

# Het radicale plan om de dollar te verzwakken, met een mes op onze keel

Een goedkopere dollar zou de VS concurrentiëler maken, en dus moeten handelspartners zoals Europa hun dollarreserves afbouwen én deels omzetten in gratis kredietverlening aan de VS. Wie niet meespeelt, wordt gestraft. **De markten zijn in de ban van zo'n 'Mar-a-Lago-akkoord'**, hoe onwaarschijnlijk en stabiliserend het ook lijkt. Want met deze Donald Trump weet je nooit.

Kris Van Hamme  
Redacteur Beleggen



**'E**en gebruikershandleiding voor een herstructurering van het globale handelsstelsel'. Een paper met die weinig sexy titel is tegenwoordig zowat verplichte lectuur voor Wall Street-economen.

De auteur is Stephen Miran, die als voorzitter van de Council of Economic Advisers het oor heeft van de Amerikaanse president Donald Trump. Miran schreef het document in november vorig jaar, als strateeg van het hedgefonds Hudson Bay Capital.

Bevat Mirans paper een blauwdruk voor de manier waarop de regering-Trump het wereldwijde handel- en kapitaalstelsel in een nieuwe plooi wil leggen? Dat is de grote vraag.

Zeker is dat naaste Trump-medewerkers, zoals minister van Financiën Scott Bessent en vicepresident J.D. Vance geloven in het onderliggende idee dat een sterke dollar - als gevolg van een wereldwijde kapitaalinstroom - de Verenigde Staten schaadt. Het is een breuk met het credo van regeringen de voorbije 30 jaar

dat het land baat heeft bij een stevige dollar. Trump zelf klaagt al langer dat een sterke dollar 'een enorme last' is voor de industrie in de VS. Amerika weer groots maken begint voor hem bij nieuwe fabrieksjobs in eigen land.

Dienen zijn geliefde importtarieven al niet dat laatste doel? Jazeker, maar in Mirans wereld zijn importtarieven een schaakstuk in een veel ambitieuzer - en riskanter - spel. Met als einddoel het hardnekkige Amerikaanse handelsstekort weg te werken, mede door import te vervangen door eigen fabrieksproductie, én tegelijk de status van de dollar als reservemunt te vrijwaren. Dat laatste maakt het voor de VS mogelijk goedkoop te lenen. Om beide doelen tegelijk te realiseren, moeten wel wat armen omgewrongen worden.

Volgens de lezing van Miran en gelijkgestemde denkers is de dominantie van de dollar schadelijk voor de VS. De dure munt is de oorzaak van het grote handelstekort (waarbij de VS meer in- dan uitvoeren), omdat hij Amerikaanse export minder concurrentieel maakt. De overwaardering van de dollar tegenover munten zoals de euro, de Japanse yen en de Chinese yuan is een gevolg van buitenlanders die maar al te graag hun spaaroverschotten beleggen in Amerikaans staatsobligaties (*treasuries*) en Amerikaanse aandelen. De instroom van al dat geld stuwt de dollarkoers.

De oplossing? De kapitaalinstroom naar de VS indammen, in de eerste plaats die van buitenlandse centrale banken. Die houden een

## Wat gebeurt er?

Stephen Miran, de voorzitter van de Council of Economic Advisers, schreef 'Een gebruikershandleiding voor een herstructurering van het globale handelssysteem'.

## Wat is het gevolg?

Naaste Trump-medewerkers geloven dat een sterke dollar - als gevolg van een wereldwijde kapitaalinstroom - de Verenigde Staten schaadt.

## Hoe gaat het verder?

Het plan is dat handelspartners een eeuw lang gratis lenen aan de VS in ruil voor onder meer verlaagde importtarieven. Het lijstje met bedenkingen en bezwaren is lang.

belangrijk deel van hun reserves in treasuries aan. De reden is dat het staatspapier van de VS - een economische grootmacht en rechtsstaat - als ultraveilig en vlot verhandelbaar geldt. Het maakt dat treasuries een sleutelfunctie vervullen in het internationale financiële systeem.

In Mirans plan sluiten de VS een akkoord met hun belangrijkste handelspartners om de dollarkoers naar beneden te duwen. Dat gebeurt doordat handelspartners hun dollarposities - zoals treasuries - afbouwen. De verkoop ervan drukt de dollarkoers.

Nieuw is dat niet. In 1985 was er al het befaamde 'Plaza-akkoord', genoemd naar het New Yorkse hotel dat ooit eigendom was van Trump. De VS overtuigden toen het Verenigd Koninkrijk, Duitsland, Frankrijk en Japan om via een georkestreerde actie de dollarkoers te doen dalen en zo de Amerikaanse concurrentiekracht een duwtje te geven. Het verklaart waarom een potentieel bisnummer vandaag het 'Mar-a-Lago-akkoord' is gedoopt, naar Trumps buitenverblijf in Florida.

Om handelspartners te overtuigen dat spel mee te spelen, moeten de VS volgens Miran eerst de nodige dreigementen in stelling brengen. Een eerste komt van de handelstarieven, waarmee Trump al volop bezig is. De tweede gaat via het ontzeggen van Amerika's veiligheidsgaranties.

Waarom zulke stokken nodig zijn om medewerking af te dwingen, blijkt uit de bijzondere verwachtingen van de VS. Als iedereen zomaar zijn treasuries dumpst, zou de rente op dat papier de hoogte in schieten. De Amerikaanse overheid moet zich dan duurder financieren, en dat op een moment dat haar begrotingstekort al erg hoog is.

Vandaar het idee dat handelspartners een deel van hun treasuries omzetten in honderdjarig staatspapier met een zerocoupon, 0 procent rente dus. Anders gezegd: een eeuw

lang gratis lenen aan de VS. Dat moet de Amerikaanse rentelasten onder controle houden.

Wie meespeelt kan rekenen op verlaagde importtarieven en mag blijven schuilen onder Amerika's defensieschild. Weliswaar betaal je als land voor dat privilege via een gratis honderdjarige lening, maar Trump vindt al langer dat NAVO-lidstaten profiteren van de VS. Voortaan moet voor alles betaald worden, inclusief voor toegang tot de Amerikaanse consument (tarieven) en tot treasuries. Voor dat laatste circuleert nog het idee van een heffing voor wie Amerikaans staatspapier aanhoudt.

## Lange lijst bezwaren

Klinkt verregaand en weinig realistisch? Iets wat niet kan werken en het financiële systeem dreigt te destabiliseren? Veel economen denken er zo over. Het lijstje met bedenkingen en bezwaren is lang.

'Trump heeft geen benul van wat hij aan het doen is. Dan trek je charlatans met exotische ideeën aan', reageert Paul De Grauwe, economieprofessor aan de London School of Economics. 'Te gek om los te lopen', aldus ING België-hoofdeconoom Peter Vanden Houte over het idee dat buitenlandse centrale banken zomaar gratis zouden lenen aan de VS.

Tegelijk is intussen duidelijk dat Trump zich in zijn tweede ambtstermijn veel minder geremd voelt. Ook niet door de financiële markten, zo lijkt het. De pijngrens voor markt-turbulentie ligt hoger. Hij heeft het over een 'transitieperiode', met een eventuele recessie als prijs voor een hervormde economie op de middellange termijn. Als Wall Street daaraan ondergeschikt is, is het niet onlogisch dat een ontwrichtend Mar-a-Lago akkoord rondspookt in de markten.

'Trump maakt een probleem van iets dat geen probleem is', zegt De Grauwe. 'De VS hebben al vele decennia een handelstekort, terwijl de Amerikaanse economie floreert. Dus: waar is het probleem?'

Wie wil nog dollarreserves aanhouden als je weet dat je gedwongen kan worden om de VS gratis te financieren?

**Peter Vanden Houte**

Hoofdeconoom  
ING België

'Het land geniet een comparatief voordeel in financiële activa. Mensen uit de hele wereld willen er beleggen, omdat de VS een diepe en gesofistikeerde markt hebben met aantrekkelijke rendementen', aldus De Grauwe. 'Dat resulteert in kapitaalstromen naar het land, wat noodzakelijkerwijze gecompenseerd wordt door een tekort op de handelsbalans (de VS verkopen financiële activa in ruil voor buitenlandse goederen, red.). De VS profiteren daarvan, want al dat instromend kapitaal laat toe om Amerikaanse ondernemingen en de overheid te financieren.'

'Dat gaat inderdaad gepaard met een hogere dollarkoers', vervolgt De Grauwe. 'De VS zouden kunnen beslissen zich niet meer in financiële activa te specialiseren. Ze kunnen dan de import van kapitaal belasten, in de hoop dat de dollar verzwakt en de Amerikaanse industrie concurrentieler wordt. Alleen heb ik nog nooit gezien dat je door de bewuste verzwakking van je munt blijvend industrie kan aantrekken. Het gaat om een tijdelijk voordeel.'

Om de dollar blijvend goedkoop te houden, zou de Amerikaanse centrale bank de beleidsrente laag moeten houden, wat de inflatie riskeert aan te wakkeren. Bovendien resulteert een zwakkere dollar in importinflatie. Al die inflatie zou uiteindelijk de Amerikaanse export opnieuw met een handicap opzadelen.

De Grauwe wijst er nog op dat de industrie niet enkel in de VS is weggekijnd. In talloze westerse landen gingen de voorbije decennia industriejobs verloren, ook in Europa, dat in tegenstelling tot de VS een handelsoverschot kent. De oorzaak ligt dus elders, in de eerste plaats bij de typisch hogere productiviteitswinsten in de industrie, waar automatisering makkelijker is.

Vanden Houte onderstreept dat de wisselkoers slechts een deel van de onevenwichten verklaart die Trump zo enerveren. 'De relatieve vraag speelt een belangrijke rol. Als de consumptie en de investeringen in de VS sterker groeien en het land minder spaart, is buitenlandse financiering nodig.'

'De miljardeninvesteringen die Duitsland nu plant voor zijn infrastructuur en defensie, hebben wat dat betreft meer kans om het Amerikaanse handelstekort te verminderen dan een devaluatie van de dollar. Hetzelfde geldt voor Europese defensieinvesteringen, onder meer via de aankoop van Amerikaans materieel', zegt Vanden Houte. Trump zou ook het enorme Amerikaanse begrotingstekort kunnen terugschroeven, maar dat zou in de weg lopen van zijn beloofde belastingverlaging.

## Wanbetaler

Erger dan de wankele diagnose is de remedie waarmee Miran en co. de dollarkoers willen drukken. 'Het meest riskante van dit hele plan is de omzetting van treasuries in honderdjarig papier', stelt De Grauwe. Zo'n al dan niet gedwongen conversie kan door de kredietratingagentschappen als een wanbetaling door de VS beschouwd worden. Dat zou een schok betekenen voor de financiële markten. Het zou ook haast gegarandeerd leiden tot een lagere kredietrating voor de VS, met hogere rentes als resultaat.

**Het is essentieel dat er een Europese kapitaalmarktunie komt. In dat geval maakt de euro een kans een wereldmunt te worden als de VS zich in eigen voet schieten.**

**Paul De Grauwe**  
Professor economie  
London School  
of Economics

Trump  
van wa  
is. Dar  
met ex

**Paul De Grauwe**  
Professor economie L

## Wie wil nog dollarreserves aanhouden als je weet dat je gedwongen kan worden om de VS gratis te financieren?

**Peter Vanden Houte**  
Hoofdeconoom  
ING België

'Als de Amerikaanse overheid daarmee begint, krijg je een geloofwaardigheidsprobleem. Want wie wil nog in Amerikaanse financiële activa beleggen als de regels van het spel zomaar kunnen veranderen?', aldus De Grauwe. 'Wie wil nog dollars aanhouden als je weet dat je gedwongen kan worden om de VS gratis te financieren?', klinkt het bij Vanden Houte.

'Op langere termijn kan dit de dominantie van de dollar in het internationale betaalverkeer aantasten', waarschuwt De Grauwe nog. 'De VS schieten zich daarmee in eigen voet, en niet alleen financieel. De dollar is een belangrijk machtsinstrument waarmee de VS landen zoals Iran kunnen straffen. Wanneer iets via het Amerikaanse banksysteem passeert, kunnen de VS sancties opleggen.'

Vanden Houte wijst er voorts op dat het grootste deel van het Amerikaanse schuldpapier in private handen zit, onder meer bij verzekeraars en pensioenfondsen. 'Zodra de markt doorheeft dat de VS druk zetten op centrale banken om een deel van hun treasuries te verkopen, zullen privébeleggers anticiperen en zelf hun papier beginnen te verkopen. Dat zou de rente op dat papier verder omhoog doen schieten.' Met ook gevaar voor de financiële stabiliteit. Denk aan financiële instellingen die in de problemen komen door de kelderende waarde van treasuries in hun portefeuilles.

Bovendien is niet duidelijk in welke mate andere landen zouden meewerken. Een van de dreigementen, het onthouden van Amerikaanse veiligheidsgaranties, is Trump met zijn kritiek op het NAVO-bondgenootschap ongewild aan het uithollen. 'Door zijn recente gedrag is Europa zelf al tot de conclusie gekomen dat het in de toekomst meer voor zijn eigen veiligheid zal moeten instaan', signaleert Vanden Houte.

Daar komt bij dat de situatie nu heel anders is dan ten tijde van het Plaza-akkoord. Toen volstond een deal met een kleine groep landen. In de huidige geglobaliseerde wereld moeten veel meer landen aan boord gehaald worden, waaronder een grote groep die geen militaire bondgenoot van de VS is. China, dat belangrijke dollarreserves aanhoudt en een grote exporteur naar de VS is, is zelfs een rivaal. Miran zelf erkent in zijn paper dat het 'extreem uitdagend zal zijn om de mix van stokken en wortels juist te krijgen'.

## Eén strikte voorwaarde

Een mogelijke bonus van dit plan - hoe relatief ook - is dat de euro aan dominantie kan winnen, met alle bijbehorende voordelen die de VS te grabbel dreigen te gooien. Zowel De Grauwe als Vanden Houte erkent dat de eurozone er garen bij kan spinnen, onder een strikte voorwaarde: de totstandkoming van een Europese kapitaalmarktunie. Dat is een eengemaakte markt waar investeerders en spaarders elkaar makkelijker en goedkoper kunnen vinden.

'Als Europa wil bieden wat de VS vandaag beleggers te bieden hebben, is het essentieel dat er een kapitaalmarktunie komt', bezweert De Grauwe. 'In dat geval maakt de euro een kans om een wereldmunt te worden als de VS zich in eigen voet schieten.'

Vanden Houte ziet een extra katalysator in de deglobalisering die gaande is. 'Met een wereld die in grote blokken uit elkaar aan het vallen is, is een belangrijke rol weggelegd voor de euro als reservemunt. Maar dan hebben we een grotere en geïntegreerde kapitaalmarkt nodig.'

'Het is dan ook jammer om te zien dat iedereen altijd voor zo'n unie is tijdens een Europese top, totdat de praktische maatregelen op tafel komen. Dan liggen veel overheden plots dwars, bijvoorbeeld in discussies over welk land de eengemaakte toezichthouder krijgt toegewezen. Dat kost ons groei.'

