



Mogelijke gevolgen van een dollarcrisis

DRS. A. VAN 'T VEER*

Inleiding

Volgens de voorzitter van de Federal Reserve Board (FED), Paul Volcker, dreigt een nieuwe recessie in de Verenigde Staten indien dit jaar geen maatregelen worden genomen gericht op het terugbrengen van de overheidstekorten¹). Door de omvangrijke begrotingstekorten kan een vertrouwenscrisis rond de dollar ontstaan, waardoor de rentetarieven kunnen stijgen en ook de inflatie kan worden aangewakkerd. De Amerikaanse beurs nam zijn waarschuwendende woorden serieus, want onmiddellijk na zijn rede gaven de koersen op Wall Street een scherpe val te zien. Ook de belangrijkste economisch adviseur van president Reagan, Martin Feldstein, heeft regelmatig gewezen op de gevaren van de begrotingstekorten voor het economische herstel.

Nu zijn de Verenigde Staten niet het enige geïndustrialiseerde land waar de overheidstekorten uit de hand dreigen te lopen en zeker vanuit Europa is enige terughoudendheid bij kritiek gerechtvaardigd. Belangrijk verschil tussen de Verenigde Staten en de Europese landen is evenwel dat, zowel door de relatieve omvang van de Amerikaanse economie als door de overheersende rol van de Amerikaanse dollar

in het internationale handels- en financiële verkeer, economische en financiële ontwikkelingen in dit land van grote invloed zijn op de rest van de wereld. Zo bestaat ruim 70% van de mondiale deviezenreserves uit dollars, wordt bij benadering 55% van het internationale handelsverkeer in dollars afgewikkeld en geschiedt ca. 70% van de internationale kredietverlening door banken in dollars. Een nieuwe rentestijging in de Verenigde Staten zal dan ook niet alleen de Amerikaanse groei drukken, maar ook het aarzelend ingezette herstel in Europa kunnen vertragen²) en het nog steeds fragile schuldherstructureringsproces bij een groot aantal ontwikkelingslanden verder bemoeilijken.

Bedreigingen van het herstel

Het expansieve begrotingsbeleid was – en is nog steeds – een belangrijke stimulerende kracht achter het herstel in de Verenigde Staten. Voor de rest van de wereld vormt het in omvang sterk toegenomen tekort op de lopende rekening van de Amerikaanse betalingsbalans een niet onbelangrijke groeistimulans. Vele Europese regeringen beschikken niet meer over ruimte voor het voeren van een binnenlands sti-

muleringsbeleid, zodat de exportgroei naar de Verenigde Staten een welkome externe stimulans vormt. Ook voor de met schuldproblemen geconfronteerde ontwikkelingslanden geeft de afzetgroei op de Amerikaanse markt enige verlichting. Een essentiële voorwaarde voor een duurzaam herstel in de Verenigde Staten is dat wanneer de opleving zich duidelijk heeft ingezet, de particuliere sector, en in het bijzonder de particuliere investeringen, de rol van motor achter het herstel geleidelijk gaat overnemen van de overheid. Omdat daardoor in de loop van dit jaar het beroep van de particuliere sector op de geld- en kapitaalmarkt ten behoeve van investeringen verder gaat toenemen dreigt een gevaarlijke, de rentetarieven opdrijvende, botsing met het beroep van de overheid. Van die oplopende rentetarieven zal een drukkende werking uitgaan op de consumptieve bestedingen en particuliere investeringen en daarmee op het herstel.

Een additionele factor die de rentetarieven in de Verenigde Staten kan opdrijven is een verminderd vertrouwen in de dollar. Volcker wees erop dat de afgelopen paar jaar een niet onbelangrijk deel van het overheidstekort direct dan wel indirect werd gefinancierd met buitenlands kapitaal. Indien, volgens Volcker, deze tekorten ertoe leiden dat het vertrouwen bij buitenlandse investeerders in de Amerikaanse economie gaat afnemen kan deze kapitaalstroom snel opdrogen. De overheid en de particuliere sector zouden dan zijn gedwongen meer kapitaal aan te trekken op de binnenlandse markt, met alle gevolgen van dien voor de rentetarieven. Volcker heeft reeds aangekondigd dat de Fed in dat geval zo'n rentestijging niet zal trachten te gaan door een accomoderend monetair beleid. De Fed zou bij een scherpe koersval van de dollar op grond van inflatie-overwegingen mogelijk zelfs kunnen worden gedwongen een actief verkrappend monetair beleid te voeren.

De kapitaalstroom naar de VS

Zo'n vertrouwenscrisis kan inderdaad tot een rentestijging leiden. Eind 1982, begin 1983 zakte bij voorbeeld de koers van het Engelse pond in een korte periode van negen weken van bijna f. 4,70 naar een niveau onder f. 4,10. De rente op driemaands Libor op ponden steeg over dezelfde periode van 9% naar ruim 11,5%. Hetzelfde zou bij een koersdaling van de dollar kunnen gebeuren. Het is evenwel niet juist te stellen dat de kapitaalstroom naar de Verenigde Staten zal opdrogen. Indien wordt afgezien van officiële interventies op de valutamarkten zal de kapitaalstroom van de

* De auteur is verbonden aan het Economisch Bureau van de AMRO-bank te Amsterdam. Het artikel is op persoonlijke titel geschreven.

1) Rede uitgesproken voor de Banking Committee van de Senaat, 8 februari 1984.

2) Valutair sterke landen als Duitsland en Nederland zullen zich mogelijk kunnen onttrekken aan een rentestijging in de Verenigde Staten.

monetaire en niet-monetaire sectoren te zamen naar de Verenigde Staten steeds gelijk zijn aan het tekort op de lopende rekening. Het zijn de condities waartegen die kapitaalstroom plaatsvindt die veranderen en in die zin is een valutakoers niets anders dan de prijs waartegen men bereid is een valuta aan te houden.

Zo heeft de koers van de dollar de afgelopen paar jaar een aanzienlijke appreciatie te zien gegeven ondanks een sterke toename van het tekort op de lopende rekening. Dit grotere tekort impliceerde dat het aanbod van dollars uit hoofde van het goederen- en dienstenverkeer toenam. Dat de dollar desondanks apprecieerde betekent dat tegenover dit aanbod van dollars een nog grotere vraag uit beleggingsoverwegingen heeft gestaan. Het per saldo tekort op de lopende rekening werd op deze wijze gedekt via een nagenoeg even groot overschot op de kapitaalrekening.

Wanneer het vertrouwen in de economische ontwikkelingen in de Verenigde Staten zou afnemen, vermindert de bereidheid bij buitenlanders om tegen dezelfde voorwaarden tegoeden in dollars aan te houden. De koers van de dollar zal dan dalen tot een niveau waarbij men, bij de dan geldende – en mogelijk oplopende – rentetarieven weer bereid is tegoeden in dollars aan te houden 3). Aangezien deze verminderde beleggingsbereidheid dan samengaat met een nog steeds groot aanbod vanuit het handels- en dienstenverkeer kan zo'n koersdaling zeer scherp zijn. Van een opdrogen van de kapitaalstroom zal evenwel geen sprake zijn. Het zijn de voorwaarden, in termen van koersniveau en rente alsmede de samenstelling van de beleggingsstroom, die zullen veranderen.

Aangezien een niet onbelangrijk deel van de beleggingen door buitenlanders plaatsvindt in overheidspapier, zal de overheid bij een vertrouwenscrisis rond de dollar tegen hogere rentetarieven moeten lenen. Enerzijds om buitenlanders te bewegen in overheidspapier te blijven beleggen, anderzijds omdat, wanneer de overheid daar niet volledig in slaagt, een groter beroep zal moeten worden gedaan op de binnenlandse beleggers. Veronderstelling hierbij is dat de Fed bij oplopende rentetarieven op overheidspapier niet overgaat tot aankopen ten einde die rentestijging tegen te gaan.

De ontwikkeling van de dollarkoers

De tijdstippen waarop en ook de periode waarbinnen de huidige overwaardering van de dollar wordt gecorrigeerd vallen niet te voorspellen. De nog steeds krachtige economische groei in de Verenigde Staten zal het vertrouwen in de dollar niet schaden, terwijl ook een koersondersteunende rentestijging door het verwachte grotere beroep van de particuliere sector op de geld- en kapitaalmarkt niet kan worden uitgesloten. De bezorgdheid van Volcker dat de huidige onevenwichtigheden, tot uitdrukking komend in omvangrijke tekorten op de overheidsbegroting en de lopende rekening, eens tot een vertrouwens-

crisis zullen leiden is evenwel gerechtvaardigd. Door omvangrijke overheids- en lopende-rekeningtekorten dreigen de spanningen immers steeds groter te worden en daarmee de kans op heftige en ernstige valutabewegingen.

Er wordt vaak gesteld dat een systeem van zwevende wisselkoersen aan landen een grotere mate van beleidsautonomie verschaft en bijdraagt aan een efficiënte organisatie en ontwikkeling van de mondiale economie. Dit is echter zeer betrekkelijk. Die betrekkelijkheid geldt des te meer wanneer het belangrijkste reserve-valutalands bij het budgettaire en monetaire beleid nauwelijks rekening houdt met de externe effecten van dat beleid 4). Helaas moet worden geconstateerd dat een systeem van zwevende wisselkoersen een grote mate van vrijheid geeft om die externe effecten te negeren en daarmee stimulansen tot samenwerking doet afnemen.

Dat uiteindelijk ook de Verenigde Staten onder dit systeem hun vrijheid met betrekking tot het te voeren beleid kunnen verliezen werd duidelijk gemaakt door Volcker. Door de sterk toegenomen kapitaalstroom naar de Verenigde Staten wordt de stabiliteit van de binnenlandse financiële markten steeds meer afhankelijk van de bereidheid van de buitenlandse belegger om tegoeden in dollars aan te houden. Wordt gekozen voor een voortzetting van het expansieve begrotingsbeleid dan dreigt men de prijs te moeten betalen in termen van hogere rentetarieven en lagere economische groei en volgens Volcker zelfs in een mogelijke recessie.

Een eventuele rentestijging in de Verenigde Staten en een vertrouwenscrisis rond de dollar zouden ook ernstige effecten kunnen hebben voor het herstel in Europa en het schuldherstructureringsproces van ontwikkelingslanden. Volgens de Wereldbank kunnen de problemen van ontwikkelingslanden geleidelijk worden overwonnen als die landen in staat worden gesteld hun uitvoer te vergroten en wel in de mate dat de exportopbrengsten sneller groeien dan de rente- en aflossingsverplichtingen over hun schulden. Belangrijke voorwaarden daarvoor zijn dat de gemiddelde economische groei in de geïndustrialiseerde landen de komende jaren ten minste drie procent bedraagt en dat zij hun markten openhouden voor producten uit ontwikkelingslanden.

Door de overwaardering van de dollar zal dat deel van de Amerikaanse industrie dat afhankelijk is van export of moet concurreren met importproducten, marktaandeel verliezen. Het herstel van de economie heeft de roep om protectionistische maatregelen mogelijk onderdrukt, maar in geval van een groeivertraging moet niet worden uitgesloten dat die roep veel krachtiger gaat worden. Voor wat betreft de economische groei in de geïndustrialiseerde landen verwacht de Wereldbank dat deze dit jaar ongeveer 3,5% zal bedragen. Echter, in tegenstelling tot eerdere perioden van herstel, zal de groei van de wereldhandel dit jaar weinig meer bedragen dan de produktiegroei in de geïndustrialiseerde landen. Een belangrijke verklaring hier-

voor is dat een groot aantal ontwikkelingslanden – veelal in samenwerking met het Internationale Monetaire Fonds – is genoodzaakt het ingezette restrictieve beleid voort te zetten. Dit heeft een negatieve invloed op de onderlinge handel van ontwikkelingslanden, terwijl ook de matige groei in Europa de exportmogelijkheden van deze landen beperkt. Het economisch aanpassingsbeleid in ontwikkelingslanden leidt er bovendien toe dat de aldaar gereali-seerde exportgroei in veel mindere mate dan voorheen leidt tot importgroei, hetgeen ook de exportmogelijkheden voor geïndustrialiseerde landen aantast. Anders gezegd, het internationale transmissiemechanisme waarlangs de groei in het ene land de groei in het andere land versterkt, is veel zwakker geworden en kan zeker geen grote schokken verdragen. Weer oplopende rentetarieven in de Verenigde Staten zullen de Amerikaanse groei kunnen drukken, de rentelasten van ontwikkelingslanden verzwaken, terwijl ook het herstel in Europa kan worden gedrukt. Negatieve transmissie-effecten zouden vervolgens kunnen gaan overheersen met een spoedig afgebroken herstel als resultaat.

Mogelijk worden na de verkiezingen in de Verenigde Staten beleidswijzigingen doorgevoerd die uitzicht geven op geringere overheidstekorten op middellange termijn. Het blijft evenwel de vraag of de regering-Reagan, en daarmee de ontwikkelingslanden, dit uitstel wordt gegeven.

A. van 't Veer

3) Het spreekt voor zich dat die koers waarbij men weer bereid is dollars aan te houden niet voor iedere individuele belegger gelijk zal zijn.
4) R.I. McKinnon wijst met name op de noodzaak tot meer coördinatie tussen de belangrijkste reserve-valutalands bij het monetaire beleid. Zie: R.I. McKinnon, *Why floating exchange rates fail*, Stanford University, juni 1983, en: Dollar overvaluation against the Yen and Mark in 1983: How to coordinate central bank policies, *Schweizerische Zeitschrift für Internationale Wirtschaftsbeziehungen*, december 1983.