

Het ontstaan van een multivalutare reservestelsel

DRS. F. C. HAVER DROEZE - DRS. E. E. VAN LAER*

Sinds de afschaffing van het stelsel van Bretton Woods zijn de internationale monetaire verhoudingen er niet eenvoudiger op geworden. De toegenomen wisselkoersinstabiliteit schept problemen voor de landen wier munt als reservevaluta een rol is gaan spelen, voor de landen wier exportinkomsten hoofdzakelijk in één valuta luiden (OPEC), maar ook voor de overige landen die geen financiële stroppen willen hebben aan wisselkoersfluctuaties, noch hun buitenlandse handel erdoor benadeeld willen zien. In dit artikel worden de veranderingen in de samenstelling van de internationale monetaire reserves gedurende de jaren zeventig geanalyseerd. Tevens worden oplossingen gezocht voor de problemen die met deze veranderingen samenhangen.

1. Inleiding en probleemstelling

In 1973 onderging het wereldgeldstelsel een ingrijpende verandering. Het systeem van vaste wisselkoersen, zoals dat sinds 1944 had gefunctioneerd (de zogenaamde goud/dollarstandaard), werd verlaten. In de plaats daarvan kwam geen stelsel van volledig vrije wisselkoersen, maar een veelheid van regelingen die het best kan worden omschreven als „beheerst zweven” („managed floating”). De eerste vraag die hier aan de orde wordt gesteld, is welke gevolgen deze verandering heeft gehad voor de samenstelling van de internationale monetaire reserves in de wereld. Tot dusverre is in de literatuur over de consequenties van het nieuwe wisselkoersstelsel vooral aandacht besteed aan de gewenste omvang van de internationale reserves 1). Toch ligt het voor de hand dat ook de samenstelling ervan zal veranderen.

In de particuliere sfeer is al sinds jaren sprake van een belangrijker internationale rol voor de Duitse mark, yen, Zwitserse frank en in mindere mate, voor de gulden en de Franse frank ten koste van de dollar en het Britse pond. Deze ontwikkeling kan voor een deel worden verklaard uit het feit dat de koersdaling van de dollar en het pond gedurende een belangrijk deel van de jaren zeventig niet werd gecompenseerd door renteversillen. Als beleggingsmiddelen waren deze valuta's dus niet erg interessant. Dit heeft er overigens niet toe geleid dat het aandeel van de dollar is teruggebracht tot een niveau dat overeenkomt met de relatieve omvang van de economie van de Verenigde Staten. Door zijn bruikbaarheid als intermediair in het internationale betalingsverkeer behield de dollar toch een overheersende positie 2). Het hoeft dan ook niet te verbazen dat het aandeel van de dollar in beleggingen op de eurovalutamarkt gedurende de afgelopen jaren stabiel is gebleven op een niveau van ca. 70%.

In het door heftige wisselkoersfluctuaties geschapen klimaat van onzekerheid vormde spreiding over verscheidene valuta's een logische stap voor de risicomijdende internationale belegger 3). De vraag doet zich voor of de samenstelling van de internationale reserves een afspiegeling vormt van deze veranderingen in de particuliere sfeer. Dat zou betekenen dat naast de dollar ook andere valuta's door de nationale autoriteiten als monetaire reserves worden aangehouden. Een dergelijke ontwikkeling zou een overgang naar een multireservevalutasysteem (mrs) impliceren.

In paragraaf 2 zal op beknopte wijze het theoretische kader worden geschetst waarin deze vraag dient te worden gezien. Vervolgens zal in paragraaf 3 empirisch worden onderzocht in hoeverre er inderdaad sprake is van een ontwikkeling naar een multireservevalutasysteem. In paragraaf 4 komt de tweede vraag van dit onderzoek, naar de consequenties van een dergelijke ontwikkeling, aan de orde. Ten slotte zal in paragraaf 5 worden ingegaan op enkele oplossingen voor de geconstateerde potentiële problemen.

2. Theoretisch kader

Internationale monetaire reserves zijn meer dan liquide internationale beleggingen van nationale overheden. De volgende functies kunnen worden onderscheiden: 4)

* De auteurs zijn werkzaam bij resp. het Ministerie van Ontwikkelingssamenwerking en het Economisch Bureau van Pierson, Holding & Pierson NV. Het artikel is op persoonlijke titel geschreven.

1) Zie o.a. Robert Heller en Mohsin Khan, *The demand for international reserves under fixed and floating exchange rates*, *IMF Staff Papers*, jg. 25, nr. 4, december 1978.

2) Robert Heller, *The long-run role of the dollar*, Federal Reserve Bank of San Francisco, 3 oktober 1980.

3) Dit kan worden aangetoond met gebruikmaking van de portefeuilletheorie. Een dergelijke portfolio-analyse is uitgevoerd door de Federal Reserve Bank of Dallas (juli 1980) voor de dollar, de DM, de yen en het goud gedurende de jaren 1975-1979. Zoals mocht worden verwacht blijkt het portfoliorisico minimaal bij een grote spreiding over de diverse valuta's, i.c. een groot aandeel Bijzondere Trekkingsrechten (SDR) in de portfoliosamenstelling. De opbrengsten zijn in dit geval echter negatief. De portfolio-opbrengsten blijken, evenals de risico's, duidelijk toe te nemen bij een afname van het SDR- en dollaraandeel in de te beleggen fondsen en een toename van de DM, de yen en het goud.

4) De indeling wijkt enigszins af van het traditionele onderscheid tussen voorzorgsmotief, vertrouwensmotief en transactiemotief. Deze laatste twee motieven laten zich in de praktijk namelijk niet goed onderscheiden.

- reserves hebben een functie in het kader van het wisselkoersbeleid; zij vormen een werkvoorraad voor het verrichten van interventies door de monetaire autoriteiten op de valutamarkt. Dergelijke interventies vinden nog altijd voor een belangrijk deel in dollars plaats, en een echt mondiaal multivaluta-interventiestelsel is (nog) niet ontstaan. Op regionaal niveau vormt het EMS wel een dergelijk stelsel, maar de automatische kredietlijnen binnen het EMS maken het voor de deelnemende landen in feite onnodig elkaars valuta's in voorraad te houden. Veel ontwikkelingslanden houden nog vast aan een koppeling tussen hun valuta en de dollar of de Franse frank en zullen uit dien hoofde juist deze valuta's in de reserves opnemen;
- in veel ontwikkelingslanden, waar de financiering van de buitenlandse handel in belangrijke mate een overheidszaak is, dienen reserves vooral ter betaling van uitzonderlijke importoverschotten. Reserves vervullen deze functie overigens niet alleen voor de financiering van import van goederen en diensten, maar ook voor de betaling van de rente en aflossing op buitenlandse schuld. Bij de samenstelling van de reserves zal met het oog op minimalisering van het wisselkoersrisico dan ook rekening worden gehouden met de denominatie van importbetalingen en buitenlandse schuld;
- het voorzorgsmotief voor het aanhouden van reserves, in zijn uiterste vorm gericht op het aanhouden van een noodkapitaal in geval van oorlog, zal leiden tot de wens een deel van de reserves onder alle omstandigheden bruikbaar te houden. Dit kan een reden zijn voor het vasthouden aan een omvangrijke goudvoorraad maar ook voor spreiding van het valutabezit.

Deze bijzondere kenmerken zullen ertoe leiden dat de samenstelling van internationale reserves niet zonder meer een afspiegeling zal vormen van dergelijke kortlopende beleggingen in de particuliere sector. Het is echter moeilijk een algemene uitspraak te doen over de vraag welke samenstelling optimaal is, aangezien de genoemde functies door elkaar lopen en per land in belang kunnen verschillen. Daarnaast moet worden bedacht dat de werkelijke samenstelling kan afwijken van de optimale samenstelling door de beperkte beschikbaarheid van sommige reservecomponenten. Als basis voor een empirische toetsing zijn daarom werkhypothese geformuleerd voor drie landengroepen die afwijkende functies aan hun reserves toekennen:

1. in de geïndustrialiseerde landen hebben monetaire reserves voornamelijk een functie in het kader van het wisselkoersbeleid. Men is geneigd prioriteit te geven aan de stabiliteit van het internationale geldstelsel door b.v. dollars te kopen wanneer deze valuta zwak en als beleggingsmiddel niet interessant is;
2. de olie-exporterende landen worden geconfronteerd met een overschot aan dollarreserves als gevolg van olieverkopen die in dollars worden afgerekend. Rendements- en voorzorgsmotieven spelen een overheersende rol in hun reservebeleid, hetgeen leidt tot een voortdurend streven naar diversificatie;
3. de gewenste samenstelling van de reserves van de overige (ontwikkelings)landen wordt vooral bepaald door de denominatie van hun handel en schuld en de aard van hun wisselkoersarrangement. Per saldo zal dit ook voor deze groep leiden tot een spreiding van het valutabezit.

In de volgende paragraaf, waarin de feitelijke ontwikkelingen worden beschreven, zullen deze werkhypothese worden getoetst.

3. Feitelijke ontwikkelingen

In tabel 1 wordt het aandeel van de diverse valuta's in de totale mondiale deviezenreserves over de periode 1973-1980 weergegeven.

Tabel 1. Deviezenreserves (op SDR-basis) uitgesplitst naar valuta's in procenten van het totaal

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979 a)	1980 a)
Dollar	84,5	84,3	85,2	86,7	85,2	82,8	78,9	73,1
Duitse mark	6,7	6,6	6,6	7,3	8,3	10,1	11,3	14,0
Zwitserse frank	1,2	1,6	1,7	1,6	2,2	2,1	3,2	4,1
Pond	5,9	6,1	4,1	-2,1	1,8	1,6	2,0	3,0
Gulden	0,4	0,4	0,6	0,5	0,5	0,5	0,7	0,9
Franse frank	1,2	1,0	1,3	1,0	0,8	1,0	1,0	1,3
Yen	-		0,6	0,7	1,2	1,9	2,8	3,7

Bron: IMF, *Annual report*, 1980 en 1981.

a) Exclusief Ecu's; cijfers 1980 t. m. tweede kwartaal.

Voor een beoordeling van dit cijfermateriaal dient onderscheid te worden gemaakt tussen hoeveelheids- en prijs(wisselkoers)-effecten. Het IMF heeft daartoe de koersontwikkeling van de diverse valuta's t.o.v. de SDR als maatstaf genomen 5). Zo nam de waarde van de dollar in de periode 1973-1976 in SDR-termen enigszins toe. Dit verklaart ten dele de lichte stijging van het dollaraandeel in deze jaren. In de jaren 1977-1980 is het aandeel van de Amerikaanse munt echter gedaald. Dit valt samen met de toenmalige depreciatie van de dollar tegenover de SDR. Daarnaast zijn echter ook hoeveelheidseffecten van betekenis geweest bij deze afname.

De enige andere substantiële afname in volumetermen deed zich voor bij het pond sterling in 1975 en 1976. Deze trend werd echter in 1979 weer doorbroken, zowel vanwege prijs- als hoeveelheidseffecten. De oorzaak van het feit dat deze beide effecten veelal in dezelfde richting werken, is hun onderlinge samenhang: een appreciërende valuta is uit beleggingsoverwegingen interessant en induceert daarom veelal ook een hoeveelheidseffect.

De geconstateerde trend tot diversificatie komt duidelijk tot uitdrukking in de gegevens omtrent de Duitse mark, de Zwitserse frank en de yen. Dat de belangstelling van monetaire autoriteiten voor de mark al van voor 1973 dateert, blijkt uit de positie van deze munt als reservevaluta in dat jaar, die niet veel verschilde met die van het pond sterling. Tot en met 1980 is het aandeel van de mark zowel in termen van volume als van prijs (vanwege de voortdurende appreciatie t.o.v. de SDR) aanzienlijk toegenomen. Dit kan ook worden gezegd van de Zwitserse frank, zij het dat de groei van het aandeel in de mondiale deviezenreserves van deze valuta in volumetermen een minder gelijkmatig verloop heeft gehad dan dat van de mark. Vooral in 1977, 1979 en 1980 groeide dit aandeel sterk, terwijl in de overige jaren weinig wijzigingen optraden. De rol van de yen als reservevaluta is opgekomen in 1975 toen bleek dat de Japanse economie de effecten van de (eerste) oliecrisis, in tegenstelling tot andere geïndustrialiseerde landen, vrij goed wist op te vangen. Sindsdien is het aandeel van de yen regelmatig gegroeid, zelfs in het jaar 1979 toen de yen t.o.v. de SDR aanzienlijk deprecieerde. Als we de

5) Zie IMF-jaarverslag 1981.

ontwikkeling van de totale deviezenreserves in de jaren van „managed floating” overzien, kunnen we vaststellen dat de wisselkoerseffecten over het algemeen van minder belang zijn geweest dan volume-effecten.

Over de samenstelling van de deviezenreserves van de drie in de vorige paragraaf onderscheiden landengroepen is helaas veel minder bekend. Meestal blijkt per landengroep alleen een uitsplitsing tussen het dollaraandeel en dat van de andere valuta's te zamen mogelijk, en strekt deze informatie niet verder dan het jaar 1978 6). Bovendien maakt het cijfermateriaal een iets andere indeling van de landengroepen noodzakelijk dan in par. 2 is gegeven. De categorie geïndustrialiseerde landen wordt benaderd door de landen van de Groep van Tien (G-10) 7). De groep „overige landen” bevat, behalve de niet olie-producerende ontwikkelingslanden, ook de OESO-landen die niet tot de G-10 behoren.

De geïndustrialiseerde landen

Uit tabel 2 blijkt dat het aandeel van de dollar in de deviezenreserves van de G-10-landen sinds 1974 tamelijk constant is gebleven. Met name in de jaren 1977 en 1978, toen de Verenigde Staten omvangrijke betalingsbalanstekorten kenden en de dollar zwak was, heeft zich een sterke absolute stijging van de dollarreserves voorgedaan als gevolg van dollarinterventies. De opbouw van DM-reserves in de VS zelf voorkwam dat het relatieve aandeel van de dollar in de deviezenreserves van deze landengroep daardoor toenam.

Tabel 2. Deviezenreserves van de geïndustrialiseerde landen, in procenten van het totaal

	1974	1975	1976	1977	1978
Dollar	89,3	89,3	89,3	91,3	90,1
Overige valuta's	10,7	10,7	10,7	8,7	9,9

Op het eerste gezicht wordt de werkhypothese dus geheel door de cijfers bevestigd. Toch versluieren de cijfers in tabel 2 ingrijpende wijzigingen die zich sedert het verlaten van het stelsel van min of meer vaste wisselkoersen hebben voorgedaan. Ondanks het gelijk blijven van het aandeel van de dollar in de reserves kan men niet zeggen dat de betekenis van de dollar niet is gewijzigd. Het gebruik van andere valuta's dan de dollar bij interventies is toegenomen en dit geldt niet alleen voor de EMS-landen. Dit feit komt niet of nauwelijks in de reservcijfers tot uitdrukking omdat voor G-10-landen potentiële reserves belangrijker zijn dan werkelijke reserves. Het zeer korte-kredietmechanisme maakt het voor de EMS-landen overbodig elkaars valuta's in de reserves op te nemen. Daarnaast kan worden gewezen op de betekenis van swap-overeenkomsten tussen de G-10 landen. Hoewel in formele zin hierbij niet kan worden gesproken van een ontwikkeling in de richting van een mrs, zijn de gevolgen van het ontstaan van dit multivaluta-interventiestelsel niet minder belangrijk. Dit aspect valt echter buiten het kader van dit artikel.

De olie-exporterende landen

Uit tabel 3 blijkt dat het aandeel van de dollar in de deviezenreserves van de olie-exporterende landen in de periode 1976-1978 is gedaald, evenals dat van het Britse pond. Het aandeel van de overige valuta's neemt navenant toe. In de inleiding is beschreven dat het rendement op dollarbeleggingen in vergelijking met andere valuta's in deze jaren gering te noemen is. Hiermee lijkt onze werkhypothese dat het rendementsmotief voor de olie-exporterende landen van belang is, bevestigd.

Deze conclusie is echter wat voorbarig als bedacht wordt dat het diversificatiestreven ook uit hoofde van het voorzorgsmotief te verklaren zou zijn. Bij de interpretatie van de cijfers moet er bovendien rekening mee worden gehouden dat wisselkoersstabiliteit voor de olie-exporterende landen ook van belang is. Indien deze landen hun diversificatiestreven namelijk (te) snel willen uitvoeren, zullen hierdoor de valutamarkten worden verstoord vanwege de grote bedragen waar het om gaat. De depreciatie van de dollar en appreciatie van de DM, de yen e.d. die hieruit zouden voortvloeien, zouden in strijd zijn met het streven van de olie-exporterende landen de (reële) waarde van hun deviezenreserves te maximaliseren. Het motief van stabilisatie van het internationale geldstelsel dat in de werkhypothesen vooral aan de geïndustrialiseerde landen werd toegeschreven, blijkt dus ook van betekenis voor de olie-exporterende landen te zijn. Het is een beperkende factor bij hun diversificatiestreven.

Tabel 4. Deviezenreserves van de groep overige landen, in procenten van het totaal

	1974	1975	1976	1977	1978
Dollar	52,7	51,6	55,5	53,5	49,1
Overige valuta's	47,3	48,4	44,5	46,5	50,9

De overige landen

Bij beschouwing van de cijfers in tabel 4 valt allereerst op dat het dollarbestanddeel van de deviezenreserves van deze groep veel geringer is dan bij de twee andere groepen. Dit kan samenhangen met het wisselkoersarrangement van de meeste van deze landen. Veel ontwikkelingslanden (maar ook de kleinere OESO-landen) houden vast aan een vorm van „pegging”, waarbij steeds meer gebruik wordt gemaakt van valutamandjes die globaal de samenstelling van hun buitenlandse handel weerspiegelen. Uit een onderzoek van Heller en Knight 8) blijkt dat dollar-„peggers” in 1977 nog 82,5% van hun deviezenreserves in dollars aanhielden. Bij de overige „peggers” lag het aandeel van de dollar rond de 50%.

In de jaren 1976 t/m 1978 hebben vooral de ontwikkelingslanden hun deviezenreserves sterk uitgebreid door leningen op te nemen op de eurovalutamarkt. Alleen in 1976 ging dit gepaard met een stijging van het dollaraandeel in de reserves van de groep overige landen. Na 1977 vertonen de deviezenreserves van deze groep een toenemende diversificatie. Dit proces kan niet geheel worden verklaard uit veranderingen in het handelspatroon en het wisselkoersstelsel, ook rendementsoverwegingen zullen voor een aantal landen een rol hebben gespeeld.

Tabel 3. Deviezenreserves van de olie-exporterende landen, in procenten van het totaal

	1976	1977	1978
Dollar	90,5	87,9	84,5
Pond sterling	4,2	3,9	3,6
Overige valuta's	5,3	8,2	11,9

6) De tabellen 2, 3 en 4 zijn eigen berekeningen, gebaseerd op statistische informatie van de OESO, het IMF en de Bank of England.
7) De G-10 bestaat uit de Verenigde Staten, Japan, de Bondsrepubliek Duitsland, Canada, Frankrijk, het Verenigde Koninkrijk, Italië, Nederland, België en Zweden.
8) *IMF Survey*, mei 1978.

Het is duidelijk dat het gebrekkige cijfermateriaal empirische toetsing van de werkhypothese slechts tot op beperkte hoogte mogelijk maakt. In het algemeen lijkt wel te kunnen worden gesteld dat er geen algemene ontwikkeling naar een mrs heeft plaatsgevonden in de jaren 1973-1978. Dit is een gevolg van het behoudende reservebeleid van de G-10 landen. De olie-exporterende landen en de groep overige landen lijken daarentegen wel te streven naar diversificatie van hun deviezenreserves. De betalingsbalanstekorten waarmee West-Duitsland sinds 1979 kampt (en in 1979 en 1980 ook Japan) hebben een belangrijke aanbodbeperkende factor in betekenis doen afnemen. Verschillende olie-exporterende landen kunnen thans, eventueel buiten de markt om („off market“-transacties), met medewerking van de desbetreffende nationale monetaire autoriteiten deze valuta's gemakkelijker in hun bezit krijgen. Dit zal bijdragen tot een verder toenemende reserverol voor de markt en de yen.

4. Gevolgen van een multivalutaresevestelsel

In publikaties en uitspraken over de in paragraaf 3 beschreven ontwikkelingen is vaak de nadruk gelegd op de gevaren van deze evolutie voor het internationale geldstelsel. Een mrs zou leiden tot wisselkoersonrust, inflatie, doorkruising van het monetaire beleid van nieuwe reservevalutalands en onbeheersbaarheid van de reservevoorziening. Enige relativering van deze argumenten voor het tegenhouden van een mrs is wel op zijn plaats. In deze paragraaf zullen daartoe de belangrijkste gevolgen van een situatie waarin sprake is van niet één maar verscheidene reservevaluta's worden besproken.

Effecten op de wisselkoersverhoudingen

De stelling dat het ontstaan van een mrs zal leiden tot grotere wisselkoersinstabiliteit, kan men in alle publikaties over dit onderwerp tegenkomen. Het vormt de voornaamste aanleiding voor een eventueel ingrijpen in deze ontwikkeling. Bij het doen van uitspraken over de gevolgen voor de wisselkoersontwikkeling zal men echter rekening moeten houden met de aard van het bestaande wisselkoersstelsel. Zoals in paragraaf 1 is gesteld, is een mrs typisch een gevolg van het op dit moment gehanteerde systeem van „managed floating“. Vergelijking met stelsels waarin de monetaire reserves uit slechts één (dominante) component bestaan, gaan in zoverre niet op dat dergelijke stelsels in het verleden altijd samengingen met min of meer vaste wisselkoersen. De overgangsfase in een dergelijk stelsel, die intreedt wanneer de positie van de dominante reservecomponent is ondergraven, gaat dan gepaard met zeer omvangrijke wisselkoersbewegingen. In deze eeuw zijn daarvan voorbeelden te vinden in de relatie tussen het goud, de dollar en het pond. De voortdurende kleine wisselkoersverschuivingen als gevolg van een mrs kunnen per saldo minder schadelijk zijn dan zo'n eenmalige marktverstoring.

Het bovenstaande maakt duidelijk dat het nuttig is onderscheid te maken tussen de overgangsfase en de definitieve fase van een mrs. De eerste fase omvat het omzetten van de bestaande dollarreserves in andere reservevaluta's om tot spreiding van de reserveportfolio te komen. Dit zal leiden tot een opwaartse druk op de koers van nieuwe reservevaluta's. In de tweede fase is de spreiding van de reserves over een aantal valuta's min of meer voltooid. Iedere wijziging in de te verwachten rendementsverhoudingen (met name rente- en wisselkoerswijzigingen) zal dan leiden tot verschuivingen in de optimale samenstelling van de reserves en daardoor tot aan- en verkopen van reservevaluta's door centrale banken (met name van OPEC-landen). Bestaande ontwikkelingen op de valutamarkten zullen hierdoor waarschijnlijk worden versterkt, zij het dat de relatieve omvang van deze officiële stromen in verhouding tot de particuliere kapitaalstromen niet moet worden overschat.

Het feit dat een mrs zal leiden tot additionele valutamarkttransacties behoeft niet zonder meer als een nadeel te worden beschouwd. Dit is slechts het geval indien de resulterende wisselkoersontwikkelingen niet in overeenstemming zijn met de reële verhoudingen. De vraag is dus of „overshooting“ van wisselkoersen in de hand wordt gewerkt door het beleggingsgedrag van centrale banken. Net als speculanten nemen deze immers een open positie in op de valutamarkten.

In de literatuur over de oorzaken van wisselkoersbewegingen (9) is men het er niet over eens of speculatie (gebaseerd op rationele verwachtingen) bijdraagt tot stabiliteit dan wel tot instabiliteit van de valutamarkten. Men kan immers betogen dat het innemen van open posities op basis van rationele verwachtingen „overshooting“ van wisselkoersen op de korte termijn tegengaat. Dat wisselkoersinstabiliteit in de hand wordt gewerkt door de tweede fase in de ontwikkeling van een mrs kan derhalve niet bij voorbaat worden aangenomen.

Gevolgen voor het monetaire beleid van de reservevalutalands

In de tijd van de goud/dollar-standaard kon men spreken van een negatieve beïnvloeding van het binnenlandse beleid van de VS door de reservevalutarol van de dollar. Deze relatie komt kort gezegd op het volgende neer. Het reservevalutalands is in staat zonder wisselkoersrisico en tegen een relatief lage rente zijn betalingsbalanstekort te financieren („seigniorage“). Vroeg of laat zal dit leiden tot een te expansief beleid en overcreatie van de reservevaluta met directe inflatoire gevolgen in de rest van de wereld.

Zal een mrs een versterking van dit inflatoire effect te zien geven doordat er in dat stelsel sprake is van een groter aantal reservevalutalands? Het tegendeel lijkt eerder het geval te zullen zijn. De combinatie van flexibele wisselkoersen en verscheidene reservevalutalands zal er immers toe leiden dat reservevaluta's snel onder druk komen te staan op de valutamarkten. Gezien de negatieve effecten van een depreciatie op de binnenlandse economie zullen de monetaire autoriteiten van reservevalutalands alles in het werk stellen om het internationale vertrouwen in hun valuta's niet te schaden. De monetaire discipline in de betreffende landen zal aldus juist toenemen. Dit geldt in een mrs ook voor het monetaire beleid van de VS, dat vanwege externe overwegingen ongeveer dezelfde beperkingen zal ondervinden als dat van de overige reservevalutalands. Gevallen van „benign neglect“ en het ontstaan van een „overhang“ van een reservevaluta worden in een mrs minder waarschijnlijk.

In theorie blijkt het overigens wel mogelijk dat het correctiemechanisme van de valutamarkt niet in werking treedt omdat de diverse reservevalutalands een beleid voeren dat in ongeveer gelijke mate (te) expansief is. Internationaal toezicht, b.v. door het IMF, blijft dan ook gewenst, zij het dat dit niet de vorm zal kunnen krijgen van een volledige beheersing van de internationale liquiditeitsmassa. Overigens dient wel te worden opgemerkt dat het zogenaamde monetaire-discipline-argument alleen geldt in preventieve zin. Indien één reservevaluta in een mrs door de valutamarkten op een gegeven moment als fundamenteel zwak wordt beschouwd, zal een rente- of wisselkoersaanpassing onvermijdelijk zijn.

De grote gevoeligheid van reservevalutalands voor de effecten van internationale kapitaalstromen op de wisselkoersen en de binnenlandse monetaire ontwikkeling (geldgroei en rentestructuur) wordt door de nieuwe reservevalutalands als een belangrijk nadeel van een mrs gezien. Meer dan voor de VS wordt het voor landen als West-Duitsland, Zwitser-

9) Een uitgebreid overzicht van de verschillende benaderingen is te vinden in Schadler, *Sources of exchange rate variability: theory and empirical evidence*, IMF Staff Papers, juli 1977.

land en Japan hierdoor moeilijker de binnenlandse monetaire ontwikkeling te controleren. De omvang van hun binnenlandse geld- en kapitaalmarkt is immers betrekkelijk gering in verhouding tot de potentiële kapitaalstromen. Opnieuw moet overigens worden benadrukt dat het hierbij niet alleen gaat om de internationalisatie van deze valuta's in de officiële sfeer maar ook om hun toegenomen rol in de veel omvangrijker particuliere kapitaalstromen.

De betreffende landen hebben lang getracht de internationalisatie van hun valuta tegen te houden via kostenverhogende maatregelen op de binnenlandse markt voor buitenlandse beleggers en via kwantitatieve controles (deviezenmaatregelen). De ontwikkeling bleek op deze manier echter niet te stuiten. Ondanks de opgelegde beperkingen en het feit dat West-Duitsland gedurende vrijwel de gehele jaren zeventig een overschot op de balans der niet-monetaire sectoren registreerde, nam de reservevalutarol van de mark in deze periode gestaag toe. Het proces verliep voornamelijk via de eurovalutamarkt, een markt die voor de monetaire autoriteiten moeilijk te beïnvloeden is en door zijn ondoorzichtigheid extra onzekerheid schept voor het monetaire beleid. Het verbaast dan ook niet dat sinds enige tijd de houding van de nieuwe reservevalutalanden is omgeslagen en de nieuwe status van reservevalutalands door hen in feite wordt aanvaard. Aan deze gewijzigde opstelling werd natuurlijk in niet geringe mate bijgedragen door de na de tweede oliecrisis ontstane behoefte aan betalingsbalansfinanciering. De discussie is daarmee verschoven naar de vraag hoe het beleid op de mrs-ontwikkeling kan inspelen.

5. Beleidsaspecten van een multivalutare-reservestelsel

Uit de vorige paragrafen komt naar voren dat de aanpassing van de monetaire reserves aan het gewijzigde wisselkoersstelsel voor sommige landengroepen gepaard gaat met een aanzienlijke diversificatie. Met name het diversificatiebeleid van de OPEC-landen lijkt zich momenteel nog steeds voort te zetten. Hieruit kan worden geconcludeerd dat de overgangsfase van het diversificatieproces waarschijnlijk nog niet geheel achter de rug is. Wanneer de stabielere tweede fase zal beginnen is moeilijk te schatten. Zo wordt het OPEC-diversificatiebeleid in de huidige periode met een sterke dollar t.o.v. de mark waarschijnlijk in een wat minder hoog tempo doorgevoerd.

De kapitaalstromen die inherent zijn aan de genoemde overgangsfase hebben gevolgen voor de stabiliteit van het internationale geldstelsel. Zoals we hebben gezien behoeven deze gevolgen niet altijd negatief te worden gewaardeerd, maar het gevaar van een destabiliserende werking is wel aanwezig. Aangezien het gaat om transacties van overheden ligt het voor de hand dat wordt gestreefd naar een internationaal gecoördineerd beleid dat niet gericht zal zijn op het voorkomen van een mrs — dat is niet langer mogelijk noch wenselijk — maar op het uitoefenen van een zekere controle op de ontwikkelingen. Het gaat er daarbij voornamelijk om het diversificatiestreven van de OPEC-landen en enkele andere ontwikkelingslanden in goede banen te leiden.

Voor de uitwerking van dit beleid kan worden aangesloten bij suggesties die dr. Witteveen enige tijd geleden heeft gedaan, voortbouwend op een rapport van de z.g. Groep van Dertig 10). Aan de hand van deze suggesties kunnen drie actieterrinen worden onderscheiden, t.w. het gebruik van „off market“-instrumenten, het opstellen van richtlijnen voor het reservebeleid en het uitbreiden van SDR-beleggingen.

Het aanbieden van „off market“-instrumenten wordt op dit moment al toegepast. De Bondsrepubliek, Japan en Zwitserland hebben reeds van deze mogelijkheid gebruik gemaakt. Bovendien zijn de beperkingen op kapitaalimport in deze landen geleidelijk opgeheven. De invoering van bilaterale „off market“-instrumenten door de Duitse, Zwitserse en Japanse officiële instanties komt in feite neer op aanvaarding van een reserverol van hun valuta's op voorwaarde dat een

zekere controle over deze ontwikkeling wordt behouden. Er wordt hierbij een wisselkoersrisico gelopen omdat tegenover het in binnenlandse valuta gedenomineerde waardepapier activa worden ontvangen die in buitenlandse valuta(s) luiden. Dit risico zal voor een deel kunnen worden gecompenseerd via het renteverval van de meeste in het voordeel van de desbetreffende buitenlandse valuta zal zijn.

In het rapport van de Groep van 30 11) wordt gesuggereerd dat versturende effecten van reservediversificatie kunnen worden voorkomen door het overeenkomen van richtlijnen door de betrokken partijen. Gedoeld wordt op afspraken tussen landen die hun reservebeleggingen willen spreiden en de reservevalutalanden. De eerstgenoemde landen zouden in ruil voor aantrekkelijke beleggingsmogelijkheden moeten toezeggen hun totale diversificatie te beperken tot een vooraf overeengekomen omvang en tempo. Men zou b.v. grenzen kunnen stellen aan beleggingen in de betreffende valuta op de eurovalutamarkt. Deze bilaterale aanpak zou wellicht kunnen worden aangevuld door een multilaterale aanpak in het kader van het IMF. Overigens zouden dergelijke afspraken de autonomie van de nationale monetaire autoriteiten wel sterk beperken en het is niet waarschijnlijk dat de OPEC-landen bereid zullen zijn zich aan afspraken te binden.

Bovenstaande maatregelen hebben gemeen dat zij het bestaande diversificatieproces kunnen beheersen zonder de richting van dit proces (naar een mrs) te wijzigen. Het is echter ook mogelijk op de ontwikkeling in te spelen en toch vast te houden aan de doelstelling de SDR het belangrijkste reservemiddel te maken. Deze doelstelling hangt samen met de wens de internationale controle op de creatie van reserves te vergroten 12). Men kan drie varianten onderscheiden, waarbij een centrale plaats wordt ingenomen door transacties tussen OPEC-landen en het IMF:

- a. instelling van een substitutierekening door het IMF. In feite is dit de ideale oplossing omdat, in tegenstelling tot de twee volgende varianten, substitutie niet leidt tot reservecreatie. De principiële problemen die de instelling van een substitutierekening tot nu toe in de weg hebben gestaan, lijken voorlopig echter onoplosbaar;
- b. koppeling van een toekomstige SDR-allocatie aan een vrijwillige verhoging of afschaffing van de acceptatielimiten van OPEC-landen. Een groot deel van de nieuwe SDR's zal dan dienen ter vervanging van dollars in de reserves van OPEC-landen;
- c. in SDR luidende leningen van OPEC-landen aan het IMF. De recente omvangrijke leningen van met name Saoedi-Arabië aan het IMF zijn hiervan een goed voorbeeld.

Elk van de drie genoemde beleidsopties kan bijdragen tot een soepeler overgang naar een multivalutare-reservestelsel. Ook de SDR zal echter niet meer dan één van de vele reserve-middelen zijn, en is vooral aantrekkelijk voor centrale banken die risico's zoveel mogelijk willen mijden. Internationale afspraken zullen immers niet een werkelijke verandering in het proces van reservediversificatie kunnen veroorzaken.

F. C. Haver Droeze
E. E. van Laer

10) *Managing reserves in the 1980's*, rede van H. J. Witteveen uitgesproken op de tweede International Monetary Conference in Philadelphia, 13 november 1980.

11) Report of the Group of Thirty, *Reserve assets and a substitution account: towards a less unstable international monetary system*.

12) IMF-staten, artikelen VIII, sectie 7.