

De dolende dollar

Dagelijks zijn over de hele wereld duizenden financiële experts bezig om beleggers, bedrijven, overheden en particulieren te informeren over het laatste nieuws op de financiële markten en de te verwachten gevolgen daarvan voor de rente, de wisselkoersen en de prijs van andere financiële activa. De waarde van al die voorspellingen is beperkt. Telkens weer blijkt dat de markt zich weinig aantrekt van wat door de experts was voorzien. Op dit moment behoort de dollar koers tot de minst begrepen economische fenomenen. Natuurlijk, nu de dollar op een naoorlogs dieptepunt staat ten opzichte van de yen en op een bijna-laagterecord ten opzichte van de D-mark, is er aan verklaringen geen gebrek. Maar het aantal experts dat een jaar of zelfs nog maar een paar maanden geleden deze ontwikkeling had voorspeld, is op de vingers van één hand te tellen.

De traditionele verklaring van de wisselkoers is de koopkrachtpariteit, de prijsverhouding tussen een pakket goederen en diensten in het ene land en hetzelfde pakket in een ander land. De gedachte is dat een prijsverschil tussen land A en land B altijd wel handelaars zal aantrekken die in het gat springen. Daardoor neemt de vraag naar de produkten en de valuta van het goedkope land toe, totdat de wisselkoers de relatieve prijzen aan elkaar gelijk maakt. Uit empirisch onderzoek blijkt echter dat de koopkrachtpariteitstheorie, zeker op korte termijn, niet opgaat¹. Ook nu blijkt uit recente schattingen dat de dollar in koopkrachttermen zo'n 30 tot 40% is ondergewaardeerd ten opzichte van de D-mark en de yen.

Een stap verder gaan de verklaringen die de oorzaak van de aanhoudende dollarzwakte zoeken in het hardnekkige tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans. Eén van de oorzaken hiervan is het voorlopigen van de Amerikaanse conjunctuur op de Europese en de Japanse. Een andere oorzaak is het chronische spaartekort in de VS. Terwijl in de OESO als geheel de gezinsbesparingen gemiddeld zo'n 7% van het beschikbaar inkomen bedragen, liggen ze in de VS op nog geen 4%. Ook het begrotingstekort van de overheid (meer dan \$ 200 mrd. in 1994) draagt bij tot het in stand houden van het tekort op de lopende rekening. Toch kan hier niet de oorzaak van alle dollarproblemen liggen. De VS hebben al jaren een tekort op de lopende rekening, ook toen de dollar er veel beter bij stond dan nu.

De invloed van de lopende rekening moet in elk geval worden aangevuld met die van het kapitaalverkeer. Steeds minder immers worden wisselkoersen bepaald door ontwikkelingen op goederen- en dienstenmarkten, steeds meer door (deels speculatieve) kapitaalstromen². In het afgelopen jaar hebben Amerikaanse beleggers voor een recordbedrag aan buitenlandse effecten gekocht. Hier stond een omvangrijke kapitaal invoer tegenover. Per saldo echter stroomde meer kapitaal het land uit dan er binnenkwam. Deze tendens heeft zich dit jaar voortgezet. Bepalend voor

de richting van de kapitaalstromen zijn internationale renteverschillen. Sinds februari dit jaar heeft de Federal Reserve Board de rentetarieven al vijf keer verhoogd. Waarom blijven beleggers dan toch de dollar mijden? Te meer omdat de Amerikaanse economie ook beter presteert dan de Europese en de Japanse?

Natuurlijk moet bij een internationale vergelijking van renteverschillen ook rekening worden gehouden met verwachte inflatieverschillen. Onmiskenbaar is de inflatiedreiging sterker in de VS dan in Duitsland en Japan. De bezettingsgraad van de Amerikaanse economie bevindt zich op het hoogste peil van de afgelopen vijf jaar. De werkloosheid (5,9%) nadert het 'natuurlijke' niveau, waarbeneden extra vraag naar arbeid inflatoire spanningen kan gaan oproepen. Daarnaast speelt een rol dat de financiële markten weinig fiducia hebben in de vastberadenheid van de FED op het punt van de inflatiebestrijding. Hogere inflatieverwachtingen voor de VS dan voor Japan en Duitsland zetten de dollar onder druk ten opzichte van de yen en de mark. Toch vallen ook de mogelijke inflatieverschillen moeilijk te zien als een sluitende verklaring voor de blijvende dollarzwakte.

Het probleem is dat alle mogelijke oorzaken te zamen nog geen bevredigende verklaring leveren voor het voortduren van de dollarzwakte. De financiële markten bezitten kennelijk een eigen dynamiek die door de 'fundamentalisten' niet wordt begrepen. In zo'n omgeving is onzekerheid troef. De markten reageren op schijnbaar futiele signalen die daardoor grote gevolgen kunnen hebben: een prijsindexcijfer dat iets afwijkt van wat was verwacht, een perscommuniqué over moeizaam vorderende handelsbesprekingen, een als 'slip of the tongue' geïnterpreteerde uitspraak van een monetaire autoriteit kan al schrikreacties teweegbrengen. Door automatisch gegeneerde orders wordt een op gang gekomen verkoopgolf vervolgens nog versterkt.

In een markt waarin houvast ontbreekt, krijgt kuddedegedrag een kans. Beleggers rennen elkaar achterna op zoek naar het hoogste rendement. Wat de kudde in beweging zet, weet niemand, maar als hij eenmaal gaat, is hij door niets en niemand meer te stoppen. Tot nog toe zijn de gevolgen van financiële crises voor de investeringen en de economische groei steeds meegevallen. De omvang van het speculatieve kapitaalverkeer blijft echter spectaculair toenemen: weer bijna een verdubbeling in de afgelopen twee jaar. Wat moet het antwoord zijn op de daaraan verbonden toenemende financiële instabiliteit? Paradoxaal genoeg is dat antwoord net zo onzeker als de situatie op de markten zelf.

L. van der Geest

1. Zie H. Jager, Koopkrachtpariteit, *ESB*, 31 augustus 1994, Blz. 780-781.

2. B.M.J. Slot en L. Meijaard, Het dictaat van de kapitaalstromen, *ESB*, 31 augustus 1994, blz. 784-785.