

# Vrijheid en verantwoordelijkheid bij wisselkoersvorming



*Vrijheid zonder de noodzaak van normatieve verantwoording heeft bedenkelijke consequenties. De recente visies op de beurs en de val van de koers van de dollar toont dat aan. Vrijheid op de valutamarkt en de beurzen moet gekanaliseerd worden.*

Op 11 maart 1985 bereikte de dollarkoers een hoogtepunt van f 3,87. De nerveerende Ohio-spaarbankcrisis zorgde voor een omslag. In een onwerkelijk hoog tempo daalde de dollarwaarde naar het huidige niveau (4 december 1987) van plusminus f 1,87. De dollarkoers biedt het beeld van een verontrustende instabiliteit.

Het gaat hierbij om een structureel probleem van het wereldgeldstelsel met op de achtergrond – mede met het oog op de recente beurscrisis – de vraag naar de vrijheid en de verantwoordelijkheid bij de wisselkoersvorming. Het is nodig bij de behandeling van dit thema de gang van zaken over een reeks van jaren in de beschouwing te betrekken, met als uitgangspunt de val van het Bretton Woods-systeem op 19 maart 1973. Tot dan toe bewogen de wisselkoersen van de deelnemende valuta's zich binnen een bandbreedte van 2% op basis van pariverhoudingen tegenover de VS-dollar.

Met de val van het Bretton Woods-

systeem, als gevolg waarvan de koersen gingen zweven, kwam hieraan een einde. Deze overgang werd door voorstanders van *clean floating* – zwevende koersen zonder interventie en/of stabiliserende maatregelen – met instemming begroet. *Clean floating* genoot opmerkelijk veel sympathie; 'it must be noted that the economics profession was overwhelmingly of the view that flexible exchange rates would be vastly superior to fixed exchange rates'.\* De voorstanders van *clean floating* overwogen dat met wisselkoersflexibiliteit de zorg voor het betalingsbalansevenwicht zou wegvallen. Het beleid zou dan geheel op de verwerkelijking van interne doeleinden – zoals prijsstabiliteit en werkgelegenheidsbevordering – kunnen worden gericht. Ondanks deze degelijk lijkende voorkeur is *clean floating* van nature een zwakke aan gelegenheid. Zij heeft de pretentie om met betrekking tot de wisselkoersvorming vrijheid te bieden in de zin van volledige ongebondenheid, want volgens haar ont-

---

Prof. dr. C.J. Rijnvos (1931) is hoogleraar algemene economie en openbare financiën aan de Erasmus Universiteit te Rotterdam.

\* Opgemerkt moet worden dat verreweg de meeste economen van mening waren dat 'flexibele wisselkoersen veruit te prefereren zijn boven vaste ruilverhoudingen'.

breekt elke noodzaak tot zorg voor en verantwoording van de vraag- en aanbodverhoudingen op de valutamarkten. De aard van het geld impliceert niet – dat is de gedachtengang, welke aan de principiële voorkeur voor volledige flexibele wisselkoersen ten grondslag ligt – dat bij wisselkoersvorming het gebruik van de vrijheid op enigerlei wijze door normering wordt beperkt. Deze gedachtengang is bedenkelijk. Een mogelijk gebruik van vrijheid zonder noodzaak tot verantwoording is immers innerlijk tegenstrijdig, want daarmee worden – met iets van Nietzsche – tegelijkertijd mogelijkheden geboden ter schepping en ter vernietiging van waarden. De voorstanders van *clean floating* gingen voorbij aan deze onheilspellende contradictie. Met de val van het Bretton Woodssysteem werd het mogelijk hun ideeën wat betreft de wisselkoersvorming te realiseren. Daarmee begon een eigenaardige episode voor het internationale monetaire bestel. De principiële contradictie moest duidelijk worden in de harde leerschool van de praktijk.

#### Vier vragen

Of het praktisch juist is om *clean floating* te prefereren boven een systeem van officiële stabiele wisselkoersen hangt af van het antwoord op vier vragen. Deze zijn:

- valt inderdaad bij flexibele wisselkoersen de zorg voor het betalingsbalansen-evenwicht weg – zodat elke koers als resultante van ongereguleerde vraag- en aanbodverhoudingen op de valutamarkten aanvaardbaar is – of is toch op zijn minst wel enige interventie nodig?
- als een bepaald betalingsbalans- en wisselkoersbeleid gewenst is door interventies van centrale banken, kan een land het desbetreffende beleid dan geheel op zichzelf voeren of is toch wel een zekere coördinatie nuttig en nodig?
- als een gecoördineerde interventie in een behoefte voorziet, kan dan verder

het monetaire beleid van een land geheel los van de betalingsbalans- en wisselkoersontwikkeling worden gevoerd of is dat niet het geval?

- kan die afstemming van het monetaire beleid op de betalingsbalans- en wisselkoerssituatie – voor zover mogelijk – in nationaal verband op de gewenste wijze worden bereikt of is ook hier een coördinatie in internationaal verband te prefereren?

Het antwoord op deze vier vragen is maatgevend voor de ontwikkeling van de vrijheid en de verantwoordelijkheid met betrekking tot de wisselkoersvorming in de jaren zeventig en tachtig. Daarbij speelt de geldeenheden van de Verenigde Staten een sleutelrol. Het is passend hierover nu een algemene opmerking te maken. De VS-dollar is een gespleten valuta. De Amerikaanse geldeenheden kan niet worden gemist in het internationale monetaire verkeer. Wij zijn dan ook gedwongen haar internationaal te vertrouwen. Er is tegelijkertijd echter een goede reden om de Amerikaanse geldeenheden te wantrouwen. Sinds jaar en dag heeft de dollar deze twee opvallende kenmerken.

Zij biedt het beeld van een zekere tegenstrijdigheid. Enerzijds is de VS-geldeenheden de munt der munten. Zij vormde van 1945 tot 1973 de spil van het internationale monetaire stelsel in het kader van de Bretton Woodsovereenkomsten. Niet-Amerikaanse landen, die deelnamen in het systeem, stelden tegenover de dollar een officiële koers vast en handhaafden deze binnen een 2%-bandbreedte. Ook na 1973 bleef de dollar veruit de belangrijkste valuta in wereldverband. Het handelsverkeer – men denke in dit verband bijvoorbeeld aan de vaststelling van de olieprijsen – wordt voor het overgrote deel in dollars afgewikkeld. De Eurodollarmarkt vormt een niet meer weg te denken deel van de mondiale monetaire verhoudingen. De strekking van dit alles is dat de wereld de dollar nodig heeft. Dat is de ene kant van de zaak. Anderzijds hebben de

---

## De wereld kan niet zonder de dollar.

---

Verenigde Staten tot dusver overwegend niet een beleid gevoerd conform deze internationale positie van hun geldeenheid. Tijdens het functioneren van het Bretton Woodssysteem was dat ook niet nodig. Dit stelsel leidde immers tot stabiele koersen op zo'n wijze dat daarbij de dollar een lijdelijke, passieve rol was toebedeeld.

De Amerikaanse geldeenheid had een functie, vergelijkbaar met die van een koningin in een bijenkorf. Zij vormde het middelpunt voor alle werkbijen – de deelnemende niet-Amerikaanse valuta's – zonder daarbij zelf iets te doen. Deze passiviteit bleef na 1973 – tot op zekere hoogte met een bepaalde noodzaak – voortbestaan. De Verenigde Staten hebben nu eenmaal veel geringer mogelijkheden dan andere landen om met interventies de waarde van hun valuta te reguleren. Daartoe moeten naar verhouding zeer grote bedragen worden aangewend, terwijl uiteraard de dollar zelf niet beschikbaar is voor koerssteunende interventies. Als de gulden zwak is kan – vergelijkenderwijs gesproken – De Nederlandsche Bank onze geldeenheid niet steunen door gulden te vragen met een guldensaanbod. Gelet op deze gespletenheid is het van belang hoe vanuit dollarstandpunt de vier bovenomschreven vragen zijn beantwoord en welke betekenis het een en ander heeft voor het wereldgeldstelsel.

### Koerssteunende interventie

In de periode 1971-1978 vond een scherpe koersdaling van de dollar plaats en wel van f 3,62 naar f 1,87. Op 24 oktober 1978 presenteerde president Carter een anti-inflatieprogram, maar dat sorteerde wat betreft de wisselkoersvorming een averechts effect. Op 30 oktober 1978 werd de Amerikaanse geldeenheid bijna beschamend goedkoop. Daarmee werd een te groot beroep gedaan op het Amerikaanse gevoel van monetaire eigenwaarde, terwijl tevens duidelijk werd dat een té zwakke dollar economisch nadelig is. In feite schoot de schrik in de Amerikaanse benen, hetgeen leidde tot een koersstabilisatieplan per 1 november 1978. De kern daarvan was dat de dollar gesteund kon worden met een bedrag van 30 miljard dollar. Dat is leerzaam met betrekking tot het antwoord op de eerste vraag. De werkelijke oorzaak van de problemen was de grote Amerikaanse inflatie in de jaren zeventig. Bij stabiele wisselkoersen ontstaat dan een betalingsbalanstekort. Dat is bij *clean floating* in beginsel niet het geval, mits de wisselkoers in voldoende mate naar beneden gaat. Daarbij kunnen de exportprijzen echter dalen, respectievelijk de importprijzen stijgen tot een niet-acceptabel niveau. Het buitenland kan dan als het ware genieten van weggeefprijzen, terwijl de import erg duur wordt. Dat was in de Verenigde Staten aan het einde van de jaren zeventig het geval. De evenwichtbrengende koers werd te laag geacht. Dat was een harde praktische les. Vrijheid in de zin van individuele ongebondenheid, dus zonder normering of verantwoording, had bedenkelijke consequenties. Koersondersteunende interventie was nodig. Daarmee is de eerste vraag beantwoord in die zin dat bij *clean floating* de zorg voor betalingsbalansevenwicht niet wegvalt en interventie nodig kan zijn. Weliswaar werd dat van Amerikaanse zijde slechts schoorvoetend enigermate erkend en bleef *clean floating* in beginsel gehandhaafd.

In 1981 werd in de Verenigde Staten nog het officiële standpunt ingenomen dat de wisselkoersvorming geheel moet worden overgelaten aan het individuele vrije spel van vraag en aanbod op de valutamarkten. Het is een belangrijke verandering op het internationale monetaire vlak sinds 1984 dat deze opvatting tot het verleden behoort. In de tweede helft van 1985 namen de Verenigde Staten het initiatief tot een 'speciaal overleg' dat zou moeten worden gewijd aan 'verbetering in de werking van het internationaal monetaire stelsel'. Sindsdien wordt dit overleg vooral binnen de 'Groep van Zeven' – de Verenigde Staten, Japan, West-Duitsland, Frankrijk, Groot-Brittannië, Canada en Italië – gevoerd. Daarmee werd lering getrokken uit de gang van zaken in de jaren zeventig. Dat blijkt nog duidelijker uit het antwoord op de tweede vraag waarbij het er om gaat of de zorg met betrekking tot de wisselkoers door interventies een strikt nationale aangelegenheid is of niet.

### **Coördinatie van interventies**

Het Bretton Woodssysteem hield in dat elk deelnemend land zich individueel voegde in een bepaald wisselkoersstelsel. Dat is vergelijkbaar met de wijze waarop een autobestuurder deelneemt aan het verkeer. Het Bretton Woodssysteem was zo opgezet dat als een ieder zich – geheel individueel – zou houden aan de uitgestippelde regels, het geheel goed zou functioneren. Bijgevolg had dit systeem, algemeen gesproken, een individuele verwelkoming van een algemene doelstelling – stabiele wisselkoersverhoudingen – tot strekking. Terwijl in de jaren tachtig die algemene doelstelling als ideaal links en rechts voortbestaat, behoort het systeem tot het verleden.

Er is op dit moment geen afgerond en geaccepteerd ontwerp voor een nieuw wereldgeldstelsel; bijgevolg is vrije wisselkoersvorming een gegeven. Daarom zal de praktische zorg voor aanvaardbare internationale monetaire verhoudingen in

de naaste toekomst – zoals in het recente verleden – in hoofdzaak bestaan in het voorkomen van ongewenste ontwikkelingen bij de wisselkoersvorming. Daarbij is het van belang dat er een typerend verschil bestaat tussen een betalingsbalansoverschot tijdens het Bretton Woodsstelsel en een stijgende koers sinds maart 1973. Tijdens het Bretton Woodssysteem was de wisselkoers in hoge mate afhankelijk van de verhouding van de nationale prijsniveaus. Als in een bepaald land het prijsniveau relatief laag was, leidde dat tot importbeperking en exportvergroting, met als resultaat een overschot op de lopende rekening. Dan werd de tijd rijp voor een revaluatie, waardoor de export zou verkleinen en de import toenemen. Het lopende rekening-overschot zou dan verminderen. Het overschot was destijds eigenlijk alleen voor het desbetreffende land van belang. De reserves van dit land namen toe. Weliswaar had dit zijn keerzijde. Het overschot leidde noodzakelijkerwijs tot een tekort elders.

Maar dit laatste was doorgaans gespreid en had daardoor geen directe invloed op de koersen. Bijgevolg was de zorg voor betalingsbalansevenwicht hoofdzakelijk een aangelegenheid voor elk land afzonderlijk. Sinds de val van het Bretton Woodsstelsel liggen de zaken anders. Een neergaande dollarkoers leidt vrijwel meteen tot een opwaartse druk met betrekking tot de Westduitse mark en de Japanse yen. Gerekend vanaf 18 december 1971 was per 31 december 1978 de koers van de Westduitse mark – zoals van de gulden – gestegen met 33,8%. Tegelijkertijd daalde de koers van het Engelse pond met 31,5% en van de Italiaanse lire met 37,9%. Zo ontstond in de periode 1971/1978 – goeddeels als gevolg van de zwakke dollar – een verschil in koersontwikkeling binnen de EG van bijna 70%. De Gemeenschap was onder invloed van de dalende dollarkoers monetair gespleten, ondanks het arrangement van 24 april 1972, waarbij de EG-wissel-

koersmarge van 4½% werd afgesproken. Zodra de grenzen van deze marge werden bereikt moest met gezamenlijke interventies de afgesproken koersverhouding worden gehandhaafd. Aan het eind van de jaren zeventig participeerden in dit arrangement nog slechts West-Duitsland, de Beneluxlanden, Denemarken en Noorwegen.

Dat werd als onbevredigend ervaren, als gevolg waarvan op 13 maart 1979 het Europese Monetair Systeem van start ging met andermaal – bij een wisselkoersmarge van 4½% – gemeenschappelijke interventieverplichtingen.

Voor de EG-landen was het duidelijk dat wisselkoersstabiliteit door coördinatie van interventies moest worden nagestreefd. Dezelfde ervaring werd in de jaren tachtig opgedaan in mondiaal verband. Het koersverval van de dollar sinds maart 1985 leidde niet tot een splitsing binnen de EG zoals in het vorige decennium, respectievelijk de noodzaak om de pariteiten binnen het Europese Monetair Systeem substantieel aan te passen. Voorzover EMS-koerswijzigingen nodig waren, sproten die voort uit de interne situatie binnen de lidstaten. Ongetwijfeld werd daarmee een potentiële druk op de interne EMS-verhoudingen voorkomen. De daling van de dollarkoers drukte vooral de yenkoers omhoog en was daarmee in hoge mate een Japans/Amerikaans probleem. Eind oktober 1985 gaven de Verenigde Staten en Japan een verklaring af, volgens welke de wisselkoersen in die dagen in overeenstemming werden geacht met de 'fundamentele factoren', die hierbij een rol spelen. Het dollarverval ging echter voort, hetgeen mondiaal als aangenaam werd ervaren. Op 22 februari 1987 kwam in Parijs het zogenaamde 'Louvre'-akkoord tot stand, waarbij de Verenigde Staten, Japan en West-Duitsland vaststelden *'that exchange rates are about right'* en het voornemen uitspraken *'to keep the dollar stable at roughly its present level against the yen and the D-mark'*.<sup>\*</sup> Voor

het stabiliseren van de dollarkoers op het toenmalige niveau zou gezamenlijk worden geïntervenieerd. Daarmee was de vraag of een coördinatie van interventies gewenst is op EG- en mondiaal niveau positief beantwoord. De zorg van de monetair autoriteiten voor het goed functioneren van het geld heeft – zo leerde de praktijk als harde leerschool – niet alleen betrekking op de regulering van de binnenlandse liquiditeitsmassa, maar ook op de wisselkoersvorming.

De vraag- en aanbodverhoudingen op de valutamarkten moeten – ter kanalisering van het vrijheidsgebruik – worden gereguleerd en de monetair autoriteiten zijn verantwoordelijk voor de wijze waarop dat gebeurt. Het is geenszins zeker dat interventies voldoende zijn voor het verwerklijken van de gewenste wisselkoersverhoudingen. Dat brengt ons bij de vraag of het interne monetair beleid van een land mogelijksterwijs mede moet worden afgestemd op de betalingsbalans- en wisselkoerssituatie.

### Internationaal kapitaalverkeer

Naast de verhouding van de nationale prijsniveaus is de wisselkoersvorming afhankelijk van de renteverhoudingen in internationaal verband. Tijdens het Bretton Woodsstelsel was dat nog slechts in beperkte mate het geval, maar sinds de overgang naar *clean floating* is de situatie sterk gewijzigd. Reeds in de jaren zestig is de rentevoeligheid van vooral het korte kapitaalverkeer sterk vergroot. Zolang de wisselkoersen redelijk stabiel zijn, leidt het toegenomen kapitaalverkeer tot een zekere egalisering van de nationale interestniveaus, terwijl het traditionele monetair politieke instrument – het discontobeleid – aan effectiviteit verliest.

Met een discontostijging wordt beoogd de geldmarkt te verkrappen en de groei

<sup>\*</sup> 'dat de ruilverhoudingen juist zijn', en 'om de dollar te stabiliseren op ruwweg het huidige niveau ten opzichte van de yen en de D-mark'.

van de liquiditeitenmassa te beperken. Deze relatieve rentestijging zal echter kapitaalimport bewerkstelligen, hetgeen een vergroting van de liquiditeitenmassa betekent, waarmee het bereiken van het beoogde doel wordt verhinderd. In het begin van de jaren zeventig poogden de EG-landen dit te voorkomen met – mede ter verwerkelijking van stabiele wisselkoersen – bepaalde kapitaalrestricties. Daarmee vormden regulering van de liquiditeitenmassa en zorg voor aanvaardbare wisselkoersen te zamen – bij een bepaald interestniveau – de doelstelling van het monetaire beleid.

Het was nodig het interne monetaire beleid mede af te stemmen op de betalingsbalans- en wisselkoerssituatie. De sterk gegroeide rentegevoeligheid van het korte kapitaalverkeer – hetgeen duidt op een verandering in het gebruik van de vrijheid bij vraag en aanbod op de valutamarkten – had consequenties voor de verantwoordelijkheid van de monetaire autoriteiten met betrekking tot de wisselkoersvorming. Daarbij is het van belang een tegenstelling te voorkomen tussen de gewenste en de werkelijke wisselkoersontwikkeling. Bij de bespreking van dit thema gaat andermaal de aandacht uit naar de gang van zaken aan gene zijde van de Atlantische Oceaan.

Sinds 1982 kampen de Verenigde Staten met een groot tekort op de lopende rekening. Normaliter had in 1983-1984 de dollarkoers dan ook moeten dalen; dat is echter pas sinds maart 1985 het geval. Het gaat hierbij niet slechts om een vertraagde reactie, want dan zou sinds de omslag het VS-lopente rekeningtekort kleiner zijn geworden. Dat is echter niet het geval. In 1986 bedroeg het deficit 140 miljard dollar; dit jaar ligt het waarschijnlijk nog iets hoger. Zo leiden de stand van de VS-lopente rekening en de dollarkoers goeddeels een – ten opzichte van elkaar – onafhankelijk bestaan.

De internationale verhouding van de prijsniveaus, als eerste wisselkoersbepa-

lende factor, speelt met betrekking tot de externe waarde van de Amerikaanse gdeleenheid sedert enkele jaren vrijwel geen rol. Dit is voor een goed deel een gevolg van de wijze waarop sinds 1982 het tekort van de VS-lopente rekening wordt gefinancierd. Het particuliere kapitaalverkeer werd een belangrijke middelenbron en bijgevolg is er sinds 1983 sprake van een omvangrijke Amerikaanse bancaire kapitaalimport.

De achtergrond hiervan is dat het tekort op de lopende rekening van de VS leidde tot een omvangrijke ontvangst van dollars bij niet-Amerikaanse exporteurs. Deze dollars werden, anders dan normaliter het geval is, niet aangeboden ter omzetting in andere valuta's, hetgeen de dollarkoers zou drukken. Zij werden belegd op de Eurovalutamarkten. Dit geschiedde in hoofdzaak op basis van korte termijnoverwegingen met betrekking tot de koersontwikkeling en de interest. De Eurovalutamarkt bood met een vrij hoge rente een aantrekkelijk rendement, terwijl juist door de geschetste gang van zaken de dollarkoers aldoor steeg. Uiteraard was de ont koppeling van lopende rekening en wisselkoers, die hiermee tot stand kwam, een bedenkelijke aangelegenheid. De onjuiste dollarkoersstijging was voor een goed deel – vooral tot diep in 1983 – vooral toe te schrijven aan de hoge rente in de VS, welke een gevolg was van de krappe geldpolitiek en het begrotingstekort, dat leidde tot een groot beroep van de overheid op de kapitaalmarkt. Het monetaire en het budgettaire beleid zorgden voor een *gap* tussen een normale en de werkelijke koersontwikkeling.

Onjuistheden op het monetaire vlak worden dikwijls op een gevoelige wijze in de realiteit gecorrigeerd. Het is moeilijk, zo niet onmogelijk, om op langere termijn rationeel inconsequent met het geld om te gaan. Dat leert ons de recente internationale monetaire gang van zaken.

Andermaal zou ter rectificatie van een onvoldoend verantwoordelijkheidsbesef

---

Voor onvoldoende verantwoordelijkheidsbesef lijkt de praktijk een harde leerschool.

---

de praktijk een harde leerschool worden. Dat brengt ons bij de vraag of de afstemming van het monetaire beleid op de betalingsbalans- en wisselkoerssituatie internationaal moet worden gecoördineerd.

### **Verwachtingen**

Allerwege is een streven naar vrijmaking van het kapitaalverkeer waarneembaar. Binnen de EG zal deze liberalisatie – als onderdeel van de creatie van een interne markt – worden voltooid in 1992. Op het monetaire vlak moeten de lidstaten dan – ten einde instabiliteit te voorkomen – in de pas lopen. Dat geschiedt onvoldoende bij een onevenwichtig grote liquiditeitscreatie en een relatief omvangrijk financieringstekort. Aanvankelijk kan in zo'n situatie het grote overheidskapitaalmarktberoep met een rente-opdrijvend effect kapitaalimport veroorzaken en leiden tot een onwerkelijke opwaartse koersdruk. Maar dat is een tijdelijke rationeel inconsequente aangelegenheid.

Reeds spoedig zal – vanwege de negatieve invloed van de hoge rente op de bedrijvigheid en het potentiële inflatiegevaar – de valuta van het land in kwestie als zwak worden beschouwd. Negatieve verwachtingen met betrekking tot de wisselkoersontwikkeling kunnen het beeld dan snel veranderen. Het vermoeden dat pariteitsveranderingen niet kunnen uitblijven – hetgeen mede gebaseerd kan zijn

op een lopende rekeningtekort – zal spoedig leiden tot speculatieve kapitaalbewegingen, die niet of althans in onvoldoende mate met interventies kunnen worden weerstaan. Een wisselkoersaanpassing zal dan niet lang uitblijven; zij had voorkomen kunnen worden met een goed en gecoördineerd beleid. Het is dan ook van belang dat verwachtingen met betrekking tot de wisselkoersontwikkeling met een juist en gecoördineerd beleid worden gekanaliseerd, opdat zij geen medeoorzaak worden van monetaire-destabiliserende gebeurtenissen. Hiermee is de vierde vraag – in die zin dat een internationale coördinatie van het monetaire beleid met het oog op de wisselkoersvorming nuttig en nodig is – in beginsel positief beantwoord. Dat is recentelijk door de gecoördineerde disconto-verlaging van een aantal Westeuropese landen praktisch bevestigd. Maar in werkelijkheid is die coördinatie toch niet steeds in voldoende mate aanwezig. Dan moet de praktijk leermeester zijn.

Deze aangelegenheid speelt momenteel een belangrijke rol. Andermaal gaat de aandacht uit naar de ontwikkeling van de dollarkoers. In 1984 en begin 1985 was de stijging hiervan steeds moeilijker verklaarbaar met een verwijzing naar het dollarrenteniveau. De twee factoren, die normaliter bepalend zijn voor wisselkoersvorming, werkten vrijwel niet meer.

De externe waarde van de Amerikaanse geldeenheid was niet alleen voor een goed deel onafhankelijk geworden van de prijsniveauverhoudingen, maar ook van de internationale renterelaties. Daarmee deed een derde factor, die bepalend kan zijn voor de wisselkoersvorming zijn entree.

De dollarkoers steeg boven het normale niveau op basis van optimistische verwachtingen wat betreft een verdere stijging. Dat is een eigenaardige aangelegenheid, die een verontrustende tegenstelling bevat. Als een wisselkoers steeds maar stijgt vanwege optimistische ver-

wachtingen wat betreft een verdere stijging, krijgt deze het karakter van een *self fulfilling prophecy*, totdat – want ook bij de wisselkoersvorming groeien de bomen niet tot aan de hemel – een omslagpunt wordt bereikt. Koersstijging die wordt veroorzaakt door optimistische verwachtingen met betrekking tot een verdere stijging is een gevaarlijke rationeel inconsequente aangelegenheid; zij leidt tot internationaal monetaire instabiliteit. Dat leert de praktijk sinds de omslag in maart 1985. Het is bedenkelijk dat binnen een periode van twee en een half jaar de waarde van de belangrijkste valuta in wereldverband is gedaald met ruim 50%. De huidige situatie is praktisch reeds vergelijkbaar met de stand van zaken eind 1978. De prijsniveau- en renteverhoudingen spelen met betrekking tot de dollarkoers overwegend nog slechts een rol op de achtergrond, terwijl verwachtingen met betrekking tot een verdere daling in toenemende mate het werkelijke gewicht in de schaal leggen.

### Beurscrash-1987

De recente gang van zaken op de effectenbeurzen – met name ook de koersdalingen begin december 1987 – toont een opmerkelijke paralleliteit en een nauw verband met de ontwikkeling van de dollarkoers. In de eerste negen maanden van dit jaar was het beursgebeuren gekenmerkt door een onwerkelijk groot optimisme. Op 5 januari 1987 stond de Dow Jonesindex op 1927 en op 5 oktober daaraanvolgend bereikte zij een niveau van 2697.

Dat was een stijging met 770 punten oftewel met 40%, hetgeen uiteraard slechts kan worden verklaard door optimistische verwachtingen met betrekking tot een verdere stijging. Uiteraard moet zo'n gang van zaken eens tot een onheilspellend omslagpunt leiden. Ook voor het beursgebeuren geldt dat – vooral dan als té optimistische verwachtingen de basis vormen van de koersvorming – de bomen niet tot in de hemel groeien.

In de week van 12 oktober laatstleden deden zich enkele gebeurtenissen voor, die leidden tot een activering van de tot dan toe latente onzekerheid. Het handelsbalanstekort van de Verenigde Staten over augustus laatstleden bleek groter dan werd verwacht. In juli had het een recordniveau bereikt van 16,47 miljard dollar. Een daling werd verwacht tot 15 miljard dollar, maar uiteindelijk bleek het deficit 15,68 miljard dollar te bedragen. Deze tegenvaller werd – als symbool van de noodzaak om een té groot optimisme te corrigeren – geïnterpreteerd als een teken van onzekerheid met betrekking tot de VS-economie in het algemeen.

Het optimisme op de effectenbeurzen wijzigde op 'black monday' 19 oktober jl. plotseling in een nerveuze onzekerheid, die – zoals wel meer gebeurt in paniekachtige situaties – een zelfstandig leven ging leiden. Als zich het gerucht verspreidt dat effecten – met name aandelen – belangrijk in waarde zullen dalen, dreigt voor de bezitter het gevaar van waardeverlies, hetgeen gevoelens van angst oproept. Dan ontstaat reeds spoedig onheilspellende onzekerheid. De beleggers maken dan vrijwel meteen op een geheel andere wijze dan voorheen gebruik van hun vrijheid om hun stukken al dan niet te verkopen. Rust en tevredenheid maken plaats voor nervositeit en emotionele reacties. Weliswaar zal een grootscheeps aanbod van aandelen een verdere koersdaling bewerkstelligen – waarmee *en masse* door de beleggers wordt gerealiseerd, hetgeen zij individueel niet willen – en dus averechts werken.

Zo'n gang van zaken is echter voor beleggers – zoals in de geschiedenis van het beurswezen reeds diverse malen is gebleken – geen rem voor aanbod van stukken. Dat alles geschiedde in oktober 1987. De beurscrisis was vergelijkbaar met een orkaan, die plotseling opstak, verwoestend ging over New York, Tokio en Amsterdam en daarbij een grote ravage aanrichtte.



De neiging was groot om de koersval te vergelijken met de crash van 1929. Die vergelijking ging echter mank want de situaties waren geheel verschillend. Het dominerende macro-probleem in 1929 was een tekort aan consumptieve bestedingen, waardoor de produktiesector te weinig rendabele afzetmogelijkheden had. Dat is momenteel overwegend niet het geval, hetgeen echter niet betekent dat de jongste beursgebeurtenissen geen nadelige macro-consequenties zullen hebben. In een vlaag van ontnuchtering werd met de beurscrash-1987 ineens duidelijk, dat de hoge Amerikaanse rente een onwerkelijk karakter heeft, omdat zij goeddeels het gevolg is van het grote beroep van de overheid op de kapitaalmarkt in verband met het omvangrijke begrotingstekort. Plotseling werd – in nauw verband met de aandelenkoersdaling – de dollar nog zwakker geacht dan voorheen vanwege de zorgvolle VS-overheidsfinanciën. In die situatie werd met betrekking tot de aandelen- en de dollarkoers – deze laatste daalde tot het onwerkelijke niveau van f 1,87 – alle hoop gevestigd op een vermindering van het VS-begrotingstekort. Wie een normale verantwoordelijkheid wat betreft de kanalisering van de vrijheid

op valutamarkten en beurzen in onvoldoende mate beseft zal – dat is een recente ervaring van de Verenigde Staten – de consequenties hiervan ondervinden in de harde werkelijkheid. Niet alleen zijn momenteel de Verenigde Staten – zoals voorgaand uiteengezet – genoodzaakt de vier vragen met betrekking tot de wisselkoersvorming positief te beantwoorden. Zij moeten vanaf nu ook het budgettaire beleid mede afstemmen op de internationale monetaire situatie en de gang van zaken op de effectenbeurzen. Dat is overigens ook – zeker bij de vorming van een interne markt zonder enige restrictie voor het kapitaalverkeer – in de naaste toekomst in toenemende mate voor de Europese Gemeenschap het geval.

