

Dollar en sentiment

Wie de ziel van de belegger kan doorgronden, mag het zeggen. Vorige week hadden economen goede redenen om aan te nemen dat de waarde van de dollar op peil zou blijven. Het inflatiegevaar in Amerika lijkt bezworen, het monetaire beleid blijft voorlopig restrictief en de Amerikaanse economie begeeft zich op een pad van meer geleidelijke groei. Geen vuiltje aan de lucht.

Toch zorgde een opeenstapeling van gebeurtenissen voor een na-oorlogs dieptepunt van de dollar. Psychologische factoren als onrust, bij voorbeeld over de ontwikkelingen in Latijns-Amerika speelden een rol. In de Mexicaanse peso-crisis sinds december vorig jaar wierp de Amerikaanse overheid zich samen met het IMF en de BIS op als 'lender of last resort' voor deviezen. Dat stelt het vertrouwen in de dollar op de proef, vooral als ook andere Latijns Amerikaanse economieën tekenen van instabiliteit gaan vertonen.

Ook de aardbeving in het Japanse Kobe heeft de stemming beïnvloed. Investerings die Japanse bedrijven anders wellicht in de VS zouden hebben gedaan, gaan nu naar de wederopbouw in eigen land, waardoor de vraag naar dollars afzwakt. Dit effect kan nog worden versterkt door de Japanse privatiseringen die de binnenlandse dynamiek vergroten. Daar staat tegenover dat de stimuleringsmaatregelen van de Japanse overheid om uit de recessie te komen het handelsoverschot kunnen beperken, en daarmee tevens de opmars van de yen ten opzichte van de dollar.

In Europa speelden problemen in het EMS mee. Aanvankelijk profiteerden de traditioneel sterke valuta van het EMS, de gulden en de Duitse mark, van de twijfel over de dollar, waardoor zij in waarde stegen. Daardoor kwamen echter de zwakke Spaanse peseta en in zijn kielzog de Portugese escudo in de problemen. Zij konden zich niet meer binnen de afgesproken bandbreedte van het EMS handhaven en moesten devalueren. Deze devaluaties leidden erop hun beurt toe dat de sterke valuta nog meer als veilige toevluchtsoorden gingen fungeren. De zwakke valuta, waaronder de dollar, moesten vervolgens veel van hun waarde prijsgeven, hun vaak bestendige 'fundamentals' ten spijt.

De recente dollarcrisis toont eens te meer aan hoe sterk de financiële markt de verschillende delen van de wereld met elkaar verbindt. De peso-crisis in Mexico kan in het EMS worden gevoeld. Gezien deze verbondenheid kan gecoördineerd beleid zinvol zijn, om nadeel van ontwikkelingen elders in de wereld te beperken. Zo heeft Duitsland weliswaar belang bij een sterke Duitse mark; maar een te sterke mark zet het EMS onder spanning. Voor de VS betekent een lagere dollar meer kans op inflatie.

Voor coördinatie van monetair beleid bestonden er de afgelopen weken slechts in beperke mate mogelijkheden. Het rente-instrument wordt zowel in

Duitsland als in de VS in eerste instantie benut voor inflatiebeleid en beïnvloeding van de ontwikkelingen in de reële economie. De waarde-ontwikkeling van de nationale valuta en de externe effecten daarvan komen op de derde plaats. Renteverhoging in de VS zou perverse effecten sorteren, omdat hiermee de economische groei vroegtijdig de kop in zou worden gedrukt. (Overigens was zelfs de niet geringe renteverhoging in de VS in het afgelopen jaar onvoldoende om de waardedaling van de dollar tot staan te brengen.) Omgekeerd zou in Duitsland een renteverlaging op het moment dat de economische groei net aantrekt oververhitting in de hand werken.

De centrale banken hebben wel gezamenlijk geïntervenieerd op de geldmarkt. Door bij voorbeeld Duitse markten te verkopen voor dollars kunnen zij corrigerend optreden. Dit remde de val van de dollar tijdelijk. Vraag en aanbod kwamen slechts kort in evenwicht. Doordat aanhoudende verkoopgeneigdheid verloor de dollar alsnog terrein toen de banken hun acties moesten staken.

Op de valutamarkt vierden sentimenten hoogtij. Kleine veranderingen in fundamentele ontwikkelingen, waarvan de omvang vaak nog moet worden vastgesteld, kunnen de gemoederen doen oplaaien met grote monetaire gevolgen. Dit geldt vooral als de markt geen goed richtsnoer heeft zoals bij de dollar, die alle economen voor raadsels zet. De pogingen van centrale-bankpresidenten om door middel van 'mededelingen' de gemoederen te bedaren, zijn in zo'n situatie marktconforme oplossingen om de koersen naar een evenwicht te brengen. Tegenover het sentiment van de markt, bracht Greenspan zijn eigen subjectieve observaties in ('grote bezorgdheid over de dollar'). En het hielp. De markt kwam tot inkeer. De dollar herstelde zich van zijn historisch dieptepunt.

Het is een hachelijke zaak om het spel der sentimenten mee te spelen. Een manier om dat te voorkomen is te zorgen voor een sterke fundamentele ontwikkeling (gezonde overheidsfinanciën en overschot op de lopende rekening). Kleinere economieën kunnen aan de grillen van de markt ontkomen door hun valuta te koppelen aan een anker zoals de D-mark van Duitsland, dat sterke 'fundamentals' heeft. Dan nog blijven er door uiteenlopende economische en politieke ontwikkelingen wisselkoersonzekerheden bestaan. Bij de dollar ontbreken echter zowel de goede fundamentals als het anker. De leden van het EMS plukken daarvan de wrange vruchten.

T.P. van Walderveen