

De Amerikaanse dollar als veilige haven en reservemunt: status onder druk en gevolgen voor het valutahedgingbeleid

Michael Kurz en Martijn van Hien, CFA

INLEIDING

De Amerikaanse dollar (USD) heeft decennialang een unieke positie ingenomen in het mondiale financiële systeem. De munt fungeert niet alleen als dominante reservemunt, maar ook als veilige haven tijdens periodes van financiële stress. Deze dubbele rol heeft grote invloed op het valutarisicobeleid van institutionele beleggers, zeker in Nederland waar beleggingsportefeuilles vaak een aanzienlijke blootstelling aan de USD hebben. De afgelopen jaren zijn er echter duidelijke signalen dat beide functies van de dollar onder druk staan. In 2025 bleek tijdens verschillende risicovolle periodes dat de USD zich niet langer automatisch als veilige haven gedraagt. Tegelijkertijd is het aandeel van de dollar in de wereldwijde valutareserves gestaag aan het dalen, zoals blijkt uit recente COFER-gegevens van het IMF (IMF, 2025). In dit artikel wordt onderzocht welke structurele krachten deze verschuivingen veroorzaken, hoe beleggers deze ontwikkelingen kunnen monitoren en welke implicaties dit heeft voor het valutahedgingbeleid.

DE UNIEKE POSITIE VAN DE USD

De USD onderscheidt zich van andere valuta doordat het zowel een veilige haven als de belangrijkste reservemunt is (Acharya & Laarits, 2025a; Castro et al., 2025). In tijden van marktstress

zochten beleggers traditioneel hun toevlucht tot de dollar, waardoor deze steeg ten opzichte van andere valuta. Tegelijkertijd is de USD de dominante munt voor internationale handel en wordt het door centrale banken wereldwijd aangehouden als reserve. Deze combinatie van functies is uniek en onderstreept de structurele vraag naar USD-activa. Andere valuta, zoals de Japanse yen (JPY) en de Zwitserse frank (CHF), stijgen vaak tijdens crises, maar hebben geen grote rol als reservemunt. De euro (EUR) is na de USD de grootste reservemunt, maar fungeert niet als consistente veilige haven. De USD verenigt beide eigenschappen, wat historisch leidde tot een positieve carry en een natuurlijke hedge voor internationale portefeuilles (Castro et al., 2025).

De aantrekkelijkheid van de USD als veilige haven en reservemunt komt tot uiting in de zogenaamde convenience yield, het impliciete voordeel dat beleggers toekennen aan de uitzonderlijke veiligheid en directe verhandelbaarheid van USD-liquide activa. Dit is het extra rendement dat beleggers bereid zijn op te geven voor de veiligheid en liquiditeit van Amerikaanse dollars. De convenience yield is doorgaans positief en weerspiegelt de structurele vraag naar USD-activa (zie Figuur 1). Dit effect werd al vroeg empirisch aangetoond in prijsrelaties op financiële markten (Fama & French, 1987) en later verder uitgewerkt in

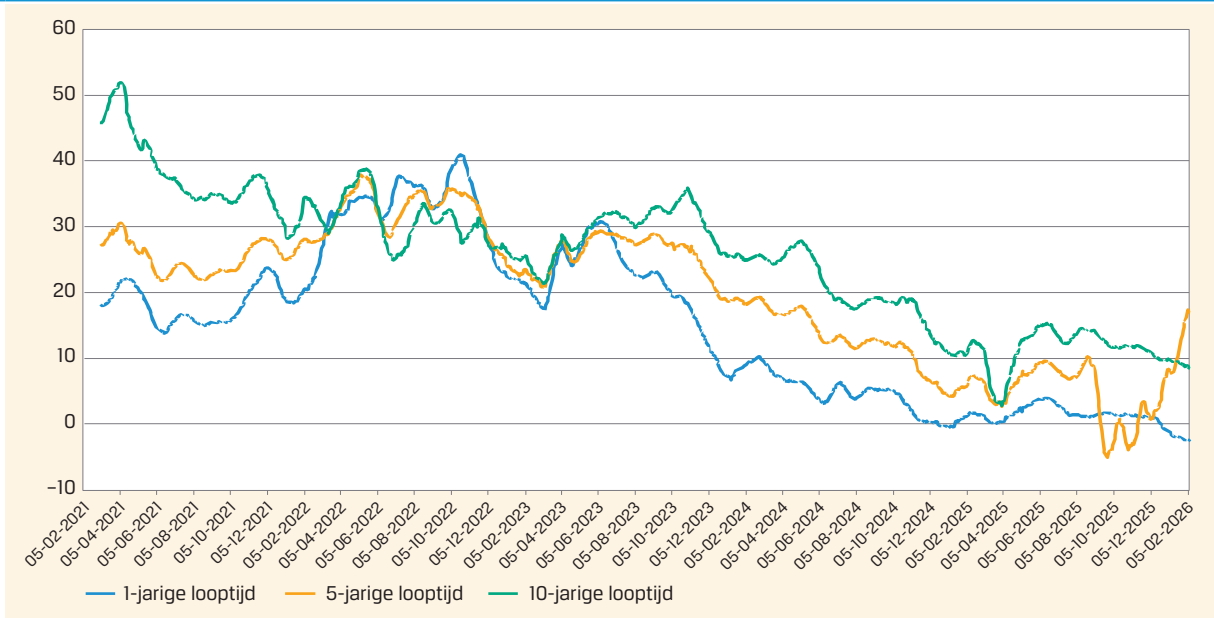
Dr. Michael W. D. Kurz, CQF
Thematic Research Specialist, MN/Docent, Delft Institute for Applied Mathematics, TU Delft



Martijn van Hien, CFA
Thematic Research Specialist, MN



Figuur 1
Illustratie van
de historische
convenience yield op
Amerikaanse Dollar



onderzoek naar de bijzondere vraag naar USD-veilige-activa (Krishnamurthy & Vissing-Jorgensen, 2012; Acharya & Laarits, 2025a).

Juist op de vijfjarige looptijd wordt dit mechanisme het sterkst zichtbaar. Deze looptijd vormt het snijvlak waar verwachtingen over toekomstig monetair beleid samenkomen met bindende balans- en leverage-restricties bij banken en primaire dealers, die hun capaciteit om Treasuries op de balans te nemen beperken (Duffie et al., 2023; Kashyap, Stein, Wallen & Younger, 2025). Een toename van de vraag naar USD-veiligheid vertaalt zich daardoor relatief snel in extra neerwaartse druk op vijfjarige yields en een tijdelijke piek in de convenience yield (zie Figuur 1).

BREUK IN HET SAFE HAVEN-MECHANISME

De afgelopen jaren zijn er duidelijke signalen dat het safe haven-mechanisme van de USD niet meer als vanzelfsprekend functioneert. Tijdens de handelstarievencrisis van april 2025 daalde de USD, terwijl aandelen en andere risicovolle activa ook scherp daalden. Dit wijkt af van eerdere crises, waarin de USD juist steeg (Acharya & Laarits, 2025b). De correlatie tussen USD en Treasuries is afgenomen, en de convenience yield op Treasuries daalt. Dit is zichtbaar in Figuur 1, waar de dalende trend in de convenience yield duidelijk wordt. Dit ondermijnt het traditionele hedgingmechanisme.

De verzwakking van het safe haven-karakter van de USD hangt samen met spanningen op de Amerikaanse Treasuries-markt. Strengere kapitaalregels, zoals de Supplementary Leverage Ratio (SLR), hoge staatsschuld en geconcentreerde hefboomposities bij hedgefondsen beperken de balansruimte van banken en dealers (Duffie, 2025; Federal Reserve, 2025). Hierdoor functioneert de markt minder goed als veilige haven tijdens stress. In het verleden konden banken en dealers in tijden van stress grote hoeveelheden Treasuries opnemen op hun balans, waardoor de markt liquide bleef en de USD zijn rol als veilige

haven kon vervullen. Door strengere regelgeving en een historisch hoge staatsschuld is deze absorptiecapaciteit nu beperkt.

De rol van hedgefondsen is in dit verband ook veranderd. Zij financieren hun posities in Treasuries vaak met kortlopende leningen via de repomarkt. Als banken minder bereid zijn om deze leningen te verstrekken, daalt de hefboomcapaciteit van hedgefondsen. Figuur 2 toont de netto posities van hedgefondsen in Treasury futures. Hieruit blijkt dat de hefboomposities groot blijven, wat het systeem kwetsbaar maakt. Dit maakt hen kwetsbaar voor margin calls en gedwongen verkopen bij marktonrust (Kashyap et al., 2025).

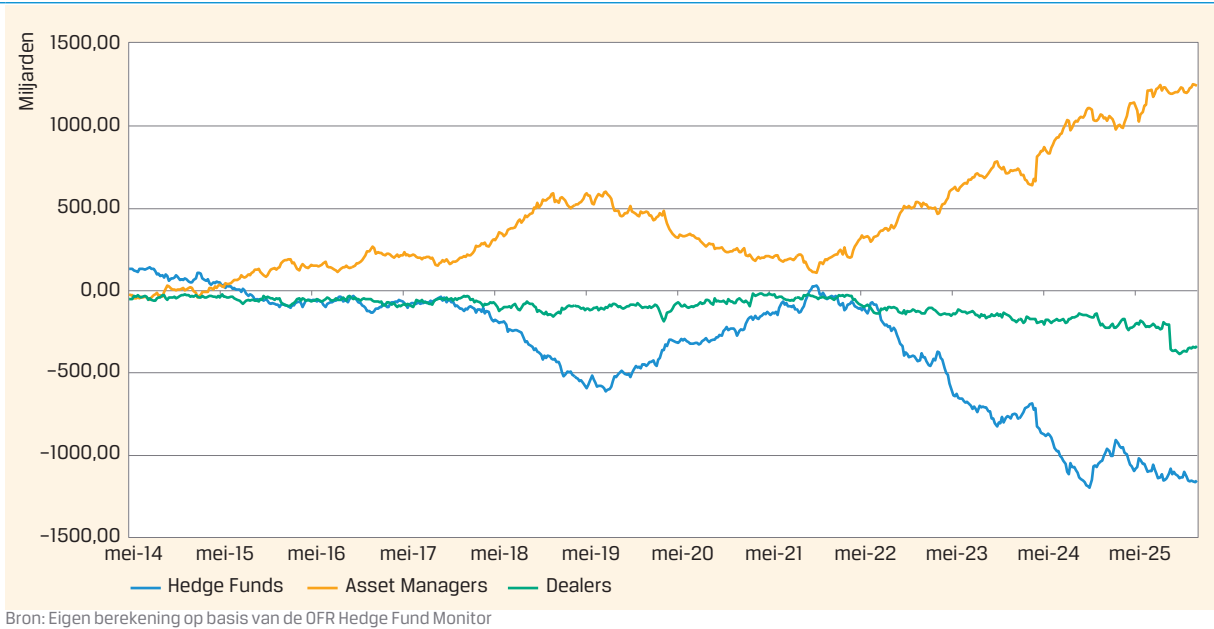
De impact van strengere kapitaalregels op de balansruimte van banken is zichtbaar in Figuur 3.

DE DOLLAR BLIJFT CENTRAAL, MAAR
HET SAFE HAVEN-EFFECT HANGT STERKER
SAMEN MET DE WERKING VAN DE TREASURY-
MARKT

Hoewel toezichthouders in december 2025 een aanpassing van de eSLR-regels hebben aangenomen om de druk op bankbalansen te verlichten, was deze wijziging in de marktpraktijk nog niet merkbaar. Hierdoor bleef de beperkte absorptiecapaciteit van banken tijdens recente stressmomenten grotendeels bestaan (OCC, Federal Reserve System & FDIC, 2025).

Deze SLR headroom van grote banken de afgelopen jaren fors is afgenomen, wat de absorptiecapaciteit van banken beperkt. De combinatie van beperkte balansruimte bij banken, hoge leverage bij hedgefondsen en een groeiend aanbod van Treasuries

Figuur 2
Hedge Fund netto
posities in Treasury
Futures



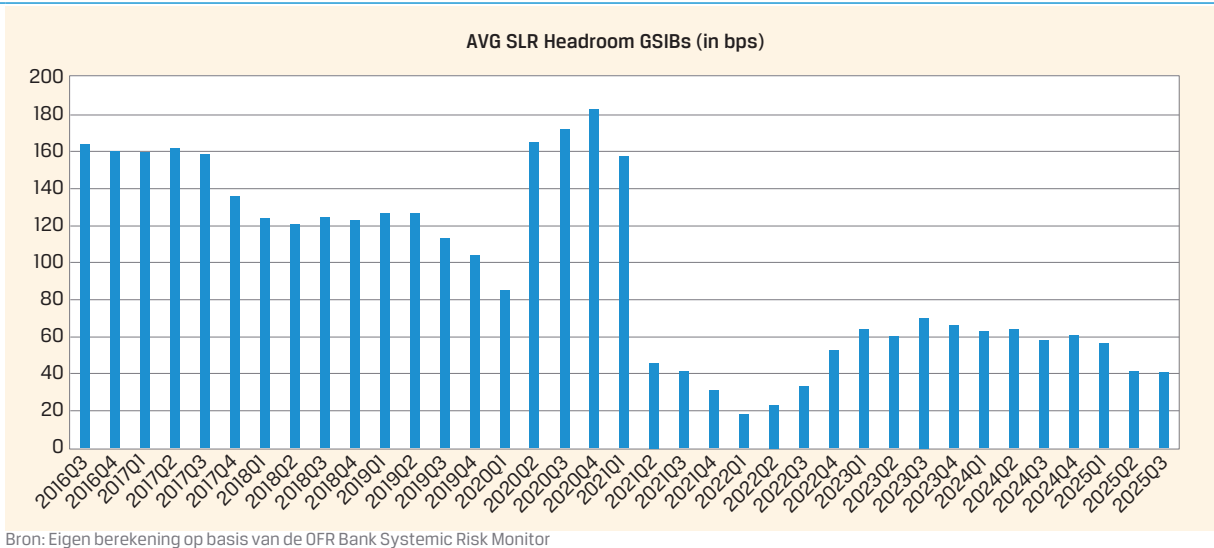
zorgt ervoor dat het safe haven-mechanisme van de USD fragiel is geworden.

Tijdens recente stressmomenten blijkt dat kapitaalstromen nog steeds deels richting USD-activa lopen, maar dat deze instroom minder uniform is dan tijdens eerdere crises: in 2025 functioneerde de USD niet langer automatisch als veilige haven, terwijl centrale banken tegelijkertijd een groter deel van hun veilige-haven-allocaties verschuiven naar goud en andere alternatieven (Duffie, 2020). Tevens laten de mondiale valuta-reservecijfers zien dat een deel van de vluchtstromen zich spreidt over andere valuta's zoals de euro, wat consistent is met structurele valuta-reserve-diversificatie (Arslanalp, Eichengreen & Simpson-Bell, 2022). Dit wijst erop dat beleggers de USD nog steeds benutten bij gebrek aan beter, maar niet meer met dezelfde vanzelfsprekendheid als voorheen.

DE RESERVESTATUS VAN DE USD ONDER DRUK

Naast het safe haven-mechanisme staat ook de status van de USD als reservemunt onder druk. Wereldwijd is al meer dan twintig jaar sprake van een geleidelijke verschuiving weg van de dollar. Het aandeel van de USD in de officiële deviezenreserves daalde van ruim 70% in 2001 naar ongeveer 56% eind 2025 (IMF COFER, 2025). Centrale banken diversifiëren hun reserves, mede door geopolitieke risico's en sancties (Arslanalp, Eichengreen & Simpson-Bell, 2022). De bevrozing van Russische reserves in 2022 was een belangrijke katalysator die de de-dollarisering versterkte. Centrale banken beseffen sindsdien dat dollarreserves niet immuun zijn voor geopolitieke sancties. Toch blijft de dollar dominant, vooral omdat centrale banken behoefte hebben aan liquide en veilige activa die in crisistijd snel inzetbaar zijn. Amerikaanse staatsobligaties voldoen nog steeds het beste aan die voorwaarden (Boocker & Wessel, 2024).

Figuur 3
Balansabsorptie-
vermogen gewogen
gemiddelde van
grote banken in bps
(SLR headroom)



De daling van het dollar-aandeel is niet gecompenseerd door een stijging van traditionele alternatieven zoals de euro, yen of pond. In plaats daarvan is er een toename zichtbaar in het gebruik van kleinere valuta zoals de Canadese en Australische dollar, en de Zwitserse frank. Deze bieden diversificatie en zijn dankzij digitale technologieën makkelijker verhandelbaar geworden. Toch blijft hun rol beperkt door schaal en liquiditeit. IMF-onderzoek laat bovendien zien dat deze verschuiving niet alleen plaatsvindt bij geopolitieke rivalen van de VS, maar dat minstens 49 landen, waaronder het merendeel van de G20, hun reserves geleidelijk aan het diversifiëren zijn weg van de dollar (Arslanalp et al., 2024).

CENTRALE BANKEN BESEFFEN DAT DOLLARRESERVES NIET IMMUUN ZIJN VOOR GEOPOLITIEKE SANCTIES

De renminbi leek aanvankelijk te profiteren van deze trend, mede dankzij Chinese initiatieven zoals het CIPS-betalings-systeem en de digitale yuan. Maar sinds 2022 is ook het aandeel van de renminbi in de reserves gedaald, zelfs na correctie voor wisselkoerseffecten. De beperkte verhandelbaarheid en kapitaal-controles blijven een structurele belemmering voor de internationale rol van de munt (von Beschwitz, 2024). Tegelijkertijd wint goud aan belang als geopolitieke hedge. Vooral opkomende markten zien goud als een sanctie-ongevoelig alternatief dat lokaal kan worden opgeslagen. IMF-onderzoek toont aan dat de vraag naar goud positief samenhangt met geopolitieke spanningen en mondiale onzekerheid (Arslanalp et al., 2024). Toch is goud geen vervanging voor valuta: het genereert geen rente, is minder liquide en speelt geen rol in handelsfacturering.

Naar onze verwachting blijft de structurele vraag naar dollars bestaan zolang alternatieven niet aan dezelfde liquiditeits- en betrouwbaarheidseisen voldoen. Dit ondersteunt de convenience yield en rechtvaardigt gedeeltelijke blootstelling aan de USD. Indien de hedgingeigenschappen van Treasuries verder verslechteren, zoals geschetst door Acharya en Laarits (2025a), kan dit de aantrekkelijkheid van de USD als reservemunt ondermijnen. Centrale banken zouden dan sneller geneigd kunnen zijn hun reserves te diversifiëren richting activa die beter presteren in crisissituaties.

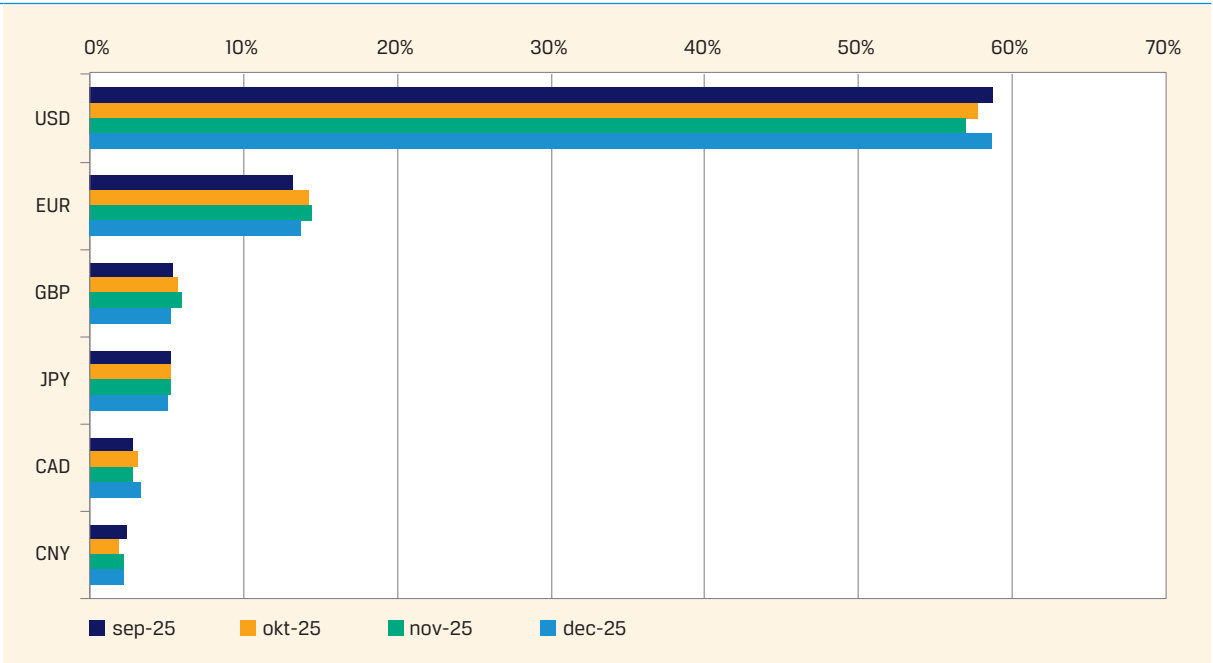
NETWERKEFFECTEN EN DE ROL VAN DE USD IN INTERNATIONALE HANDEL

Ook in de wereldhandel groeit de wens tot diversificatie, waarbij sommige economieën sinds 2021 hun afhankelijkheid van de dollar in handelsfacturering hebben verlaagd (Boz et al., 2025). Toch wordt nog steeds meer dan de helft van alle wereldwijde handel in dollars gefactureerd (zie Figuur 4). De dollar is bovendien betrokken bij bijna alle valutatransacties. Deze dominantie beperkt de beleidsruimte van veel landen, vooral opkomende economieën. Omdat prijzen vaak in dollars worden vastgesteld, hebben wisselkoersveranderingen minder invloed op export-prijzen. Hierdoor wordt monetair beleid buiten de VS minder effectief (Gopinath & Itskhoki, 2022).

De aanhoudende dominantie van de dollar is te danken aan sterke netwerkeffecten. Hoe meer landen de dollar gebruiken, hoe aantrekkelijker het voor andere landen wordt de dollar ook te gebruiken. Daarnaast is de infrastructuur rond de dollar goed ontwikkeld. Denk aan het wereldwijde SWIFT-systeem, de rol van de Federal Reserve als crisisbank via swaplijnen, en de diepe markt voor Treasuries (Georgiadis & Möslé, 2019).

China werkt aan alternatieven, zoals het CIPS-netwerk en swaplijnen in renminbi. Deze worden vooral gebruikt in Azië

Figuur 4
Aandeel van de USD
in internationale
betalingen



en BRICS-landen. Swaplijnen leiden aantoonbaar tot meer renminbi-facturering, vooral in landen met veel handel met China (Georgiadis et al., 2021). Toch blijft de renminbi beperkt inzetbaar door kapitaalrestricties en institutionele onzekerheid.

Andere initiatieven, zoals een gezamenlijke BRICS-munt of digitale handelsplatforms, zijn nog in een vroeg stadium. Ze missen schaal, vertrouwen en stabiele governance (Mayer, 2024). Onderlinge spanningen binnen BRICS-landen en zorgen over Chinese dominantie beperken het draagvlak. Ook in de grondstoffenhandel zijn er signalen van de-dollarisatie, zoals de toename van energiecontracten die in andere valuta worden geprijsd (J.P. Morgan, 2025). Voor olie-exporten is de dollar echter nog steeds de dominante valuta, blijkt uit recent IMF-onderzoek (Boz et al., 2025).

RESERVE-DIVERSIFICATIE GAAT ZELDEN VIA ÉÉN OPVOLGER, MAAR VIA SPREIDING, MET GOUD EN KLEINERE VALUTA'S VAKER IN BEELD

Nieuwe technologieën, zoals digitale centrale bankmunten, kunnen op termijn de afhankelijkheid van de dollar verminderen. Pilots laten zien dat grensoverschrijdende betalingen sneller en goedkoper kunnen zonder tussenkomst van de dollar. Maar deze systemen staan nog in de kinderschoenen. Voor een echte verschuiving is meer nodig: vertrouwen, samenwerking en tijd.

PRAKTISCHE IMPLICATIES VOOR VALUTAHEDGINGBELEID

Dit artikel laat zien dat de status van de USD als veilige haven en reservemunt niet langer vanzelfsprekend is. Marktstructuur, regelgeving en geopolitieke trends zetten het traditionele mechanisme onder druk. Voor beleggers betekent dit: blijf niet hangen in oude aannames, maar monitor actief de onderliggende drijfveren en wees voorbereid om het valutabeleid aan te passen als structurele veranderingen zich doorzetten.

Zolang er geen volwaardig alternatief is, blijft de USD echter een centrale rol spelen. Tegelijk is het logisch dat beleggers nadenken over mogelijke reacties op een minder vanzelfsprekende dollarpositie. Afhankelijk van de beleggingsdoelstellingen en risicobereidheid kan dit bestaan uit gecontroleerde diversificatie of uit het zorgvuldig beheersen van valutarisico via een stabiel en langetermijn-georiënteerd hedgingkader. In de huidige omgeving, waarin tijdelijke dollarbewegingen niet automatisch structurele trends weerspiegelen, blijft een consistente langetermijnbenadering het meest rationeel.

Het is raadzaam om niet alleen te kijken naar korte termijn volatiliteit of politieke ruis, maar vooral te focussen op de economische fundamenten die het safe haven-mechanisme van de dollar sturen. Dit vraagt om aandacht voor de structuur en het functioneren van de Treasury-markt, hoe deze wordt

beïnvloed door balansposities van banken en hedgefondsen, en de internationale vraag naar Amerikaanse schuld. Daarnaast zijn verschuivingen in de samenstelling van wereldwijde reserveportefeuilles en het gebruik van de USD in internationale handel en betalingsinfrastructuur van blijvend belang.

Literatuur

- Acharya, V. V., & Laarits, T. (2025a). When Do Treasuries Earn the Convenience Yield? – A Hedging Perspective. NYU Stern School of Business Working Paper.
- Acharya, V. V., & Laarits, T. (2025b). Tariff War Shock and the Convenience Yield of US Treasuries – A Hedging Perspective. NYU Stern School of Business Working Paper.
- Arslanalp, S., Eichengreen, B., & Simpson-Bell, C. (2022). The stealth erosion of dollar dominance: Active diversifiers and the rise of nontraditional reserve currencies. IMF Working Paper.
- Arslanalp, S., Eichengreen, B., & Simpson-Bell, C. (2024). Dollar dominance in the international reserve system: An update. IMF Blog.
- von Beschwitz, B. (2024). Internationalization of the Chinese renminbi: Progress and outlook. Federal Reserve FEDS Notes.
- Boocker, M., & Wessel, D. (2024). The Dollar's Role in Global Finance: Still Dominant, but for How Long? Brookings Institution Commentary.
- Boz, E., Brügggen, A., Casas, C., Georgiadis, G., Gopinath, G., & Mehl, A. (2025). Patterns of invoicing currency in global trade in a fragmenting world economy. IMF Working Paper.
- Castro, R., Hamill, J., Harber, T., Harvey, C., & Van Hemert, O. (2025). Currency Hedging in Institutional Portfolios: Theory and Evidence. Journal of Portfolio Management, 51(2), 34–49.
- Duffie, D. (2025). How US Treasuries Can Remain the World's Safe Haven. Journal of Economic Perspectives, 39(2), 195–214.
- Duffie, D., Fleming, M. J., Keane, F. M., Nelson, C., Shachar, O., & Van Tassel, P. (2023). Dealer capacity and U.S. Treasury market functionality (Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 1070; revised October 2023). Federal Reserve Bank of New York.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1987). Commodity futures prices: Some evidence on forecast power, premiums, and the theory of storage. Journal of Business, 60(1), 55–73.
- Federal Reserve. (2025). Financial Stability Report – April 2025. <https://www.federalreserve.gov/publications/financial-stability-report.htm>
- Georgiadis, G., & Möslé, S. (2019). Introducing dominant currency pricing in the ECB's global macroeconomic model ECB Working Paper Series.
- Gopinath, G., & Itskhoki, O. (2022). Dominant Currency Paradigm: A Review. Annual Review of Economics, 14, 1–26.
- IMF COFER. (2025). Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves. <https://data.imf.org>
- J.P. Morgan. (2025). De-dollarization: Is the US dollar losing its dominance? J.P. Morgan Global Research. (From Global Research: Commodity markets section.)
- Kashyap, A., Stein, J., Wallen, J., & Younger, J. (2025). Treasury Market Dysfunction and the Role of the Central Bank. NBER Working Paper.
- Krishnamurthy, A., & Vissing-Jorgensen, A. (2012). The aggregate demand for Treasury debt. Journal of Political Economy, 120(2), 233–267.
- Mayer, T. (2024). BRICS Currency Ambitions: Between Vision and Reality. CEPS Policy Brief.
- OCC, Federal Reserve System, & Federal Deposit Insurance Corporation. (2025). Regulatory capital rule: Modifications to the enhanced supplementary leverage ratio standards for U.S. global systemically important bank holding companies and their subsidiary depository institutions; Total loss-absorbing capacity and long-term debt requirements (Final Rule, December 1, 2025). Federal Register.