

# De dollar naar f 1,40?

In een officieel communiqué na afloop van hun vergadering vorige week in Washington hebben de ministers van Financiën van de Groep van Zeven hun onderlinge afspraken over internationale beleidscoördinatie en stabilisering van wisselkoersen herbevestigd. Hun woorden waren nog niet koud, of op de internationale financiële markten brak paniek uit. De bekendmaking van het tegenvallende handelscijfer van de VS over februari was genoeg om een verkoopgolf uit te lokken die de koersen deed tuimelen. De Dow Jones-index voor industriële aandelen daalde met 100 punten en de koers van de dollar zakte verscheidene centen. Massale steunaankopen van centrale banken waren nodig om een bodem in de markt te leggen.

Het voorval illustreert hoe nerveus de stemming op de financiële markten momenteel is. De geringste tegenvaller brengt al een schokgolf teweeg. De onzekerheid in de markt wordt voor een belangrijk deel veroorzaakt door het feit dat nog geen oplossingen voor de internationale economische onevenwichtigheden in zicht zijn. Ondanks de enorme koersdaling van de dollar in de afgelopen twee jaar is het tekort op de lopende rekening van de Amerikaanse betalingsbalans nog nauwelijks verminderd. Evenmin is er zicht op dat de Amerikaanse regering erin slaagt het begrotingstekort te verkleinen voordat de verkiezingen achter de rug zijn. De angst voor een nieuwe glijvlucht van de dollar of een inzinking van de internationale conjunctuur hangt daarvoor als een donkere wolk boven de markt. Iedereen houdt zich gereed om bij de eerste druppel een goed heenkomen te zoeken.

Hoe is het mogelijk dat een depreciatie van de dollar ten opzichte van de yen en de Duitse mark met meer dan 50% sinds februari 1985 niet helpt om het tekort op de lopende rekening te verminderen? Daarvoor zijn verschillende verklaringen. In de eerste plaats natuurlijk het befaamde J-curve-effect. Doordat hoeveelheden zich trager aanpassen dan prijzen, duurt het een tijd voordat depreciatie tot verbetering van de betalingsbalans leidt. In de tweede plaats versterken onevenwichtigheden op de handelsbalans zich zelf via de kapitaalopbrengsten. De geaccumuleerde tekorten die met buitenlands kapitaal zijn gefinancierd leiden tot steeds grotere financiële verplichtingen aan het buitenland die op zich zelf de lopende rekening verslechteren. Een derde punt is dat een aantal belangrijke importeurs in de VS de waarde van hun munt aan de Amerikaanse dollar gekoppeld heeft. Dit geldt b.v. voor Canada, maar ook voor een aantal sterk opkomende nieuwe industrielanden, met name de z.g. 'tijgers' uit Zuidoost-Azië. Tegenover die landen helpt depreciatie niet. In de vierde plaats getroost de concurrentie zich grote moeite om het nieuw veroverde marktaandeel te handhaven. Nadelige koersontwikkelingen worden zoveel mogelijk geneutraliseerd door kostenbesparende maatregelen en beperking van winstmarges. De koersdaling van de dollar werkt daarvoor maar in beperkte mate in de relatieve prijzen door. In de vijfde plaats is de invoer van industrieproducten in de VS sinds het eind van de jaren zeventig spectaculair gestegen. Dit hangt natuurlijk samen met de sterke groei van de Amerikaanse economie in de afgelopen jaren. Al deze factoren leiden ertoe dat ondanks de krachtige groei van de export (bijna 10% in 1987, naar verwachting 15% dit jaar), de betalingsbalans maar niet verbetert. Die situatie kan niet voortduren. De bereidheid van particuliere beleggers om de tekorten te blijven

financieren neemt zienderogen af. Centrale banken moeten steeds grotere hoeveelheden dollars uit de markt nemen om de koers te ondersteunen. De markt gelooft er niet meer in dat Amerikaanse handelstekorten van de huidige omvang nog langer vol te houden zijn.

Als 50% depreciatie van de dollar niet helpt, hoe kan het tekort op de lopende rekening dan verdwijnen? Er zijn twee mogelijkheden: een nog verdere daling van de dollar of een recessie in de Amerikaanse economie. Volgens Rudiger Dornbusch, de Duits-Amerikaanse hoogleraar internationale betrekkingen aan het MIT en een toonaangevend expert op wisselkoersgebied, wordt het het eerste. Elke nieuwe president, of het nu een democraat is of een republikein, zal immers het begrotings- en betalingsbalanstekort willen aanpakken zonder het land in een recessie te storten. Dat betekent, aldus Dornbusch: de belastingen omhoog en de rente omlaag. Die politiek leidt zonder twijfel tot een verdere val van de dollar. Volgens Dornbusch ligt een daling met zeker twintig tot dertig procent in het verschiet. De andere mogelijkheid is dat de begrotingsombuigingen in de VS de groei van de binnenlandse bestedingen zo zeer afremmen dat de invoer sterk daalt. In combinatie met de sterke exportgroei zou de lopende rekening dan een zodanige verbetering te zien kunnen geven dat de dollarkoers niet veel verder hoeft te dalen.

Voor de exporterende landen maakt het niet veel uit. Zij krijgen in beide gevallen een flinke klap. Een nog verdere koersdaling van de dollar maakt de Amerikaanse producten zo goedkoop dat er op een aantal markten niet meer tegen valt te concurreren zelfs al worden de winstmarges tot nul teruggebracht. Een recessie in de VS zal de export eveneens sterk afremmen en zal zich bovendien waarschijnlijk over de rest van de wereld uitbreiden omdat overal elders de binnenlandse vraag te weinig dynamiek vertoont om de internationale conjunctuur op gang te houden. De internationale economische groei zal de eerstkomende twee jaar hoogstwaarschijnlijk dan ook weinig uitbundig zijn.

Terecht houdt het Centraal Planbureau in het onlangs verschenen *Centraal Economisch Plan 1988* dan ook rekening met een vertraging van de internationale conjunctuur. Er is zelfs een 'slecht weer'-variant opgenomen voor het geval de dollarkoers tot f 1,40 daalt. In dat geval zou de economische groei in ons land tot 1990 bijna helemaal verdwijnen. De hoofddoelstellingen van het regeerakkoord – het verminderen van het overheidstekort, de collectieve-lastendruk en de werkloosheid – zouden dan nog sterker onder druk komen te staan dan zij nu al staan.

De Nederlandse economie kan dus een periode van zwaar weer tegemoet gaan. Een dollarkoers van f 1,40 of daaromtrent is zeer wel denkbaar. Dat zal veel exporteurs voor problemen plaatsen. Toch moet daar niet al te dramatisch over worden gedaan. Het bedrijfsleven heeft immers ook geruime tijd van een zeer hoge dollarkoers kunnen profiteren en moet in staat worden geacht enige tegenwind op te vangen. Bovendien is het ook in zijn belang als de internationale onevenwichtigheden verdwijnen. Zorgelijker is de situatie voor de overheid. Zij is er in de jaren van voorspoed onvoldoende in geslaagd financieel orde op zaken te stellen. Dat kan haar in de komende tijd nog opbreken.

L. van der Geest