

40 jaar na Bretton Woods: de internationale liquiditeitsvoorziening

DR. J.A.H. DE BEAUFORT WIJNHOLDS*

Een onbeheerste expansie van de internationale reservemiddelen enkele jaren geleden en een ernstig gebrek aan kredietmogelijkheden bij de niet-olie-ontwikkelingslanden nu – dat tekent de wisselvalligheid van het huidige systeem van internationale liquiditeitsvoorziening. In dit artikel schetst de auteur de belangrijkste ontwikkelingen op dit gebied in de afgelopen veertig jaar. Vervolgens probeert hij te analyseren in hoeverre de huidige mondiale reservevoorraad toereikend is. Hoewel voor het beantwoorden van die vraag geen ondubbelzinnige maatstaven beschikbaar zijn, komt de auteur tot de voorzichtige conclusie dat de economische groei en de expansie van de wereldhandel thans niet geremd worden door een gebrek aan internationale liquiditeiten. Daarentegen zou de noodzaak van betalingsbalanskredieten voor ontwikkelingslanden wel op een scheve verdeling van de reservemiddelen kunnen wijzen. Onder de huidige omstandigheden acht de auteur een bescheiden toewijzing van SDR's aanvaardbaar.

Terugblik op Bretton Woods

Op de conferentie van Bretton Woods werd weliswaar de grondslag gelegd voor het internationale monetaire stelsel dat in de daaropvolgende vijftientig jaar de Westerse wereld heeft gediend, doch op het gebied van de internationale liquiditeitsvoorziening werd daarbij vrij weinig geregeld. Men kwam wel overeen een fonds te vormen waarop de lidstaten een beroep zouden kunnen doen ter overbrugging van tijdelijke betalingsbalanstekorten: de trekkingsrechten op het Internationale Monetaire Fonds 1). Ten aanzien van de *onvoorwaardelijke* internationale liquiditeitsvoorziening, dat wil zeggen reserves in plaats van krediet, bevatten de oorspronkelijke statuten van het IMF bijzonder weinig. Dit was anders geweest als Keynes zijn zin had gekregen. Het *Keynes Plan* voorzag immers in de creatie van een nieuw internationaal reservemiddel, aangeduid als *bancor* 2). Zoals bekend kreeg evenwel de Amerikaanse visie, neergelegd in het *White Plan* 3), de overhand in Bretton Woods.

In de oorspronkelijke statuten van het IMF kwam geen enkele bepaling voor die expliciet verwees naar de behoefte aan internationale reserves. Wel was een wat cryptische bepaling opgenomen die een „uniforme wijziging van de pariwaarden” mogelijk maakte. Bedoeld werd dat eventueel een verhoging van de officiële goudprijs kon worden doorgevoerd. Dit is echter nooit serieus overwogen door de voornaamste landen. Het zou tot 1969 duren, met de introductie van de bijzondere trekkingsrechten (SDR's) in de statuten, dat het IMF een duidelijke taak kreeg ten aanzien van de internationale reservevoorziening.

Ten tijde van de Bretton-Woods-conferentie speelde het goud nog een dominerende rol. Men heeft toen niet voorzien hoe groot de betekenis van de dollar in de internationale reserves zou worden. Achteraf kan dit als een (begrijpelijke) tekortkoming worden gezien, waardoor de labiliteit die zich in de nadagen van het Bretton-Woods-stelsel voordeed, wellicht wat groter was dan anders het geval zou zijn geweest. Betwijfeld kan echter worden of, indien men in Bretton Woods bij voorbeeld het *Key-*

nes Plan had omarmd, de zaken geheel anders waren gelopen. De zeer omvangrijke dollarcreatie die voorafging aan de instorting van het stelsel was dan waarschijnlijk uitgebleven, doch de kans lijkt groot dat in de plaats daarvan het tot een grote creatie van *bancor* was gekomen, hetgeen eveneens inflatoir en ondermijnd voor het aanpassingsproces zou zijn geweest. Fundamenteel voor de ondergang van het Bretton-Woods-stelsel is vermoedelijk niet zozeer het niet deugdelijke systeem van reservevoorziening geweest, doch de maatschappelijke processen die zich voltrokken in de Westerse industrielanden, alsmede het conflict in Vietnam, die tot gevolg hadden dat eerstgenoemde landen steeds meer hun greep op de inflatie en de wisselkoersen verloren.

De naoorlogse periode tot 1971

Nadat in de eerste tien jaar na de tweede wereldoorlog diverse theorieën over een structurele dollarschaarste opgang deden, maakten zij geleidelijk plaats voor kritische beschouwingen over de positie van de Verenigde Staten als reservevalutaland. Deze verschuiving hield verband met het verdwijnen van de aanvankelijk zeer grote overschotten op lopende rekening van de Verenig-

* De schrijver is chef van de afdeling Internationale zaken van De Nederlandsche Bank. Hij geeft zijn persoonlijke opvatting weer.

1) Zie voor een beschrijving van de wijze waarop de quota in het IMF, waarop o. a. de trekkingsrechten zijn gebaseerd, werden vastgesteld: IMF (J. Keith Horsefield), *The International Monetary Fund 1945-1965: Twenty years of international monetary cooperation*, deel I, Washington, 1969.

2) De voorstellen van Keynes, getiteld *Proposal for an International Clearing Union*, zijn opgenomen in *The International Monetary Fund 1945-1965*, deel III.

3) Opgenomen in de hiervoor aangehaalde bron.

de Staten en de toenemende accumulatie van dollars door Europese landen in de tweede helft van de jaren vijftig. Rond 1960 begon men zich steeds sterker bewust te worden van het dilemma tussen enerzijds een te geringe goudproductie om in de behoefte aan internationale reserves te voorzien en anderzijds een ongecontroleerde dollarcreatie die het vertrouwen in de goudwielstandaard begon te ondermijnen 4).

De jaren zestig vormden de hoogtijdagen van de discussie over de internationale liquiditeitsvoorziening. De voornaamste elementen bestonden daarbij voor sommige landen, zoals het Verenigd Koninkrijk, uit de zorg voor een voldoende reservevoorziening, terwijl voor de continentale Europese landen de wens voorop stond om te komen tot een internationaal beheerste creatie van reserves waarbij de rol van nationale valuta's, met name de dollar, zou worden teruggedrongen. De officiële besprekingen, die zich voornamelijk in de Groep van Tien 5) voltrokken, mondden uit in het besluit tot de instelling van bijzondere trekingsrechten (SDR's) uit te geven door het IMF. De SDR werd in 1969 in de statuten van het IMF geïncorporeerd, terwijl in 1970 een begin werd gemaakt met de toewijzing van SDR's aan de lidstaten (in totaal SDR 9 mrd. in de jaren 1970-1972).

Deze eerste toewijzingsronde viel helaas samen met een explosie in de creatie van dollarreserves. Het Amerikaanse betalingsbalanstekort bereikte in 1970-1971 een recordomvang, hetgeen met zeer veel onrust op de valutamarkten en massale steunaankopen van dollars gepaard ging. In augustus 1971 kwam de goudwielstandaard aan zijn einde toen president Nixon de conversie van dollars in goud liet staken. Reeds voordien was er door de meeste Europese landen en Japan terughoudendheid betracht bij het opvragen van goud, waarbij Duitsland zelfs in 1967 in een brief had toegezegd geen dollars tegen goud te zullen aanbieden 6). Deze ontwikkeling had er toe bijgedragen dat de externe druk op de Verenigde Staten om iets aan het betalingsbalanstekort en de daarmee samenhangende liquiditeitstoevoer naar andere landen te doen sterk was verminderd.

De sluiting van het goudloket luide een periode in waarin werd geijverd om de monetaire rol van het goud te verminderen (demonetiseren) en leidde onder meer tot afschaffing van de officiële goudprijs. Het betekende ook het begin van een periode waarin de deviezenreserves volstrekt overheersend werden in de internationale liquiditeitsvoorziening, zoals uit tabel 1 blijkt 7). Aldus ontstond een grote overmaat aan internationale reserves, die de eerdere discussie over de voorziening in de groeiende reservebehoefte deed verstommen.

Tabel 1. Internationale reserves en wereldinvoer, in mrd. \$

Jaar	Goud a)	Deviezen b)	SDR's	Totaal	Invoer	Reserves in procenten van de invoer
1913	4	½		4½	21	21½
1928	10	3		13	30½	42½
1938	26	2		28	23½	119
1948	33	13		46	60	76½
1958	38	19½		57½	105	55
1965	42	29		71	180	39½
1970	37	53½	3	93½	301	31
1972	38½	100	9	147½	395	37½
1975	41½	179	9	229½	826	30
1980	42½	403	12	457½	1.929	23½
1983	34½	381½	14½	420½	1.750	24

a) Gewaardeerd tegen \$ 35, resp. SDR 35 per ounce.

b) Met inbegrip van reserveposities in het IMF (vanaf 1948) en van Ecu's (vanaf 1980).

De periode na het Bretton-Woods-stelsel

In het voorjaar van 1973 stortte het mondiale stelsel van vaste wisselkoersen voorgoed in na hevige speculatieve kapitaalbewegingen. Daarmee kwam een eind aan het Bretton-Woods-stelsel, waarvoor een (non-)stelsel van zwevende wisselkoersen in de plaats kwam. In theorie bracht de overgang naar het zweven een vermindering van de behoefte aan reserves mee. Aangezien er van volledig vrij zweven geen sprake was maar van gereguleerd zweven („*managed floating*”), waarbij bij tijd en wijle omvangrijke interventies van de centrale banken plaatsvonden, terwijl

verschillende landen onderling vaste koersen bleven nastreven, was deze daling van de reservebehoefte waarschijnlijk niet erg groot.

Aan de aanbodzijde werd, naast de creatie van dollars uit hoofde van Amerikaanse betalingsbalanstekorten, het opnemen van krediet op de internationale financiële markten een zeer belangrijke factor. Een vrij grote groep van landen deed in toenemende mate een beroep op krediet van het internationale bankwezen ter financiering van betalingsbalanstekorten, waarmee anders opgetreden reserveverlies kon worden voorkomen, alsook ter vergroting van de deviezenreserves. Deze ontwikkeling zette zich vooral sterk voort na de eerste oliecrisis, daarbij dikwijls aangemoedigd door de monetaire autoriteiten, die voor het internationale bankwezen een belangrijke taak zagen weggelegd bij de kanalisering van oliegelden, de zogenaamde „*recycling*”.

Na zowel de eerste als de tweede olieschok (1973, respectievelijk 1979) stegen de internationale reserves van de olie-exporterende landen zeer sterk zonder dat daar een belangrijke daling van de reserves bij de overige te onderscheiden landengroepen tegenover stond (zie tabel 2). Dit was mogelijk doordat de olie-importerende landen, op de armste ontwikkelingslanden na, gemakkelijk toegang hadden tot het internationale bankkrediet. Ook konden deze landen op goedkope wijze voorzien in de door hen gewenste groei van de reserves 8), aangezien de opbrengst van de opgenomen kredieten weer werd uitgezet in de vorm van eurodeposito's. Aldus hoefde per saldo niet meer dan de rente-opslag („*spread*”) boven het interbancaire tarief te worden opgebracht, terwijl ook deze opslag onder neerwaartse druk stond. Zodoende was voor een groot deel van de wereld de reservevoorziening niet of nauwelijks meer beperkt door aanbodfactoren, doch grotendeels *vraagbepaald* geworden. Een en ander impliceerde overigens wel dat tegenover de toeneming van de bruto reserves omvangrijke verplichtingen waren aangegaan. Dat aan deze schuldenaccumulatie ook grenzen waren verbonden, zou pas enkele jaren later blijken, maar dan wel in een crisisachtige sfeer.

Tabel 2. Internationale reserves: houderschap, in mrd. SDR

	1973	1975	1977	1979	1981	1983
Verenigde Staten	12	13½	16	15	25½	31
Overige landen Groep van Tien a)	79	84	116½	140½	158½	165½
Overige OESO-landen	22½	19½	19½	28	32½	39½
Olie-exporterende landen	12	48½	62	60½	80	74
Niet-olie-ontwikkelingslanden	28½	30½	51½	66½	78½	92
Totaal (idem in mrd. \$)	153½ (185)	196 (229½)	266 (323)	311 (410)	374½ (436)	402 (420½)

a) Met inbegrip van Zwitserland.

Hier dient nog te worden opgemerkt dat niet iedereen even gelukkig was met deze ontwikkeling. Zo werden, toen enige tijd na de tweede oliecrisis de zeer krachtige toeneming van het internationale bankkrediet aanhield, van enkele zijden waarschuwin-

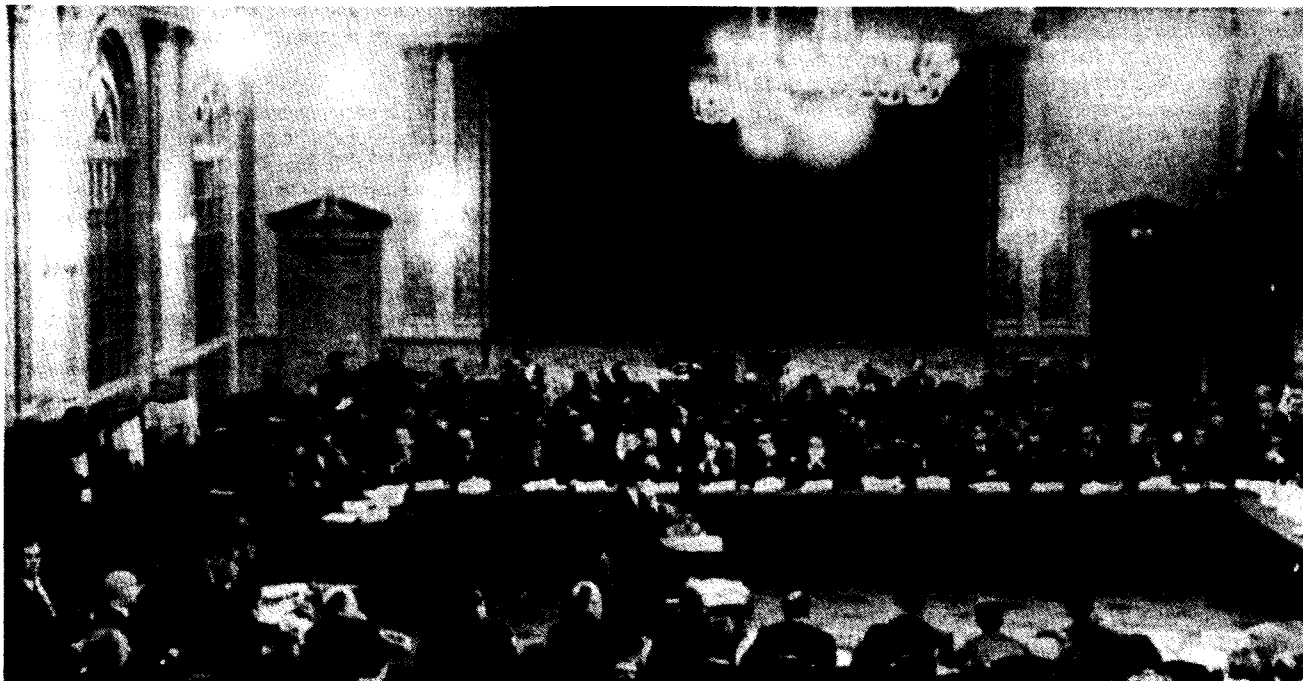
4) Hierop is indertijd op heldere wijze gewezen door de Belgisch-Amerikaanse hoogleraar Robert Triffin in zijn *Gold and the dollar crisis*, New Haven, 1960.

5) De tien voornaamste industriële landen kwamen in 1962 de Algemene Leningsarrangementen ten behoeve van het IMF overeen en staan sindsdien bekend als de Groep van Tien. Onlangs heeft Zwitserland, dat geen lid van het IMF is, zich officieel bij deze groep aangesloten.

6) Deze en andere gebeurtenissen in de nadagen van het Bretton-Woods-stelsel zijn uitvoerig beschreven in Robert Solomon; *The international monetary system 1945-1976: An insider's view*, New York, 1977 (herziene editie: 1982).

7) Voor illustratieve doeleinden zijn in de tabel reserves en invoer samen gebracht. Grote behoedzaamheid is echter geboden bij de interpretatie van veranderingen in de verhouding tussen reserves en invoer.

8) Ook betalingsbalansfinanciering was in de jaren zeventig in het algemeen niet duur, uitgaande van de reële rente. Deze was gedurende een langere periode zelfs negatief, doch werd na 1979 sterk positief.



De Bretton-Woods-conferentie in volle gang in de balzaal van het Mount Washington Hotel.

gen geuit voor het gevaar van „overrecycling” 9). Achteraf kan worden vastgesteld dat deze waarschuwingen, die opzettelijk niet alarmistisch waren geformuleerd, weinig effect hebben gesorteerd. Het internationale bankwezen, gewikkeld in een soms felle concurrentiestrijd, ging voort in een tempo van rond 25% per jaar de kredietverlening uit te breiden. Wel ontstond in toenemende mate de neiging om de looptijden van de kredieten te verkorten ten einde – bedrijfseconomisch geredeneerd vanuit een individuele instelling – zo nodig vrij snel dergelijke uitzettingen te kunnen beëindigen. Hierdoor ontstond echter een ongezonde looptijdenstructuur bij verschillende debiteurlanden, waarvan men overigens met behulp van de door de Bank voor Internationale Betalingen gepubliceerde cijfers kennis kon nemen. Deze ontwikkeling heeft uiteindelijk aanzienlijk bijgedragen tot het acute karakter van het schuldenprobleem waarmee verschillende ontwikkelingslanden te worstelen kregen.

Tussen de oliecrises deed zich een ander verschijnsel voor dat van aanzienlijke betekenis was voor de samenstelling van de internationale reserves. Dit was de diversificatie van de belegging van officiële reserves in verscheidene valuta's. De dollar was, mede als gevolg van de aanhoudende zwakte van deze valuta tot 1981, wat uit de gratie geraakt ten gunste van uitzettingen in sterke valuta's als de Duitse mark, Zwitserse frank, de yen en ook wel de gulden 10). Zo nam het aandeel van de dollar (inclusief eurodollars) in de totale deviezenreserves af van bijna 80% in 1976 tot 69% in 1980. Aanvankelijk hadden de monetaire autoriteiten van de nieuwe reservecentra zich nogal verzet tegen deze ontwikkeling naar een *multireservevalutastelsel*. Later namen zij steeds meer de houding aan dat zij er mee moesten leven 11). In de afgelopen jaren is dit proces overigens weer voor een deel teruggedraaid doordat de belangstelling voor het aanhouden van dollars weer toenam.

De situatie met betrekking tot de internationale liquiditeitsvoorziening kon rond 1980 als volgt gekenschetst worden:

- de reservecreatie was nog meer onbeheerst geworden dan voorheen en grotendeels vraagbepaald, waarbij bovendien sprake was van een vermindering van de kwaliteit van de reserves doordat tegenover de reserve-aanwas veelal een toename van de buitenlandse schuld stond;
- in plaats van een minder grote rol van nationale valuta's was deze eerder toegenomen, terwijl het aantal reserve-activa niet minder maar juist meer was geworden 12);
- de SDR was niet een primair reservemiddel geworden, doch speelde, ondanks een tweede toewijzingsronde in de jaren 1979-1981, slechts een ondergeschikte rol.

De huidige situatie

Na 1980 is de omvangrijke creatie van internationale reserves tot staan gekomen als gevolg van het opdrogen van de dollarstroom voortvloeiend uit Amerikaanse betalingsbalanstekorten en vanwege de internationale schuldenproblemen die de toegang van vele landen tot het internationale bankkrediet afsneed. Gemeten in dollars daalden de reserves in 1981 en 1982 zelfs, doch door de sterke appreciatie van de dollar in deze jaren werd toch nog enige toeneming uitgedrukt in SDR's geregistreerd 13). In 1983 was er overigens weer sprake van een vrij sterke toeneming van de internationale reserves (met bijna 9%), waarbij zich nogal verrassend een aanzienlijke stijging van de reserves van niet-olie-ontwikkelingslanden voordeed 14).

Gesteld kan worden dat als gevolg van de acute schuldenproblemen die sinds 1982 zijn opgetreden, de situatie met betrekking tot de reservevoorziening voor een groot aantal ontwikkelingslanden sterk is gewijzigd. De in betalingsproblemen verke-

9) Zie het *Jahresbericht* van de Deutsche Bundesbank over 1978, alsmede de voorzichtige waarschuwing vervat in het perscommuniqué van de centrale bank-presidenten van de Groep van Tien en Zwitserland van 15 april 1980. Een en ander is beschreven en toegelicht in: J. A. H. de Beaufort Wijnholds, *Surveillance en toezicht op het internationale bankwezen, Kwartaalbericht* van De Nederlandsche Bank, juni 1980.

10) Het pond sterling, dat voorheen een belangrijke secundaire reservevaluta was geweest, had reeds eerder – mede door toedoen van de Britse autoriteiten – aan betekenis ingeboet.

11) Zie voor een meer uitvoerige beschouwing hierover: J. A. H. de Beaufort Wijnholds, *Diversification of reserves and monetary stability, The World Economy*, november 1982.

12) Naast de diversificatie van reserves kan in dit verband ook de creatie van Ecu's door de EMS-landen worden genoemd.

13) Sedert het begin van de jaren zeventig worden de internationale reserves door het IMF in SDR's uitgedrukt.

14) Van de totale reservestijging van SDR 33 mrd., waarvan bijna de helft toe te schrijven is aan appreciatie van de dollar, had SDR 12½ mrd. betrekking op de niet-olie-ontwikkelingslanden. De stijging binnen deze groep was echter geconcentreerd bij landen als China (SDR 4 mrd. na een toeneming van SDR 6 mrd. in 1982), India en Pakistan alsook Mexico, dat de eerder sterk geslonken reserves weer wist op te bouwen.

rende landen zijn niet meer in staat, behoudens door middel van bijzondere „niet-spontane” financieringsoperaties, nieuw internationaal bankkrediet te verkrijgen. Er is dan ook een gesplitste internationale financiële markt ontstaan, waarbij de ontwikkelingslanden met een aantal uitzonderingen (vooral in Azië) geen toegang meer hebben tot de markt, terwijl de kredietverlening aan tekortlanden in het OESO-gebied krachtig blijft toenemen. Het gevolg hiervan is dat voor een groot aantal landen de reservevoorziening niet meer vraagbepaald is. De meeste ontwikkelingslanden zullen, op zijn minst voorlopig, de nodig geachte toevoegingen aan de reserves, — afgezien van eventuele toewijzingen van SDR's — door middel van betalingsbalansoverschotten moeten „verdienen”.

Alvorens nader in te gaan op de vraag naar de huidige toereikendheid van de internationale reserves, ook wel aangeduid als de onconditionele internationale liquiditeit, lijkt het gewenst enkele opmerkingen te maken over aard en omvang van de kredietactiviteiten van het IMF, waaruit de zogenaamde *conditio-nale liquiditeit* voortvloeit 15).

De aanvankelijk te Bretton Woods overeengekomen totale omvang der quota van bijna \$ 9 mrd. is in de loop der jaren door middel van een aantal quotaverhogingen, waarbij ook enige aanpassing van de onderlinge aandelen plaatsvond, opgevoerd tot SDR 89 mrd. (ruim \$ 93 mrd. tegen de huidige dollar/SDR koers). Daarnaast kan het IMF onder bepaalde omstandigheden een beroep doen op de Algemene Leningsarrangementen, die onlangs werden verhoogd tot SDR 17 mrd. Er wordt vaker op gewezen dat de totale quota uitgedrukt als percentage van de wereldinvoer gedaald zijn van 8 à 9% rond 1970 tot 5½% thans. Er is evenwel geen sprake van een linear verband tussen liquiditeitsbehoefte en wereldhandel, zoals verderop wat uitvoeriger zal worden uiteengezet. Bovendien bestaat er in het Fonds een aantal speciale faciliteiten 16), in het bijzonder bedoeld voor de ontwikkelingslanden, alsmede een beleid van (tijdelijk) vergroot beroep 17), die het maximale beroep van een lidstaat een veelvoud doet zijn van zijn quotum. Een en ander heeft ertoe geleid dat de feitelijke trekkingsmogelijkheden van de lidstaten in de afgelopen jaren aanzienlijk sterker zijn gestegen dan de wereldhandel.

Ook dient er op te worden gewezen dat de Fondsqota en de daarmee samenhangende trekkingsrechten naast deze kwantitatieve dimensie een zeer belangrijk kwalitatief element bevatten. Zoals vooral in de afgelopen jaren duidelijk is gebleken, is een beroep op het IMF in de zogenaamde hogere krediettranches, waarbij een stabilisatieprogramma dient te worden overeengekomen, dikwijls van doorslaggevende betekenis voor het aantrekken van additionele financieringsmiddelen. Het IMF fungeert in dit opzicht dan ook als een katalysator, waardoor een veelvoud van het eigenlijke Fondskrediet aan tekortlanden ter beschikking kan komen.

Terugkerend naar het vraagstuk van de *mondiale reservevoorziening* en de huidige discussie daarover, kan worden gesteld dat het uitgangspunt daarbij dient te zijn de mondiale behoefte op lange termijn aan additionele reserves (artikel XVIII, sectie 1 van de IMF-staten). Volgens de meest gangbare interpretatie, althans binnen de Groep van Tien, staat dit los van de verdeling van de internationale reserves. In het overleg speelt ook mee de wens om de SDR als reservevaluta te bevorderen (artikel VIII, sectie 7). Bij de beslissing tot toewijzing van SDR's voor de jaren 1979-1981 heeft deze laatste overweging veel gewicht gekregen. Sindsdien zijn met name de Verenigde Staten weer strenger gaan vasthouden aan het criterium van de mondiale behoefte op lange termijn.

De vaststelling van deze behoefte is doorgaans een moeilijke zaak geweest. Over de daarbij te hanteren methoden is een uitgebreide literatuur ontstaan die echter niet heeft geleid tot een algemeen aanvaarde benadering. Dezerzijds is geconcludeerd dat er geen objectieve, operationele, maatstaven zijn ter vaststelling van de reservebehoefte en dat het best bereikbare een combinatie is van een aantal imperfecte kwantitatieve indicatoren en een kwalitatieve analyse 18). Academische economen achten dit vaak een teleurstellende conclusie. Geconstateerd moet echter worden dat alternatieve berekeningswijzen, bij voorbeeld gebaseerd op uitgebreide formules of modellen, in de praktijk geen toepassing vinden. Afgezien van eventuele twijfel aan de juist-

heid of de relevantie zijn de redenen hiervan vooral dat de gehanteerde relaties vaak te onzeker zijn of dat voor verschillende grootheden betrouwbare cijfers ontbreken.

Het kan in dit verband verhelderend zijn om een recente berekening van de reservebehoefte, die ook enige aandacht heeft gekregen, aan een nadere beschouwing te onderwerpen. Het betreft de analyse van Williamson 19), verbonden aan het Institute of International Economics te Washington. Ten einde de gewenste omvang van nieuwe SDR-toewijzingen vast te stellen, vraagt Williamson zich eerst af welke jaarlijkse toevoeging aan de reserves nodig zou zijn. Daarbij gaat hij uit van een trendmatige jaarlijkse groei van het volume van de wereldhandel met 4%. Deze corrigeert hij op basis van een schatting van de inkomenselasticiteit van de vraag naar reserves van 0,65 waardoor een toeneming van de reële vraag naar reserves van 2½% of wel SDR 9 mrd. per jaar resulteert. Vervolgens „berekent” hij het reservetekort van de ontwikkelingslanden per medio 1983, ervan uitgaande dat de industriële landen in staat zijn de door hen gewenste reservevoorraad steeds te bemachtigen. Zijn methode is eenvoudig: hij hanteert de oude vuistregel dat een minimaal toereikend reserveniveau gelijk is aan drie maanden invoer, of wel een verhouding tussen reserves en jaarlijkse invoer van 25%. Op deze basis raamt hij een tekort aan reserves van de ontwikkelingslanden van SDR 21 mrd. Het eindresultaat is een pleidooi voor een toewijzing van SDR 34 mrd. aan het begin van 1985 20). In zijn recente bijdrage voor de door de Federal Reserve Bank of Boston georganiseerde conferentie te Bretton Woods heeft Williamson zijn berekening bijgesteld door rekening te houden met de inmiddels opgetreden reserve-accumulatie van de ontwikkelingslanden en de extrapolatie daarvan tot begin 1985 21). Hij komt dan tot een veel lager toe te wijzen bedrag, namelijk SDR 10 mrd. in 1985.

Over de door Williamson gehanteerde methode kan het volgende worden opgemerkt. Het is juist om uit te gaan van de *volumegroei* van de wereldhandel en de prijsstijgingscomponent buiten beschouwing te laten 22). Ook is het juist om een correctie toe te passen uit hoofde van de betrekkelijk geringe inkomenselasticiteit van de vraag naar reserves. Men kan het ook zo stellen, dat er zich schaalvoordelen voordoen met betrekking tot de behoefte aan reserves. In dat licht moet dan ook grote voorzichtigheid worden betracht met het gebruik van indicatoren als de verhouding tussen reserves en invoer en kan in isolatie beschouwd slechts illustratieve waarde worden toegeschreven aan de cijfers van tabel 1.

Op veel gladder ijs begeeft Williamson zich, en hij is zich dit ook wel bewust, als hij het reservetekort van de ontwikkelingslanden tracht te ramen. Het hanteren van de verhouding van reserves tot invoer van 25% als maatstaf is wel een heel ruwe benadering. Niet aangetoond is dat dit een optimaal niveau is en evenmin dat het een onveranderlijk percentage betreft ongeacht het wiskelkeregime en het gevoerde aanpassingsbeleid. Een andere tekortkoming is de veronderstelling dat in de reservebehoefte uitsluitend door nieuwe SDR's zal kunnen of moeten worden

15) Aangezien de rol van het IMF in een andere bijdrage aan dit nummer wordt behandeld, volsta ik met een korte schets van dit — overigens belangrijke — aspect.

16) De compensatoire financieringsfaciliteit (uitvoertegenvallers), de uitgebreide faciliteit (structurele problemen) en de minder belangrijke buffervoorraadfaciliteit.

17) Zie voor bijzonderheden *Jaarverslag 1983* van De Nederlandsche Bank, blz. 138.

18) J.A.H. de Beaufort Wijnholds, *The need for international reserves and credit facilities*, Leiden, 1977.

19) John Williamson, *A new SDR-allocation?*, Institute for International Economics, Washington, 1984.

20) Als volgt opgebouwd: SDR 21 mrd. als gevolg van het geraamde tekort van de ontwikkelingslanden plus anderhalf keer (de periode medio 1983 tot begin 1985) de jaarlijks gewenste toevoeging aan de reserves.

21) John Williamson, *International liquidity: are the supply and composition appropriate?*, bijdrage aan de conferentie „Problems of the International Monetary System: forty years after Bretton Woods”, mei 1984.

22) Of een trendmatige groei van de wereldhandel van 4% per jaar voor de komende jaren een juist cijfer is, is moeilijk te beoordelen. Een extreme veronderstelling is het echter niet.



De Amerikaanse minister van Buitenlandse Zaken James F. Byrnes tekent de Financiële Overeenkomst tussen het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten. Keynes (links), Halifax en Vinson (rechts) kijken toe.

voorzien 23). De bezwaren die tegen Williamsons berekeningen kunnen worden aangevoerd, onderstrepen de problemen die zich bij de vaststelling van de behoefte aan reserves voordoen. Overigens ontbreekt bij Williamson het element van de kwalitatieve analyse. Hoewel ook deze benadering met een aanzienlijke mate van onzekerheid is omkleed en interpretatieverschillen zich al gauw kunnen voordoen, kan zij – gezien de onvolkomenheid van de kwantitatieve indicatoren 24) – niet worden gemist.

Kwalitatieve analyse

Thans zal worden getracht in grote trekken een kwalitatieve analyse van de mondiale reservebehoefte te geven volgens de zogenaamde symptomatische methode 25). Volgens deze methode wordt aan de hand van mogelijke symptomen van een tekort of overmaat aan internationale liquiditeit een oordeel gegeven over de toereikendheid daarvan. Van belang is dat de symptomen wijdverbreid moeten zijn, terwijl dient te worden nagegaan of zij niet veeleer aan andere oorzaken moeten worden geweten. Het is duidelijk dat het zelden mogelijk zal zijn een bepaald verschijnsel ondubbelzinnig als manifestatie van een tekort of overmaat aan internationale liquiditeit aan te merken. Er speelt bij een dergelijke benadering derhalve onvermijdelijk een belangrijke mate van macro-economisch *Fingerspitzengefühl* mee.

Vergeleken wordt de situatie in medio 1973, te weten de situatie vlak na de dollarlawine waarmee de ineenstorting van het Bretton-Woods-stelsel gepaard ging en vlak voor de eerste olieschok, en de situatie aan het begin van 1984, te weten in een fase waarin de wereldeconomie zich weer aan het herstellen is van een diepe recessie. Korthedshalve wordt hier schematisch te werk gegaan. In onderstaand overzicht duidt + + op een sterk potentieel symptoom van een ruime internationale liquiditeitsvoorziening, + op een duidelijk, doch niet zo sterk symptoom en – –

en – op een sterk, respectievelijk minder sterk symptoom van een liquiditeitstekort:

<i>Algemeen-economische symptomen</i>	1973	1984
economische groei, wereldhandel	++	+
inflatie	++	
rente		(-)
<i>Beleidsymptomen</i>		
handelspolitiek	+	(-)
kapitaalrestricties	++	+
wisselkoersaanpassingen	+	
betalingsbalanskrediet		-
beïnvloeden van reservecijfers	++	-

Hoewel in het bestek van dit artikel niet uitvoerig kan worden ingegaan op de verschillende symptomen, dient wel enige toelichting te worden gegeven op dit scorebord. De economische groei en de expansie van de wereldhandel kunnen door een tekort aan internationale liquiditeit worden belemmerd. In 1973 was daarvan geenszins sprake (er deed zich een sterke conjuncturele hausse voor), terwijl ook thans geen remmende werking op de groei (naar verwachting van het IMF 3,6% in 1984 in de industriële landen en 3,8% in de ontwikkelingslanden) en de wereldhandel (5,5% volumestijging voor 1984 voorzien) waar-

23) In zijn herziene berekening houdt Williamson wel rekening met reservecreatie uit andere bronnen.

24) Naast de verhouding tussen reserves en invoer, waarvan de bezwaren al zijn genoemd, kan worden gedacht aan de verhouding tussen reserves en onevenwichtigheden op de betalingsbalansen (metingsproblemen en onbekendheid met ex ante onevenwichtigheden) en de verhouding tussen reserves en geldhoeveelheid (ongebonden liquiditeitsmassa), waaraan theoretische- en metingsproblemen kleven.

25) Door mij uitvoerig beschreven in *The need for international reserves and credit facilities*.

neembaar is. De hoge inflatie van 1973 kan mede worden geweten aan de grote dollarcreatie in de jaren daarvoor. Hoewel de inflatie in de industriële landen met 5% thans historisch gezien nog vrij hoog is, is sprake van een flinke daling in de afgelopen jaren. In de ontwikkelingslanden is de inflatie tot dusverre verder opgelopen (in 1984 zal waarschijnlijk enige daling optreden), doch dit kan thans niet worden geweten aan een ruime deviezen-toevoer. Voor 1984 wordt dan ook geen duidelijk symptoom geregistreerd. De rente steeg in de loop van 1973 sterk (mede als gevolg van de oplaaiende inflatie) nadat deze negatief in reële termen was geweest. Voor dat jaar wordt geen aanduiding gegeven. De huidige hoge reële rente zou mede kunnen worden toegeschreven aan een krappe mondiale liquiditeitssituatie, maar lijkt toch vooral uitvloeisel van het binnenlandse Amerikaanse beleid. Om deze reden is het minteken tussen haakjes geplaatst. Ook dient nog te worden onderstreept dat de drie vermelde algemeen-economische symptomen wel zeer globaal van aard zijn.

Een wat nauwkeuriger aanwijzing kunnen de beleidssymptomen vormen. Restricties in het handels- en betalingsverkeer kunnen een belangrijke aanwijzing vormen voor een te ruime of te krappe liquiditeitsvoorziening. In 1973 hadden liberaliserings-tendensen in de wereldhandel de overhand, terwijl in de afgelopen jaren het protectionisme duidelijk veld heeft gewonnen, hetgeen overigens allereerst – zo niet voor het allergrootste gedeelte – moet worden toegeschreven aan de (inmiddels overwonnen) wereldrecessie en de omvangrijke structurele problemen. Wat betreft kapitaalrestricties geldt dat zij in het begin van de jaren zeventig op ruime schaal werden ingesteld met het doel om binnenkomend kapitaal af te weren terwijl bestaande restricties ten aanzien van het uitgaande verkeer werden versoepeld of opgeheven. Deze ontwikkeling kan worden gezien als een heel duidelijk symptoom van een overmaat aan reserves. Ook recent is in de industriële landen het kapitaalverkeer verder geliberaliseerd en wel in beide richtingen. Dit rechtvaardigt voor 1984 een plusteken op het scorebord.

De tendens tot revalueren of appreciëren die zich buiten de Verenigde Staten in 1973 voordeed, kan ook wel als een aanwijzing voor een ruime liquiditeitsvoorziening worden beschouwd. In de huidige wisselkoerssituatie kan daarentegen moeilijk iets worden afgeleid met betrekking tot het niveau van de reserves en kredietfaciliteiten. Wel kan het omvangrijke gebruik van betalingsbalanskrediet door verschillende landen eventueel worden aangemerkt als symptoom van reserveschaarste, zeker als daarbij de behoefte aan zulk krediet van niet kredietwaardige landen wordt toegevoegd. Hierbij doet zich overigens het probleem voor dat dit slechts een symptoom van een scheve verdeling van de reserves hoeft te zijn, waarbij tegenover tekorten bij deze landen ruime reserveposities elders kunnen staan.

Ten slotte is er het verschijnsel van de beïnvloeding van reservecijfers, zoals het camoufleren van zeer ruime reserves, waarvan door diverse (grote) landen in 1973 sprake was. Daarentegen

doet zich de laatste tijd juist bij sommige landen buiten de Groep van Tien de neiging voor deze cijfers wat te flatteren of niet te publiceren omdat de lage stand ongunstig voor het vertrouwen en de kredietwaardigheid zou zijn. Aangezien hierover geen nauwkeurig inzicht bestaat, is enig voorbehoud op zijn plaats.

Besluit

Zoals reeds betoogd kan noch aan de hand van kwantitatieve ratio's noch aan de hand van een kwalitatieve analyse een hard en objectief oordeel over de toereikendheid van de internationale liquiditeitsvoorziening worden uitgesproken. Wel duiden enkele kwantitatieve indicatoren (daling van de verhouding reserves/invoer en reserves/handelsbalansonevenwichtigheden) alsook de benadering volgens de symptomatische methode op een duidelijk gewijzigde situatie sedert 1973. Gesteld zou kunnen worden dat de in dat jaar duidelijk aanwezige overmaat aan internationale reserves is verdwenen. Of daarvoor in de plaats inmiddels een mondiaal tekort is opgetreden is niet goed vast te stellen (26). In het licht van de gewijzigde situatie kan mijns inziens echter een bescheiden toewijzing van SDR's, zolang deze het in verschillende landen in gang gezette aanpassingsproces niet verstoort, aanvaardbaar worden geacht. Met een eventuele hervatting van SDR-toewijzingen zouden de problemen ten aanzien van de internationale liquiditeitsvoorziening bepaald nog niet zijn opgelost. Zo blijven er nog belangrijke vragen over als de wenselijkheid en mogelijkheid van een actieve bevordering van de rol van de SDR; de rol van de ECU mede in het licht van de concurrentie die daardoor voor de SDR kan optreden; de positie van het goud; en de beheersing van de overige bronnen van reservecreatie. Vooral dit laatste punt verdient in het internationale overleg de aandacht. Een wat verder strekkend toezicht van het IMF op het wisselkoersbeleid (in ruime zin) van de lidstaten, met inbegrip van de Verenigde Staten, en een vorm van beïnvloeding van de expansie van het internationale bankkrediet in de toekomst zouden de internationale liquiditeitsvoorziening beter voorspelbaar en beheersbaar maken, alsook beslissingen over SDR-toewijzingen kunnen vergemakkelijken. De ervaring leert evenwel dat het verre van eenvoudig zal zijn om deze stappen te zetten.

J.A.H. de Beaufort Wijnholds

26) In zijn toespraak van 18 juni 1984 ten tijde van de jaarlijkse algemene vergadering van de Bank voor Internationale Betalingen heeft de scheidende president Leutwiler gesteld dat hij moeilijk tot de slotsom kan komen dat er thans een algemeen tekort aan internationale liquiditeit bestaat.