

Toekomstmogelijkheden voor de SDR en de ECU in internationale financiële markten

DR. G.J. LANJOUW*

Terwijl de rol van de ECU in het internationale kapitaalverkeer belangrijker wordt, neemt de betekenis van de SDR af. Na 1981 is er zelfs geen enkele nieuwe SDR-obligatielening meer geweest. De ECU blijkt erg aantrekkelijk te zijn voor kredietvragers van de zwakke-valutalanden van het EMS. Voor de SDR daarentegen wordt de concurrentie met de Amerikaanse dollar bemoeilijkt omdat de hoge dollarkoers van de laatste jaren gepaard gaat met een hoge rente op dollarbeleggingen. Voorlopig lijkt de positie van de dollar als „wereldmunt” nog onaantastbaar, hoewel er goede argumenten zijn voor het gebruik van met name de SDR in de internationale handel in grondstoffen.

Inleiding

SDR (Special Drawing Right) en ECU (European Currency Unit) hebben met elkaar gemeen dat ze zijn ontstaan op grond van een beslissing van een officiële internationale organisatie: in het geval van de SDR het Internationale Monetair Fonds (IMF) en in dat van de ECU de Europese Gemeenschap (EG). Bij beide instrumenten beperken de doelstellingen zich in eerste instantie tot het werkterrein van de officiële monetair instanties, dat wil zeggen regeringen, centrale banken en inter-gouvernementele instellingen. De SDR was in de eerste plaats bedoeld als een nieuw reserve-activum, dat in 1970 werd ingevoerd om een verwacht mondiaal tekort aan reserves te voorkomen 1). De voornaamste betekenis van de ECU lag in eerste instantie eveneens in de sfeer van de officiële reserves: het nieuwe reservemiddel zou worden gebruikt voor verrekeningen tussen de centrale banken van de landen die gingen deelnemen aan het Europese Monetair Stelsel (EMS), dat in 1979 van start ging 2). Aangezien de ECU-reserves in de plaats komen van (een deel van) de reserves van de aangesloten landen, gaat het hier niet om een uitbreiding van de hoeveelheid reserves, maar om een wijziging van de samenstelling ervan.

Behalve als reserve-activum fungeren SDR en ECU ook als rekeneenheid, de SDR overigens niet onmiddellijk bij de invoering ervan, maar eerst sinds 1974. In dat jaar werd de zogenaamde standaardmand-methode voor de bepaling van de waarde van de SDR in nationale valuta's geïntroduceerd. In eerste instantie ging het bij zowel SDR als ECU alleen om gebruik als rekeneenheid in de officiële sfeer. Opvallend is evenwel dat deze eenheden ook in de particuliere sfeer, met name in de internationale kredietmarkten, als rekeneenheid gebruikt gingen worden. De ontwikkeling die zich de laatste jaren in dit verband voordoet is dat de positie van de ECU steeds sterker wordt, terwijl die van de SDR dramatisch is verzwakt. Zo is in de periode 1981 – 1984 het bedrag, waarvoor op de internationale kapitaalmarkt obligaties in ECU's zijn uitgegeven, gestegen van \$ 152,9 mln. tot \$ 2.937,5 mln. In termen van het aandeel in de totale markt gaat het hier om groei van 0,5% naar 3,6%. Daarmee neemt de ECU in 1984 de vierde plaats in op deze markt, na de Amerikaanse dollar, de Duitse mark en het Britse pond. Wat betreft de SDR

valt er echter na het jaar 1981 geen enkele obligatielening meer te vermelden 3).

Deze ontwikkelingen roepen de vraag op welke factoren er verantwoordelijk voor zijn geweest. Hierop zal in de volgende paragraaf van dit artikel worden ingegaan. Tevens is het van belang na te gaan of in de toekomst een voortzetting van de gesignaleerde ontwikkelingen kan worden verwacht. De vraag hoe de toekomst van SDR en ECU in de particuliere sfeer eruit ziet is te meer van belang als men ervan uitgaat dat ontwikkelingen in deze sfeer hun uitwerking zullen hebben op de positie van beide in de officiële sfeer.

Succes versus terugval

Alvorens in te gaan op de vraag hoe het succes van de ECU en het wegzakken van de SDR in de internationale financiële markten kan worden verklaard, dient duidelijk te worden gemaakt wat het bijzondere karakter is van eenheden als de SDR en de ECU.

SDR en ECU hebben met elkaar gemeen dat ze samengestelde valuta-eenheden („composite currencies” of „currency cocktails”) zijn, waarvan de waarde in nationale valuta's wordt vast-

* Vakgroep Algemene Economie Rijksuniversiteit Groningen. De auteur dankt de deelnemers aan het voorwaardelijke-financieringsproject „Wisselkoersbeleid en monetair politiek in internationale afhankelijkheid” van de Universiteit van Amsterdam, waarin hij vanuit de Rijksuniversiteit Groningen participeert, voor hun waardevolle commentaar op een eerdere versie van dit artikel.

1) Zie bij voorbeeld *The evolving role of the SDR in the international monetary system*, in: G.M. von Furstenberg (red.), *International money and credit: the policy roles*, Washington DC, 1983, blz. 475 – 535, inz. blz. 481 – 484.

2) Zie voor een uiteenzetting over de opzet van het EMS en de rol van de ECU daarin: Het Europees Monetair Stelsel, *Tijdschrift van de Nationale Bank van België*, jg. 54 (1979), deel II, nrs. 1 – 2, blz. 3 – 43.

3) De cijfers zijn ontleend aan OECD, *Financial Statistics Monthly*, Parijs, december 1984 en februari 1985.

gesteld met de standaardmand-formule. Dit geldt zowel voor het officiële verkeer als voor transacties in de particuliere sfeer. In de SDR-mand zijn sinds 1981 de vijf belangrijkste wereldvaluta's vertegenwoordigd: de Amerikaanse dollar, de Duitse mark, de Japanse yen, het Britse pond en de Franse frank. In de ECU-mand zijn momenteel de tien valuta's van de EG-landen opgenomen.

De standaardmand-methode werkt als volgt. Bij de introductie van de mand worden, op basis van procentuele gewichten voor de erin vertegenwoordigde valuta's en de op dat moment geldende wisselkoersen, valutahoeveelheden vastgesteld voor de verschillende muntsoorten. Deze valutahoeveelheden blijven vervolgens ongewijzigd, periodieke herzieningen van de mand daargelaten. Op basis van de valutahoeveelheden en de heersende wisselkoersen kan dagelijks de waarde van de standaardmand in nationale valuta's worden vastgesteld.

Een van de bijzondere eigenschappen van een standaardmand is dat bij wijzigingen in wisselkoersen het procentuele gewicht van de erin opgenomen valuta's aan verandering onderhevig is: het relatieve gewicht van valuta's die in de loop van de tijd sterker worden zal toenemen en dat van verzwakkende valuta's zal afnemen 4).

Behalve voor de waardebepaling van de SDR en ECU in nationale valuta's, wordt de methode van de standaardmand ook gebruikt voor de vaststelling van de interestvoeten op activa, luidend in deze eenheden.

Hoe kan nu worden verklaard, dat, terwijl de waarde en de interestvoet van SDR en ECU op soortgelijke wijze worden vastgesteld, er zo'n opvallend verschil is in de mate waarin ze de laatste jaren worden gebruikt als rekeneenheid in internationale financiële markten?

Het succes van de ECU lijkt vrij eenvoudig te kunnen worden verklaard voor zover kan worden uitgegaan van het mechanisme dat in landen met relatief zwakke valuta's de interestvoet relatief hoog zal zijn en in landen met relatief sterke valuta's relatief laag. In landen met een zwakke valuta, bij voorbeeld Italië, is lenen in ECU's aantrekkelijk vanwege de lagere interestvoet op deze leningen, terwijl het wisselkoersrisico als gevolg van het EMS-wisselkoersarrangement beperkt blijft. Aan de andere kant is het voor beleggers in landen met sterke valuta's aantrekkelijk om in ECU-activa te beleggen vanwege de combinatie van een beperkt koersrisico en een hogere interestvoet 5).

Geheel bevredigend is deze verklaring echter niet. Onder theoretisch gesproken ideale marktomstandigheden, in die zin dat de marktinterestvoeten perfect de toekomstige wisselkoersontwikkelingen weerspiegelen, zou men verwachten dat marktpartijen indifferent zijn wat betreft de keuze van de te hanteren rekeneenheid. Het bijzondere karakter van de ECU als standaardmand verhindert evenwel dat wordt voldaan aan de theoretische voorwaarden. Afgezien van een aantal andere voorwaarden, zoals de noodzaak dat in de verschillende valuta's financiële markten bestaan die een zelfde mate van ontwikkeldheid vertonen, zou namelijk moeten gelden dat het relatieve gewicht van de diverse valuta's in de mand constant is, hetgeen, zoals hiervoor bleek, niet het geval is. Wat de wijzigingen in de procentuele aandelen van de valuta's in dit verband betekenen, kan het beste worden toegelicht aan de hand van een concreet voorbeeld. Opnieuw zal een Italiaanse kredietvrager als zodanig fungeren. Het relatief belangrijker/onbelangrijker worden van relatief sterke/zwakke valuta's met hun relatief lage/hoge interestvoeten zal een matigend effect hebben op de ECU-interestvoet. Tevens zal, waar het gaat om het wisselkoersrisico, sprake zijn van een remmend effect. Door het afnemen van het aandeel van verzwakkende valuta's als de lire zal de waardedaling van de lire ten opzichte van de ECU worden afgezwakt. Aan de andere kant van de markt zal voor beleggers uit sterke-valutalanden uiteraard ook het matigende, in dit geval ongunstige, effect op de ECU-interestvoet optreden. Daar staat echter tegenover dat het wisselkoersrisico wordt verminderd, omdat de ECU in waarde stijgt ten opzichte van de eigen valuta in vergelijking met de situatie waarin er vaste procentuele valuta-aandelen zouden zijn.

Het voorgaande impliceert overigens wel, dat bij een herziening van de ECU-mand waarbij de valutahoeveelheden worden aangepast om ze weer in overeenstemming te brengen met de

oorspronkelijke procentuele gewichten, de genoemde voordelen (gedeeltelijk) vervallen. Dit geldt voor zover de nieuwe formule ook in lopende contracten wordt toegepast (de zogenaamde open-mandconstructie), hetgeen inderdaad de meest gangbare praktijk schijnt te zijn 6). Een en ander betekent dat het (frequent) wijzigingen van de mandformule afbreuk kan doen aan de aantrekkelijkheid van financiële contracten in de desbetreffende mandeenheid.

De relatie tussen interestvoeten en wisselkoersontwikkelingen kan ook worden gehanteerd om te verklaren waarom de SDR de laatste jaren zo weinig succesvol is geweest als rekeneenheid in internationale financiële markten. In 1981, na de vereenvoudiging van de SDR-mand door het terugbrengen van het aantal erin vertegenwoordigde valuta's van zestien naar vijf, was er een korte opleving, maar sindsdien is de markt nagenoeg „stilgevallen". De belangrijkste factor achter deze ontwikkeling is dat voor valuta's uit de SDR-mand *niet* geldt dat de positie op de valutamarkten in vers is gerelateerd aan de hoogte van de interestvoeten. De laatste jaren gaat immers een zeer sterke dollar samen met zeer hoge interestvoeten op dollarbeleggingen, terwijl de, ten opzichte van de dollar, zwakkere valuta's lagere interestvoeten laten zien. Dit maakt het voor de SDR welhaast onmogelijk om als beleggingsactivum te concurreren met de dollar. Een en ander betekent overigens wel, dat bij terugkeer naar „normale" interestvoeten in de Verenigde Staten de SDR zijn positie weer zou kunnen versterken en dat het in dit verband dus niet gaat om een structurele zwakte van de SDR.

Hoewel de ECU reeds tamelijk succesvol is geweest als rekeneenheid in de internationale financiële markten, is het zeer de vraag of samengestelde valuta-eenheden als SDR en ECU zich op deze markten voldoende (verder) kunnen ontwikkelen zonder dat ze tevens op enige schaal worden gebruikt in het internationale handelsverkeer. Het lijkt aannemelijk dat voor het totstandkomen van financiële markten – die voor het hele spectrum aan looptijden aan beide kanten van de markt, dat wil zeggen wat betreft beleggingen en het opnemen van kredieten, aantrekkelijke mogelijkheden bieden – een continue stroom van transacties als gevolg van internationale handelstransacties in deze eenheden nodig is 7). Internationale handelstransacties in een bepaalde geldeenheid leiden enerzijds tot een regelmatige behoefte aan krediet in de desbetreffende eenheid en anderzijds tot een regelmatig aanbod van erin uitgedrukte middelen en vormen aldus de continue basis voor de financiële markten in deze eenheid. Zo leert de geschiedenis van internationale financiële markten ons bij voorbeeld dat de positie van Londen als internationaal financieel centrum in de periode van de klassieke gouden standaard (1871 – 1914) in belangrijke mate samenhangt met de rol van het pond sterling in het internationale handelsverkeer 8). Ook in andere perioden is een dergelijke samenhang zichtbaar. Zo wijzen Madden en Nadler in hun analyse van internationale financiële markten in de periode 1931 – 1935 op de belangrijke plaats van handelsfinanciering in het totaal van de activiteiten in

4) Bij periodieke herzieningen van de standaardmand kan overigens een wijziging van de valutahoeveelheden plaatsvinden, waardoor de gewenste procentuele verdeling van de gewichten van de diverse valuta's wordt hersteld. Zo werd op 17 september 1984 een herziening van de ECU-mand doorgevoerd, die behalve toevoeging van de Griekse drachme aan de mand een aanpassing van de valutahoeveelheden op grond van de genoemde overweging inhield. Dit had onder meer tot gevolg dat het gezamenlijke procentuele aandeel van de Duitse mark en de gulden, dat sinds maart 1979 was opgelopen van 43,5% tot bijna 50%, werd teruggebracht tot 42,7%.

5) Zie in deze zin bij voorbeeld J. van Gelder, *De ECU op weg naar volwassenheid*, ESB, 20 juni 1984, blz. 566 – 568, inz. blz. 567.

6) Zie D.F. Lomax, *International moneys and monetary arrangements in private markets*, in: G.M. von Furstenberg (red.), op.cit., blz. 261 – 318, inz. blz. 286.

7) Zie in deze zin bij voorbeeld Lomax, op.cit., blz. 304 en B. Hilliard, *The commercial SDR since the simplified basket*, *The Banker*, jg. 133 (1983), nr. 683, blz. 79 – 81, inz. blz. 81.

8) Zie bij voorbeeld L.B. Yeager, *International monetary relations: theory, history, and policy*, New York enz., 1976, inz. blz. 299 – 302.

belangrijke internationale financiële centra zoals Londen, New York, Amsterdam en Zürich 9). Ook een meer eigentijds voorbeeld, dat van de Eurodollarmarkt, kan in dit verband worden aangehaald. Het tot ontwikkeling komen en de expansie van deze markt zou ondenkbaar zijn geweest zonder de belangrijke rol van de Amerikaanse dollar in de afwikkeling van internationale handelstransacties 10).

Aldus rijst de vraag wat de perspectieven zijn voor SDR en ECU te worden gebruikt in het internationale handelsverkeer. Hierop zal in de volgende paragraaf worden ingegaan.

Het internationale handelsverkeer

In internationale handelstransacties hebben SDR en ECU thans nog weinig betekenis, al schijnt in landen als Italië en Frankrijk de ECU zich in dit verband al een zekere positie te hebben verworven 11).

Om de vraag te kunnen beantwoorden waarom de betekenis van samengestelde valuta-eenheden in de internationale handel tot nu toe zo beperkt is gebleven en om na te gaan of hierin in de toekomst verandering zal komen, is het zinvol in te gaan op de vraag welke factoren in het algemeen van belang zijn bij de keuze van de eenheid waarin handelstransacties worden afgesloten. Dit vraagstuk zal hier worden benaderd vanuit de gedachten-gang dat betrokken partijen streven naar minimalisatie van transactie- en informatiekosten, waarbij de transactiekosten betrekking hebben op de kosten van valuta-omzetting en de informatiekosten onder meer op kosten in verband met onzekerheid omtrent de toekomstige hoogte van wisselkoersen 12). Een complicatie die optreedt wanneer deze benadering wordt toegepast op de SDR en de ECU is dat deze tot nu toe (nog) niet worden gebruikt als uiteindelijk betaalmiddel, als voor het moment althans wordt afgezien van het gebruik van de ECU in het kader van het – nog beperkte – verrekeningssysteem tussen particuliere banken. Het gaat in eerste instantie dus alleen om de functie van rekeneenheid in internationale handelstransacties.

Bij het hanteren van de aangeduide benadering zal onderscheid worden gemaakt tussen de volgende drie soorten internationale handelstransacties:

- transacties in industriële producten tussen ondernemingen die op nationale basis opereren;
- transacties in grondstoffen;
- transacties tussen verschillende vestigingen van een zelfde multinationale onderneming.

Industriële producten

Op basis van de overweging dat voor exporteurs/importeurs in de onderhavige categorie zal gelden dat de uitgavenstroom/inkomstenstroom voornamelijk in de eigen valuta zal luiden, kan worden afgeleid dat voor hen de eigen valuta het optimale transactiemiddel is, ook in internationale transacties. In het merendeel van de gevallen zal daarbij de eigen valuta van de exporteur uiteindelijk als transactiemiddel fungeren, omdat doorgaans de marktpositie van exporteurs sterker is dan die van importeurs, hetgeen het voor eerstgenoemden veelal mogelijk maakt het gebruik van de eigen valuta te bewerkstelligen. Langs deze lijnen kan worden verklaard waarom in de realiteit van het internationale handelsverkeer de eigen valuta's van de rechtstreeks betrokken partijen zo'n belangrijke plaats innemen als transactiemiddel 13).

Naast de valuta's van exporteur en importeur wordt ook wel gebruik gemaakt van een „derde” valuta, meestal de Amerikaanse dollar. Dit kan zich met name voordoen ingeval de marktpositie van een exporteur en een importeur niet zodanig verschilt dat een van beiden het gebruik van de eigen valuta kan doorzetten en bij wijze van compromis wordt gekozen voor het gebruik van een derde valuta. Dat in dat verband de keuze valt op de Amerikaanse dollar kan worden verklaard uit de relatief lage transactiekosten die voor deze valuta gelden.

Wat zijn nu, gegeven het geschetste patroon, de mogelijkheden voor SDR en/of ECU om zich een (belangrijker) plaats te gaan verwerven in het internationale handelsverkeer?

In de eerste plaats kan men zich afvragen of te verwachten is dat SDR of ECU de plaats zullen gaan innemen van de eigen valuta van een van beide rechtstreeks betrokken partijen, daarbij in eerste aanleg de aandacht concentrerend op de handel tussen de aan het EMS deelnemende landen. Het lijkt, gezien de voordelen van het gebruik van de eigen valuta, onwaarschijnlijk dat dit op grote schaal zal gebeuren. Alleen wanneer de voordelen uit hoofde van besparing op transactie- en informatiekosten bij gebruik van de eigen valuta verminderen als gevolg van sterke inflatie in het eigen land, gepaard gaande met devaluaties van de nationale valuta, zou het gebruik van een andere rekeneenheid verwacht kunnen worden. Voor *exporteurs* in dergelijke landen zal de keuze van een sterke rekeneenheid voordelen bieden in verband met de mogelijkheid aldus hogere exportopbrengsten in eigen valuta te realiseren. Daar staat tegenover dat uit concurrentie-overwegingen het gebruik van een sterke valuta nadelig zal zijn. Bij wijze van middenweg zou men aldus kunnen kiezen voor een eenheid als SDR of ECU, welke eenheden kunnen worden gekarakteriseerd als „eenheden van gemiddelde sterkte”.

Voor *importeurs* in zwakke-valutalanden zal het blijven gebruiken van de eigen valuta op zich zelf niet nadelig zijn. Het is evenwel waarschijnlijk dat de tegenpartijen, de exporteurs uit andere landen, veelvuldig om aanpassingen van de prijzen van de te leveren goederen zullen vragen, hetgeen de voordelen van het gebruik van de eigen valuta zal doen verminderen. Als alternatief komt aldus in aanmerking een rekeneenheid die weliswaar sterker is dan de eigen valuta, maar slechts in die mate dat veelvuldige prijsaanpassingen kunnen worden voorkomen. Ook hier lijkt een rol te zijn weggelegd voor SDR of ECU als rekeneenheid van gemiddelde sterkte.

Een mogelijk voordeel in de meer psychologische sfeer van het gebruik van samengestelde valuta-eenheden door exporteurs en importeurs in landen met een zwakke valuta is dat men aldus niet hoeft te kiezen voor een andere nationale valuta, hetgeen uit prestige-overwegingen van belang kan zijn.

Met het voorgaande is nog niet de vraag beantwoord hoe in de beschreven situatie de keuze tussen SDR en ECU zou uitvallen. Het belangrijkste, waarschijnlijk doorslaggevende, voordeel van de ECU voor de EMS-landen is de grotere stabiliteit van de waarde ervan ten opzichte van de eigen valuta, voortvloeiend uit het EMS-wisselkoersarrangement.

Langs de aangegeven lijnen lijkt het gebruik van de ECU ter vervanging van het gebruik van de eigen valuta in EMS-landen met een zwakke valuta, zoals Italië en Frankrijk, te kunnen worden verklaard.

Vervolgens kan de vraag worden gesteld in hoeverre de SDR en/of de ECU de rol van de Amerikaanse dollar als derde valuta in transacties van de onderhavige soort tussen EMS-landen zou(den) kunnen overnemen. De grotere waarde stabiliteit van deze eenheden zou in dat verband van betekenis kunnen zijn. De tendens die zich in de werkelijkheid lijkt af te tekenen is evenwel dat met het instabieler worden van de dollar het verminderen van het gebruik van deze valuta in de onderhavige categorie transacties ten goede is gekomen aan het gebruik van de valuta's van de rechtstreeks betrokken partijen 14). Betwijfeld moet dan ook worden of in deze sfeer voor SDR en/of ECU een grote rol is

9) J.T. Madden en M. Nadler, *The international money markets*, New York, 1968, inz. blz. 55 – 62.

10) Zie in deze zin bij voorbeeld J.H. Makin, *Eurocurrencies and the evolution of the international monetary system*, in: C.H. Stem, J.H. Makin en D.E. Logue (red.), *Eurocurrencies and the international monetary system*, Washington DC, 1976, blz. 17 – 52, inz. blz. 19 – 25.

11) Van Gelder, op.cit., blz. 567.

12) Voor een uitvoeriger uiteenzetting hieromtrent zie G.J. Lanjouw, *Internationaal geld en internationaal monetair bestel*, Groningen, 1982 (ook verschenen als nr. 45 in de publikatiereeks van het NIBE te Amsterdam), inz. hoofdstuk III, V en VI.

13) Zie onder meer H.E. Scharrer, *Currency diversification in international trade and payments: empirical evidence*, in: J.R. Sargent (red.), *Europe and the dollar in the world-wide disequilibrium*, Alphen aan den Rijn, 1981, blz. 225 – 241, inz. blz. 225 – 226.

14) Zie hierover Lanjouw, op.cit., bz. 181 – 192.

weggelegd. Wellicht vormen landen met hoge inflatie en een zwakke valuta ook hier een uitzondering.

Op overeenkomstige gronden als hiervoor met betrekking tot de EMS-landen werden aangevoerd, valt evenmin voor landen die niet tot het EMS behoren te verwachten dat SDR en/of ECU een belangrijke plaats zal/zullen gaan innemen in de transacties van de onderhavige categorie. Ook binnen deze groep landen ligt mogelijk de zaken anders voor zwakke-valutalanden.

Grondstoffen

De internationale handel in grondstoffen onderscheidt zich van die in industrieproducten doordat zich in de sfeer van de grondstoffen in sterkere mate de zogenaamde „law of one price” doet gelden (15). Als gevolg van internationale goederenarbitrage zal de prijsontwikkeling van een bepaalde, homogene, grondstof in verschillende afzetlanden dezelfde zijn, indien deze wordt uitgedrukt in een gemeenschappelijke valuta. De prijs in nationale valuta in de diverse landen zal de internationale prijsontwikkeling volgen, alsmede de ontwikkeling van de wisselkoers van de desbetreffende valuta's ten opzichte van de valuta waarin de internationale prijs is uitgedrukt. Een en ander betekent dat voor *importeurs* van grondstoffen de inkomstenstroom in eigen valuta uit hoofde van de afzet van de grondstoffen op de binnenlandse markt gelijke tred houdt met de stroom van uitgaven ter betaling van de grondstoffen, omgerekend in de eigen valuta. Dit geldt ongeacht de concrete valuta waarin de internationale prijs wordt genoteerd. Aldus maakt het vanuit een oogpunt van informatiekosten geen verschil welke rekeneenheid wordt gehanteerd. Wel is er verschil wat betreft de valuta-omzettingkosten. De valuta met de laagste omzettingkosten maakt de voordeligste afwikkeling van de transacties mogelijk. Het is met name deze laatste factor die verklaart dat in de huidige praktijk van de internationale handel in grondstoffen de Amerikaanse dollar in overheersende mate als transactiemiddel wordt gebruikt.

Wat betreft de *exporteurs* van grondstoffen is er ten aanzien van overwegingen in de sfeer van de transactiekosten geen verschil met de importeurs. Met betrekking tot informatiekosten liggen de zaken echter wel verschillend. Er is voor de exporteurs in de regel niet een soortgelijk mechanisme als waarvan bij de importeurs sprake was, aanwezig. Aannemende dat ook naar de kant van de exportlanden geldt dat de „law of one price” opgaat, zal slechts onder zeer specifieke voorwaarden gelden dat de inkomstenstroom in eigen valuta uit hoofde van de afzet van de grondstoffen gelijke tred houdt met de stroom van uitgaven, die samenhangt met het produceren ervan. Over de rol die in dit verband wordt gespeeld door de valuta waarin de prijzen op de internationale markt zijn uitgedrukt, laten zich moeilijk algemene uitspraken doen. Verder is het de vraag of de ontwikkeling van de exportontvangsten in verhouding tot die van de kosten voor exporteurs van grondstoffen, veelal ontwikkelingslanden, dezelfde relevantie heeft als voor exporteurs van industriële producten in ontwikkelde landen. Zo geldt voor agrarische grondstoffen dat, althans op korte termijn, het aanbod inelastisch is of, met andere woorden, dat de produktiekosten nauwelijks van belang zijn waar het gaat om de bereidheid het produkt op de markt aan te bieden. Doorgaans wordt meer belang gehecht aan de ontwikkeling van de koopkracht van de export in termen van de importproducten die ermee kunnen worden verkregen. Wat dat laatste betreft is het gemakkelijker uitspraken te doen over de invloed van de valuta waarin de marktprijzen zijn uitgedrukt.

Een en ander kan worden geïllustreerd aan de hand van de huidige praktijk, waarin de dollar de overheersende valuta in de grondstoffenhandel is. Door wisselkoerswijzigingen tussen de dollar en de valuta's van andere industrielanden waaruit de exporteurs van grondstoffen producten invoeren, zal de koopkracht van de, in dollars uitgedrukte, exportontvangsten in termen van importproducten uit die andere landen veranderen. Van automatische compenserende krachten is hier geen sprake. Deze zouden wel aanwezig zijn indien een prijsdaling/prijsstijging van een grondstof altijd zou samengaan met een waardeinstijging/waardedaling van de dollar ten opzichte van de valuta's

van andere industrielanden. Het voorbeeld van de aardolie illustreert dat dit niet het geval is. Bij een prijsstijging van olie vertoont de waarde van de dollar ten opzichte van de valuta's van andere industrielanden juist een tendens tot stijging, hetgeen verklaard kan worden uit de relatief geringe afhankelijkheid van de Verenigde Staten van geïmporteerde olie.

De vraag is nu of het gebruik van de SDR of de ECU als rekeneenheid in de internationale handel in grondstoffen voor de exporteurs de stabiliteit van de exportontvangsten in termen van de valuta's waarin de invoerbetalingen worden verricht, kan bevorderen. Dit zal afhangen van de mate waarin de samenstelling van de voor de invoer benodigde valuta's overeenkomt met de valutasamenstelling van SDR of ECU. Uiteraard zal van volledige overeenstemming op dit punt slechts bij wijze van hoge uitzondering sprake zijn (16). Bovendien zal de samenstelling van een van beide manden nooit voor de gehele groep van exporteurs op een bepaalde markt in overeenstemming kunnen zijn met de valuta-aandelen met betrekking tot de import. Op grond van deze overwegingen zou men de vraag wat bescheidener kunnen herformuleren als: zal het gebruik van de SDR of de ECU *gemiddeld* voor de exporteurs van grondstoffen de stabiliteit van de koopkracht van de exportontvangsten doen toenemen? Hoewel hierover zonder gebruik te maken van kwantitatieve gegevens geen uitsluitsel kan worden gegeven, lijkt het aannemelijk dat met name de SDR aan dit vereiste zal kunnen voldoen. Het feit dat de SDR-mand, in tegenstelling tot de ECU-mand, valuta's uit alle delen van de wereld vertegenwoordigt, is in dit verband van doorslaggevende betekenis.

Multinationale ondernemingen

Wat betreft multinationale ondernemingen zal het patroon van inkomsten- en uitgavenstromen afwijken van het patroon zoals dat hiervoor werd geschetst voor op nationale basis opererende ondernemingen. Voor een vestiging in een multinationale onderneming in een bepaald land zal namelijk een aanzienlijk deel van de inkomsten- en uitgavenstromen in andere valuta's dan die van het land van vestiging kunnen luiden. Dit zal bij voorbeeld het geval zijn wanneer voor deze vestiging, die haar producten afzet in het land van vestiging en tevens toelevert aan vestigingen in andere landen, de uitgavenstroom (gedeeltelijk) luidt in de valuta's van weer andere landen, namelijk die waar onderdelen van de onderneming zijn gevestigd die haar materialen toeleveren. Binnen een multinationale onderneming die te maken heeft met een dergelijke veelheid aan valuta's kunnen wisselkoerswijzigingen aanzienlijke consequenties hebben voor de winstgevendheid van individuele vestigingen. Dit probleem kan in principe worden verzacht door voor alle onderlinge leveringen een waarde-eenheid van gemiddelde sterkte te hanteren. Als zodanig zouden de SDR of de ECU een rol kunnen spelen (17). Daarbij zou de SDR in aanmerking kunnen komen voor wereldwijd vertakte ondernemingen en de ECU voor binnen Europa opererende.

Bedacht dient evenwel te worden dat in dit verband slechts sprake is van *verzachten* van de gevolgen van wisselkoersontwikkelingen, omdat de valutasamenstelling van inkomsten- en uitgavenstromen binnen een onderneming in de praktijk nooit volledig overeen zal komen met die van de SDR of de ECU. Het is in dit verband interessant te wijzen op de resultaten van een door Lomax gehouden enquête onder een honderdtal grote ondernemingen, waaronder een aantal multinationale, waarin werd gevraagd naar het gebruik door deze ondernemingen van samen-

15) Zie in deze zin bij voorbeeld F. de Roos, Purchasing power parity and the monetary approach to the balance of payments, *De Economist*, jg. 129 (1981), blz. 41-57, inz. blz. 49-52.

16) Zelfs in dat geval zal de overeenstemming slechts tijdelijk zijn, omdat als gevolg van de gehanteerde standaardmand-formule de procentuele aandelen van de diverse valuta's in de mand zich steeds wijzigen.

17) Lomax (opcit., blz. 282) vermeldt, dat op grond van een dergelijke argumentatie de onderneming Saint-Gobain sinds begin 1980 de ECU gebruikt in de onderlinge verrekeningen.

gestelde valuta-eenheden 18). Hieruit komt een zeer beperkt gebruik van dergelijke eenheden naar voren. Het argument dat de samenstelling van geen van de eenheden in overeenstemming is met de risicostructuur van de onderneming, is het meest gebruikte als het gaat om de vraag waarom geen gebruik werd gemaakt van deze eenheden.

Conclusies

De opvallende opkomst van de ECU als rekeneenheid in internationale financiële markten lijkt vooral gebaseerd te zijn op de aantrekkelijkheid van de ECU voor kredietvragers in zwakke-valutalanden binnen de EMS. De markt in SDR-activa is na 1981 nagenoeg stilgevallen, vooral omdat voor de valuta's uit de SDR-mand een sterke/zwakke positie op de valutamarkten niet langer samengaat met relatief lage/hoge interestvoeten op activa in deze valuta's.

Op basis van de gedachtengang dat het gebruik van de SDR en de ECU in het internationale handelsverkeer een noodzakelijke voorwaarde is voor substantiële (verdere) ontwikkeling van de internationale financiële markten voor deze samengestelde valuta's, werd nagegaan wat in dit verband de mogelijkheden zijn. De beste kansen lijken te bestaan in de internationale handel in grondstoffen, waarbij de SDR gezien het feit dat hierin valuta's uit alle delen van de (industriële) wereld zijn vertegenwoordigd, betere mogelijkheden lijkt te hebben dan de ECU. Omdat evenwel samengestelde valuta-eenheden slechts bij hoge uitzondering

de werkelijk ideale rekeneenheid zullen zijn, moeten de perspectieven in dit verband niet worden overschat.

In dit artikel werd de aandacht geconcentreerd op de mogelijke rol van de SDR en/of de ECU als rekeneenheid in internationale handelstransacties. Zolang er geen (adequaat) verrekeningssysteem voor transacties in deze eenheden bestaat zal hun rol immers noodzakelijkerwijs hiertoe beperkt moeten blijven. Bij aanwezigheid van een efficiënt verrekeningssysteem zou de aantrekkelijkheid van de SDR en de ECU aanzienlijk kunnen toenemen, omdat dan een verlaging van de kosten van transacties die in deze eenheden zijn uitgedrukt, zal optreden. Ook dan echter is het zeer de vraag of de SDR en/of de ECU zich een plaats zullen kunnen verwerven die ook maar in de verte die van de Amerikaanse dollar op dit moment benadert.

Niettegenstaande het hiervoor gestelde zijn er goede redenen om aan te nemen dat het gebruik van met name de SDR als transactiemiddel in de internationale handel in grondstoffen zou kunnen leiden tot een stabielere internationaal monetair bestel 19). Dit voordeel lijkt echter te ver verwijderd te zijn van de directe belangen van de bij de grondstoffenhandel betrokken partijen om daadwerkelijk als een doorslaggevende factor te kunnen fungeren bij de keuze van een transactiemiddel.

G.J. Lanjouw

18) Lomax, op.cit., blz. 300 – 301.

19) Lanjouw, op.cit., hfst. VII.