

Informatie en onzekerheid

Eens was de dollar een rots in de branding van het internationale handels- en kapitaalverkeer. Nu danst hij op en neer als een mug op een warme zomeravond. Dat komt niet alleen omdat het stelsel van vaste wisselkoersen in 1971 moest worden losgelaten, want lange tijd daarna konden de dagelijkse koersschommelingen nog in tienden van centen worden gemeten. Pas sinds enkele jaren zijn de fluctuaties veel heviger geworden en is het niet ongewoon dat de koers van de dollar met verscheidene centen per dag stijgt of daalt. Als Volcker (eind februari) zegt dat de centrale banken misschien iets aan de hoge dollar moeten doen duikt de koers met vijftien cent naar beneden. Een paar dagen later is hij weer hersteld. Als de orderontvangst voor duurzame consumptiegoederen in de VS (eind mei) met 0,2% blijkt te zijn afgenomen terwijl de markt een stijging had verwacht, brokkelt er in de kortste keren een stuiver van de koers af. Het kleinste nieuwtje dat als een goed of een slecht teken wordt uitgelegd, heeft onevenredige gevolgen voor het koersverloop van de dollar. De handel is buitengewoon nerveus geworden. De valutarisico's voor het internationale handelsverkeer zijn dienovereenkomstig toegenomen. Wat is er op de valutamarkten veranderd?

In de eerste plaats is de aard van het internationale financiële verkeer in de afgelopen tien jaar sterk gewijzigd. Vroeger kocht iemand dollars omdat hij Amerikaanse producten had geïmporteerd die hij moest betalen. Nu koopt hij dollars omdat de Amerikaanse economie goede vooruitzichten biedt. Het beleggings- en speculatiemotief zijn in het internationale kapitaalverkeer belangrijker geworden dan het transactiemotief. In zijn nieuwe boek *The world's money* wijst Michael Moffit er op dat de financiële transacties in de wereld vijf keer zo omvangrijk zijn geworden als de reële transacties van goederen en diensten 1). De oude opvatting dat de wisselkoers van twee valuta's het verschil in koopkracht tussen beide geldeenheden weerspiegelt (de koopkrachtpariteitstheorie) is daardoor als verklaring voor de koersontwikkeling achterhaald. Beleggingsmotieven hebben de overhand gekregen. Zoals Bomhoff, Den Haan en Koedijk in dit blad hebben beschreven, wordt volgens de nieuwste inzichten de wisselkoers beschouwd als de prijs van een financieel duurzaam goed die op een efficiënte markt tot stand komt 2). Dit betekent dat alle informatie die voor de waarde van het verhandelde object van belang wordt geacht plus alle verwachtingen die in de markt leven en de risico's die men incalculleert, in de actuele koers verdisconteerd zijn. Slechts nieuwe informatie, waarop door de markt niet is geanticipeerd, kan de koers doen stijgen of doen dalen.

De tweede verandering is dat de informatiemaatschappij haar intrede heeft gedaan. Dagelijks wordt een gigantische hoeveelheid informatie over onze hoofden uitgestort. De moderne communicatietechnieken zorgen er voor dat die informatie op hetzelfde moment dat zij wordt geproduceerd, over de hele wereld bekend is. Die geweldige informatiestroom wordt overal nauwlettend in de gaten gehouden, want men wil onmiddellijk kunnen reageren als er nieuws is dat op de waarde van de financiële activa van invloed zou kunnen zijn. Dus als er iets gebeurt dat door de markt van belang wordt geacht voor de waarde van de dollar, duikt men over elkaar heen om dollars te kopen of te verkopen, want niemand wil achter het net vissen. Een paar jaar geleden ging op Wall Street het gerucht dat er een aanslag op president Reagan was gepleegd. Ogenblikkelijk kelderde de dollar in waarde. Even later werd het gerucht als vals ontzenuwd en kon de koers zich herstellen. Maar er waren reeds aanzienlijke vermogens van eigenaar verwisseld. Het was een incident, maar het illustreert hoe gevoelig de markt is voor onbestemde informatie. Het gaat er helemaal niet meer om of bepaalde informatie reële betekenis heeft, het gaat er om hoe de markt

reageert en of men er tijdig bij is om zijn positie veilig te stellen. En als een groot aantal marktpartijen op uniforme wijze handelt, is een forse koersbeweging het gevolg.

Wie had gedacht dat meer informatie tot meer zekerheid en betere beslissingen zou leiden, zit er wat de financiële markten betreft dus naast. De overhaaste reactie waarmee de markt op elk nieuwsfeit reageert, brengt op de internationale wisselmarkten juist onzekerheid en instabiliteit teweeg. De president van de Deutsche Bundesbank Karl Otto Pöhl heeft onlangs op een perslunch zijn ernstige bezorgdheid hierover uitgesproken. Hij vergeleek de introductie van de nieuwe communicatietechnieken in het financiële verkeer met de komst van de verbrandingsmotor en de auto in het wegverkeer. Het wegverkeer werd daardoor vele malen sneller en chaotischer, maar er ontstonden ook regels en een infrastructuur waardoor het verkeer in goede banen kon worden geleid. In het financiële verkeer is dit nog niet het geval. Daar kan de ongelimiteerde informatiestroom de markt gemakkelijk uit haar evenwicht brengen. Dit maakt het voor monetair autoriteiten buitengewoon moeilijk om de waarde van de geldeenheden te reguleren en monetaire verstoringen te voorkomen. Volgens Pöhl zou de aangeboden informatie zorgvuldiger moeten worden geanalyseerd en geselecteerd om chaos te voorkomen. Concreet suggesties voor financiële verkeersregels deed hij echter niet en het is ook niet eenvoudig voor te stellen wat die regels zouden moeten inhouden.

Niet alleen de monetaire autoriteiten ondervinden hinder van de sterke wisselkoersschommelingen, ook de buitenlandse handel en de buitenlandse investeringen worden er door getroffen. De Federal Reserve Bank van New York heeft berekend dat de Amerikaanse export in de periode 1977-1981 14% hoger en de import 8% hoger had kunnen zijn als er vaste wisselkoersen waren geweest. De Duitse in- en uitvoer zouden resp. 3 en 2% hoger zijn geweest. Dat scheelt voor beide landen al gauw een procent economische groei. De toegenomen wisselkoersonzekerheid is dus niet alleen een monetair fenomeen, er zijn ook hoge reële kosten aan verbonden.

Vanzelfsprekend zoekt de markt naar mogelijkheden om de onzekerheden te beperken en de risico's te spreiden. De opkomst van nieuwe financiële instrumenten als valutaopties moet in dat licht worden gezien. Maar het ligt voor de hand dat men ook omziet naar alternatieven voor de dollar als internationaal reken- en betaalmiddel. De hoge vlucht die het gebruik van de Europese Ecu de laatste tijd neemt zal daar voor een deel mee samenhangen. Er zijn echter nog verschillende institutionele belemmeringen die een volwaardige rol van de Ecu als internationale valuta in de weg staan.

Maar ook al zou de Ecu de rol van de dollar voor een deel kunnen overnemen en al te grillige koersbewegingen kunnen matigen, het blijft een probleem dat informatie sneller kan worden geproduceerd dan verwerkt en dat dit instabiliteit in het economische verkeer veroorzaakt. Dat blijkt heel duidelijk op financiële markten, maar kan in toenemende mate ook voor andere markten gaan gelden. Het is een van de nieuwe problemen waarvoor de informatiemaatschappij ons stelt en waarmee we nog moeten leren omgaan.

L. van der Geest

1) Michael Moffit, *The world's money*, Simon & Schuster Inc., New York, 1985.

2) E.J. Bomhoff, W.J. den Haan en C.G. Koedijk, Hoe (on)evenwichtig is de dollar?, *ESB*, 17 april 1985.