

Dollaropleving is geen trend.

Het op export georiënteerde groeimodel, zoals dat in Oost Azië door Japan en later door andere landen is geadopteerd als ontwikkelingsmodel brengt, zo is door de Japanse problemen duidelijk geworden, niet alleen maar goeds voor de landen die dit model toepassen.

Een veel gebruikt instrument om de export te bevorderen is het kunstmatig laag houden van de wisselkoers van de eigen munt. Deze vorm van protectionisme is gemakkelijk te realiseren door de sleutelvaluta tegen vaste, relatief hoge, koersen uit de markt te nemen. Het gehele aanbod van eigen producten wordt door een dergelijke mercantilistische handelwijze onweerstaanbaar goedkoop voor buitenlandse afnemers.

Nadeel van deze vorm van exportbevordering is dat zich in de loop van enkele jaren een enorme "reserve" van buitenlands geld, vooral de sleutelvaluta, vormt. Die "reserve" wordt in termen van arbeid en grondstoffen relatief duur betaald. Toch kan men op straffe van een opwaardering van de eigen munt verdere aangroei van de "reserves" niet weigeren. De bevolking profiteert door de export-oriëntatie niet of nauwelijks van de eigen productiviteit. Een krachtige binnenlandse consumptie die het eigen productieapparaat draaiend kan houden ontstaat in een dergelijke situatie dan ook moeizaam.

De aanwezigheid van werkeloos geld leidt bovendien gemakkelijk tot, vaak nutteloze, overheidsinvesteringen die tot "quasi-groei" en zelfs tot welvaartsverlies kunnen leiden. Ook inflatie van vermogenstitels is meestal niet te vermijden; het overtollige geld moet tenslotte ergens naar toe. Het ontstaan van speculatieve "bubbles" in Japan in de tachtiger jaren en het barsten daarvan c.a. 20 jaar geleden is exemplarisch.

De Japanse behandeling van de gevolgen van het knappen van monetaire zeepbellen kan tot lering dienen voor degenen die nu te maken hebben met een kredietcrisis. Japanse banken bleven door de onroerend goed crisis achter met ernstig aangetaste balansen. Daarvan gingen deflatoire impulsen uit. De overheid heeft getracht die te neutraliseren met, Keynesiaans aandoende, stimulerende begrotingsmaatregelen en investeringen.

Ten aanzien van de banken werd een politiek van pappen en nathouden gevoerd. Het kwam er op neer dat aanhouden van slechte "assets" goedkoop werd gemaakt. De publieke sector werd dus financier van waardeloze vorderingen. De prijs die, o.a. in de vorm van een torenhoge staatsschuld, betaald moest worden voor de weigering de bankensector te saneren is hoog geweest.

De Japanse staatsschuld beloopt nu ca 225% van het BNP. Als de rente gaat oplopen tot het niveau dat op de wereldmarkt moet worden betaald dan kan dat een stijging van 2,5% betekenen. Daardoor lopen de rentelasten dus het begrotingstekort, in het ongunstigste geval, op met 5,625% van het BNP. De kans dat de rente op de schulden omhoog zal gaan is groot om o.a. de volgende redenen:

- de demografische structuur van Japan staat garant voor stijgende pensioenlasten en dalende belastinginkomsten;
- institutionele beleggers gaan ontsparen om pensioenen te financieren, de overheid zal dus in toenemende mate geld op de wereldmarkt moeten gaan lenen;
- de spaarquote van Japan is gedaald van 15% in 1990 tot 2% nu, een verdere daling tot een negatieve waarde wordt in de zeer nabije toekomst verwacht. De geldnood van de overheid zal dus niet zoals voorheen door de Japanse burgerij worden gelenigd;
- Amerikaanse rating-bureaus dreigen de kredietwaardigheid van de Japanse overheid lager te gaan inschatten.

Er is in Japan een situatie ontstaan die in ieder ander land tot problemen zou hebben geleid. Omdat in Japan soms niet vermoede wetmatigheden lijken te bestaan is onduidelijk of de gevreesde calamiteiten zich zullen voordoen. De Amerikaanse dollar lijkt ondertussen wel te varen bij de zorgen die de Japanners hebben door hun schulden en hun exportverslaving. Hoewel de gevolgen van een Japans faillissement ongemeen ernstig kunnen worden stijgt de dollar.

Behalve in Japan spelen er op dit moment ook elders op de wereld problemen die de positie van de dollar, in ieder geval tijdelijk, lijken te versterken.

Dreigend uiteenvallen van het Eurogebied.

Van een aantal Eurolanden zijn de overheidsfinanciën zodanig sterk verstoord dat een keuze gemaakt zal moeten worden tussen helpen of laten saneren door de (kapitaal)markten. In beide gevallen zal de monetaire unie worden beproefd. De oplopende spreads zijn een voorbode van komende gebeurtenissen. Vlucht in de dollar als veilige haven ligt, voor de korte termijn, voor de hand.

Problemen in EU-landen met andere valuta's

Het verenigd Koninkrijk heeft tot nu toe zwaar onder, wat men nog steeds hardnekkig een recessie noemt, geleden. Grote obligatiebeleggers (w.o. Pimco) geven uiting aan hun pessimisme over de Engelse vooruitzichten. Een val van het pond wordt niet uitgesloten geacht.

De Baltische staten hebben te kampen met ernstige valutaproblemen en imploderende economieën. Vooral de via de financiële sector lopende koppelingen met ander Europese economieën kan tot schade in het bankwezen in het Eurogebied (vooral Oostenrijk, Duitsland, België) en daarbuiten (in Zweden) leiden.

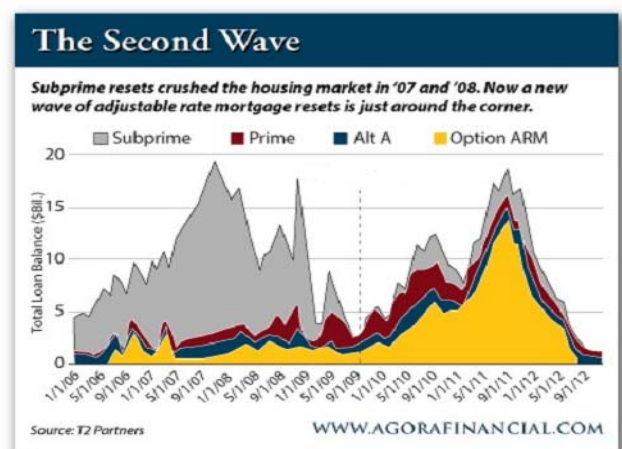
Chinese exportoriëntatie.

De Chinese situatie vertoont herkenbare overeenkomsten met de Japanse van enkele decennia geleden. Ook in China wordt de valuta (te) laag gehouden en ook in China werd een te lage consumptie gecompenseerd met goedkoop geld en omvangrijke investeringsprojecten van de overheid. De afhankelijkheid van export en een continue instroom van dollars is derhalve voorlopig nog groot.

Aan de stuwende krachten onder de dollar voor de korte termijn kan het effect van een teruggaaien van "carry trades" tegen de dollar binnekort wellicht worden toegevoegd. Een opleving van de dollar kan dat proces in gang zetten. Het effect daarvan kan spectaculair worden. Toch is voor de wat langer termijn het beeld van de dollarontwikkeling niet positief. De trendmatige beweging is al decennialang, sinds er sprake is van groeiende nationale tekorten in de VS, neerwaarts. De fundamentele randvoorwaarden voor deze beweging blijven voorlopig aanwezig.

Het lopende jaar dient er wereldwijd voor c.a. \$4500 miljard aan overheidstekorten te worden gefinancierd. Daarvan zal een groot deel (45% of \$ 2000 miljard) naar de VS moeten vloeien om de tekorten aldaar op te vangen. Indien de reële economie van de VS niet herstelt en dat wordt door een doorzettende dollarstijging zeker niet bevorderd, dan is er reden tot zorg. De belastinginkomsten vielen tegen in het begrotingsjaar 2009. Het begrotingstekort bedroeg, afhankelijk van de periode waarover wordt gemeten, \$ 1350 mld. De hoge werkloosheid en het toenemend aantal faillissementen doen voor de belastinginkomsten in 2010 het ergste vrezen. De in de "State of the Union" aangekondigde bezuinigingen lijken gezien de omvang het lot van een druppel op een gloeiende plaat beschoren. De al veel langer aanhoudende en structureel groeiende begrotingstekorten blijven het beeld dus bepalen. Hoe de VS aan een triple A status komen terwijl die van Japan, dat voorlopig nog maar 6% van zijn financieringsbehoefte uit het buitenland haalt, ter discussie staat is in dat licht bezien een raadsel. Dat de dollar bij die omstandigheid, voorlopig, wel vaart behoeft geen betoog.

Het lange termijn perspectief voor de Amerikaanse overheidsfinanciën en derhalve ook voor de dollar is nog grimmiger als de vooruitzichten voor de onroerend goed- en hypotheekmarkten in de beschouwing worden betrokken. Voor de komende jaren worden twee "resetgolven" verwacht. Tijdens een "resetgolf" worden de hypotheekvoorwaarden, meestal ten nadele van de schuldenaar, bijgesteld. In het "option ARM" gedeelte (Adjustible Rate Mortgage), dat komt in onderstaande grafiek duidelijk naar voren, schuilt het gevaar. Het betreft hypotheekrenten waarover de eerste jaren weinig of geen rente wordt afgedragen. Die niet betaalde rente wordt bij de hoofdsom opgeteld. Na de "reset" gaat men over de herziene hogere hypotheekrenten gewoon de gangbare rente betalen. In een markt met dalende huizenprijzen is dat vragen om moeilijkheden.



In hoeverre de dollar na een "ARM-crisis" nog een veilige valuta is die de belegger kan beschermen tegen de "slings and arrows of outrageous fortune" is de vraag. Direct na de subprime crisis en tijdens de daarop volgende beurscrash had de dollar een duidelijke opleving. De langdurig dalende trend werd daardoor toen niet gebroken.