

# Financiële markten

## De onvoorspelbare dollar

De afgelopen twaalf maanden is nog eens bewezen dat het voorspellen van de dollarkoersontwikkeling een hachelijke zaak is. Op dit moment draagt de koers van de Amerikaanse dollar  $f$  1,56. Een jaar geleden dacht men nog dat de dollar die toen op  $f$  1,85 stond, zou stijgen tot  $f$  1,97. Blijkbaar zijn economen niet in staat met veel zekerheid voorspellingen over de dollarkoers te doen. Die conclusie dringt zich ook op als we kijken naar de voorspellingen van economen op dit moment over de dollar.

De meeste analisten voorzien een stabiele tot licht hogere dollarkoers, maar meestal spreekt men zich daarover niet al te hard uit. Wat kan daar, behalve de wens niet nog een keer zijn vingers te branden, de oorzaak van zijn? Hoe komt het dat er op basis van fundamentele ontwikkelingen enerzijds zo veel over de toekomstige ontwikkeling van de dollarkoers is te zeggen, maar anderzijds ook zo weinig?

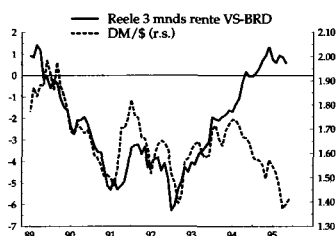
### Handelsbalans- en rentespread-model

In het algemeen wordt de ontwikkeling van de dollarkoers bepaald door een combinatie van factoren, waarbij ook sentiment een grote rol speelt. Opmerkelijk is bovendien dat het relatieve belang van de verschillende factoren niet hetzelfde blijft, maar lijkt te veranderen in de tijd. Variabelen die de ene periode een goede verklaring voor de dollarkoers geven, blijken in een andere periode geen significante factor meer te vormen.

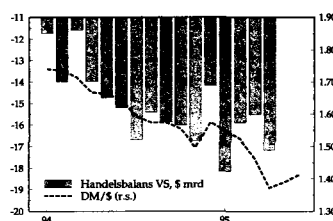
Zo kon in de jaren 1991, 1992 en 1993 het verloop van de dollarkoers vrij goed met het reële renteververschil tussen de VS en Duitsland worden voorspeld. Maar wie daar begin 1994 zijn hoop op vestigde, sloeg de plank goed mis. De aandacht van de markt was toen niet meer gericht op het renteververschil, maar op het grote handelsbalanstekort in de VS. Want terwijl door de renteverhogingen die de Amerikaanse centrale bank vorig jaar doorvoerde het renteververschil met Duitsland en Japan in 1994 sterk verminderde, ging de dollar niet omhoog maar omlaag (figuur 1).

Je zou kunnen zeggen dat in plaats van het rentespread-model het handelsbalansmodel het sentiment op de valutamarkt beïnvloedde. Het maakt nogal wat uit, welk model door de markt gehanteerd wordt. In het rentespreadmodel is een hoge economische groei een goede zaak voor de dollar omdat dan de rente waarschijnlijk omhoog gaat. Maar in het handelsbalansmodel is een hoge groei juist slecht voor de dollar omdat dan

**Figuur 1. DM/\$ en ontwikkeling van het reële korte renteververschil tussen de VS en Duitsland**



**Figuur 2. DM/\$-koers en ontwikkeling van het Amerikaanse handelsbalanstekort in 1994 (\$ mrd)**



door hogere importen het handelsbalanstekort toeneemt, en de markt zich begint af te vragen of de Verenigde Staten er wel in zullen slagen dat te financieren. De sterke groei van de Amerikaanse economie in 1994 vormde zo de reden voor de dalende dollar (figuur 2). En dat meer groei ook meer inflatie, een hogere rente en ondersteuning voor de dollar kan betekenen, zag de valutamarkt blijkbaar over het hoofd.

Alle aandacht van analisten richt zich op dit moment op de Amerikaanse handelsbalans, net zoals men zijn aandacht twaalf maanden geleden op de ontwikkeling van het renteververschil tussen de VS en Duitsland richtte. Op basis van de verbetering van de Ame-

De rubriek 'Financiële markten' verschijnt elke twee weken in ESB, en wordt verzorgd door medewerkers van de afdeling macro-economie van het Institute for Research and Investment Services, een samenwerkingsverband van Rabobank en Robeco Groep.

rikaanse handelsbalans die men voor de tweede helft van het jaar voorziet, verwacht men een licht hogere dollarkoers. Belangrijkste argument daarvoor is uiteraard dat de groei van de Amerikaanse economie nu aan het afzwakken is. Verder valt wellicht ook van de uitkomsten van de Japans/Amerikaanse besprekingen over de handelsbelemmeringen een positieve invloed voor de Amerikaanse handelsbalans te verwachten. En tenslotte heeft men voor een hogere dollar ook zijn hoop gevestigd op het feit dat de terugdringing van het overheidstekort in de VS nu langzamerhand serieus ter hand lijkt te worden genomen.

Maar zelfs als het handelsbalansmodel voor de komende twaalf maanden zou gelden, dan nog is de vraag of dit tot een hogere dollarkoers zal leiden. In de eerste plaats is het nog maar de vraag hoe lang de groei afzwakking in de VS zal aanhouden. Er zijn indicaties dat de groei

van de Amerikaanse economie in de tweede helft van het jaar misschien weer wat sterker zal zijn. Ook kunnen bij de bereidheid van de Amerikanen om daadwerkelijk iets te doen aan het overheidstekort vraagtekens worden gezet. De kans dat de opbrengst van de bezuinigingsplannen uiteindelijk niet zal worden gebruikt om het overheidstekort terug te brengen, maar om de belastingen te verlagen is levensgroot aanwezig.

### Japan: bron van dollarmisère?

Je zou ook kunnen betogen dat binnen het handelsbalansmodel de bron van alle dollarmisère in Japan ligt en

dat, zolang er geen zicht is op een oplossing van de problemen in Japan, ook niet op een hogere dollar koers hoeft te worden gerekend.

Het Japanse handelsbalansoverschot bedraagt ongeveer \$ 130 mrd op jaarbasis en vertoont slechts mondjesmaat de neiging wat af te nemen. Dat zorgt voor een natuurlijk aanbod van dollars en een natuurlijke vraag naar yennen. Dat zou nog niet zo erg zijn als Japanse banken en institutionele beleggers maar yennen aanboden en dollars opkochten, bij voorbeeld om te beleggen in Amerikaanse staatsobligaties. Maar gegeven het zwakke binnenlandse klimaat in Japan doen zij dat niet meer.

In dit verband is door Nicholas Knight van Nomura ook gewezen op de mogelijkheid dat de Japanse centrale bank, die de afgelopen maanden het dollaroverschot via interventies opgenomen heeft, dit niet meer zal doen en zelfs dollars zou kunnen gaan verkopen in plaats van kopen<sup>1</sup>. Hij vraagt zich af hoe lang de Japanse centrale bank bereid zal blijven het dollaroverschot uit de markt te nemen, gegeven de enorme verliezen die zij daar inmiddels op heeft geleden. Een omvangrijk dollar-aanbod van de zijde van de Bank of Japan zou ertoe kunnen leiden dat de dollar misschien nog wel tot ¥ 75, misschien zelfs ¥ 50, zou kunnen zakken. We kunnen met de dollar dus zelfs binnen één model nog alle kanten op. De dollar kan omhoog, maar ook nog verder omlaag.

### Trend-analyse de oplossing?

Wat betekent het voor beleggers als economen blijkbaar zo slecht in staat zijn om een inschatting te maken van de verwachte ontwikkeling van de economische groei, handelsbalans en inflatie en de verbanden tussen die variabelen en de dollarkoers? Je zou kunnen betogen dat beleggers zich ten aanzien van de toekomstige ontwikkeling van de zo moeilijk te voorspellen dollarkoers misschien maar beter kunnen beperken tot trend-analyse. Als het verloop van de dollarkoers in principe onvoorspelbaar is, kan men zich maar beter aansluiten bij het heersende sentiment. Weliswaar mist men dan eventuele omslagpunten, maar aangezien die in de meerderheid van de gevallen toch niet te voorspellen zijn, kan men zich

daar maar beter niet op verlaten. Ironisch genoeg betekent het feit dat als beleggers zich bij het nemen van hun beleggingsbeslissingen meer en meer laten leiden door trend-analyse, dat de daaruit volgende over- en onderwaarderingen nog eens extra groot zullen worden en extra lang zullen aanhouden, waardoor het vrijwel onmogelijk wordt ontwikkelingen nog op basis van fundamentele factoren te voorspellen.

### Soros' reflexiviteitstheorie

Voor wie zich niet bij die conclusie wenst neer te leggen: er zijn voorspellers die systematisch de markt verslaan; voorspellers die verder weten te kijken dan wat in de markt op basis van alle beschikbare informatie bekend is. Om goed te kunnen voorspellen moet men een goed inzicht hebben in theoretische en empirische verbanden in de economie en tussen de economie en financiële markten. Maar bovenal moet men ook een visie hebben. Men moet er zich rekenschap van kunnen geven dat nieuwe verbanden kunnen ontstaan en verbanden kunnen veranderen.

Dat de samenhangen tussen fundamentele en financiële variabelen mede door het gedrag van marktpartijen aan voortdurende verandering onderhevig zijn, neemt in het recente werk van een wetenschapper als de Stanford econoom Mordecai Kurz een belangrijke plaats in. Een belegger die dit in de praktijk probeert te brengen is George Soros, de man die in 1992 door het innemen van omvangrijke baisse-posities in het Britse pond een omvangrijke rol speelde bij de val van deze valuta. Ook Soros' reflexiviteitstheorie gaat ervan uit dat door langdurige perioden van over- of onderwaardering verbanden, zoals die tot dan toe bestonden, kunnen veranderen. Dat komt omdat fundamentele factoren niet alleen marktprijzen beïnvloeden, maar marktprijzen op hun beurt ook de fundamentals via bij voorbeeld het effect van een langdurig hoge rente of dollar op de economie<sup>2</sup>. Dat bracht Soros in 1992 tot het innemen van zijn omvangrijke positie in het Britse pond waarmee hij toen meer dan een miljard dollar verdiende. Een kind kon zien dat renteverhogingen, die normaliter het pond hadden moeten ondersteunen, toen niet langer konden helpen en zelfs averechts zouden gaan uitwer-

ken, en alleen een forse verlaging van de rente en waardevermindering van het pond het Verenigd Koninkrijk uit de recessie zouden kunnen trekken.

Soros reflexiviteitstheorie volgend zou je moeten zeggen dat uiteindelijk een forse daling van de yen ten opzichte van de dollar in het verschiet zou moeten liggen, namelijk op het moment dat door de sterke waardeverhoging van de yen de nood in Japan zo hoog is gestegen dat men er niet langer aan kan ontkomen de maatregelen te nemen die nodig zijn: het openstellen van de binnenlandse economie waardoor het handelsbalansoverschot zal moeten verminderen of het verlagen van de Japanse rentetarieven tot een niveau dat het voor Japanse beleggers weer aantrekkelijk wordt in het buitenland te beleggen. Misschien dat we dit moment al naderen. Wanneer de koersstijging van de yen, zoals die nu is opgetreden, leidt tot een flinke recessie in Japan zal dat één en ander ongetwijfeld versnellen. Maar waarschijnlijk is het daarvoor nog te vroeg. De manier waarop de Japanse autoriteiten tot nu toe met de financiële problemen omgaan, lijkt er nog niet van te getuigen dat men de ernst van de problemen onder ogen ziet, en de noodzaak daaraan wat te doen. Misschien moet daarvoor de yen eerst nog wat verder in waarde stijgen. Maar wat niet is kan nog komen, en dat zou dan volgens Soros het moment moeten zijn om forse posities in dollars in te nemen. Slechts een zeer beperkt aantal beleggers is het echter gegeven juist in te schatten hoe groot de over- of onderwaarderingen zijn en hoe lang de fases van onder- of overwaardering zullen duren. En ook Soros zit er wel eens naast, getuige het feit dat hij begin vorig jaar met het innemen van een positie tegen de yen bijna \$ 600 mln. verloor. Om met de woorden van Mordecai Kurz te spreken: "There is only one truth and many opinions. Therefore most people are wrong most of the time"<sup>3</sup>.

### Leendert Meijaard

1. *Het Financieele Dagblad*, 9 juni 1995.
2. G. Soros, *The Alchemy of Finance: Reading the Mind of the Market*, 1987.
3. Yes, you can beat the market, *Fortune*, 3 april 1995, blz. 46-53.