

Financiële markten

Hard drugs en soft dollars

Te veel roebels of te weinig dollars?

Vorige week, op 'zwarte dinsdag', verloor de Russische roebel op een dag meer dan een vijfde aan waarde. Weliswaar trad daarna een licht herstel in, maar vergeleken met twee maanden geleden is de roebelkoers ten opzichte van de dollar gehalveerd. Volgens Boris Jeltsin was de recente roebelcrisis het gevolg van een politieke samenzwering. Volgens de meeste economen ligt de oorzaak uiteraard bij de royale roebelcreatie onder leiding van Viktor Gerasjtsjenko, die al enkele maanden terug door de Amerikaanse econoom en Ruslandkenner Jeffrey Sachs beschreven werd als "de slechtste centrale bankier ter wereld".

De simpelste verklaring, en dat zijn niet zelden de beste, was dat de Centrale Bank van Rusland geen dollars meer had om de roebel te steunen. Te weinig dollars dus.

Van de roebel naar de dollar is slechts een kleine stap. Niet alleen omdat de dollar zo'n belangrijke rol speelt in Rusland, maar vooral omdat de dollar vaak eveneens als een zwakke munt wordt beschouwd waarvan er net als van de roebel, veel te veel zijn. Op het eerste gezicht lijkt het monetaire beleid in de

VS inderdaad niet bepaald restrictief. De helling van de yieldcurve is immers nog uitgesproken steil en Greenspan wordt ervan verdacht, onder de dekmantel van enkele voorzichtige renteverhogingen, een stimulerend beleid te voeren, gezien de nog steeds omvangrijke aankopen van overheidspapier door de Fed. Maar bij nader inzien blijkt dat het monetaire beleid in de VS al enkele jaren veel minder ruim is geweest dan de officiële cijfers suggereren. Hier volgt een poging om een tipje van de monetaire sluier op te lichten.

Valsemunten en drugshandelaren

Die sluier is het gevolg van de nog steeds aanzwellende dollarstroom naar Rusland, China, Brazilië en andere gebieden waar het dollarbiljet een gewild betaalmiddel is dat bij de overgang naar een vrije-markteconomie een nuttige rol speelt.

De uitvoer van die biljetten is met name in handen van de internationale drughandel en gaat grotendeels in de vorm van 100-dollarbiljetten. Dat is de favoriete coupure in het buitenlandse biljettenverkeer die dan ook op grote schaal wordt nagemaakt. Vandaar dat, in het kader van de strijd tegen drugs en valsemunten, onlangs door de senatoren Leahy en Kerry bij het congres een voorstel is ingediend waarin wordt gevraagd om een apart biljet van 100 dollar dat uitsluitend in het buitenland geldig zou zijn. De bedoeling van deze 'Counterfeiting and money laundering deterrence act' is om de opsporing van drugshandelaren en valsemunten te vergemakkelijken. Alhoewel het niet erg waarschijnlijk is dat dit voorstel zal worden aangenomen, is het feit dat zo'n voorstel überhaupt wordt ingediend tekenend voor de omvang van het probleem.

Opsporing verzocht: 270 mrd.

Aangezien het om zeer grote bedragen gaat heeft, behalve de misdadbekämpfung, ook de Federal Reserve belang bij een betere controle op al die dollarbiljetten in het buitenland. In een recente studie van de Fed werd de waarde van alle dollarbiljetten in het buitenland in 1993 becijferd op circa \$ 270 mrd., dat wil zeggen ruim drie kwart van de totale bankbiljettencirculatie. Vooral sinds

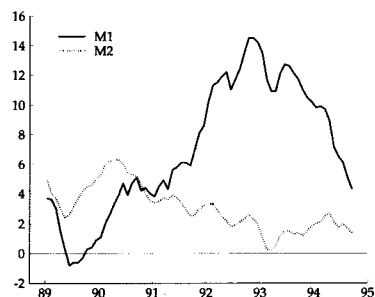
De rubriek 'Financiële markten' verschijnt elke twee weken in ESB, en wordt verzorgd door medewerkers van de afdeling macro-economie van het Institute for Research and Investment Services, een samenwerkingsverband van Rabobank en Robeco Groep.

de opening van het ijzeren gordijn in 1989 is de buitenlandse vraag naar dollarbiljetten sterk gestegen. Dit in tegenstelling tot de vraag in het binnenland waar het gebruik van plastic (= giraal) geld nog steeds in opmars is en men steeds minder papiergeld op zak of in huis heeft. Volgens de Fed dateert ongeveer de helft van alle buitenlandse dollarbiljetten van na 1989. Dat betekent dat in de afgelopen vier jaar voor minstens \$ 135 mrd. aan dollarbiljetten naar het buitenland verdween.

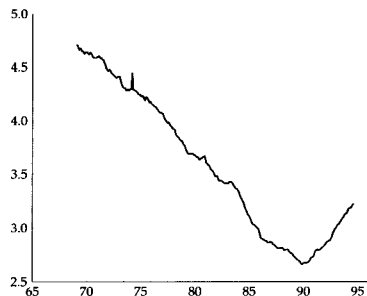
Financiering met de bankbiljettenpers

Omdat die biljetten voorlopig een onmisbare rol spelen in het lokale betalingsverkeer is de kans uiterst gering dat ze plotseling massaal naar huis zullen terugkeren en daar een bron van inflatie gaan vormen. Dank zij de biljettenexport kunnen de Verenigde Staten dus een deel van hun overheidstekort veilig dekken met de bankbiljettenpers, zonder gevaar voor overmatige groei van de binnenlandse geldhoeveelheid. Een gevolg is dat M1, de geldhoeveelheid in enge zin waarin de bankbiljetten een belangrijke component zijn, de laatste jaren een sterk overdreven beeld geeft van de groei van de binnenlandse geldhoeveelheid. De gemiddelde toename van M1 bedroeg circa 10% per jaar sinds eind 1989, een geldgroei die in veel commentaren tegenwoordig wordt genoemd als een potentiële bron van toekomstige inflatie. Na correctie voor de biljettenexport van \$ 135 mrd. resteert echter een binnenlandse M1-groei van 5% gemiddeld per jaar hetgeen, evenals de zeer matige groei van M2 met amper 3%, nauwelijks aanleiding kan geven voor inflatieangst.

Figuur 1. Groei van de geldhoeveelheid in de VS



Figuur 2. Overheidsschuld in bezit van de Fed in % van de totale schuld van de overheid en de private sector



Monetaire financiering?

Om dezelfde reden, namelijk de export van bankbiljetten, geeft ook de balans van de Fed een overdreven beeld van de binnenlandse liquiditeitsontwikkeling. De passiva op de Fed-balans bestaan namelijk voor 85% uit 'currency' (bankbiljetten en munten) en voor 15% uit de verplichte reserves die de banken renteloos bij de Fed moeten aanhouden. Omdat vrijwel alle activa van de Fed belegd worden in overheidspapier, is er een nauwe band tussen de bankbiljet-

tencirculatie en de aankopen van overheidspapier door de Fed. Sinds 1989 kocht de Fed voor \$ 140 mrd. aan overheidsobligaties, een bedrag dat vrijwel gelijk is aan de geschatte biljettenexport sinds eind 1989 (zie boven). Zolang er sprake was van recessie en een traag herstel wekten die forse aankopen van overheidspapier door de Fed geen onrust. De markt werd pas onrustig toen eind 1993 de economie op toeren begon te komen. Men begon te vrezen dat er inmiddels zoveel liquiditeitsreserves waren opgebouwd dat de voorzichtige pogingen van de Fed in 1994 om met een paar renteverhogingen de economie voldoende af te koelen, tot mislukken gedoemd waren.

Maar zoals hiervoor al opgemerkt, de aankopen van overheidspapier door de Fed geven, net als M1, een overdreven beeld van de binnenlandse liquiditeitsmassa. Want in feite vloeide het bedrag van \$ 140 mrd. dat de Fed sinds 1989 in de markt pompte, onmiddellijk weg naar het buitenland via de export van dollarbiljetten. Voor zover men hier kan spreken van monetaire financiering heeft deze geen inflatoire gevolgen.

Conclusies

Afsluitend komen wij tot de volgende conclusies:

- de snelle groei van M1 in de afgelopen vier jaar met gemiddeld 10% per jaar en de voortdurende aankopen van overheidspapier door de Fed, hebben geleid tot de hardnekkige misvatting dat er sprake was en is van een ruim monetair beleid;
- na correctie voor de export van dollarbiljetten komt de gemiddelde groei van de binnenlandse M1 (MB1) sinds 1989 uit op slechts 5% per jaar, een non-inflatoire groei die bovendien sinds eind 1993 volledig is gestopt;
- er zijn, in tegenstelling tot de roebel, niet te veel dollars. Voor zover er sprake is van dollarzwakte is die vooral een gevolg van het misverstand dat het monetaire beleid te ruim is en dat daarom in de VS nog een aanzienlijke verdere stijging van inflatie en rente moet worden verwacht. Veel internationale beleggers bleven daarom tot dusverre de VS en de dollar mijden.

P. Henseler