

Driehoeksverhouding

De afgelopen weken is het bijzonder onrustig geweest op de internationale valutamarkten. De ontwikkelingen stonden in het teken van een opmars van de dollar, die door niets of niemand te stuiten leek. Herhaaldelijk werd door centrale banken, waaronder ook de Nederlandsche Bank, geïntervenieerd door vele miljoenen dollars op de valutamarkten aan te bieden, maar dit bleek uiteindelijk slechts een vertragend effect te sorteren; in Amsterdam bij voorbeeld is de dollarkoers sinds het begin van dit jaar met zo'n twaalf cent gestegen. Evenmin bleken de medio januari in Europa doorgevoerde renteverhogingen in staat de opwaartse druk op de dollar te verminderen. En Bundesbank-president Pöhl werd welhaast door de markt in zijn gezicht uitgelachen, toen zijn hardop uitgesproken voorkeur voor een lagere dollarkoers met een snelle stijging begroet werd.

Toevallig vielen deze gebeurtenissen samen met de vorige week belegde conferentie van de G-7, de groep van de zeven grootste westerse industrielanden. Deze bijeenkomst heeft niet veel opgeleverd. Als een teleurstelling kwam dat echter niet, aangezien een echte crisis de G-7 ditmaal niet boven het hoofd hing en de verschillende standpunten te ver uiteenliggen om dan nog resultaten mogelijk te maken. Men volstond na afloop dan ook met het belijden van de goede wil tot samenwerking en met de mededeling dat het huidige beleid ter stabilisatie van de wisselkoersen naar tevredenheid functioneert. Dit bericht werd door de valutamarkten meteen op z'n waarde getest, want de nieuwe Amerikaanse werkloosheidscijfers leidden tot een nieuwe verhoging van de vraag naar dollars. Uiteindelijk bleek een dubbele interventieronde van de centrale banken noodzakelijk om ook deze opmars van de dollar tot staan te brengen.

De achtergronden van de huidige grote vraag naar dollars zijn inmiddels wel duidelijk geworden. De belangrijkste oorzaak is een speculatieve kapitaalbeweging, die in gang is gezet door de verwachting dat de rente in de VS, na eerdere tariefverhogingen van de Fed, op korte termijn nog verder zal stijgen. Deze verwachting is gebaseerd op de vele tekenen die wijzen op een blijvend hoge groei van de Amerikaanse economie. Gezien de krappe situatie op de arbeidsmarkt en de reeds hoge bezettingsgraden zou dit een versnelling van de inflatie tot gevolg kunnen hebben. Aangezien Fed-voorzitter Greenspan recentelijk heeft aangegeven dat hij in dat geval niet zal aarzelen het monetaire beleid te verkrappen, ligt het in de verwachting dat de huidige rentetarieven in de VS zullen stijgen.

Vooralsnog lijken de centrale banken niet van zins het interveniëren op te geven. Een voor de hand liggende verklaring voor hun verzet is dat de dollarkoers de bovengrens van de door de G-7 afgesproken bandbreedte zal zijn genaderd. In zo'n geval moet voorkomen worden dat de markt het vermoeden krijgt dat deze grens daadwerkelijk overschreden is, want dat zou additionele speculatieve kapitaalbewegingen oproepen. Er is echter meer aan de hand. Geen van de lidstaten van de G-7 is bereid het binnenlandse beleid zodanig aan te passen dat het onevenwichtige karakter van de handelsstromen erdoor zou kunnen verminderen. En juist een lage dollarkoers stelt de drie belangrijkste deelnemers van de G-7 in staat deze weigerachtige houding vol te houden.

De Amerikaanse economie, getekend door het dubbeltekort, dreigt zoals gezegd oververhit te raken. Het land zou het beste gediend zijn met een belastingverhoging, niet alleen om het federale overheidstekort te verlagen

maar vooral om de bestedingen van de gezinnen te beperken. Hierdoor zou de handelsbalans kunnen verbeteren en zouden verdere rentestijgingen ter beteugeling van de inflatie kunnen uitblijven. Bush heeft deze mogelijkheid echter uitgesloten, zodat het onwaarschijnlijk is dat de Amerikaanse invoer snel zal afnemen. In deze situatie is een blijvend hoge dollarkoers minder gewenst, omdat dat de uitvoer zou afremmen waardoor de handelsbalans er op den duur nog ongunstiger zou uitzien.

De twee grote tegenspelers van de VS, Japan en West-Duitsland, hebben ook zo hun eigen motieven om de dollarkoers laag te houden. Vooral de Westduitsers zijn niet erg genegen om toe te geven aan de Amerikaanse druk om hun binnenlandse bestedingen te verruimen, wat de import vanuit de VS meer kans zou geven. Zij zijn zeer beducht voor inflatie en alleen al daarom achten zij een stimulering van de bestedingen momenteel uit den boze; niet voor niets heeft de Bundesbank onlangs nog de rentetarieven verhoogd. De Japanse bestedingen zijn de laatste jaren wel verruimd, maar dit land treft het verwijt dat het de binnenlandse markt nog steeds te weinig voor de import openstelt. Zou nu de Amerikaanse export als gevolg van de hogere dollarkoers dreigen af te nemen, dan zou dat de druk op West-Duitsland en Japan om aanpassingen door te voeren verhogen. Los daarvan is een verhoging van de dollarkoers ook uit hoofde van de inflatiebestrijding ongewenst, omdat de importkosten daardoor toenemen. Het is dan ook mooi meegenomen dat de huidige interventies, waarbij dollars te koop worden aangeboden, een verkrappend effect op de geldmarkt hebben. Ten slotte is het de vraag of West-Duitsland en Japan werkelijk zo rouwig zijn om het voortbestaan van het Amerikaanse dubbeltekort. Bij gebrek aan kredietwaardig geachte alternatieven kan een groot deel van hun spaaroverschotten nu immers naar de Amerikaanse kapitaalmarkt vloeien. En wanneer de dollarkoers op een lager niveau kan worden gestabiliseerd, wordt dat er alleen maar aantrekkelijker op.

Het valt niet te ontkennen dat het bestaan van de G-7 zijn nut kan hebben. Zo is het bij voorbeeld onwaarschijnlijk dat Japan zonder de druk van een dergelijk overlegorgaan de binnenlandse bestedingen in die mate had verruimd als nu het geval is. Het is echter de vraag hoe lang de wisselkoerspolitiek nog stand kan houden, nu zij zwaar op de proef wordt gesteld door de speculatieve kapitaalbewegingen. Bovendien kan de schijnbaar harmonische samenwerking niet verhullen dat elk G-7-land in feite puur nationale belangen nastreeft. De G-7 en met name de VS kan verweten worden dat zij te weinig rekening houden met de belangen van de van hen afhankelijke economieën. Het uitblijven van een belastingverhoging zal Greenspan waarschijnlijk dwingen tot een verkrapping van het monetaire beleid, wat de rente niet alleen in de VS zal doen stijgen, maar ook de internationale rente omhoogtrekt. Zo komt er weer een Duitse renteverhoging in de lucht te hangen, ter beteugeling van de inflatie die zou kunnen ontstaan door de devaluatie van de D-mark ten opzichte van de dollar. Op een dergelijke opwaartse rentespiraal, die zich niet tot de G-7 zou beperken, zit niemand te wachten. Niet in Europa, waar in landen zoals Nederland de capaciteitsgrenzen nog niet bereikt zijn, en zeker niet in de ontwikkelingslanden die nog zuchten onder een grote buitenlandse schuld.

R. Zelle