, de kredietverstrekkers, verliezen, terwijl de leners, voornamelijk de staat en de lokale overheden, winnen. Dit is weer een transfer van rijkdom waardoor de consumptie nogmaals daalt en de spaarquote stijgt. Maar dit is ook een subsidie voor staatsinvesteringen waardoor het investeringsquote ook stijgt. Zolang de spaarquote groter is dan de investeringsquote, is er een handelsoverschot (Pettis, 2013)

China is er dus bij gebaat dat het de yuan revalueert want het vermindert de transfer van de gezinnen naar de verhandelbare goederensector. Daarbij heeft de appreciatie van de yuan impact op het inkomen dat dus stijgt en zodoende de spaarquote verandert (Pettis, 2013). Verder is een appreciatie in het belang van consumenten en de niet-verhandelbare goederensector die een sterke munt prefereren omdat zo hun koopkracht stijgt (Oatley, 2012).

4.4.1 De WTO

Aangezien muntmanipulatie gelijkstaat aan handelsinterventie kunnen de VS en andere staten een klacht indienen bij de WTO voor de praktijken van China. Daarbij moet het WTO wel beroep doen op het IMF om te weten te komen wie de muntmanipulators zijn, wat samenwerking veronderstelt. Daarbij kunnen de getroffen landen eerst een paar stappen nemen in het handelsbeleid. Ze kunnen vooreerst compenserende belastingen heffen tegen de imports substituties bij ondergewaardeerde munten. Een ondergewaardeerde munt is namelijk een subsidie voor de exportsector en een importheffing. Deze belasting zorgt voor een compensatie voor de getroffen industrieën in de getroffen landen. Ten tweede kunnen de getroffen landen importtarieven heffen die dan worden geheven op de import van de muntmanipulators. Dit is wettelijk onder de WTO zolang het daarbij gaat om landen met betalingsbalansproblemen of wanneer het wordt doorgegeven door het IMF. Maar voor de WTO geldt dan het non-discriminatie principe waardoor deze extra heffingen voor alle handelspartners gelden, wat de kans op retaliatie groter maakt (Bergsten en Gagnon, 2012). Hierdoor zou dus de 'currency war' kunnen omslaan in een handelsoorlog. En ten slotte kan een getroffen land zoals de VS een klacht indienen bij de WTO, want muntmanipulatie overtreedt Artikel XV van de WTO. Maar het kan enkele jaren duren om een zaak aan te spannen tegen China. Daarbij moet de WTO over vier hordes springen. De eerste horde bestaat erin dat de WTO moet vragen aan het IMF wie de muntmanipulator(en) is/zijn en dat het Uitvoerend Bestuur van het IMF daarover moet stemmen. De tweede horde houdt in dat de WTO niet wordt verplicht evenwichtige handel na te streven. De derde horde betreft de *General Agreement on Trade in Services* (GATS): GATS gaat enkel over de handel in diensten en is dus minder ruim dan de vroegere GATT. En de laatste horde gaat specifiek over een onderzoek onder het bewuste *Artikel XV*, maar er zijn wel geen specificaties. Om valutaoorlogen en muntmanipulaties in de toekomst te vermijden, zouden er in toekomstige handelsakkoorden kunnen bepalen dat muntmanipulatie wordt vermeden onder het mom van tegenmaatregelen. Wat dan zou worden opgeschreven in de statuten van het verdrag. Maar dat is moeilijk te bekomen (Bergsten en Gagnon, 2012).



Bron: < <https://www.doijerkalff.nl/marktnieuws/valuta-oorlog-deel-1/2014/02/08/>>

Deze cartoon symboliseert de muntoorlog tussen China en de VS waarbij een verlaging van de dollar wordt tegengegaan door een verlaging van de yuan om zo de export te verzekeren.

5. De oplossing: Internationale Economische Samenwerking

Samenwerking is vaak moeilijk omdat mensen sterke prikkels hebben om niet samen te werken. Zij wensen voordeel te halen bij samenwerking maar willen tegelijkertijd vermijden misbruikt te worden. Daarom moeten mensen verzekerd worden dat samenwerking van hun kant wordt tegemoet gekomen door samenwerking van anderen en daarvoor is wederzijds vertrouwen nodig. Vertrouwen opbouwen vereist echter coöperatie, dus zit men in een vicieuze cirkel. De oplossing ligt in het creëren van instituties. Die straffen diegene die misbruik maakt (Oatley, 2012).

Instituties hebben echter een probleem van handhaving: een staat kan nooit zeker zijn dat andere staten zich schikken naar de akkoorden die ze samen maken. Daarom zullen staten afkerig zijn om zich te binden aan akkoorden, ook al bieden die voordelen. Dit is het klassieke *Prisoner's Dilemma*

(<http://pespmc1.vub.ac.be/PRISDIL.html>). Het *Prisoner's Dilemma* is een voorbeeld uit de speltheorie. Het idee erachter is dat beiden winnen bij samenwerking maar wanneer enkel één samenwerkt en de ander niet, dan wint deze ander meer. Als beide opteren om niet samen te werken, dan winnen zij meer dan in de vorige situaties zoals uitgelegd in onderstaande tabel (tabel 1).

Action of A \ Action of B	Cooperate	Defect
Cooperate	Fairly good [+ 5]	Bad [- 10]
Defect	Good [+ 10]	Mediocre [0]

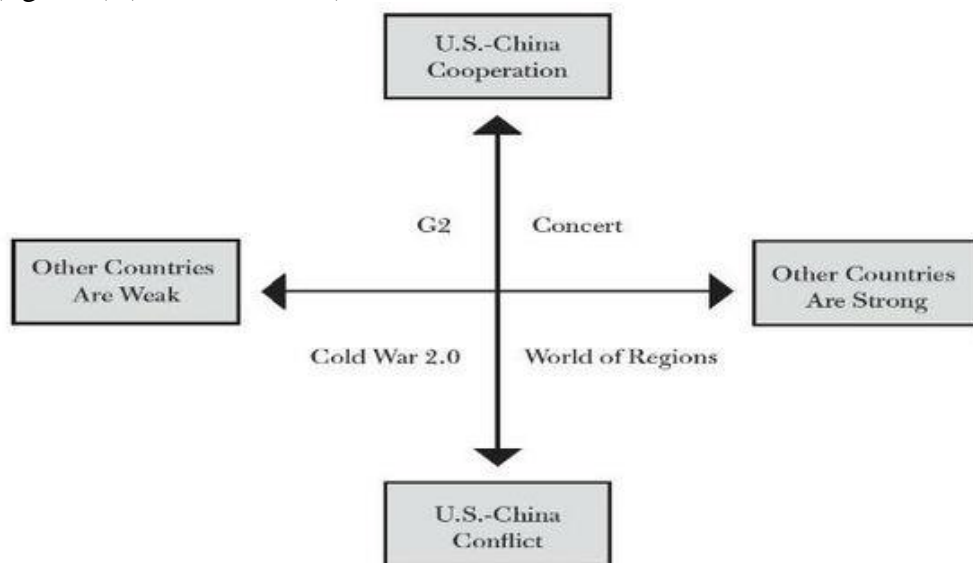
Bron: <http://pespmc1.vub.ac.be/PRISDIL.html>

Table 1: outcomes for actor A (in words, and in hypothetical "points") depending on the combination of A's action and B's action, in the "prisoner's dilemma" game situation. A similar scheme applies to the outcomes for B.

Niet samenwerken is de dominante strategie omdat elke staat dan altijd een hogere winst kan krijgen omdat men niet weet wat de ander gaat doen. In die zin is een *prisoner's dilemma* een *zero - sum game* wanneer beide niet samenwerken maar *positive - sum* als beide wel samenwerken (<http://pespmc1.vub.ac.be/PRISDIL.html>). Daarbij is het ook Pareto suboptimaal dat wil zeggen dat het mogelijk is dat een actor zijn positie kan verbeteren zonder dat de positie van de andere actor verslechtert. Niet samenwerken is Pareto suboptimaal omdat beide staten hogere uitbetalingen realiseren wanneer zij samenwerken dan wanneer zij niet samenwerken. Dat *Prisoner's Dilemma* is ook een Nash evenwicht: geen enkele actor ontvangt een prikkeling om unilateraal van strategie te veranderen. Dus wil niemand samenwerken waardoor deze dynamiek de staten gevangen zet in een niet-samenwerkende en protectionistische wereld. De oplossing kan komen van internationale organisaties zoals het IMF, WTO of de G8 of G20, maar ook van een *'tit-for-tat'* beleid wat een wederzijdse strategie inhoudt. Dat wil zeggen dat elke staat de strategie speelt die een andere staat heeft gespeeld in de voorgaande onderhandelingen. Op die manier wordt samenwerking beloond en wordt misbruik gestraft (Oatley, 2012).

Wat volgt is een uiteenzetting van de belangrijkste institutie om samenwerking te bevorderen en *'currency wars'* te vermijden. Ian Bremmer verduidelijkt in zijn boek *'The G-Zero'* dat de wereld in een verschillende plooi kan vallen: een van conflict of

een van samenwerking. Ik hoop dat zijn conflictvisie het niet zal halen en daarom zet ik mijn visie over samenwerking via informele instellingen, met name de G2, uiteen (figuur 3) (Bremmer, 2012).



Bron: The G-Zero World

5.1 Structuur van de internationale samenwerking

'Currency wars' en globale onevenwichten zijn een mondiaal probleem. Dit vereist dus een mondiale oplossing. De nationale soevereiniteit van staten zwakt dit echter af waardoor staten de neiging hebben geen externe dwingende regelgeving te aanvaarden. 'Currency wars' zijn daarbij een *'beggar-thy-neighbor'* waarbij ze als doel hebben economische winst te halen op de kap van een ander. Daarom moet mondiale samenwerking zulke beleidsdaden vermijden (Frieden, Pettis, Rodrik en Zedillo, 2012). Zoals al eerder aangehaald, zijn er twee kwesties die we in het hoofd moeten houden: de QE die de dollar verlaagt en de onderwaardering van de RMB.

Muntonderwaardering en devaluatie zijn vormen van een mercantilistische politiek met als doel economisch voordeel te halen op andere staten. Dit is voornamelijk een oud zeer bij China en Oost-Azië in het geheel en nu ook bij de VS, die dat alleen doen om hun groei te versnellen. Japan startte deze politiek reeds bij zijn industrialisering in de jaren 1960 (Pettis, 2013). Hier is een oplossing via mondiale samenwerking vereist. Internationale samenwerking is omwille van het *'prisoner's dilemma'* echter niet vanzelfsprekend daarom zijn er enkele principes die staten aannemen om aan global governance te doen. Staten moeten er belang bij hebben en een reden waarom ze willen samenwerken op internationaal niveau, en bij *'beggar-thy-neighbor'* – problemen zoals de *'currency wars'* is dat het geval.

5.1.1 De G2 of de G5?

Zoals gezegd bestond er in de jaren 1980 een dergelijk conflict. Toen waren er ook mondiale onevenwichten: de VS had het grootste handelstekort en Duitsland en Japan de grootste handelsoverschotten. Deze onevenwichten waren wel maar een fractie van de onevenwichten vandaag. Zo was het handelsoverschot van Japan amper 40 procent van het handelsoverschot dat China vandaag heeft. Japan en Duitsland voerden als

reactie een restrictief beleid om hun overschotten af te bouwen waardoor er kapitaalstromen gingen naar de VS vanuit beide landen die zo het handelstekort van de VS financierden. De Amerikaanse schuld bij beide landen steeg, en om kapitaal aan te trekken moest de rentevoet hoger zijn dan de rentevoet van Japan of Duitsland. Dit zorgde voor een opwaartse beweging van de dollar, wat op zijn beurt leidde tot protectionisme vanwege een daling van de competitiviteit van de VS. Al vlug kwamen de Duitse mark en de Japanse yen onder vuur als ondergewaardeerde munten met voornamelijk 'Japan Bashing' als politieke retoriek. Daarom werd er gezocht naar een oplossing. De ministers van financiën van de G5 kwamen in 1985 samen in het Plaza Hotel van New York waar ze de kwestie bespraken. Na openlijke druk van de Reagan administratie in 'talking the dollar down' - een succes van het dollarwapen - kwamen ze tot een politiek akkoord: de dollar zou worden gedevalueerd door marktinterventies vis-à-vis de yen en de Duitse mark. In 1987 was de dollar 40 procent van zijn waarde kwijt waardoor er werd geopperd om de wisselkoersen te stabiliseren. Dit leidde tot het Louvre Akkoord waarin de protagonisten er zich toe verbonden om aanpassingen door te voeren in hun politiek-economische structuur. De VS beloofde zijn deficits te verlagen en lage inflatie na te streven terwijl Duitsland en Japan hun surplus zouden afbouwen en de interne vraag zouden aanwakkeren. Maar de akkoorden botsten op interne weerstand van belangengroepen en consumenten waardoor het wachten was op de beursneergang van 1987 om veranderingen door te voeren. De VS wilden de aanpassingslast doorschuiven naar Japan en Duitsland die dat tegenhielden en de VS onder druk zette, om hun huis op orde te krijgen. Dit is een klassiek voorbeeld van hoe de VS via het dollarwapen de 'power to defect' heeft voor zijn aanpassingslast (Oatley, 2012).

Met de Grote Recessie gebeurde er iets gelijkaardigs: de VS wilde via zijn dollarwapen de aanpassingslast doorschuiven naar voornamelijk China die dat tegenhield. Maar er zijn verschillen: zo waren Japan en Duitsland bondgenoten van de VS en kapitalistische en democratische staten, waardoor beide staten bereidwillig waren om te revalueren (Garrett, 2010). China is dat niet. Om tot een betere verstandhouding te komen richtte, Clinton en Geithner tezamen met Qishan en Bingguo de 'Strategic and Economic Dialogue' op die de relaties vormgeeft als een soort G2. De G2 is voor de VS het teken dat China zijn verantwoordelijkheid moet opnemen op de internationale scène, vooral om te herbalanceren in de onderlinge relaties. Het is via dit forum dat de VS China onderdruk zette om zijn wisselkoers aan te passen met uitspraken van Geithner dat China een muntmanipulator zou zijn, wat dan werd tegengesproken door Obama zelf. De schuld leggen bij China was gemakkelijker dan het verhogen van de belastingen en besparingen bij de overheidssector besparen, een beweging in de 'power to defect' dus. Amerikaanse consumenten wilden verder ook niet inbinden in hun levensstandaard, wat een verlaging van de dollar en herbalancering wel tot doel hebben (Friedberg, 2010). De retoriek leidde vervolgens tot protectionistische tendensen in de VS voor Chinese banden wat op zijn beurt leidde tot tegenmaatregelen langs Chinese zijde die dumpingpraktijken van Amerikaanse kippen en autodelen voor de WTO wilden brengen. China bezweek ook niet voor de druk want een hogere revaluatie zou politieke en sociale onrust veroorzaken. Zijn beschikbare reserves verhoogde deze kans om het dollarwapen te weerstaan. Vooral de exportsector zou verliezen met een sterkere yuan. Als tegenzet beschouwde China dat QE en het soepel monetair beleid van de VS de wereldeconomie meer destabiliseerde dan de Chinese ontwikkelingspolitiek. De VS verdedigde dan weer zijn soepel monetair beleid: het

diende enkel voor binnenlandse doelstellingen. Maar China ging nog verder en stelde de dollar als wereldreservemunt in vraag en wilde daarvan weg (Walter, 2010). Algemeen beschouwd wordt deze beweging van China gezien als een manier om tijd te kopen om zelf zijn interne aanpassingen door te voeren. China is er namelijk voor beducht dat QE de dollar verlaagt en zo de waarde van zijn *Treasury bills* in waarde vermindert. Daarom wil China dat de waarde van de dollar stabiel blijft (Glosny, 2010). Het zou ook kunnen dat China ooit eens zijn dollarpapieren zal dumpen om zo het dollarsysteem ten val te brengen, maar daarmee zou China zichzelf in de voet schieten en zelf veel verliezen slikken.

China staat niet te springen om de G2 te laten domineren. Enerzijds is dit niet in overeenstemming met zijn wens voor multipolariteit maar anderzijds heeft China niet veel andere keuze dan samen te werken met de VS, al was het maar om verdere verdachtmakingen van de VS te vermijden. De VS ziet China namelijk als een uitdager van zijn hegemonie, wat op zijn beurt niet samengaat met China's *Five Principles of Peaceful Coexistence*. Dit houdt in dat er wederzijdse respect moet bestaan voor soevereiniteit en territoriale integriteit, voor non-agressie en non-interferentie, voor gelijkheid en wederzijdse voordelen en voor vreedzame co-existentie (Mingjiang, 2011). Als de G2 wil werken, moet het zich inschakelen in de contouren van de G20 want de globale onevenwichten zijn nu eenmaal iets dat veel verder gaat dan China en de VS alleen. Een akkoord tussen China en de VS over de RMB zou op die manier enkel het conflict bij iemand anders leggen. Een akkoord tussen beiden wordt tevens bemoeilijkt door de belangen van de verhandelbare sector in beide kampen: in China is deze sector een goed draaiende machine en in Amerika is die gebaat bij een beweging naar exportgeleide groei (Levy, 2011)



Bron: The Economist

Deze cartoon weerspiegelt het overleg tussen China en de VS waarbij de Amerikanen er herhaaldelijk opwezen om de yuan te hervalueren. Maar door de massale dollarreserves die China heeft, is China eigenlijk diegene die aan de touwtjes trekt in deze relatie en dus het dollarwapen kan ontlopen.

6. De Hervorming van het Internationaal Monetair Systeem

In deze masterproef wordt geargumenteed dat valutaoorlogen een zeldzaam fenomeen zijn in de internationale betrekkingen. In deze valutaoorlogen zoomen we in op het conflict tussen de VS en China. Daarbij heeft de VS een crisis te verduren gekregen en zoekt het land naar een ander ontwikkelingsmodel. Een eerste stap is de dollar te verlagen wat ten voordele is van de exportsector. Het heeft daarom China bijna gebrandmerkt als muntmanipulator. De Chinezen zijn echter de grootste importmarkt voor de Amerikanen waardoor een win-winsituatie lijkt om te slaan want de Chinezen hebben zelf problemen om hun exportmodel om te zetten naar meer groei gesteund op consumptie. Een van de factoren die het schuldenprobleem van de VS hebben gecreëerd is de accumulatie van *'Treasury bills'* door onder andere China. De dollar als wereldreservemunt ligt aan de bron daarvan. Bovendien opperde de gouverneur van de PBOC voor een ander IMS. Daarom wordt hier een scenario uiteengezet voor een ander en fairder IMS om in de toekomst excessen zoals reserves en valutaoorlogen te vermijden. Zo wordt de behoefte om dollars te accumuleren weggenomen en wordt de disciplinerende werking van de markt voor de VS aangewakkerd. Hoe ziet het hedendaagse IMS eruit? En hoe kunnen we dit eerlijker maken?

6.1 Het dollarsysteem

Het hedendaagse internationaal monetair systeem fungeert rond de dollar met zwevende wisselkoersen. Dit systeem is echter asymmetrisch: een overvloed aan dollars in het systeem zorgt er voor dat er een misallocatie van handel en arbeid gebeurt in de wereld. Het risico op kapitaalvlucht neemt hierdoor ook toe (Fiorentini en Montani, 2010).

Het dollarsysteem is een *hegemonisch* systeem rond de VS want deze heeft de grootste economische en militaire macht die de kosten betaalt voor een open liberale economische wereldorde. De VS bestuurt namelijk dit systeem via zijn monetaire macht en de VS bepaalt ook de ideeën en ideologieën achter het systeem (Drezner, 2008). Het leiderschap van een munt in het internationaal monetair systeem wordt bepaald door conservatief monetair beleid en door de geloofwaardigheid van de overheid, die beïnvloed worden door de sterkte van de nationale economische instituties.

De status van het land als supermacht bepaalt of zijn munt de internationale reservemunt wordt of niet. Wij kijken daarvoor naar economische parameters. De VS is de grootste economie ter wereld, heeft de grootste en meest liquide financiële markten, en heeft het voordeel van inertie: de voorkeur van andere actoren om de dollar te gebruiken bepaalt ook jouw voorkeur om de dollar te gebruiken. De Bank voor Internationale Betalingen (BIB) heeft uitgerekend dat 85% van alle internationale transacties gebeuren in dollars, dat 45% van alle schuldobligaties gedenomineerd worden in dollars en dat 61% van alle buitenlandse reserves in dollars zijn uitgedrukt. Verder wordt de oliemarkt of de markt voor grondstoffen ook gedenomineerd in dollars. Dit zorgt ervoor dat actoren niet zo snel zullen veranderen ten nadele van de dollar (Eichengreen, 2011).

De dollardominantie helpt de Amerikaanse bedrijven en consumenten de kosten te ontlopen om internationale transacties uit te voeren in buitenlandse munten. Het biedt

de Amerikaanse bedrijven zelfs de kans om schuld uit te vaardigen aan redelijke lage ratio's en zonder wisselkoersrisico. De Amerikaanse overheid heeft daardoor het voordeel dat de intrestvoet op de *'Treasury bills'* redelijk laag blijft, terwijl de rest van de wereld geniet van verminderde transactiekosten want de dollar vergemakkelijkt de handel tussen munten. Er zijn echter wel kosten verbonden aan de dollar: zo fungeert de dollar als safe haven tijdens crises waardoor de waarde van de dollar wordt opgewaardeerd. Dit zorgt voor kopzorgen voor de competitiviteit van de VS. Er zijn ook zorgen voor de dollar als investering aangezien de waarde van de dollar volatiel is (Chinn en Frankell, 2008).

Er moet gezocht worden naar alternatieve systemen want de schuldgraad van de VS is onhoudbaar geworden. Om een wereldreservemunt te worden moet het land voldoende diepe, liquide en stabiel financiële markten hebben met een open kapitaalrekening (Astrow, 2012). Deze financiële markten moeten beschermd worden door een sterke financiële wetgeving in het algemeen en eigendomsrechten in het bijzonder.

Hier volgen drie verschillende scenario's hoe het internationaal monetair systeem het best zou veranderen naar een symmetrisch systeem. Dit is noodzakelijk om fenomenen zoals de *'currency wars'* te vermijden. Ook wordt er stilgestaan bij de functie van goud als anker voor het monetair systeem.

6.1.1 Herstel en Verbeter

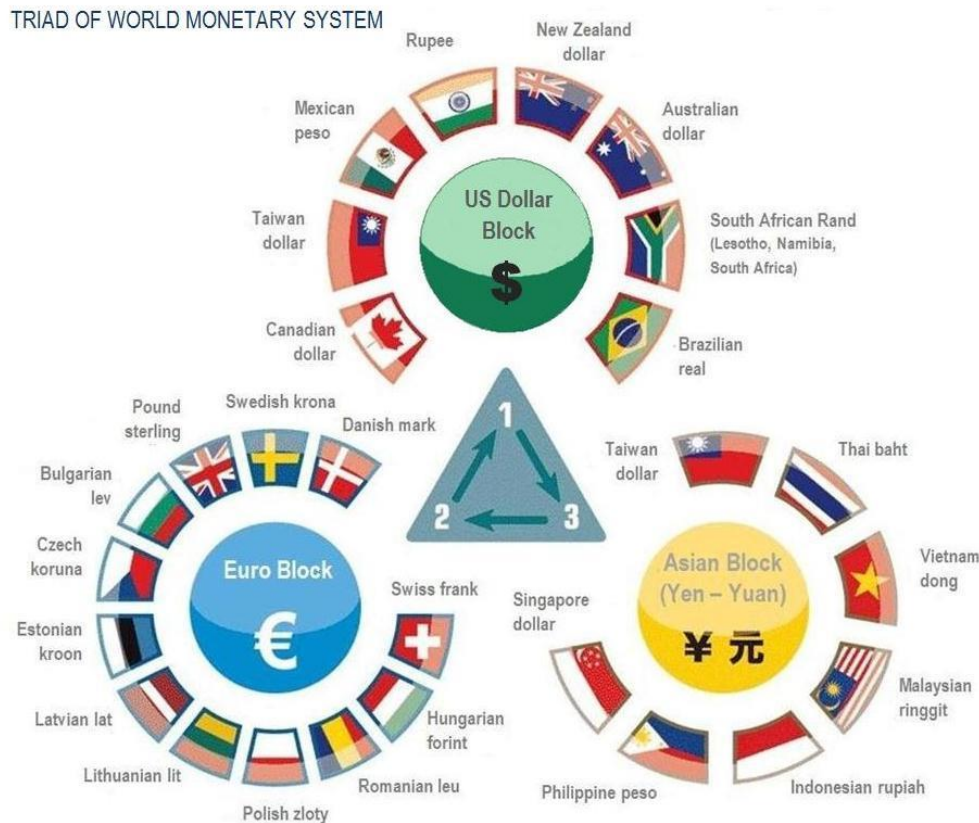
Volgens dit scenario worden enkele hervormingen doorgevoerd die het internationaal monetair systeem moeten verbeteren. Dit gaat over vier zaken. Ten eerste houdt dit beter toezicht in. Ten tweede moeten de wisselkoersen worden hervormd, voornamelijk diegene die een vaste wisselkoers hebben. Ten derde moeten er verbeterde internationale liquiditeitsfaciliteiten komen die gepaard gaan met interne hervormingen. Ten vierde moeten er regionale initiatieven komen zoals de euro en de Europese Monetaire Unie (EMU) en het Chiang Mai Initiatieve (CMI) die het internationaal monetair systeem verbeteren. Hier blijft de dollar de nummer één en blijven de yuan en de euro marginaal (Angeloni et al, 2011).

China behoudt zijn *'managed float'* en zijn kapitaalcontroles en de internationalisering van de yuan blijft gradueel verlopen. Het internationaal financieel veiligheidsnet wordt multilateraal. Dit impliceert een aantal zaken zoals een versterking van het IMF voor contra-cyclische doelen en een verbeterde samenwerking tussen multilaterale en regionale organisaties. Dit betekent ook meer swap akkoorden tussen centrale banken en een hogere de SDR – allocatie. Accumulatie van reserves blijft echter wijdverspreid in dit scenario (Angeloni et al, 2011). Multilaterale surveillantie wordt verbeterd om meer beleidsdomeinen te beslaan zoals kapitaalcontroles. Vervolgens steunt de G20 het IMF toezichtstelsel waardoor politieke samenwerking wordt versterkt. Dit is de weg die nu door de G20 meetings wordt bewandeld na de recessie.

6.1.2 Multipolair Monetair Systeem

Volgens dit scenario zal het internationaal systeem naar een multipolair systeem evolueren. Dit gebeurt omdat de wereld ook multipolair is geworden met de dollar als

primus inter pares, wat versterkt wordt door de vlucht in de dollar als ‘safe haven’ tijdens de crisis (Eichengreen, 2012). Het interbellum is hier het voorbeeld bij uitstek toen verschillende munten op ongeveer dezelfde hoogte stonden, namelijk de dollar en het pond-sterling. Vandaag zouden we dan evolueren naar de regionale muntblokken van de yuan-yen, de euro en de dollar met de dollar als *primus inter pares* (figuur 2).



Bron: <<http://mobile.theasset.com/inside.php?tid=20716>>

Het gevaar hierbij bestaat er echter wel in dat er geen echt anker is waardoor de financiële markten meer volatiel en onstabiel zouden zijn. Echter, de ontwikkeling van concurrenten voor de dollar kan de VS de discipline opleggen voor zijn economisch beleid en verhinderen dat het land nog gebruik maakt van zijn exorbitante privilege om grote handelstekorten op te bouwen (Grimes, 2009). Dit scenario kan ook regionale handelsblokken in de hand werken. Dit scenario is nu op de voorgrond getreden omdat de landen van Oost-Azië nu al meer de yuan volgen dan welke ander munt ook. Het Oost-Aziatisch handelsblok is naast het Europese en het Amerikaanse dus een feit als we enkel de muntblokken beschouwen (Subramanian en Kessler, 2012). Een internationaal monetair systeem gebaseerd op verschillende munten kan echter de spanningen verlichten die nu aanwezig zijn in het systeem en zal ook zorgen voor meer stabiliteit. Dit systeem wordt gedreven door beleidskeuzes en marktwerkende krachten en is congruent met economische multipolariteit (Angeloni et al, 2011).

Alles wordt echter bepaald door muntleiderschap en dat leiderschap bevoordeelt een conservatief monetair beleid dat geloofwaardig is en dat stevig gesteund wordt door binnenlandse politieke en economische instituties. Volgerschap ontstaat wanneer de nationale munt opereert als anker, vehikel en investeringsmunt voor internationale

transacties. Andrew Walter onderscheidt een aantal redenen waarom landen een munt volgen als internationale munt (Walter, 2006). Ten eerste volgen zij de munt van een land omdat het economisch groot is, omdat het veel handel voert met het land of omdat het een surplus heeft op de lopende rekening. Deze factor in acht genomen, beantwoordt China en dus de yuan hieraan. De Europese Unie als geheel beantwoordt hier ook aan maar heeft in aggregaat geen surplus op de lopende rekening (Pettis, 2013). Ten tweede volgen landen een nationale munt als het diepe, stabiele financiële markten heeft. Hier past de Europese Unie in het rijtje maar niet China. China heeft relatief gezien nog onderontwikkelde financiële markten. Ten derde volgen landen een ankerpunt omwille van internationale veiligheidsrelaties. China is niet afhankelijk van de VS voor zijn veiligheid, de EU wel maar dan via de NAVO. Een beter voorbeeld in dit opzicht is de relatie van de VS met Japan dat volledig afhankelijk van de VS is voor zijn veiligheid. En een vierde reden voor het volgen van een nationale munt is een geloofwaardig (conservatief) monetair beleid. In crisistijd geldt deze reden echter niet aangezien de rente in de EU heel laag staat maar voor China geldt het omgekeerde want deze heeft moeite om zeepbellen te vermijden. De dollar wordt dus uitgedaagd door twee landen of regio's met elk hun munt die een hele schare volgers hebben. De VS heeft immers zijn privilege dat de dollar geeft, misbruikt, waardoor het land dus wordt uitgedaagd door de euro en de yuan (Walter, 2006). Waarom wil een staat nu een munt internationaal maken? Wat zijn met andere woorden de belangen achter een internationale munt?

Banken en andere financiële instellingen willen de munt internationaal maken omwille van '*denomination rents*' ofwel hogere winst die ze krijgen door het uitgeven van monetaire passiva wanneer de munt internationaal wordt gevraagd. Internationale bedrijven zijn een tweede groep die een munt internationaal willen maken. De transactiekosten die gepaard gaan met het verhandelen van munten gaan naar beneden en daarom winnen zij daarbij. Bedrijven die winst maken met het verhandelen van munten, '*hedging*' en financiële arbitrage, zijn omwille van deze reden tegen. De overheid is hier ook bij gebaat want een internationale munt verhoogt het internationaal prestige en de '*seigniorage*' die rechtstreeks naar de overheid gaat. De binnenlandse financiële markten moeten wel voldoende diep en ontwikkeld zijn om een internationale munt uit te vaardigen en het beleid moet er twee factoren bij nemen. Enerzijds vermindert het de macro-economische bewegingsvrijheid want een internationale munt verhoogt het risico op valutacrisis waardoor de overheid de stabiliteit van de munt moet waarborgen. Een valutacrisis is niet goed voor binnenlandse en internationale bedrijven die floreren bij de stabiele waarde van de munt. En anderzijds is een internationale munt dikwijls overgewaardeerd, wat niet goed is voor de exportindustrie (Helleiner en Malkin, 2012).

6.1.3 Multilateraal Systeem/SDR

Volgens dit scenario zou het internationaal systeem gecentreerd worden rond de Special Drawing Rights (SDR), gecontroleerd door het IMF. De SDR moeten echter nog worden aangepast zodat ze vrijelijk kunnen worden gebruikt. De SDR moeten dan worden gebruikt als '*store of value*' omdat staten een deel van hun reserves willen houden in SDR-gedeneerde assets. Ook als een '*medium of exchange*' moeten SDR gebruikt worden omdat staten die handelstekorten of – overschotten hebben hun handelsbalans moeten herstellen met andere in SDR-gedeneerde instrumenten. En moeten SDRs ook als '*unit of account*' gebruikt worden aangezien het IMF zijn

‘assets en liabilities’ in SDR houdt. Amper 1 procent van de internationale reserves is echter in SDR en SDRs worden niet gebruikt door de private sector en daarom is er nood aan die hervormingen (Angeloni et al., 2011)

De waarde van SDR wordt echter bepaald door een mandje van andere munten en dat mandje kan worden veranderd door er andere munten aan toe te voegen of het gewicht van de munten in het mandje te verminderen of te verhogen. Om ervoor te zorgen dat SDR zouden slagen als wereldmunt moet het IMF zijn statuten aanpassen, zodat het kan fungeren als centrale bank van de wereld en zo SDR kan printen. De aanpassing moet zo gebeuren dat het IMF ook kan optreden als ‘*lender of last resort*’ (Rickards, 2012). Verder moet het financiële activa en markten creëren die aantrekkelijk genoeg en diep genoeg zijn, zoals de Amerikaanse. Daarvoor is er een SDR obligatiemarkt nodig, met publieke en private *assets* en een netwerk van verdelers en handelaren die de liquiditeiten kunnen verschaffen en verdelen.

Dit houdt ook in dat monetaire samenwerking een multilaterale orde uitbouwt, waarbij *assets* gedenomineerd zijn in SDR en de SDR worden uitgegeven door een wereld - centrale bank, en waar de lasten van internationale macro-economie en monetaire aanpassingen worden gedeeld (Angeloni et al., 2011). Het is deze vorm van IMS die de gouverneur van de PBOC, Zhou Xiaochuan, bepleitte tijdens en na de crisis.

Het systeem heeft echter drie nadelen: er is geen transparantie bij het drukken van geld, het duurt te lang en de VS heeft een soort veto bij het IMF (Angeloni et al., 2011). Daarvoor moet het bestuursstelsel van het IMF worden aangepast zodat de opkomende economieën meer gewicht in de schaal kunnen leggen. Dat moet gebeuren ten koste van het Westen.

6.1.4 Goud

Dat brengt ons bij het goudscenario. Goud kreeg van Keynes de benaming het ‘*barbarous relic*’ en werd vroeger al eens gebruikt: als standaard en onder het Bretton Woods – systeem. Onder beide systemen was goud de beperkende factor voor de creatie van geld. Het was daarbij onmogelijk om het geldaanbod te verhogen zonder de goudvoorraad te vergroten. Dit leidde tot een deflatoire trend omdat er maar 1.5 procent aan goud per jaar wordt gedolven. Daardoor daalden de prijzen met twee procent per jaar om in evenwicht te komen met de 3.5 procent reële groei en met de anderhalve groei van het monetaire aanbod. China heeft zo ook al een gooi gedaan naar het goud (Rickards, 2012). Zo heeft het land goud-yuan markten gecreëerd zodat Chinese investeerders goud kunnen kopen met yuans en het geeft offshore RMB ook echte koopkracht. Wat volgt is een overzicht over de functies van goud in het internationaal monetaire systeem.

6.1.4.1 Voordelen en nadelen van het goud

Goud heeft vier voordelen en een nadeel. Ten eerste kan goud niet gedevalueerd worden en behoort het niet tot de passiva van een land waardoor er geen risico bestaat dat een land failliet gaat. Ten tweede wordt goud aantrekkelijker als het internationaal monetaire systeem in vraag wordt gesteld, wanneer inflatieverwachtingen hoog zijn of wanneer er veel volatiliteit is tussen de wisselkoersen van de belangrijkste munten.

Dat is dan ook vandaag de situatie waardoor de prijs van het goud is gestegen, want het fungeert op zulke momenten als safe haven. Ten derde vermindert goud het Triffindilemma omdat reserves kunnen worden opgebouwd zonder dat een ander land schuld moet laten ophopen. Het Triffindilemma is het dilemma dat de VS heeft onder het Bretton Woodssysteem als voorziener van internationale reserves in dollar en de verplichting om de dollar tegen een vaste prijs in goud om te zetten. Het aantal dollars in circulatie oversteeg namelijk het aanbod aan goud in de VS. Daarom moesten de VS hun handelstekorten verminderen en de rentevoeten laten stijgen om weer dollars aan te trekken in eigen land. Ten vierde disciplineert goud de creatie van geld waardoor het de inflatie onder controle houdt. Het geldaanbod kan immers enkel groeien wanneer het goudaanbod toeneemt. Het nadeel is echter dat dit systeem zeer rigide is en er een zekere flexibiliteit nodig is ten tijde van crises (Astrow, 2012).

Wanneer goud gebruikt wordt als monetair anker dan heeft het een sterk voordeel: het onderdrukt inflatoire druk omdat de centrale bank niet ongelimiteerd geld kan bijdrukken. Het heeft echter ook kosten. Enerzijds is de prijs van goud volatiel door de markten en anderzijds controleert geen enkele instantie het goud. Hierdoor is goud een doel voor speculatie waardoor de prijs snel kan stijgen of dalen of is de prijs moeilijk te controleren door een centrale bank omdat goud wordt verhandeld (Ruogu, 2009). Daarom is een terugkeer naar de goudstandaard echt een *'barbarous relic'*: het kan immers de prijs van het goud oppompen terwijl restricties op het geldaanbod voor deflatie kunnen zorgen. Daardoor is het ook niet echt praktisch.

Vandaag wordt goud ook gebruikt als *'hedge'* of als safe haven, voornamelijk door de centrale banken van opkomende economieën. Dit doen ze om te diversifiëren weg van de dollar of om zich te beschermen tegen muntspeculatie (Astrow, 2012). Het goud heeft echter een nadeel: het genereert geen rente. Het heeft ook de eigenschap als safe haven waardoor de prijs stijgt ten tijde van crises. Hierdoor is goud contra-cyclisch en kan het fungeren als *'hedge'* tegen risico's en financiële besmetting. Dit is de functie die goud geniet in tijden van volatiliteit en onzekerheid.

Maar de voornaamste rol die goud vandaag heeft, is die van onderpand. Hiermee wordt bedoeld dat het transacties van handelaars als waarborg ondersteunt. Banken houden goud ook op deze manier wanneer ze lenen aan elkaar (Astrow, 2012).

7. Besluit

De Grote Recessie die veroorzaakt werd door te lakse regulering van de financiële markten, heeft wonden geslagen. De Amerikaanse hegemonie is in verval terwijl de Chinese productiemachine zijn opmars verderzet. Dat was het sein voor de VS om het om een andere boeg te gooien: een reddingsoperatie, soepel monetair beleid en QE moesten de Amerikaanse economie terug aanzwengelen. QE dat voornamelijk voor interne redenen werd gebruikt, heeft enkele neveneffecten: het verlaagt namelijk de dollar in waarde op een directe en indirecte manier – het passieve dollarwapen - en zorgt voor ‘hot money’ voor andere landen. Dat houdt in dat kapitaalstromen aan financiële arbitrage doen naar landen met een hogere rentevoet om zo een hogere winst te bekomen. Mijn casus focust zich op China. China dat kapitaalcontroles toepast, ondergaat minder sterke effecten van de ‘hot money’. De kapitaalstromen hebben namelijk een appreciërende tendens voor de munt, maar China intervenueert om de yuan laag te houden. Dit zorgt voor een valutaoorlog want een verlaging van de dollar zorgt voor een verlaging van de yuan. Maar er zijn nog neveneffecten voor China: de kapitaalstromen zorgen namelijk voor extra inflatie in een oververhitte en onstabiele politieke-economie. Om dat tegen te gaan steriliseert de PBOC de monetaire input door de monetaire basis gelijk te houden en de yuan competitief te houden via sterilisatie. Daardoor worden Chinese banken verplicht om staatsobligaties op te kopen, wat in verlies resulteert. Daarom worden deze banken verplicht hun reservevereisten te verhogen.

Het conflict tussen de VS en China is echter al ouder. Zo werd China al voor de crisis onder vuur genomen door het Amerikaanse Congres voor zijn ondergewaardeerde munt en zijn buitenlandse reserves. Tussen 2005 en 2011 apprecieerde de RMB 35 procent maar de reële wisselkoers daalde met 40 procent. Na de Grote Recessie zorgde dit voor een protectionistische tendens in de VS en gaf het hen redenen om China te brandmerken als muntmanipulator wat verboden is in de Artikelen van het IMF. De voorstellen raakten echter niet door beide kamers waardoor president Obama dit nooit moest behandelen. Obama moest echter wel een brandje blussen nadat minister van financiën Geithner China een muntmanipulator noemde. QE zorgt dus voor deze protectionistische tendens omdat het de verhandelbare goederensector competitiever maakt ten opzichte van de Chinezen. Het groeiemodel van de VS is immers gedateerd: dat was afhankelijk van consumptie en het aangaan van schuld maar moet nu verder via exportgeleide groei en investeringen. Een zwakkere munt is hier in het belang van de exportsector maar zal de consumenten pijn doen. Ook China zal intern moeten herbalanceren naar meer groei via consumptie omdat de Chinese economie oververhit is geraakt, maar ook omdat de twee belangrijkste afzetmarkten van China, de VS en Europa, met eigen problemen te kampen hebben zodat de vraag naar Chinese producten is afgenomen. Een sterkere munt kan daarbij in het belang zijn van dat consumptiemodel want dat verhoogt de koopkracht. QE moet dan ook worden gezien als het dollarwapen van de VS om de aanpassingslast aan China op te leggen en tijd te winnen om te herindustrialiseren, waarvan QE een eerste stap zijn. China weerstaat dit echter, dankzij zijn buitenlandse reserves maar ook door zijn berg aan Amerikaanse schuld. Deze berg Amerikaanse schuld zorgt voor een machtsmiddel in het IMS want als China deze dumpst, is dat systeem voorbij China is tevens beducht voor de instabiliteit van de dollar, vooral door de waarde van zijn buitenlandse schuld. Daarom wil China af van het dollargecentreerde systeem.

Dat vormt dan ook een alternatieve oplossing voor de valutaoorlog tussen China en de VS. Als men het IMS hervormt naar een multipolair systeem dat een weerspiegeling is van economische multipolariteit, dan zorgt men ervoor dat de VS niet meer excessief gefinancierd zal worden voor zijn consumptie via het buitenland en dat het buitenland minder nood zal hebben om *'Treasury bills'* te accumuleren. Een IMS gecentreerd rond de SDR is echter een utopie omdat staten niet de macht zullen afstaan om dit te verwezenlijken. De uitspraken van China om weg te gaan van het dollarsysteem en naar SDR over te schakelen hebben voornamelijk als doel zijn buitenlandse - voornamelijk dollar - reserves te diversifiëren naar euro's maar ook om zijn eigen munt internationaal te maken. Een oplossing voor de valutaoorlog en voor de mondiale onevenwichten zal er echter moeten komen via internationale economische samenwerking. Dat is niet gemakkelijk door het *'prisoner's dilemma'* waarbij het beter is om niet samen te werken dan wel samen te werken. Daarom werd de G2 opgericht, maar daar staat China wantrouwig tegenover omdat China nog niet de verantwoordelijkheid wil dragen die een supermacht heeft op de internationale scene. De G20 is tevens beter geplaatst om dit te schragen want voor China is dit het forum bij uitstek om zijn visie van multipolariteit uit te dragen. Ook is de G20 beter dan de G2 omdat de kwestie van de *'global imbalances'* verdergaat dan de VS en China. Bovendien, zelfs als er wordt gewerkt vanuit dit forum dan nog is een mogelijk akkoord tussen beide protagonisten zoals het Plaza of Louvre Akkoord utopisch omwille van interne redenen van belangengroepen en omdat China en de VS ook qua bestel elkaars tegengestelde zijn. Beide akkoorden werden tenslotte gesloten tussen bondgenoten, wat de VS en China allesbehalve zijn. In tegendeel, China wordt door de Amerikaanse politieke klasse gezien als de uitdager van zijn mondiale macht wat dus een akkoord extra moeilijk maakt.

8. Bibliografie:

Boeken:

1. Andrews, D.M. (ed.), *International Monetary Power*, Cornell University Press, Ithaca en Londen, 2006
2. Angeloni, I., Bénassy-Quéré, A., Carton, B., Darvas, Z., Destais, C., Pisani-Ferry, J., Sapir, A. en Vallée, S. *Global Currencies for Tomorrow: A European Perspective*, Bruegel Blueprint, 2011
3. Bhalla, S.S., *Devaluing to Prosperity. Misaligned Currencies and their Growth Consequences*, Peterson Institute for International Economics, Washington DC., 2012
4. Bremmer, I. *Every Nation for Itself. Winners and Losers in a G-Zero World*, Londen, Penguin, 2012
5. Dadush, U. en Eidelman, V. *Currency Wars*, Carnegie Endowment for International Peace, 2011
6. Eichengreen, B. *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*. Oxford University Press, 2011
7. Gilpin, R. *Global Political Economy: Understanding the International Economic Order*, Princeton, Princeton University Press, 2001
8. Grimes, W.W., *Currency and Contest in East Asia. The Great Power Politics of Financial Regionalism*, Cornell University Press, Ithaca en Londen, 2009
9. Jeanne, O., Subramanian, A. en Williamson, J. *Who Needs to Open the Capital Account*, Peterson Institute for International Economics, 2012
10. Pettis, M. *The Great Rebalancing. Trade, Conflict, and the Perilous Road Ahead for the World Economy*, Princeton University Press, 2013
11. Oatley, T. *International Political Economy*, Amsterdam, Longman: Pearson International, 2012
12. Rickards, J. *Currency Wars: The Making of the Next Global Crisis*, Portfolio Trade, 2012
13. Roach, S. *Unbalanced. The Codependency of America and China*, Yale University Press, New Haven and London, 2014
14. Roubini, N. en Mihm, S. *Crisiseconomie: Over de Toekomst van het Financieel Beleid*, Amsterdam, Nieuwezijds, 2011 (vertaling)
15. Schoors, K. en Peersman, G. *De Perfecte Storm. Hoe de economische crisis de wereld overviel en vooral: hoe we eruit geraken.*, Borgerhoff en Lamberigts, 2012
16. Teunissen, J.J en Akkerman, A. (eds.) *Global Imbalances and the US Debt Problem - Should Developing Countries Support the US Dollar?* Fondad, Den Haag, 2006
17. Teunissen, J.J. en Akkerman, A. (eds.) *Global Imbalances and Developing Countries. Remedies for a Failing Financial System*, Fondad, Den Haag, 2007
18. Uzan, M. (ed.) *Building an International Monetary and Financial System for the 21st Century: Agenda for Reform*, Reinventing Bretton Woods Committee, New York, 2009

19. Van Poeck, A. Economische Politiek. Principes en Ervaringen, Garant, Antwerpen-Apeldoorn, 2007

Wetenschappelijke artikels:

1. Blinder, A.S. Quantitative Easing: Entrance and Exit Strategies, In: Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 2010, pp. 465-478
2. Bonatti, L. en Fracasso, A. Global rebalancing and the Future of the Sino-American Codependency, In: China and the World Economy, vol 18, no 4, 2010, pp. 70-87
3. Brahmabhatt, M. , Canuto, O. en Ghosh, S. Currency Wars Yesterday and Today, World Bank, no 43, 2010, pp. 1-6
4. Cheung, Y.W., en Qiang, X., Hoarding of International Reserves: Mrs Machlup's Wardrobe and the Joneses, In: Review of International Economics, 17, 4, 2009, pp. 824-843
5. Chinn, M. en Frankell, J. Why the Euro will Rival the Dollar, In: International Finance, vol 11, issue 1, 49 p.
6. Corsetti, G. en Pesenti, P. International Dimensions of Optimal Monetary Policy, In: Federal Reserve Bank of New York, 34 p.
7. Drezner, D. W. Will Currency follow the Flag?, In: International Relations of Asia-Pacific, vol. 10, 2010, pp. 389-414
8. Fawley, B.W. en Neely, C.J. Four Stories of Quantitative Easing, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, vol. 95, no. 1, 2013, pp. 51-88
9. Fiorentini, R. en Montani, G. Global Imbalances and the Transition to a Symmetric World Monetary System, In: Perspectives on Federalism, vol. 2, issue 1, 2010, pp. 1-42
10. Friedberg, A.L. Implications of the Financial Crisis for the US-China Rivalry, In: Survival: Global Politics and Strategy, 52:4, 2010, pp. 31-54
11. Fujiware, N., Sudo, N. en Teranishi, Y. The Zero Lower Bound and Monetary Policy in the Global Economy: A Simple Analytical Investigation, In: Bank of Japan, 2010, pp. 103-134
12. Garnett, G. G2 in G20: China, and the United States and the World after the Global Financial Crisis, In: Global Policy, vol. 1, issue 1, 2010, pp. 29-39
13. Glosny, M.A. China and the BRICS: a Real (But Limited) Partnership in a Unipolar World, In: Polity, vol 42, no 1, 2010, pp. 100-129
14. Helleiner, E. en Malkin, A. Sectoral Interests of Global Money: Renminbis, Dollars and the Domestic Foundations of International Currency Policy, In: Open Econ Review, 23, 2012, pp. 33-55
15. Jach, K. The Concept of Currency Wars in the Global Economy. Observations of Renminbis, American Dollars and Euros, In: Horyzonty Polityki, vol 4, no 7, 2013, pp. 175-191
16. Joyce, M, Miles, D., Scott, A. en Vayanos, D. Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy – An Introduction, In: The Economic Journal 122, 2012, pp. 271-288
17. King, M. Global Imbalances: The Perspective of the Bank of England, In: Banque de France-Financial Stability Review, no. 15, 2011, pp. 73-80

18. Lutsyshyn, Z. en Reznikova, N. Competitive Devaluations in Currency Wars: Financial Projections of Neo-Protectionism, In: IEP, no 19, 2013, pp. 47-62
19. Wade, R. From Global Imbalances to Global Reorganizations, In: Cambridge Journal of Economics, 33, 2009, pp. 539-562
20. Walter, A. Global Economic Governance After the Crisis: The G2, The G20, and Global Imbalances, memosa
21. Woods, N. Global Governance after the Financial Crisis: A New Multilateralism or the Last Gasp of the Great Powers, In: Global Policy, Vol. 1, no. 1, 2010

Working Papers, Discussion Papers, Conference Papers, Policy Papers en Reports:

1. Alesina, A. en Grilli, V. The Political Economy of Capital Controls, NBER Working Paper, 1993
2. Astrow, A. Gold and the International Monetary System, A Report by the Chatham House Gold Taskforce, 2012
3. Atiyas, I., Bery, S., Dervis, K., Drysdale, P., Frischtak, C. R., Guerrieri, P., Guriev, S., Haley, J., Keyman, E. F., Kharas, H., Kiguel, M., Kohn, D., Lim, W., Mistral, J., Okubo, Y., Ortiz, G., Pisani-Ferry, J., Romani, M., Shome, P., Stern, N., Tsyvinski, A., Wolff, P., Yu, Q. Think Tank 20: New Challenges for the Global Economy, New Uncertainties for the G-20, 2012
4. Bergsten, F. Currency Wars, The Economy of the United States and Reform of the International Monetary System, Stavros Niarchos Foundation Lecture, 2013
5. Bergsten, F. en Gagnon, J.E. Currency Manipulation, the US economy and the Global Economic Order, Peterson Institute of International Economy, Policy Brief, 2012
6. Bernanke, B. Rebalancing the Global Recovery, 6th European Central Bank Central Banking Conference, 2010
7. Blanchard, O., Hagan, S., Thvari, S., en Vinals, J. Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows: An Institutional View, IMF Working Paper, 2012
8. Bonatti, L. en Fracasso, A. The Evolution of the Sino-American Co-dependency: Modelling a Regime Switch in a Growth Setting, University of Trento working paper, 2009
9. Brockmeijer, J., Marston, D., Ostry, J.D. Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows, IMF Working Paper, 2012
10. Buirra, A. en Abeles, M. IMF and the Adjustment of Global Imbalances, G24 Technical Group Meeting, Geneva, 2006
11. Cline, W. R. en Williamson, J. Currency Wars?, Peterson Institute for International Economics Policy Brief, 2012
12. Copelovitch, M.S. en Pevehouse, J.C., 'Currency Wars' by Other Means? Exchange Rates and GATT/WTO Dispute Initiation, 5th Annual Meeting of the International Political Economy Society, 2010

13. Cripps, F., Izurieta, A. en Singj, A., Global Imbalances, Under-Consumption and Overborrowing: The State of the World Economy and Future Policies, Centre for Business Research, 2011
14. Darvas, Z. en Pisani-Ferry, J. The Threat of ‘Currency Wars’: A European Perspective, Bruegel Policy Contribution, 2010
15. Dooley, M.P., Folkert-Landau, D. en Garber, P.M. Bretton Woods II still defines the International Monetary System, National Bureau of Economic Research Working Paper, 2009
16. Dorrucchi, E. en McKay, J., The International Monetary System after the Financial Crisis, ECB occasional paper, 2011
17. Ehrmann, M. en Fratzscher, M. Global Financial Transmission of Monetary Policy Shocks, CESifo working paper, 2006
18. Eichengreen, B. Currency War or International Policy Coordination?, memosa
19. Eichengreen, B en Park, Y. C., Global Imbalances and Emerging Markets, Conference on European and Asian Perspectives on Global Imbalances, 2006
20. Frieden, J., Pettis, M. Rodrik, D. en Zedillo, E. After the Fall: The Future of Global Cooperation, ICMB Geneva Report 14, Preliminary Conference Draft, 2012
21. Fullwiler, S. en Wray, R.L. Quantitative Easing and Proposals for Reform of Monetary Policy Operations, Levy Economic Institute Working Paper, 2010
22. Gambacorta, L., Hofman, B. en Peersman, G The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy at the Zero Lower Bound: A Cross-Country Analysis, 2012, memosa
23. Gagnon, J.E., Combating Widespread Currency Manipulation, Peterson Institute for International Economics Policy Brief, 2012
24. Gagnon, J.E. Current Account Imbalances Coming Back, Peterson Institute for International Economics Working Paper, 2011
25. Henning, C.R. The Exchange Rate Weapon, Macroeconomic Conflict and Shifting Structure of the Global Economy, EUI Working Paper, 2005
26. Hörmann, M. en Schabert, A. When is Quantitative Easing Effective?, Tinbergen Institute Discussion Paper, 2010
27. Hudson, M. US ‘Quantitative Easing’ is Fracturing the Global Economy, Levy Economics Institute Working Paper, 2010
28. Korinek, A. Capital Controls and Currency Wars, ECB – BIS Conference on Global Liquidity, 2013
29. Lardy, N. en Borst, N. A Blueprint for Rebalancing the Chinese Economy, Peterson Institute for International Economics Policy Brief, 2013
30. Lardy, N. en Douglass, P. Capital Account Liberalization and the Role of the Renminbi, Peterson Institute for International Economics Working Paper, 2011
31. Levy, P.L. The US and China: Macroeconomic Imbalances and Economic Diplomacy, AEI Economic Policy Studies Working Paper, 2011

32. Mattoo, A., Mishra, P. en Subramanian, A. Spillover Effects of Exchange Rates: A Study of the Renminbi, Peterson Institute for International Economics Working Paper, 2012
33. McKinnon, R. en Schnable, G., China's Financial Conundrum and Global Imbalances, Stanford Center for International Development Working Paper, 2008
34. Morgan, P.J. Impact of US Quantitative Easing Policy on Emerging Asia, ADBI Working Paper, 2011
35. Moura, M.L, Pereira, F.R. en de Moraes Attuy, G. Currency Wars in Action: How Foreign Exchange Interventions Work in an Emerging Economy, Inesper Working Paper, 2013
36. Murphy, M en Yuan, W.J. Is China Ready to Challenge the Dollar? Internationalization of the Renminbi and Its Implications for the US. A Report of the CSIS Freeman Chair in China Studies, 2009
37. Oros, A.L. After the Crisis: A Chinese Century?, 18th International Economic Conference, 2011
38. Otero-Iglesias, M. 'Currency Wars' between the US and China: Where does the EU Stand?, 35th British International Studies Association Annual Conference, 2011
39. Pilot External Sector Report, IMF, 2012
40. Portes, R. Currency Wars and Emerging Markets, CEPR, 2012
41. Subramanian, A. en Martin K. The Renminbi Bloc is Here: Asia Down, the Rest of the World to go? Peterson Institute for International Economics Working Paper, 2012
42. Tsangarides, C. Crisis and Recovery: Role of the Exchange Rate Regime in Emerging Market Economies, IMF Working Paper, 2010
43. Vermeiren, M. The US Currency but the World's Problem? The Federal Reserve's Unconventional Monetary Policies and Emerging Market Economies, memosa
44. Zandonini, M. Multiple Currencies for a Multipolar World: All Change ... or Not?, Chatham House Working Paper, 2013

Thesis:

1. Mills, J. The Sino-American relationship after the global economic slowdown, University of Georgia, 2010

Sites:

1. <<http://research.stlouisfed.org/fred2/series/TREAST>>
2. <<http://mobile.theasset.com/inside.php?tid=20716>>
3. <<http://pespmc1.vub.ac.be/PRISDIL.html>>
4. <http://www.foreignpolicy.com/articles/2014/03/11/hard_landing_usa_china_economy>
5. <<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/15e74c7a-a043-11e3-8557-00144feab7de.html#axzz2wUtCG1tm>>

6. <<http://www.exchangerates.org.uk/USD-CNY-exchange-rate-history.html>>
7. <<http://www.voxeu.org/article/notes-currency-wars-trilemma-international-finance>>

9. Appendix I: Interview met Frank Liermans

1. Zitten we vandaag in een currency war? Wat is dat? En wat is het effect tussen staten daardoor?

We zitten vandaag niet in een currency war want de wisselkoersen zijn vrij. Vb Japan om export te stimuleren. Centrale bank manipuleert de wisselkoers niet maar eerder door regeringsbeleid. Het tekort op de betalingsbalans komt door Fukushima want ze moeten nu energie importeren. Er is ook toenemende concurrentie in Azië waardoor de handel minder floreert. De zwakke yen moet inflatie invoeren en de deflatoire spiraal doorbreken. China heeft een peg waardoor de wisselkoers artificieel laag is. De export moet eigenlijk verlagen en China moet meer consumeren maar dat lukt (nog) niet. Er zijn ook andere landen die nog goedkoper kunnen produceren, de value chain naar China. Currency wars is eerder retoriek van de VSA.

2. Om te spreken van een decoupling en een recoupling, hebben de BRICs nadeel of voordeel bij het herstelbeleid van de Fed en van de ECB?

Fed tapering. De Fed zette de interestvoet laag en voerde een geldbeleid van injectie van liquiditeiten om de banken te herstellen. Die liquide middelen moeten doorstromen naar de kredietverstrekking maar dat lukt niet zo goed door de deleveraging. Ze plaatsen hun liquiditeiten dan maar bij de overheid. Dat heeft een laag risico waardoor er meer winst kan ontstaan voor de kapitaalvereisten. Er zijn ook andere maatregelen: banking for funding (BoE), geëffictiseerde kredieten deponeren voor leningen aan KMO's (ECB). Er is ook sprake van kapitaal naar de groei landen maar door tapering van de Fed stijgt de rentevoet. Hierdoor trekt het geld uit de groei landen waardoor deze groei landen in de problemen raken via tekorten op hun lopende rekening en door de verzwakking van hun munt (=negatieve spiraal). Er moet daarom groei komen via consumptie en niet alleen via export. De Fed tempering is hiervoor het signaal.

ECB heeft LTRO's opgezet. Deze zijn voor 1/3 terugbetaald. Er is sprake van een verkrapping van de liquiditeiten want de markt is veranderd tov 2011: de marktrente is nu onder die van de ECB. Zo is de ECB te duur waardoor geld vervroegt wordt teruggestort en de lange termijn rente stijgt. De ECB wordt ook meegezogen in het verhaal van de Fed met hun tempering. De euro blijft echter stabiel ondanks kapitaalbewegingen richting de dollar. Verschil tussen het herstelbeleid van de Fed en het ECB is dat de Fed de vlucht vooruit koos richting snellere groei terwijl de ECB de eurocrisis had. De Amerikaanse publieke schuld is echter meer en flirt boven de 100% en het begrotingstekort is het dubbele van dat van de EU.

3. Vreemde eend in de bijt is Japan. Sinds Kuroda de Bank van Japan bemant, nam de yen een flinke duik. Is dit koren op de molen voor zij die geloven in een grootschalige currency war?

De rentevoet was al reeds op nul gezet. De zwakkere munt was direct gepercipieerd door de markten. Currency wars worden niet alleen gevoerd door de centrale banken maar ook door het overheidsbeleid. De staatsschuld van Japan is om en bij de 250%

en Japan kiest ook voor snellere groei. Tekort/BBP ratio zal afnemen door snellere groei. De structurele hervormingen blijven echter voorlopig uit.

4. Wat is het effect van het beleid van de Bank van Japan voor de wereldeconomie?

De wereldeconomie wordt niet verstoord. De reactie van de groeilanden op de tempering (Fed) is belangrijker. De status van Japan is ook gedaald in economische termen want Azië kopiëerde het Japanse groeimodel waardoor India en China Japan al inhaalden. De dynamiek van voor het verloren decennium komt ook niet meer terug. Het effect van Japan op de wereldeconomie komt nog veel te vroeg om te spreken van verstoring.

5. Wat is het verschil tussen de Quantitative Easing van de Fed, BoJ, BoE en het herstelbeleid uitgevoerd door de ECB?

Fed deed alles open met QE3. QE heeft de balans verdrievoudigd. Brutale stopzetting hiervan kan niet anders dan dat de economie negatief zal reageren. Door het beleid van de Fed zit nu alle rommel activa bij de Fed.

BoJ koopt overheidspapier op en dit gebeurt exponentieel. BoE is een kopie van het beleid van de Fed. ECB voert LTROs maar is stilgevallen met het opkopen van het overheidspapier van de probleemlanden. De ECB heeft voorwaarden voor probleemlanden en dat is de conditionaliteit. Dit doet ze om speculanten de mond te snoeren. Ook de basisrente van de ECB ligt hoger waardoor deze bank nog manoeuvreerruimte heeft wanneer het slechter zou gaan

6. Komt dit verschil door de munten en het feit dat de euro een munt is zonder staat? Of is daar een andere reden voor?

De ECB is de behoeder van de euro en de politici moeten hun werk doen. De ECB kan tijd kopen voor de beslissingsprocedure van de 28 lidstaten. De munt is echter niet afhankelijk van de staatsconstructie. De zgn bazooka hield ook de euro stevig. De renovatie van het eurohuis zal echter nog vele jaren duren.

7. Global imbalances: is er een grote rebalancing in aan tocht of blijft een er een onevenwicht tussen investeringen en sparen in de wereldeconomie? Heeft Ben Bernanke met de global glut savings hypothese gelijk of ligt de oorzaak elders?

De groeilanden hebben enorme overschotten (ook Duitsland). De VS en de eurozone hebben echter een tekort. Hierbij moeten we rekening houden met de tempering van de Fed. Dit houdt een correctie in op wereldvlak. De eigen middelen moeten ook op de voorgrond komen. Het Westen heeft echter behoefte aan de groeilanden. Het Westen zit bv in een vervangingseconomie waarbij het versleten product wordt vernieuwd. De grote groei zal ook niet meer terugkomen en zal van de groeilanden moeten komen, ook van de nieuwe groeilanden. Hierdoor zal onze rijkdom dalen. De VS zal ook hun huis op orde moeten zetten wat pijn zal doen. De VS heeft echter nu gekozen voor de vlucht vooruit via de groeistrategie die kon rekenen op het blind vertrouwen van de beleggers

8. Kan dat met de kapitaal controles die China heeft ingesteld en de muntmanipulatie van de yuan?

RMB/ yuan moet zich ontkoppelen van de dollar maar dat zal heel geleidelijk gebeuren door de centraal geleide economie die China is. Correctie zal moeten gebeuren maar dat zal heel traag gaan. China zal zijn verantwoordelijkheid moeten nemen als 2^e grootste economie.

- 9. Zal de yuan het komende decennium de dollar van de troon stoten of keert men terug naar de goudstandaard? Of misschien nog iets anders zoals de keynesiaanse bancor?**

De dollar zal blijven. De goudstandaard, bancor of Bretton Woods waren heel rigide systemen. De dollar is *incontournable* als draaischijf van de wereldhandel. De euro zit op een plafond en voor de RMB zal er nog veel moeten gebeuren voor het de spil wordt voor het wereldtoneel

- 10. Kan de yuan de dollar wel nog van de troon stoten nu de groei in China vertraagt? Wat zijn de oorzaken van de groeivertragingen in China en heeft dit gevolgen voor de wereldeconomie? Wat met het flying geese patroon, dat geleid wordt door Japan?**

De groei van China is nog steeds hoog. De groeivertraging is een teken dat de economie van China volwassener wordt. China is export afhankelijk en door de lagere wereldeconomie en crisis in het Westen is deze gedaald. De binnenlandse vraag is nog niet hoog genoeg. Er wordt nog steeds teveel gespaard. Er zijn ook enorme verschillen tussen de kustregio en het binnenland. De koopkracht moet echter overal omhoog. Dit kan door hogere lonen maar daardoor daalt hun concurrentieel voordeel waardoor MNOs zich zullen verplaatsen. China gaat het Japan van de jaren 1980 achterna waardoor de drijvende kracht van de wereldeconomie naar anderen zal verschuiven. China blijft echter een groeimotor. De Westerse voorsprong zijn we ook totaal kwijt op China en op Japan want China wordt ook steeds meer high tech.

- 11. Is de ondergang van de Indiase roepie een gevolg van het Amerikaanse herstelbeleid?**
- 12. Kan of zal de nieuwe centrale bankier van de Indiase centrale bank het tij nog doen keren? En is dit extra munitie voor de valutaoorlog?**
- 13. Niet alleen de roepie doet het slecht maar ook andere munten van opkomende economieën doen het slecht, is dat een gevolg van het herstelbeleid van de Westerse economieën, denkt u?**

11-13: India is een economie die enorme problemen kent door de enorme verschillen in het land. Het kaste-systeem werkt daarbij verlamdend. Rajan zal zich moeten bewijzen. Valutaoorlog? Om uit de problemen te geraken? Voeren dit nog niet, de factuur wordt nog niet doorgeschoven naar anderen.

- 14. De G20 meetings tijdens en na de crisis hebben een muis gebaard, toch op economisch vlak, waarom?**

Tijdens en na de crisis was er sprake van de 'sense of urgency' maar toen de VS lichte groei kende, verwaterde dit. Alles lost zich toch op. Maar toen werden we geconfronteerd door de eurocrisis. Hierop kwam geen snelle reactie en de EU bleef

achter de feiten lopen. De G20 platformen moeten gecultiveerd worden maar kunnen enkel intentieverklaringen uitvaardigen. Deze platformen kunnen geen wetten maken en hun bedisselingen vragen veel tijd.

15. Zijn er voorstellen tot economische samenwerking ondanks het imperatief van politici en de verantwoording die zij enkel nationaal verschuldigd zijn?

Elk land moet voor zichzelf de zaken uitmaken, maar of het goed is voor de economie? Zo is Basel III enkel voor de grootbanken waaraan de VS niet meedoen. CRD4 is er voor alle banken maar hier doet de VS ook niet aan mee. Vervolgens is er nog niks veranderd zoals vroeger. De banksector is nog altijd veel te groot tot de reële economie.

16. Is de toekenning van een hulppakket aan Griekenland door het IMF een goede zaak? Hoe is het gesteld met dat land en waarom deed Brazilië dwars?

Men kan een land niet failliet laten gaan. Griekenland wordt gered om de eigen banken te redden en een domino-effect te vermijden, ook om gewoonten te keren via een shock effect. Zo is het overheidsapparaat veel te groot en is er sprake van veel vriendjespolitiek. De markt had Griekenland ook totaal verkeerd ingeschat. Echter, alle groeilanden hebben in der tijd ook hulp gehad.

17. Voorspelt dit weinig of veel goeds voor de zogenaamde currency wars?

De probleemlanden laten hun munten depreciëren om competitief te worden maar wat met de EU? Vlottende munten voorkomen dit. Er is wel sprake van muntblokken in strijd maar er is weinig verleiding om de munt te gebruiken, wel een tendens tot samenwerking zoals het trans-Atlantisch vrijhandelsakkoord. Het Westen zal ooit tegenover de rest komen te staan en vroeg of laat spreken de getallen maar onze levensstandaard staat nog ver boven hen. De groeilanden hebben nog een lange weg te gaan. De groeilanden willen meer zeggenschap maar dat impliceert ook meer verantwoordelijkheid nemen.

