

25 april 2019

## De dollar als reservevaluta

---

Georgette Boele  
 Senior FX Strategist  
 Tel: +31 20 629 7789  
 georgette.boele@nl.abnamro.com

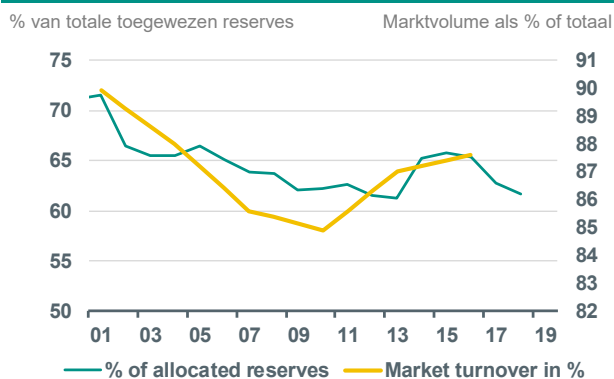
---

- De Amerikaanse dollar is wereldwijd de overheersende valuta
- In de komende jaren zal geen enkele valuta de hegemonie van de dollar bedreigen, maar ...
- ... op de langere termijn wordt de dollar geleidelijk minder dominant
- Voor de bewegingen van de dollar zal dit niet doorslaggevend zijn

### Inleiding

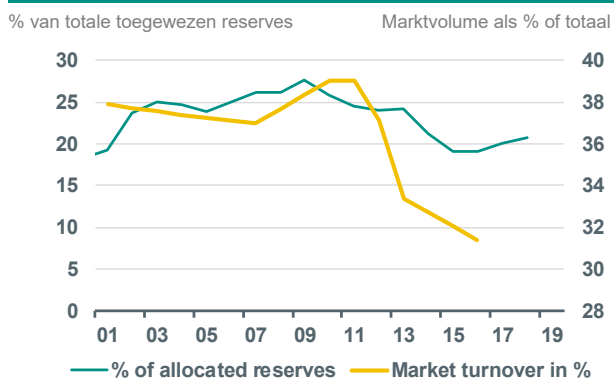
De Amerikaanse dollar is de meest verhandelde valuta op de financiële markten. Dit komt tot uitdrukking in het hoge aandeel van de dollar in niet alleen de toegewezen reserves van centrale banken, maar ook de omzet op de valutamarkten. Volgens de BIS Triennial Central Bank Survey, de enquête die de Bank voor Internationale Betrekkingen (Bank for International Settlements – BIS) iedere drie jaar onder centrale banken houdt, was in april 2016 de dollar in 88% van alle valutatransacties een van de verhandelde munten. In december van dit jaar verschijnt het volgende driejaarlijkse rapport. Een andere maatstaf van de dominante positie van de dollar is het aandeel in de officiële reserves. Het Internationaal Monetair Fonds (IMF) publiceert elk kwartaal de valutasamenstelling van de officiële deviezenreserves (Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves – COFER). Volgens de laatst beschikbare gegevens (december 2018) was de dollar goed voor bijna 62% van de totale toegewezen reserves, het laagste niveau sinds 2013. Komt er wellicht een einde aan de hegemonie van de dollar? Zo ja, op welke termijn? En wordt dan de euro of de Chinese yuan (CNY) de overheersende valuta?

### Aandeel van USD in totale marktvolume neemt af ...



Bron: IMF, driejaarlijkse BIS-enquête onder centrale banken

### ... en dat van de euro herstelt zich



Bron: IMF, driejaarlijkse BIS-enquête onder centrale banken

### **De hegemonie van de dollar ...**

De hoofdrol van de Amerikaanse dollar in ons financieel stelsel is op meerdere cruciale factoren gebaseerd. Om te beginnen houden centrale banken en publieke instellingen grote hoeveelheden dollars aan. Ten tweede wordt de dollar op brede schaal in de wereldhandel en voor de prijsstelling van grondstoffen gebruikt. Een derde factor is dat de VS de best ontwikkelde en diepste kapitaalmarkten heeft. Ten vierde speelt de grote militaire en geopolitieke macht van de VS ook een cruciale rol in de status van de dollar als reservevaluta. Op de vijfde plaats is de dollar de meest liquide munt. De markten zijn diep genoeg om in een brede verscheidenheid aan beleggingen te voorzien en periodes van financiële stress en crises te doorstaan. Ten zesde genieten de Amerikaanse centrale bank (Federal Reserve) en overige Amerikaanse financiële autoriteiten een grote geloofwaardigheid. Tot slot bieden ook de sterke en relatief stabiele Amerikaanse economie, de politieke stabiliteit en de sterke instellingen ook steun aan de dollar. Geen enkel ander land scoort op al deze punten goed. Hierdoor is tot op heden niet echt aan de poten van de hegemonie van de dollar gezaagd.

### **... en de mislukte poging van de euro**

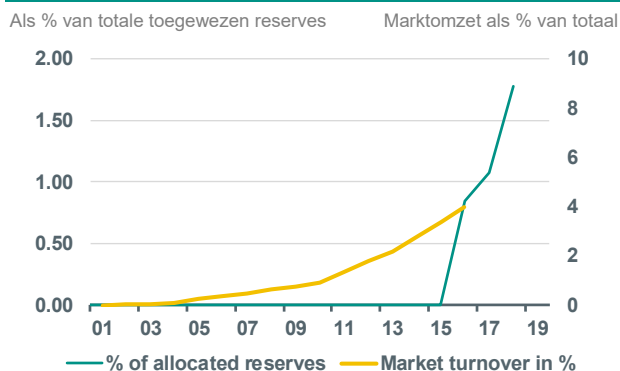
Op een bepaald moment werd de euro door sommigen als een geduchte concurrent van de dollar gezien. De euro voldeed immers aan een aantal van de bovengenoemde vereisten voor een sterke reservevaluta. De schulden crisis die in 2011-2012 de eurozone teisterde en waardoor vraagtekens bij het voortbestaan van de euro werden geplaatst, deed echter ernstig afbreuk aan de poging van de euro om de dollar naar de kroon te steken. Sinds de crisis is het aandeel van de euro in de reserves van centrale banken en de omzet op valutamarkten aanzienlijk afgenomen. Dit duidt op een verminderd gebruik van, en een geringere vraag naar, de euro op de valutamarkten en als beleggingsvehikel voor reserves. Om te zorgen dat de eurozone in de toekomst beter tegen crises bestand is, wordt nu gewerkt aan hervormingen, maar hierbij is nog een lange weg te gaan terwijl het politieke draagvlak op dit moment gering is. Daarom is het volgens ons onwaarschijnlijk dat de euro in de komende jaren een serieuze bedreiging voor de dollar vormt, ook al neemt de rol van de euro op de financiële markten waarschijnlijk verder toe.

### **De ambitie van de Chinese yuan**

Een munt die meer recent een grotere rol speelt, is speelt de Chinese yuan of renminbi. Op 30 september 2016 werd de yuan opgenomen in het mandje van reservevaluta's dat het IMF hanteert voor de speciale trekkingsrechten (*Special Drawing Rights* – SDR's). Leningen die het IMF verstrekt, worden uitgekeerd in valuta's in dit mandje. De opname in het mandje vormde een belangrijke stap in de internationalisering van de yuan. Maar is de yuan nu een serieuze concurrent van de dollar? Wij denken van niet. Hoewel de Chinese autoriteiten inmiddels gedogen dat de waarde steeds meer door marktkrachten wordt bepaald, is de yuan nog lang geen volledig convertibele valuta. Daarbij komt dat de yuan niet aan de belangrijkste bovengenoemde factoren voldoet. Centrale banken houden nu een groter deel van hun reserves aan in de yuan (1,7%), maar dit zinkt nog steeds in het niet bij het aandeel van de dollar (62%) en de euro (33%). Bovendien zijn de financiële markten in China niet sterk ontwikkeld en niet diep, terwijl de yuan ook geen heel liquide munt is. De Chinese economie is sterk, maar het valt nog te bezien of zij een crisis goed kan doorstaan (de euro was een geduchte concurrent totdat de crisis in de eurozone uitbrak). Een voordeel van de yuan ten opzichte van de euro is dat een

existentiële crisis onwaarschijnlijk is. De Chinese autoriteiten lijken op dit moment de economie en de instellingen volledig onder controle te hebben, maar de openstelling van de economie vormt een test of deze daadwerkelijk zo stabiel is als wordt verondersteld. China behoort tot de grootste verbruikers van grondstoffen en het is dan ook niet ondenkbaar dat de wereldprijs van deze grondstoffen in de toekomst in de yuan in plaats van de dollar luidt. De tijd zal leren of de yuan de hegemonie van de dollar op enig moment in de toekomst kan doorbreken. Het zal vermoedelijk eerder decennia dan jaren duren voordat het zo ver is.

### CNY vormt nog steeds klein deel van reserves



Bron: IMF, driejaarlijkse BIS-enquête onder centrale banken

### Rol van dollar neemt door cyclische en structurele krachten af

We zijn van mening dat in de komende jaren de hegemonie van de dollar niet ter discussie staat. Waarschijnlijk neemt het belang van de dollar wat af, omdat het aandeel in en de omzet op de valutamarkten nu op een uitzonderlijk hoog niveau liggen. Eind 2018 luidde 62% van de toegewezen deviezenreserves van centrale banken in de Amerikaanse dollar en in april 2016 vormde de dollar 88% van de omzet op de OTC-valutamarkten. We denken dat er ruimte is voor een geringe daling van het aandeel van de dollar in zowel de reserves als het marktvolume. Het lijkt geen twijfel dat de Amerikaanse financiële markten goed ontwikkeld en diep blijven en dat er de komende decennia aan de militaire en geopolitieke macht van de VS nog geen einde komt. Door andere, zowel cyclische als structurele, factoren kan de dollar echter minder aantrekkelijk worden. Cyclische krachten zullen waarschijnlijk slechts tijdelijk de aantrekkingskracht van de dollar verminderen, maar structurele krachten kunnen tot een langdurige daling leiden.

### Chinese economie streeft Amerikaanse voorbij maar dit zal niet genoeg zijn

Op een bepaald moment is de Amerikaanse economie niet langer de grootste ter wereld en kunnen grondstoffen wereldwijd in een andere valuta worden geprijsd, bijvoorbeeld in de Chinese yuan. In dat geval neemt de aantrekkingskracht van de yuan ten opzichte van de dollar toe, vooral als China bereid is om zijn financiële markten verder open te stellen en de waarde van zijn munt door marktfactoren te laten bepalen. Maar hieraan zijn ook grenzen. De deviezenreserves van China en andere Aziatische landen luiden voor een groot deel in de dollar. Deze reserves worden tot op zekere hoogte door de besluitvorming rond beleggingsportefeuilles bepaald, maar de belangrijkere factoren zijn het wisselkoersregime en de wens om een bepaalde valutaire stabiliteit te handhaven. De Chinese financiële markten bereiken voorlopig nog

niet de diepte en de liquiditeit die van cruciaal belang zijn om de belangrijkste reservevaluta te worden. Deze factoren – wisselkoersregime en diepte & liquiditeit van de financiële markten – zullen zeer waarschijnlijk de afbrokkeling van de hegemonie van de dollar beperken.

### Officiële sector is sinds 2015 nettoverkoper van Amerikaans schatkistpapier

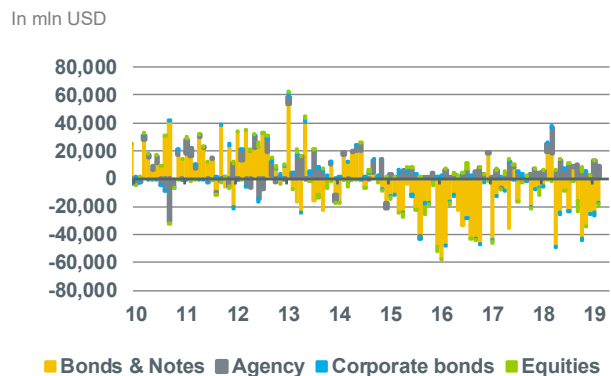
Om minder van de dollar afhankelijk te worden, gaan de centrale banken met de grootste deviezenreserves (en vooral de Chinese centrale bank) waarschijnlijk de valutaire samenstelling van hun reserves meer diversifiëren (structurele kracht). China heeft in de afgelopen jaren het aandeel van goud in zijn reserves al iets uitgebreid en gaat hier waarschijnlijk mee door. Daarnaast besluit China vermoedelijk om de toewijzing van zijn reserves aan andere valuta's te vergroten. Dit kan leiden tot een geringere vraag naar de dollar vanuit de officiële sector. Deze trend lijkt overigens in de afgelopen jaren reeds te zijn ingezet. Sinds 2015 is de buitenlandse officiële sector in het algemeen nettoverkoper van Amerikaanse effecten, met name van Amerikaans schatkistpapier (staatsobligaties en schatkistbiljetten). Ondanks deze trends kende de dollar sterke en zwakke periodes. Dit betekent dat een beperkte diversificatie van deviezenreserves op zich niet de trendmatige ontwikkeling van de dollar bepaalt. Valutaire diversificatie is in het algemeen namelijk een traag proces; andere factoren hebben een duurzamer effect op de waarde van de dollar. De belangrijkste factor voor de dollarkoers is nog altijd de aantrekkingskracht van Amerikaanse effecten als beleggingsobject.

#### Sinds 2015 is officiële sector nettoverkoper ...



Bron: Treasury International Capital, Bloomberg, Fed

#### ... vooral van Amerikaans schatkistpapier



Bron: Treasury International Capital, Bloomberg, Fed

## DISCLAIMER

Dit document is samengesteld door ABN AMRO. Het heeft uitsluitend als doel om financiële en algemene informatie te verstrekken over de economie. ABN AMRO behoudt zich alle rechten voor met betrekking tot de informatie in het document en het document wordt uitsluitend aan u verstrekt voor uw informatie. Het is niet toegestaan dit document (geheel of deels) te kopiëren, distribueren, door te geven aan een derde of om het voor enig ander doel te gebruiken dan hier boven bedoeld. Dit document is informatief bedoeld en vormt geen aanbieding van effecten aan het publiek, of een uitnodiging om een aanbod te doen.

U mag niet om welke reden dan ook vertrouwen op de informatie, meningen, beramingen, en aannames in dit document noch dat het compleet, accuraat of juist is. Er wordt geen garantie gegeven, uitdrukkelijk of stilzwijgend, door of uit naam van ABN AMRO, haar directeuren, functionarissen, vertegenwoordigers, gelieerde partijen, groepsmaatschappijen of werknemers met betrekking tot de juistheid of volledigheid van de informatie in dit document, en geen enkele aansprakelijkheid wordt geaccepteerd voor enig verlies als direct of indirect gevolg van het gebruik van deze informatie. De opvattingen en meningen opgenomen hierin kunnen op enig moment aan verandering onderhevig zijn en ABN AMRO heeft geen enkele verplichting om de informatie in dit document na de datum hiervan te herzien.

Voordat u in enig product van ABN AMRO investeert, dient u zich te informeren over de verschillende financiële en andere risico's, alsmede mogelijke beperkingen voor u en uw investeringen als gevolg van toepasselijke wetgeving en regels. Indien u, na lezing van dit document, overweegt een investering te doen in een product, raadt ABN AMRO aan om een dergelijke investering met uw relatie manager of persoonlijke adviseur te bespreken om nader te bezien of het relevante product – met inachtneming van alle mogelijke risico's – past bij uw investeringen. De waarde van beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garanties voor de toekomst. ABN AMRO behoudt zich het recht voor wijzigingen in dit materiaal aan te brengen.

Alle rechten voorbehouden.

© Copyright 2019 ABN AMRO Bank N.V. and affiliated companies ("ABN AMRO").