

Dollarisering in Latijns-Amerika

Niels Hermes en Ger Lanjouw*

De laatste jaren komt het debat over het optimale wisselkoersstelsel steeds meer in het teken te staan van het idee dat alleen nog de uiterste systemen, enerzijds een valuta-unie en anderzijds volledig vrij zwevende wisselkoersen, levensvatbaar zijn. The Economist duidt dit verschijnsel zelfs aan als dat van the missing middle. Hoewel deze karakterisering overdreven is, zijn er wel de nodige voorbeelden van landen die passen in het beeld van een tendens naar de uitersten. Zo zijn er Latijns-Amerikaanse landen die hun nationale valuta als betaalmiddel hebben ingeruild voor de Amerikaanse dollar dan wel dit overwegen. Opmerkelijk is in dit verband Argentinië: dit land overweegt dollarisering, terwijl het een aantal jaren geleden reeds de stap heeft gezet naar een zeer strak wisselkoerssysteem in de vorm van een currency board, waarin sprake is van een 1-op-1 wisselkoers tegenover de dollar. In dit artikel geven de auteurs een overzicht van de voor- en nadelen van dollarisering voor Argentinië en andere Latijns-Amerikaanse landen (van de redactie).

In 1991 stelde de Argentijnse regering onder leiding van president Meném een *currency board* in. Doel was om de jarenlange hoge binnenlandse inflatie te bestrijden. In de jaren 1989 en 1990 was zelfs sprake van hyperinflatie van enkele duizenden procenten. Gezien de slechte reputatie van de Argentijnse overheid ten aanzien van het bestrijden van inflatie moesten rigoureuze maatregelen genomen worden, vandaar dat werd gekozen voor een vaste wisselkoers tussen de peso en de dollar (1 op 1), die in de wet werd verankerd en die gehandhaafd zou moeten worden door de geldcreatie in Argentinië te binden aan de ontwikkeling van de internationale monetaire reserves. Vanaf dat moment kon in Argentinië met zowel de peso als de dollar worden betaald en konden deposito's en leningen in pesos en dollars worden aangehouden. De *currency board* bleek zeer succesvol in het verlagen van de inflatie. Deze daalde van 2.000 procent in 1989-90 naar 1 à 2 procent in 1995-96. Daarnaast bleek het systeem bestand

* Beide auteurs zijn werkzaam aan de Rijksuniversiteit Groningen.

tegen de zware druk die de Mexico-crisis in 1994-95, de Aziëcrisis in 1997-98 en de daarop volgende Russische en Braziliaanse crises op de Argentijnse economie legde. Verder is opmerkelijk dat het BNP van Argentinië zeker sinds het midden van de jaren negentig zeer snel groeide met 4 tot 8 procent per jaar, al is sinds 1999 sprake van een daling van het BNP.

De diverse recente crises hebben evenwel ook negatieve gevolgen voor Argentinië in die zin dat in de crisisperioden het interestverschil tussen peso- en dollaractiva aanzienlijk oploopt vanwege het feit dat, ondanks de strikte koppeling aan de dollar, twijfels over de houdbaarheid van deze koppeling ontstaan (zie, onder meer, Kiguel, 1999). Vanwege de negatieve gevolgen van de van tijd tot tijd oplopende pesorente voor de Argentijnse economie is een debat ontstaan over de mogelijkheid om nog een stap verder te gaan dan de *currency board*. President Meném heeft begin 1999 voorgesteld om de dollar als wettig betaalmiddel in te voeren en de peso te vervangen. Deze (officiële) dollarisering van de Argentijnse economie zou de laatste onzekerheden moeten wegnemen die bij buitenlandse beleggers zouden kunnen bestaan met betrekking tot de geloofwaardigheid van de Argentijnse overheidspolitiek. Niet alleen in Argentinië wordt echter gesproken over het voorstel om over te gaan tot de invoering van de dollar als enig wettig betaalmiddel, ook in landen als Peru, Suriname en Mexico wordt hierover serieus nagedacht. In Ecuador is zelfs aan het begin van het jaar 2000 al daadwerkelijk besloten om de dollar als wettig betaalmiddel in te voeren; in El Salvador is per 1 januari 2001 een begin gemaakt met officiële dollarisering en Guatemala is wellicht het volgende land in de rij (The Economist, 2001).

Dit artikel gaat in op de vraag welke voor- en nadelen dollarisering Latijns-Amerikaanse economieën kan bieden en of deze optie gezien deze voor- en nadelen gewenst is. Het vertrekpunt is daarbij de Argentijnse situatie; hiernaast zal worden ingegaan op de vraag of dollarisering op ruimere schaal – dat wil zeggen in andere landen in Latijns Amerika – zou kunnen worden toegepast. Het artikel is als volgt opgebouwd. In paragraaf 1 wordt ingegaan op de achtergronden van dollarisering en de verschillende varianten van dollarisering. Daarna zullen in paragraaf 2 de voor- en nadelen van dollarisering worden besproken. In paragraaf 3 wordt ingegaan op de vraag of dollarisering voor Argentinië een verstandige economische politiek is. In de afsluitende paragraaf 4 wordt een korte uiteenzetting gegeven over de mogelijkheden van dollarisering in andere landen in Latijns-Amerika.

1. Dollarisering: achtergrond en begripsbepaling

Het voorstel tot dollarisering van de Argentijnse economie komt op een moment dat de discussie over het voeren van wisselkoerspolitiek weer in het centrum van de aandacht is komen te staan. Aanleiding hiertoe is de Aziëcrisis en de crisis in Rusland. Het hanteren van vaste of nagenoeg vaste wisselkoersen wordt door velen beschouwd als één van de oorzaken van de financiële en economische crisis in een aantal Zuid-Oost-Aziatische landen en in Rusland. De discussie over de wisselkoerspolitiek lijkt zich daarbij steeds meer toe te spitsen op de twee uiterste mogelijkheden: volledig flexibele dan wel volledig vaste wisselkoersen (The Economist, 1999a). Vormen van wisselkoersbeleid tussen beide extremen zouden geen realistisch alternatief meer bieden. Onderzoek toont aan dat stabilisatieprogramma's die gebruikmaken van een tussenliggend wisselkoersstelsel in de vorm van een vaste, doch in principe nog steeds aanpasbare wisselkoers veelal een zogenaamde *boom-bust*-cyclus laten zien. Aanvankelijk lijken dergelijke programma's bij te dragen aan een sterke daling van de inflatie en laat de economische groei een sterke stijging zien. Na verloop van tijd echter verandert het beeld en is sprake van een toenemend tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans, leidend tot een noodgedwongen devaluatie van de nationale munt, die wordt voorafgegaan door een sterke reductie van de buitenlandse reserves als gevolg van de krampachtige verdediging van de waarde van de munt in de internationale valutamarkten (Calvo en Végh, 1994; Ghosh, Gulde, Ostry en Wolf, 1997). Deze *boom-bust*-cyclus kan, onder meer, worden verklaard uit een gebrek aan geloofwaardigheid bij het publiek van het door de overheid gevoerde beleid.

Derhalve vindt op dit ogenblik een discussie plaats tussen voorstanders van volledig flexibele wisselkoersen en volledig vaste wisselkoersen. In dit laatste kamp bevinden zich degenen die het invoeren van een *currency board*, dan wel dollarisering van de economie van ontwikkelingslanden en transitie-economieën voorstaan. De Argentijnse overheid – maar bijvoorbeeld ook die van Estland en Litouwen – heeft zich in deze discussie feitelijk aangesloten bij dit kamp door in 1991 een keuze te maken voor volledig vaste wisselkoersen via de instelling van een *currency board*¹. De eerder genoemde kleine Latijns-Amerikaanse hebben zich inmiddels via de nog verder reikende stap naar officiële dollarisering ook in deze groep geplaatst.

Dollarisering houdt in dat een buitenlandse munteenheid (meestal de dollar) geheel of gedeeltelijk de nationale munt van een land vervangt als betaalmiddel,

¹ In dit artikel zal verder geen aandacht worden besteed aan *currency boards*. Voor een bespreking van dit fenomeen verwijzen wij naar artikelen van onder meer Van Dijkhuizen en Van der Werff (1995), Singal (1999) en Korhonen (2000).

als rekeneenheid of als bewaarmiddel (*store of value*)². Dollarisering kan zowel officieel of volledig, semi-officieel als informeel zijn. In de laatste twee gevallen, waarin de buitenlandse valuta niet door de overheid van een land als enig wettig betaalmiddel is ingesteld, worden transacties in dollars uitgevoerd en worden dollars doorgaans aangehouden omdat men weinig of geen vertrouwen heeft in de waarde van de eigen nationale munt. Het gebruik van de dollar kan daarbij zowel een illegaal als een legaal karakter dragen. Indien het gebruik van de dollar legaal is, betekent dit meestal dat ingezetenen bij banken deposito's in dollars kunnen aanhouden. Dit geval wordt wel aangeduid als dat van semi-officiële dollarisering (Schuler, 1999a). Tenslotte worden spaarrekeningen en/of waardepapieren door ingezetenen aangehouden in het buitenland – ofwel vluchtkapitaal – volgens sommigen ook tot de informele dollarisering gerekend (Schuler 1999a).

Een ruimere definitie van dollarisering wordt gehanteerd door Calvo (1999), die er, behalve in dollars luidende activa, ook in dollars luidende schulden onder rangschikt. In dollars luidende schulden hebben in een aantal crisislanden voor grote problemen gezorgd na de devaluatie van de nationale valuta en de daardoor optredende sterke verhoging van de schuld in termen van binnenlandse valuta.

Informele dollarisering van activa komt over het algemeen voor in landen waar de inflatie hoog is. In verschillende Latijns-Amerikaanse landen heeft deze vorm van dollarisering om deze reden in het verleden een belangrijke rol gespeeld (Melvin, 1988). Voor verschillende van deze landen is dit nog steeds in hoge mate het geval. Daarnaast is deze vorm van dollarisering belangrijk in verschillende voormalige centraal-geleide economieën zoals Rusland en Vietnam. Een recente IMF-studie toont aan dat voor 18 landen de deposito's genoteerd in buitenlandse valuta meer dan 30 procent van de totale geldhoeveelheid (in brede zin) uitmaken. In Argentinië vormen dergelijke deposito's 44 procent van de totale geldhoeveelheid. In Peru, Uruguay en Bolivia zijn deze aandelen respectievelijk 64, 76 en 82 procent. Voor nog eens 34 landen bedragen deze deposito's meer dan 15 procent van de totale geldhoeveelheid (Baliño *et al.*, 1999). In de meeste gevallen betreft het dollardeposito's.

In het geval van officiële dollarisering besluit de overheid van een land om de nationale munt als wettig betaalmiddel te vervangen door een buitenlandse munteenheid. Op dit moment zijn er rond de vijftien landen waar sprake is van

² In het vervolg van dit artikel zal worden gesproken van dollarisering, waarbij steeds bij wijze van voorbeeld wordt uitgegaan van het vervangen van de nationale munteenheid van een land door de dollar. Bedacht moet echter worden dat dollarisering in algemene zin betekent dat in een land een buitenlandse munteenheid wordt gehanteerd naast of in plaats van de nationale munteenheid. Met andere woorden, daar waar gesproken wordt over de dollar kan men even goed lezen: euro, Duitse mark, yen, etc.

officiële dollarisering. De grootste landen uit deze groep bevinden zich in Latijns Amerika. Van deze groep hanteert Panama reeds sinds 1904 de dollar als officiële munteenheid. De gedollariseerde economieën in andere werelddelen zijn onder meer zeer kleine eilandstaten in de Stille Oceaan, maar ook kleine Europese staten als Andorra (Franse franc, Spaanse peseta en euro), Liechtenstein (Zwitserse franc) en San Marino (Italiaanse lire en euro). Het unieke van het Argentijnse plan tot dollarisering is dat het een land betreft van een zeer veel grotere economische omvang dan de hiervoor genoemde landen.

2. De voor- en nadelen van dollarisering

Voordelen van dollarisering. De pleidooien voor het invoeren van officiële dollarisering in ontwikkelingslanden zijn om te beginnen vooral gebaseerd op het feit dat deze landen vaak kampen met interne macro-economische onevenwichtigheden die de lange-termijn economische ontwikkeling belemmeren. Deze onevenwichtigheden uiteten zich in de vorm van hoge inflatie en hoge tekorten op de overheidsbegroting en de betalingsbalans. Door de nationale munt te vervangen door de dollar kunnen deze onevenwichtigheden worden gereduceerd. Een eerste voor deze landen zeer belangrijk voordeel is dat de inflatie zal convergeren naar de inflatie in de Verenigde Staten. Omdat de overheid niet langer beschikt over een onafhankelijk monetair beleid kan zij de geldhoeveelheid niet beïnvloeden en de inflatie aanwakkeren. Direct hieraan gekoppeld is het feit dat de overheid nu niet meer in staat is om de overheidstekorten monetair te financieren. Dollarisering draagt derhalve bij aan discipline van de overheid met betrekking tot haar uitgavenpolitiek.

Ten tweede worden de transactiekosten van handel tussen het land en de Verenigde Staten drastisch verminderd, omdat nu immers de transacties in dollars kunnen worden afgehandeld. Zeker indien de Verenigde Staten een belangrijke handelspartner is, zullen hierdoor de handelrelaties worden versterkt.

Een derde belangrijk voordeel, dat hiervoor reeds werd aangestipt, is dat de rentetarieven op binnenlandse en internationale leningen zullen dalen. Meer in het bijzonder zullen rentevoeten convergeren naar die van de Verenigde Staten als gevolg van arbitrage vanwege het wegvallen van de inflatiepremie en vanwege het wegvallen van de rente-opslag op basis van het wisselkoersrisico. Rentever verschillen zullen alleen nog bestaan op basis van het verwachte risico op wanbetaling met betrekking tot het specifieke project en/of vanwege het landenrisico.

Bovengenoemde effecten van officiële dollarisering kunnen in principe een positieve bijdrage leveren aan de economische groeimogelijkheden van een

land. De vermindering van de macro-economische onevenwichtigheden zal de economische bedrijvigheid positief beïnvloeden. Meer in het bijzonder zal de reductie van deze onevenwichtigheden, tezamen met de verlaging van de rentetarieven, bijdragen tot een verhoging van de investeringsgeneigdheid. Daarnaast zal de economische groei een positieve impuls krijgen door de verhoogde activiteit in de handelssector door de verlaagde transactiekosten.

Naast deze directe positieve effecten op de economische groei van een land heeft dollarisering een indirect positief effect via het versterken van de binnenlandse financiële markten. Dollarisering draagt namelijk bij aan een vermindering van het gevaar van besmetting van de binnenlandse financiële markten door financiële crises elders in de wereld. Vanwege de onderontwikkelde status van de binnenlandse financiële markten in de meeste ontwikkelingslanden en transitie-economieën zijn zij over het algemeen kwetsbaarder voor dergelijke crisis. Dit kan als volgt worden geïllustreerd. Voor vele van deze landen geldt dat zij over het algemeen geen lange-termijn leningen in hun eigen munteenheid kunnen afsluiten. Gegeven de potentiële risico's die kredietgevers lopen wanneer zij langlopende leningen afsluiten in de munteenheden van deze landen is er voor dergelijke leningen geen markt. Derhalve resteren twee mogelijkheden om lange-termijn investeringsprojecten in deze landen te financieren. Enerzijds kunnen dergelijke projecten worden gefinancierd door een voortdurende *roll-over* van kortlopend krediet. Echter, bedrijven komen in de problemen wanneer het bankkrediet opdroogt en zij niet langer over kortlopend krediet kunnen beschikken. Hierdoor moeten langlopende projecten voortijdig worden afgebroken met alle negatieve gevolgen van dien³.

Anderzijds kunnen via dollarisering van schulden langlopende leningen worden afgesloten op de internationale kapitaalmarkten. Wanneer een bedrijf in een ontwikkelingsland een lening afsluit in dollars om daarmee een langlopend investeringsproject te financieren, waarvan de opbrengsten in de nationale munteenheid worden berekend, loopt dit bedrijf echter, zoals hiervoor reeds werd aangegeven, het risico dat door devaluatie van de nationale munt de kosten van de lening uitgedrukt in de nationale munt in één klap sterk toenemen. Samengetvat kunnen voor bedrijven gemakkelijk financiële problemen ontstaan als gevolg van een *mismatch* wat betreft looptijd, dan wel wat betreft valuta, van hun passiva en activa.

Onder deze omstandigheden kan eenvoudig een financiële crisis ontstaan (Calvo, 1999; Hausmann, 1999). Uit angst voor een devaluatie in de nabije toekomst, gebaseerd op een verslechtering van de *fundamentals*, zullen bedrijven

³ De financiële en economische crisis in Azië werd onder meer veroorzaakt door de omvangrijke korte-termijn financiering van lange-termijn investeringen door bedrijven in de getroffen landen in de aanloop naar de crisis in 1997-1998.

reeds nu proberen zoveel mogelijk dollars te kopen om hun valuta-*mismatch* te reduceren. Hierdoor komt de nationale munt verder onder druk te staan. Indien de overheid de waarde van de nationale munteenheid ten opzichte van de dollar probeert te stabiliseren middels interventies op de valutamarkten zal dit leiden tot een vermindering van de internationale reserves en daarmee tot een inkrimping van de geldhoeveelheid. Dit heeft tot gevolg dat de kredietruimte bij het bankwezen opdroogt, waardoor bedrijven problemen krijgen met het herfinancieren van hun kortlopend krediet (*roll-over lending*). Aldus krijgen zij te maken met problemen vanwege de *mismatch* van looptijden en zijn zij genoodzaakt langlopende projecten vervroegd stop te zetten. Hieruit blijkt dat de beide bovengenoemde bronnen van financiële problemen voor bedrijven interacteren, wat de kansen op een omvangrijke financiële crisis verhoogt en de stabiliteit van het binnenlandse financiële systeem sterk negatief kan beïnvloeden (Hausmann, 1999, p.3).

Wanneer officiële dollarisering wordt overwogen zijn bovengenoemde problemen van *mismatch* van looptijden en valuta's niet langer aan de orde. Omdat de dollar nu als officiële munteenheid wordt ingevoerd is men ook in staat langlopende dollarleningen af te sluiten. Dat dit in de praktijk daadwerkelijk het geval is kan worden gestaafd met het feit dat Panama het enige Latijns-Amerikaanse land is waar leningen met een looptijd van dertig jaar kunnen worden afgesloten (Stein, 1999, p.3).

Nadelen van dollarisering. Dollarisering biedt echter niet alleen voordelen. Tegenstanders van dollarisering wijzen op verschillende bezwaren.

Dollarisering en monetair beleid. Wellicht het belangrijkste bezwaar is dat een land met dollarisering een actief beleidsinstrument verliest om de effecten van externe schokken op de economie te temperen. Een land dat dollariseert importeert het monetaire beleid van de Verenigde Staten. Dit kan tot problemen leiden wanneer een land wordt geconfronteerd met een neerwaartse externe schok, terwijl deze schok nauwelijks, geen of zelfs een tegengesteld effect heeft op de Amerikaanse economie, dat wil zeggen wanneer sprake is van een zogenaamde asymmetrische schok. Indien het land over een eigen munteenheid zou hebben beschikt zou het mogelijk zijn geweest om de negatieve economische gevolgen middels expansief dan wel restrictief monetair beleid op te vangen. Zo kan expansief monetair beleid worden ingezet dat, in combinatie met de eruit voortvloeiende depreciatie/devaluatie van de eigen munt, een economische neergang kan tegengaan. Zonder een eigen munteenheid dient de economie zich via directe veranderingen in de prijzen en lonen aan de gevolgen van de schok aan te passen. Dit verlangt flexibiliteit van product- en factormarkten.

Bovengenoemd bezwaar dient echter te worden gerelativeerd. Uit onderzoek blijkt namelijk dat men vragen kan stellen bij de effectiviteit van onafhankelijk

monetair beleid in ontwikkelingslanden en transitie-economieën. Edwards (1989) en anderen hebben aangetoond dat devaluaties in Latijns-Amerika eerder hebben geleid tot inkrimping en niet tot de te verwachten stimulering van de economische activiteit. Voorts blijkt dat onafhankelijk monetair beleid voor ontwikkelingslanden en transitie-economieën in praktijk slechts beperkte waarde heeft. Zo is zelfs aangetoond dat de rente in landen met een flexibele wisselkoers sterker wordt beïnvloed door internationale renteontwikkelingen dan in landen met een vaste wisselkoers. Volgens Hausman (1999) neemt per procent stijging van de kosten van buitenlandse leningen de binnenlandse interestvoet in Argentinië met 1,4 procent toe, tegen een stijging van 5,9 in Mexico, een land met een zwevende wisselkoers. Dit houdt volgens Hausmann onder meer verband met het feit dat Latijns-Amerikaanse landen met formeel een régime van zwevende wisselkoersen de mogelijkheden van een onafhankelijk monetair en wisselkoersbeleid die dit régime in principe biedt, niet altijd benutten. Hiervoor kan onder meer worden verwezen naar de beleidsreactie van Chili, Mexico, Peru en Venezuela op de Aziatische crisis van 1997 en de ineenstorting van de grondstoffenprijzen in 1998. Men liet niet de wisselkoers de schokken opvangen, maar verhoogde de rente aanzienlijk, juist om sterke wisselkoerseffecten te voorkomen en kapitaalvlucht te beperken.

Daarnaast kan worden gewezen op de hierboven reeds besproken potentieel ernstige negatieve effecten van een depreciatie van de valuta op de financiële positie van bedrijven en banken wanneer er sprake is van dollarisering van lange-termijn passiva, terwijl de activa in de nationale munteenheid zijn genoteerd. Tevens kan een régime van flexibele wisselkoersen een negatief effect hebben op de ontwikkeling van de financiële sector van een land. Omdat de waarde van de nationale munt onder een régime van flexibele wisselkoersen steeds verandert, zijn activa genoteerd in deze munt voor beleggingsdoeleinden, met name waar het gaat om risicomijdende beleggingen, minder aantrekkelijk. Derhalve kunnen flexibele wisselkoersen bijdragen tot een vergrote kapitaalvlucht (Hausmann, 1999). Indien ingezetenen toch in de nationale munteenheid beleggen zullen zij daarvoor een hogere vergoeding vragen om te compenseren voor de fluctuerende reële waarde van hun activa onder een systeem van flexibele wisselkoersen. Hierdoor wordt het binnenlands rentepeil opgedreven. Bovendien bleek uit het voorgaande dat in verschillende ontwikkelingslanden en transitie-economieën bij een belangrijk deel van de deposito's en spaarrekeningen reeds sprake is van informele dollarisering. Een depreciatie van de eigen munt zal de valutasubstitutie nog verder versterken, want de besparingen uitgedrukt in de eigen munt worden nu reëel minder waard. Hierdoor neemt de druk op de wisselkoers alleen maar verder toe.

Tenslotte speelt loonindexatie een belangrijke rol onder een régime van flexibele wisselkoersen. Werknemers zullen immers gecompenseerd willen worden voor de prijsstijgingen die optreden naar aanleiding van depreciaties/devaluaties

van de eigen munteenheid die leiden tot hogere prijzen van importgoederen. In dat geval zullen de lonen de prijsstijging van importgoederen volgen. Dit zal vervolgens het vermeende positieve effect van een depreciatie/devaluatie op de concurrentiekracht van de exporten afzwakken.

Al met al blijkt dus dat flexibele wisselkoersen en een onafhankelijke monetaire politiek in de praktijk minder goed hanteerbaar zijn dan de traditionele theorie voorspelt. De conclusie die uit bovenstaande analyse kan worden getrokken is derhalve dat het opgeven van de monetaire onafhankelijkheid als gevolg van de dollarisering feitelijk niet als een al te groot verlies voor de desbetreffende landen behoeft te worden beschouwd.

Desalniettemin kan men zich afvragen in hoeverre marktwerking in ontwikkelingslanden en transitie-economieën voldoende is ontwikkeld om bij officiële dollarisering asymmetrische schokken, dat wil zeggen schokken die zich in het desbetreffende land voordoen en niet, of in mindere mate, in het land waarvan men de valuta gebruikt, op te vangen door prijs- en loonaanpassingen. Met name de arbeidsmarkten kunnen in dit verband voor de nodige problemen zorgen vanwege de in veel van deze landen voorkomende loonindexatie. Men mag evenwel aannemen dat loonindexatiemechanismen gemakkelijker kunnen worden doorbroken wanneer de inflatie sterk wordt gematigd en in lijn wordt gebracht met die in de Verenigde Staten. Bij lage inflatie zal loonindexatie immers als minder belangrijk worden ervaren.

Dollarisering en geldscheppingswinst (*seigniorage*). Een tweede bezwaar dat de tegenstanders van dollarisering aanvoeren is dat een land dat tot dollarisering overgaat daarmee de geldscheppingswinst (*seigniorage*) op de uitgifte van de nationale geldsoort verliest. In dit verband wordt wel onderscheid gemaakt tussen twee dimensies: een voorraaddimensie en een stroomdimensie (Schuler, 1999b). De kosten in voorraadtermen (*stock cost*) hebben betrekking op de kosten van het verkrijgen van voldoende buitenlandse reserves om dollars op te kunnen verwerven ter vervanging van de binnenlandse valuta. Deze kosten bedragen gemiddeld zo'n 8 procent van het Bruto Binnenlands Product van een land (Fischer, 1982, p. 305). De kosten in stroomtermen verwijzen naar de steeds terugkerende kosten van het verlies aan inkomsten uit buitenlandse reserves. Buitenlandse reserves zullen namelijk veelal voor een belangrijk deel in de vorm van interestdragende financiële activa worden aangehouden. Schuler (1999b) heeft de jaarlijkse kosten voor een aantal Latijns-Amerikaanse landen berekend. In de lage variant (*low-end estimate*) van zijn berekeningen, waarin slechts de chartale binnenlandse-geldcirculatie vóór dollarisering in de berekening wordt opgenomen, variëren de kosten tussen de 0,1 en 0,2 % van het Bruto Binnenlands Product. In de hoge variant (*high-end estimate*), waarin de basisgeldhoeveelheid als grondslag dient, vertonen de kosten een grotere spreiding over de Latijns-Amerikaanse landen. Volgens deze variant lopen de kosten uit-

een van 0,5 % van het Bruto Binnenlands Product voor Argentinië tot 7,4 % voor Ecuador. De spreiding hangt met name samen met de hoogte van de inflatie in de diverse landen, waarbij hogere inflatie zorgt voor hogere kosten in stroomtermen.

In de discussie over dollarisering komt met betrekking tot het aspect van het verlies van geldscheppingswinst door de dollariserende landen wel de gedachte naar voren dat de Verenigde Staten de desbetreffende landen zou kunnen compenseren door een deel van de Amerikaanse geldscheppingswinst af te staan. Schuler (1999a, 1999b), die de Amerikaanse senaat adviseert over dollarisering, besteedt uitgebreid aandacht aan deze mogelijkheid. In principe zou de Verenigde Staten de voordelen van een officiële dollarisering door derde landen – bestaande uit de stijgende geldscheppingswinst door een toename van de hoeveelheid dollars in circulatie en van het niet langer te hoeven betalen van interest op het schatkistpapier dat de dollariserende landen aanhielden in hun reserves – kunnen delen met de landen-in-kwestie. Volgens andere deelnemers aan het dollariseringsdebat, waaronder de Federal Reserve Bank van San Francisco, is er echter weinig kans dat compensatie vanuit de Verenigde Staten politiek haalbaar is (FRBSF, 1999).

Dollarisering en de Centrale Bank als *lender of last resort*. Een derde bezwaar dat wordt aangevoerd tegen dollarisering is dat de overheid daarmee de mogelijkheid verliest om als *lender of last resort* van het bankwezen op te treden. Indien het bankwezen te maken krijgt met ernstige liquiditeitsproblemen kan dit aanleiding geven tot een crisis met betrekking tot het vertrouwen van het publiek in de banken, die zou kunnen uitmonden in een financiële en economische crisis. In een dergelijk geval kan de centrale bank besluiten geld in omloop te brengen, waarmee de liquiditeiten van de banken worden aangevuld om zo een bank run af te wenden. Deze vorm van geldschepping is na dollarisering echter niet meer mogelijk. In principe zou het uiteraard denkbaar zijn dat de centrale bank van de Verenigde Staten voor officieel gedollariseerde economieën de rol van *lender of last resort* overneemt. Vertegenwoordigers van de Federal Reserve, waaronder voorzitter Greenspan, hebben er echter geen misverstand over laten bestaan dat het niet in hun voornemen ligt het veiligheidsnet van de Federal Reserve uit te breiden naar de banken in gedollariseerde economieën (FRBSF, 1999). Dit laatste zou namelijk onder meer betekenen dat de met de *lender of last resort* verbonden functie van toezichhouder op het bankwezen ook bij de Amerikaanse autoriteiten zou komen te liggen.

Voor- en nadelen van dollarisering: de balans. Op basis van bovenstaande bezwaren kan men stellen dat officiële dollarisering slechts dient te worden overwogen wanneer aan een aantal voorwaarden is voldaan. Een eerste voorwaarde is dat het nationale bankwezen goed ontwikkeld en stabiel is, zodat liquiditeitsproblemen minder waarschijnlijk moeten worden geacht. Dit verlangt

een sterke bankwet, waarin regulering en toezicht zijn vastgelegd, en goed ontwikkelde instituties die zorgdragen voor de uitvoering van deze wetgeving. Onder deze omstandigheden is het minder waarschijnlijk dat de monetaire autoriteiten in de toekomst op zullen moeten treden als *lender of last resort*. Hierbij dient te worden opgemerkt dat dollarisering van de economie in principe bij zal dragen aan een stabielere bankwezen. Zoals hiervoor reeds werd opgemerkt is één van de belangrijkste oorzaken van financiële crises het bestaan van een *mismatch* van de valuta waarin activa en passiva van het bedrijfsleven en bankwezen zijn uitgedrukt. Door de dollarisering verdwijnt deze *mismatch* van valuta's tussen geleende gelden en de ontvangsten uit de bedrijfsvoering, en derhalve verdwijnen dus ook de aan een dergelijke *mismatch* verbonden negatieve gevolgen voor het bedrijfsleven en bankwezen. Dit vermindert tegelijkertijd de kans op een financiële crisis. Ook kan een versterking van het bankwezen optreden doordat officiële dollarisering het toetreden van Amerikaanse banken tot de binnenlandse financiële markten zal bevorderen.

Een tweede voorwaarde betreft de hoeveelheid buitenlandse reserves waarover een land beschikt. Indien de dollarreserves ontoereikend zijn om de nationale munteenheid te vervangen kan dollarisering een zeer kostbare operatie worden. De ontbrekende dollars dienen dan te worden aangekocht met de overige beschikbare internationale reserves. Indien dit niet mogelijk is kan dollarisering alleen worden doorgevoerd door aanpassing van de conversiekoers tussen de verdwijnende nationale valuta en de dollar, equivalent aan een devaluatie van de oude nationale valuta. Deze zal negatieve gevolgen hebben voor de koopkracht van de burgers van het land die het oude geld in dollars moeten gaan inwisselen en daarmee ook voor de economische bedrijvigheid in het land. Bij een sterke devaluatie zal gemakkelijk sociale onrust kunnen ontstaan. Daarmee kunnen de hierboven genoemde voordelen wel eens onvoldoende opwegen tegen deze kosten.

Ten derde is het van belang dat de overheid van het land dat dollariseert de overheidsbegroting saneert om het noodzakelijke beroep op monetaire financiering van de tekorten te elimineren. Indien de tekorten op de begroting hoog zijn en indien deze voornamelijk monetair worden gefinancierd, zal de overgang op de dollar als wettig betaalmiddel een zware wissel trekken op de flexibiliteit van de overheid. Op het moment dat de dollar wordt ingevoerd is monetaire financiering van de tekorten immers niet langer mogelijk.

Tenslotte vraagt, zoals hiervoor reeds werd gesteld, het opgeven van het monetaire en wisselkoersbeleid om een flexibele economie, waarin loon- en prijsaanpassingen zorgen voor het opvangen van asymmetrische schokken. Dit betekent dat de economie in zekere mate geliberaliseerd zal moeten zijn alvorens de dollar succesvol als wettig betaalmiddel zal kunnen worden ingevoerd.

3. Dollarisering: een goed idee voor Argentinië?

Van informele naar officiële dollarisering? Officiële dollarisering in Argentinië zou kunnen worden gezien als een vervolg op de informele dollarisering waarvan reeds sprake is. Op basis van cijfers over de dollartegoeden bij Argentijnse banken zou zelfs gedacht kunnen worden dat zich in de jaren negentig een toenemende informele dollarisering van de Argentijnse economie heeft voorgedaan (Baliño *et al.*, 1999). Dit zou opmerkelijk zijn in het licht van de stabilisatie van de Argentijnse economie in de periode na de introductie van de *currency board*, waarbij met name het overwinnen van het inflatieprobleem van belang is. In deze omstandigheden zou veeleer een verminderd belang van de dollar en een vergroot aandeel van de peso worden verwacht.

Uit een nadere analyse blijkt evenwel dat de toename van de rol van de dollar zich voordoet bij de dollartegoeden bij Argentijnse banken en dat zich hier een verschuiving heeft voorgedaan vanuit dollartegoeden in het buitenland (Balino *et al.*, 1999). Vluchtkapitaal keert aldus terug naar Argentinië op basis van toenemend vertrouwen in de Argentijnse economie, zij het dat men nog niet de stap maakt naar banktegoeden in peso. Het is aldus onduidelijk of er in totaliteit wel sprake is van een toename van de informele dollarisering. Niettemin laat zich ook bij een ongeveer constant belang van de dollar reeds de vraag stellen hoe dit kan worden verklaard en waarom in een periode van stabilisatie geen daling kan worden waargenomen. Wellicht ligt de hyperinflatie waarmee Argentinië in de jaren 1989 en 1990 te maken had nog zodanig vers in het geheugen dat een volledig herstel van het vertrouwen in de peso vooralsnog niet mogelijk is. Een andere verklaring is gebaseerd op het verschijnsel van padafhankelijkheid of hysteresis als gevolg van de vaste kosten die zijn verbonden aan de omschakeling op een andere valuta: de bij de omschakeling naar de dollar gemaakte kosten hebben het gebruik van die valuta even gemakkelijk gemaakt als dat van de peso (Voorhoeve, 1999).

Argumenten vóór invoering van officiële dollarisering voor Argentinië. Wat waren nu de belangrijkste beweegredenen voor president Meném om dollarisering te willen invoeren? De belangrijkste reden is dat men de negatieve effecten van financiële en economische crises elders in de wereld op de Argentijnse economie zo veel mogelijk wil reduceren. Dit is, gezien de turbulente ontwikkelingen van de laatste jaren, met de crises in Mexico (1994-95) Azië (1997-98), Rusland (1998) en recentelijk nog in Brazilië (1998-99), niet verwonderlijk. Keer op keer ondervond ook de Argentijnse economie in meer of mindere mate negatieve gevolgen van deze crises, ondanks het feit dat de economische fundamenteën in Argentinië zelf evenwichtig waren. Door de dollar als wettig betaalmiddel in te voeren en de peso te schrappen verwacht men in de

toekomst gevrijwaard te blijven van uit andere opkomende landen overwaaiende speculatieve aanvallen.

Als uitvloeisel van het verder uitblijven van speculatieve aanvallen op de valuta zal in Argentinië de interestvoet op leningen kunnen dalen. In 1998 bedroeg het maximale renteverskil op maandleningen tussen de Verenigde Staten en Argentinië nog 4,4 procent (Hanke, 1999). Deze marge reflecteert de wisselkoersen- en landenrisico's die beleggers vergoed wensen te zien en weerspiegelt het nog niet zeer grote vertrouwen in de peso bij financiële-marktpartijen, dat hierboven ook reeds werd aangeduid. De verwachting is dat op het moment dat de Argentijnse economie gedollariseerd wordt dit renteverskil flink zal worden verkleind. In dit verband kan het nuttig zijn de situatie in Panama, het enige gedollariseerde land van enige omvang, in beschouwing te nemen. In Panama ligt de marge tussen de uitleenrente van de banken en de *prime rate* in New York sinds 1995 onder de 2 procent (Moreno, 1999).

Een ander belangrijk effect op financiële markten, hiervoor reeds aangeduid, betreft het binnen bereik van Argentinië brengen van het marktsegment van langlopende leningen. Wederom kan hier het voorbeeld van Panama worden aangehaald om duidelijk te maken dat dit een effect is waarvan kan worden verwacht dat het inderdaad optreedt. Van de bovengenoemde effecten in de financiële markten kan een positief effect op de investeringen en daarmee op de economische groei van Argentinië worden verwacht.

Naast deze positieve effecten op financiële markten en de indirecte positieve invloed hiervan op de economische ontwikkeling, kan dollarisering tevens bijdragen aan een verdere handelsintegratie met de rest van de wereld in het algemeen en met de Verenigde Staten in het bijzonder. Dit is het gevolg van lagere transactiekosten en stabielere prijzen voor afnemers van Argentijnse producten in termen van dollars (Berg en Borensztein, 2000).

Bezwaren tegen officiële dollarisering in de Argentijnse context. Indien de bezwaren tegen dollarisering, zoals hierboven besproken, worden gezien in de context van de Argentijnse situatie, kan het volgende worden opgemerkt. Het bezwaar dat dollarisering betekent dat een land zijn monetaire onafhankelijkheid dient op te geven werd hierboven al deels ontkracht. In de Argentijnse context lijkt dit bezwaar echter nog minder relevant. Immers, met de invoering van de *currency board* in 1991 en de wettelijke vastlegging van de waarde van de peso ten opzichte van de dollar heeft de Argentijnse overheid feitelijk haar onafhankelijkheid over het monetaire beleid inmiddels al opgegeven. De manier waarop in Argentinië vorm is gegeven aan het *currency-boardsysteem* maakt dat men het Amerikaanse monetaire beleid importeert. Dollarisering zou slechts een verdere bevestiging zijn van de keuze die de Argentijnse beleidsmakers in een eerder stadium hebben gemaakt betreffende hun monetaire politiek. Dolla-

risering betekent dat deze keuze nog definitiever wordt gemaakt dan onder het huidige *currency-boards* systeem reeds het geval is. Zou men wellicht nog kunnen verwachten dat op enig moment de waarde van de peso ten opzichte van de dollar middels een wetswijziging kan veranderen, de invoering van de dollar ten koste van de peso lijkt een onherroepelijke beslissing.

Ten tweede geldt dat het bankwezen in Argentinië de afgelopen jaren wezenlijk is versterkt. Verschillende wetswijzigingen betreffende regulering en toezicht en verbeteringen in de uitvoering van de wetgeving hebben hiertoe bijgedragen. Het toezicht op het banksysteem in Argentinië wordt algemeen beschouwd als één van de sterkste buiten het OESO-gebied (Calomiris en Powell, 2000). Ook deze versterking van het binnenlandse bankwezen heeft direct te maken met de in 1991 ingevoerde *currency board* (Carrizosa, Leipziger en Shah, 1996). Immers, onder dit systeem wordt de overheid sterk beperkt in haar mogelijkheden om als *lender of last resort* te fungeren. Het systeem laat de geldschepping die hieruit voortvloeit niet toe. Dat het Argentijnse bankwezen stabiel moet worden geacht moge blijken uit feit dat het betrekkelijk ongeschonden de verschillende financiële crises van de afgelopen jaren heeft weten te doorstaan. Daarnaast blijkt uit recente gegevens dat het percentage slechte leningen voor het Argentijnse bankwezen relatief gering is. In februari 2000 bedroegen de slechte leningen, minus getroffen voorzieningen, slechts 2,1 procent van de totale uitstaande leningen (Banco Central de Argentina, 2000). Dit is in vergelijking met de situatie van het bankwezen in andere landen in de regio uitzonderlijk laag. Al met al betekent dit dat dollarisering van de Argentijnse economie de overheid geen doorslaggevende bezwaren zal opleveren ten aanzien van het opgeven van de functie van *lender of last resort*.

Ten derde kan worden opgemerkt dat Argentinië op dit moment over meer dan voldoende dollarreserves beschikt om over te gaan tot dollarisering. Onder een *currency-boards* systeem dient de centrale bank immers in principe tegenover elke in omloop gebrachte peso een dollar in haar reserves te hebben. Dit betekent dat er geen sprake is van verlies aan geldscheppingswinst in voorraadtermen, zoals in de vorige paragraaf besproken. Wel is sprake van verlies aan geldscheppingswinst in stroomtermen. Op dit moment bestaan de dollarreserves van Argentinië voor een belangrijk deel uit schatkistpapier van de Amerikaanse overheid. Hierop ontvangt Argentinië jaarlijks ongeveer 750 miljoen dollar aan rente (Stein, 1999). Op het moment dat de Argentijnse economie wordt gedollariseerd wordt het schatkistpapier omgezet in dollarbiljetten en verliest Argentinië deze jaarlijkse inkomstenbron. De geldscheppingswinst van de in Argentinië gebruikte dollars valt toe aan de Amerikaanse overheid. Zoals hiervoor reeds werd aangegeven is niet te verwachten dat de Amerikaanse overheid bereid is de toegenomen geldscheppingswinst te delen met Argentinië.

Ten vierde heeft Argentinië de afgelopen jaren de nodige structurele aanpassingen doorgemaakt, opnieuw vanwege het feit dat de *currency board* in 1991 werd ingesteld. In dit verband werden stappen gezet in de richting van sanering van de overheidsbegroting, werden verschillende staatsbedrijven geprivatiseerd en werden markten geliberaliseerd, dit alles om de flexibiliteit van de Argentijnse economie te vergroten. Toch kunnen hier enkele kanttekeningen geplaatst worden. Hoewel Argentinië de afgelopen jaren haar economische politiek flink heeft aangepast, zijn de hervormingen volgens sommigen nog niet ver genoeg doorgevoerd. De overheid kampt onder meer met het probleem dat er geen goed evenwicht bestaat tussen inkomsten en uitgaven op de verschillende niveaus van de overheid. Zo worden de uitgaven op provinciaal niveau gefinancierd uit federale belastingen en uitgaven op plaatselijk niveau uit provinciale belastingen, hetgeen een evenwichtige afweging van kosten en baten op ieder niveau van de overheid in de weg staat (Pou, 2000). Een ander probleem is dat, hoewel vele staatsbedrijven zijn geprivatiseerd in een aantal gevallen daarmee particuliere monopolies zijn ontstaan, die weinig prikkels hebben om efficiënter te gaan werken. Tenslotte is de flexibiliteit van de arbeidsmarkten in Argentinië in de ogen van velen nog steeds onvoldoende (The Economist, 1999b; Pou, 2000). Op dit punt lijkt derhalve de Argentijnse overheid zich nog de nodige inspanningen te moeten getroosten wil dollarisering inderdaad een gunstig effect op de lange-termijn economische ontwikkeling sorteren. Immers, gezonde overheidsfinanciën en flexibele markten maken het gebruik van monetair beleid als actief beleidsinstrument om de effecten van externe schokken op de economie te temperen overbodig. De negatieve gevolgen van de devaluatie van de Braziliaanse *real* in 1999 voor de Argentijnse economie onderstrepen in dit verband de noodzaak van verdere sanering van overheidsuitgaven en flexibilisering van de marktwerking in Argentinië bij invoering van officiële dollarisering. Dit besluit van de overheid van Brazilië – een land waarmee Argentinië in het kader van de MERCOSUR, een regionale vrijhandelsovereenkomst, de laatste jaren versterkte handelsrelaties heeft opgebouwd – leidde tot een scherpe daling van de exporten van Argentinië in combinatie met een relatief sterke toename van de importen vanuit Brazilië (The Economist, 1999c).

Dollarisering in Argentinië: een evaluatie. Bovenstaande analyse toont aan dat er in het geval van Argentinië geen onoverkomelijke bezwaren zijn aan te voeren tegen officiële dollarisering van de economie, al baren de door sommigen geconstateerde onvolkomenheden in het financiële overheidsbeleid en met betrekking tot de efficiëntie van geprivatiseerde staatsbedrijven en overheidsorganen, alsmede de flexibiliteit van de arbeidsmarkt toch enige zorgen ten aanzien van de werkelijk te behalen voordelen van dollarisering voor Argentinië. Desalniettemin lijkt dollarisering voor Argentinië een gunstige beslissing. Daarbij is het overigens natuurlijk vooralsnog onduidelijk in hoeverre de dollarisering de Argentijnse economie daadwerkelijk vrijwaart van de gevolgen van economische en financiële crises elders in de wereld, in welke mate de rente op

leningen aan Argentijnse bedrijven inderdaad zal tenderen naar het Amerikaanse niveau, en in welke mate handel met de Verenigde Staten zal worden gestimuleerd. Sommige Argentijnse beleidsmakers zijn evenwel zeer overtuigd van hun zaak. In een onderzoeksrapport spreekt de Centrale Bank van Argentinië de verwachting uit dat de economische groei met 2 procent zal toenemen wanneer dollarisering wordt ingevoerd, voornamelijk als gevolg van de verlaging van de rentetarieven (Hanke, 1999). Al met al lijkt derhalve de keuze voor dollarisering voor Argentinië geen wezenlijke problemen op te werpen.

Behalve aan de economische aspecten van dollarisering in Argentinië dient ook aandacht te worden besteed aan de politieke aspecten van een dergelijk besluit. Op zichzelf kan politieke oppositie een belangrijk obstakel vormen voor dollarisering. Het hebben van een eigen munteenheid heeft niet alleen puur economische waarde, het wordt tevens beschouwd als een belangrijk symbool van politieke en economische onafhankelijkheid, naast de eigen vlag en postzegel. Substantiële politieke oppositie tegen dollarisering lijkt evenwel afwezig in Argentinië.

Niettegenstaande het hiervoor geschetste tamelijk positieve beeld van de mérites van officiële dollarisering voor Argentinië moet worden geconstateerd dat op dit moment (januari 2001) nog geen sprake lijkt te zijn van verdere stappen in die richting. Dit heeft alles te maken met de huidige situatie in Argentinië (The Economist, 2000b), met name het feit dat Argentinië reeds twee jaar in een recessie verkeert, die onder meer gepaard gaat met werkloosheid van rond de 15 % van de beroepsbevolking. De prioriteit ligt dan ook bij het voorkomen van acute verslechtering van de situatie, met name in de vorm van een crisis rond de overheidsschuld. Niettemin blijkt bij 70 % van de Argentijnse bevolking nog steeds steun te bestaan voor de *currency board*, hetgeen aangeeft dat de oplossing voor de recessie niet wordt gezien in het loslaten van de koppeling aan de dollar. Aangenomen mag worden dat in een reeds gedollariseerde economie de huidige problematische situatie minder ernstig zou zijn geweest omdat zou mogen worden verwacht dat de interestvoeten op Argentijnse obligaties minder hoog zouden zijn opgelopen dan recentelijk het geval is geweest, zulks vanwege het niet langer bestaan van het devaluatierisico, welk risico in de actuele situatie wel weer opspeelt.

4. Dollarisering: ook een goed idee voor andere landen in Latijns-Amerika?

Rest de vraag of dollarisering wellicht ook verstandig zou zijn voor andere landen in Latijns-Amerika (en eventueel daarbuiten). Zoals eerder vermeld wordt in sommige van deze landen, zoals Peru, Suriname en Mexico openlijk gede-

batteerd over de mogelijkheden en de voordelen van de invoering van de dollar als enig wettig betaalmiddel en is men in Ecuador en El Salvador reeds daadwerkelijk overgegaan tot officiële dollarisering. Deze vraag kan als volgt worden benaderd. Zoals hiervoor bleek is de positieve beoordeling van een mogelijke Argentijnse keuze voor dollarisering in de voorgaande paragraaf voor een zeer belangrijk deel ingegeven door het feit dat het land reeds in het verleden de stap naar het instellen van een *currency board* heeft gemaakt. Het instellen van dit systeem stelt bepaalde voorwaarden aan het monetaire beleid, aan de regulering en het toezicht van het bankwezen, en aan de te voeren macro-economische politiek in het algemeen, zoals de financiële overheidspolitiek en arbeidsmarktbeleid. Door de keuze voor een *currency board* en de daaraan gekoppelde noodzakelijke aanpassingen van de economische politiek heeft Argentinië feitelijk ook aan de genoemde voorwaarden voor dollarisering voldaan of is het land onderweg daaraan te gaan voldoen. Het instellen van een *currency board* is in feite een logische opstap naar dollarisering. Anders gezegd: op het moment dat men voor een *currency board* heeft gekozen kan men niet terug zonder grote vertrouwensrisico's te lopen. Dollarisering is dan een logische volgende stap om het vertrouwen in de economie-in-kwestie verder te vergroten door wisselkoersrisico's volledig te laten verdwijnen.

Dit betekent tegelijkertijd ook dat voor landen die geen *currency board*, of minimaal een ander systeem waarin de wisselkoers als nominaal anker fungeert, hebben ingesteld de stap naar dollarisering erg groot is. De noodzakelijke veranderingen in de economische politiek en de wijzigingen in de regulering van en toezicht op het bankwezen zijn immers ingrijpend van aard. Niettemin is het in principe mogelijk dat aan het gegeven dat een gedollariseerde economie alleen goed kan functioneren als aan bepaalde vereisten qua economische politiek en marktwerking is voldaan op verschillende wijze inhoud wordt gegeven: men kan zich erop richten dat aan de noodzakelijke voorwaarden voor het goed functioneren van een gedollariseerde economie voorafgaand aan of uiterlijk tegelijkertijd met de invoering van dollarisering wordt voldaan, of men kan de dollariseing gebruiken om af te dwingen dat aan de voorwaarden wordt voldaan. In feite is hier sprake van een soortgelijke tweedeling in benaderingen als waarvan vroeger in het kader van de discussie over de Europese monetaire integratie sprake was: moest economische integratie voorafgaan aan monetaire, of moesten de maatregelen in de monetaire sfeer als breekijzer fungeren in de richting van verdere economische eenwording, waaronder de noodzakelijke structurele hervorming van de betrokken economieën. Een extreme vorm van de laatstgenoemde benadering kan in de Latijns-Amerikaanse context worden aangetroffen in Ecuador. Dit land besloot in januari 2000 de dollar als officieel betaalmiddel in te voeren en de sucre, de nationale munt van het land, slechts te handhaven voor betalingen van bedragen van minder dan één dollar (Berg en Borensztein, 2000). De dollarisering werd in Ecuador doorgevoerd om een einde te maken aan een economische en financiële crisis, die geopaard ging met een

krimp van het Bruto Binnenlands Product met 7,3 % in 1999, hyperinflatie en een vrije val van de sucre (The Economist, 2000c). De dollarisering was vooral bedoeld om de beëindiging te forceren van de monetaire financiering van de tekorten van de overheid om zodoende af te dwingen dat de overheidsfinanciën op orde worden gebracht. Het is nog steeds onduidelijk of de stap van Ecuador naar dollarisering op de langere termijn het beoogde resultaat zal opleveren (Molano, 2000; The Economist, 2000a en 2000c). Vanuit de bevolking is in ieder geval tegenstand ontstaan tegen dit besluit, uitmondend in massale protesten.

Ervan uitgaande dat het hanteren van dollarisering zoals in Ecuador zeer riskant is en het verstandig lijkt om vast te houden aan het idee dat dollarisering vooraf moet worden gegaan door een politiek van structurele hervormingen, is het aantal landen in de Latijns-Amerikaanse regio dat aan de voorwaarden om dollarisering tot een succes te maken beperkt. Dit laatste geldt ook vanuit het gezichtspunt dat voor dollarisering voldoende internationale reserves aanwezig moeten zijn om de benodigde dollars bij de Verenigde Staten te kunnen verwerven.

Al met al dient dus te worden geconcludeerd dat dollarisering belangrijke voordelen kan hebben voor een land, met name wat betreft de verlaging van de inflatie en reële rentevoeten, de verminderde gevoeligheid voor financiële en valutacrisis, de ontwikkeling van binnenlandse financiële markten en de toename van de handelsintegratie met de rest van de wereld. Deze voordelen zijn evenwel alleen binnen bereik van landen die reeds in verregaande mate structurele hervormingen hebben doorgevoerd, waarbij deze hervormingen hebben bijgedragen tot sanering van overheidsuitgaven en flexibilisering van markten. Argentinië is een voorbeeld van een land dat van de genoemde voordelen van dollarisering zou kunnen genieten.

Literatuur

- Baliño, Thomas J.T., Adam Bennett, en Eduardo Borensztein, 1999, "Monetary Policy in a Dollarized Economy", *Occasional Paper*, No. 171, IMF, Washington, D.C.
- Banco Central de la República Argentina, 2000, *Monetary and Financial Monthly Information*, april, website <http://www.bcra.gov.ar>
- Berg, Andrew en Eduardo Borensztein, 2000, "The Dollarization Debate", *Finance and Development*, 37/1, 38-41
- Calomiris, Charles, W, en Andrew Powell, 2000, "Can Emerging Bank Regulators Establish Credible Discipline? The Case of Argentina, 1992-1999", *NBER Working Paper*, No. 7715

- Calvo, Guillermo A., 1999, *On Dollarization*, mimeo, University of Maryland
- Calvo, Guillermo A., en Carlos A. Végh, 1994, "Inflation Stabilization and Nominal Anchors", *Contemporary Economic Policy*, 12/2, 35-45
- Carrizosa, Mauricio, Danny M. Leipziger, en Hemant Shah, 1996, "The Tequila Effect and Argentina's Banking Reform", *Finance and Development*, 33/1, 22-25
- Dijkhuizen, K.A. van, en A.A. Van der Werff, 1995, "Helpen Currency Boards bij Vertrouwenscrises?", *Bank- en Effectenbedrijf*, 44/12, 24-29
- Economist, The, 1999a, "No More Peso", 23 januari, 87
- Economist, The, 1999b, "Argentina: Down to Earth", 15 mei, 91-92
- Economist, The, 1999c, "MERCOSUR's Malaise", 24 april, 59-60
- Economist, The, 2000a, "Ecuador - Green Backed but Green", 27 mei, 58-60
- Economist, The, 2000b, "Argentina's New Struggle for Confidence and Growth", 18 november, 75-76
- Economist, The, 2000c, "Ecuador Drifts between Opportunity and Deadlock", 23 december, 77-78
- Economist, The, 2001, "Divided about the Dollar", 6 januari, 42
- Edwards, Sebastian, 1989, *Real Exchange Rates, Devaluation, and Adjustment*, Cambridge, Mass., MIT Press
- Federal Reserve Bank of San Francisco (FRBSF), 1999, "Dollarization in Argentina", *Economic Letter* 29, website <http://www.frbsf.org/econsrch/wklytr/wklytr99/el99-29.htm>
- Fischer, Stanley, 1982, "Seigniorage and the Case for a National Money", *Journal of Political Economy*, 90/2, 295-313
- Ghosh, Atish R., Anne-Marie Gulde, Jonathan D. Ostry, en Holger C Wolf, 1997, "Does the Nominal Exchange Regime Matter?", *NBER Working Paper*, No. 5874
- Hanke, Steve H., 1999, "Three Cheers for Dollarization", *Euromoney*, maart, 96
- Hausmann, Ricardo, 1999, "Currencies: Should There Be Five or One Hundred and Five?", paper gepresenteerd op conferentie Inter American Development Bank
- Kiguel, Miguel, 1999, *IMF Economic Forum: Dollarization: Fad or Future for Latin America*, 24 juni, website <http://www.imf.org/external/np/tr/1999/tr990624.htm>
- Korhonen, Iikka, 2000, "Currency Boards in the Baltic Countries: What Have We Learned?", *Post-communist Economies*, 12/1, 25-46
- Melvin, Michael, 1988, "The Dollarization of Latin America as a Market-enforced Monetary Reform: Evidence and Implications", *Economic Development and Cultural Change*, 36/3, 543-585
- Molano, Walter, T., 2000, *Addressing the Symptoms and Ignoring the Causes: A View from Wall Street on Dollarization*, mimeo, BCP Securities, Greenwich, Conn.
- Moreno, Juan Luis, 1999, "Lessons from the Monetary Experience of Panama: A Dollar Economy with Financial Integration", *The Cato Journal*, 18/3, 421-

- 439, en Addendum op dit artikel op website <http://www.sinfo.net/juanluismoreno/Engladd.htm>
- Pou, Pedro, 2000, "Argentina's Structural Reforms of the 1990s", *Finance and Development*, 37/ 1, 13-15
- Schuler, Kurt, 1999a, *Encouraging Official Dollarization in Emerging Markets*, Joint Economic Committee Staff Report, United States Senate, website <http://www.senate.gov/~jec/dollarization.htm>
- Schuler, Kurt, 1999b, *Basics of Dollarization*, Joint Economic Committee Staff Report, United States Senate, website <http://www.senate.gov/~jec/basics.htm>
- Singal, Vijay, 1999, "Floating Currencies, Capital Controls, or Currency Boards: What's the Best Remedy for the Currency Crisis?", *Journal of Applied Corporate Finance*, 11/4, 49-56
- Stein, Robert, 1999, *Issues Regarding Dollarization*, Subcommittee on Economic Policy, website <http://www.senate.gov/~jec/bankingdollar.htm>
- Voorhoeve, A.E., 1999, "Dollarisering gewenst?", *ESB*, 13-8-1999, 577-581