

Financiële markten

De onwillige munt

De Amerikaanse dollar maakt velen het leven zuur. Begin dit jaar was iedereen het er over eens: de Amerikaanse munt kon van nu af aan nog maar één kant uit: namelijk omhoog. Het afnemende renteverskil tussen Amerika en Duitsland zou beleggers ertoe aanzetten kapitaal over te hevelen van Europa naar Amerika en bovendien zou ook het economische herstel in Amerika gunstig uitpakken voor de dollar. Niets van dit alles kwam uit. Sinds het begin van dit kalenderjaar is de Amerikaanse munt niet gestegen maar zelfs vijf pfennig gedaald tot het huidige niveau van 1,65 tegen de D-mark. In mei moesten er zelfs omvangrijke valuta-interventies aan te pas komen om de onwillige munt enigszins in het juiste spoor te houden. De vraag is waardoor de huidige dollarzwakte wordt veroorzaakt. En ten tweede, of die oorzaken blijvend van aard zijn.

Redenen voor dollarzwakte

Een ingenieuze verklaring voor de zwakke dollar geeft Morgan Stanleys topstrateeg David Roche¹. In zijn 'isosceles triangle theory' zou de koersverhouding tussen dollar en Duitse mark in de tang zijn genomen door de koersverhouding tussen de dollar en de Japanse yen. Volgens

Roche is de internationale valutahandel sinds het begin van dit jaar van mening dat de Duitse mark en de Japanse yen ten opzichte van elkaar goed zijn gewaardeerd. Beide zijn, aldus Roche, overgewaardeerd ten opzichte van de dollar. Een stijgende yen ten opzichte van de dollar leidt er bij een gelijkblijvende mark-yenkoers toe dat de dollar ten opzichte van de Europese valuta's automatisch deprecieert. Andersom kan de dollar pas stijgen wanneer zowel de Duitse mark als de Japanse yen tegelijkertijd verzwakken. Logisch dus dat dit niet snel zal gebeuren.

Een andere factor is het voorspoedige herstel van de Duitse economie. De serie recente zeer gunstige economische cijfers is voor velen reden om hun groeivoorspelling voor de Duitse economie te verhogen. Bij een sterke economie hoort een sterke munt en dus een zwakke dollar. Voorts verwacht men dat met een sterkere Duitse economie nu zo langzamerhand ook het einde van de daling van de geldmarktrente in Duitsland in zicht komt.

Ten derde kan een verklaring voor de dollarzwakte worden gevonden in het stijgende tekort op de lopende rekening in de Verenigde Staten. In het afgelopen jaar steeg het tekort van \$ 66 miljard naar \$ 109 miljard. Hoe groter het tekort op de lopende rekening, hoe groter het aanbod van dollars in de wereld en hoe lager dus de dollarkoers.

Ten vierde zou de dollarzwakte het gevolg zijn van een toenemend dollaraanbod uit hoofde van omvangrijke aankopen door Amerikaanse beleggers van buitenlandse aandelen. Volgens cijfers van het Amerikaanse Ministerie van Handel zouden Amerikaanse beleggers in 1993 voor maar liefst \$ 125 miljard dollar aan buitenlandse aandelen en obligaties aan

hun portefeuilles hebben toegevoegd. Dat is ruim een verdubbeling ten opzichte van vorig jaar en een vereenvoudiging ten opzichte van eind jaren tachtig.

De diaspora van Amerikaanse beleggers heeft een aantal oorzaken: de lage rente van het afgelopen jaar, de mede daarvoor magere vooruit-

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.

zichten voor de Amerikaanse aandelen- en obligatiemarkt een jaar geleden, de enorme toestroom van particulieren naar de Amerikaanse beleggingsfondsen, de unieke beleggingskansen die men meende te hebben in de opkomende markten in Azië en Latijns Amerika 'last but not least' een meer internationale beleggingsaanpak bij veel grote Amerikaanse beleggers.

Hielden Amerikaanse beleggers begin 1991 nog maar 4% van hun vermogen in buitenlandse effecten aan, in 1992 steeg dat tot 6%, vorig jaar tot naar schatting circa 8% en waarnemers verwachten dat dit percentage in de toekomst verder toe zal nemen. Amerikaanse pensioen- en beleggingsfondsen kunnen hun risico-rendementsverhouding belangrijk verbeteren door meer in het buitenland te beleggen.

Naast de \$ 125 miljard aankopen van buitenlandse effecten, ging er nog eens \$ 50 miljard aan directe investeringen naar het buitenland. De totale toeneming van de vorderingen in het particuliere kapitaalverkeer bedroeg in 1993 zo'n \$ 142 miljard, tegen niet meer dan \$ 53 miljard in 1992 (zie tabel 1). Deze enorme uitstroom zou het afgelopen jaar een belangrijke reden zijn geweest voor de dollarzwakte.

Dollar kan omhoog

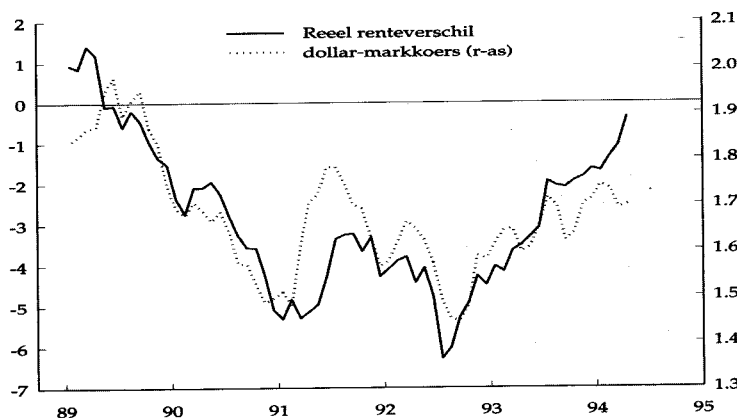
Voornoemde argumenten mogen hun waarde in de voorbije periode hebben bewezen; het staat te bezien of ze ook in de komende periode opgaan. Voor de korte termijn misschien wel, maar we denken dat in de komende twaalf maanden een verdere vergroting van het relatieve renteverskil tussen de VS en Duitsland, alsmede stabilisatie van het tekort op de lopende rekening van de VS de dollar omhoog zullen duwen. Met een hernieuwd vertrouwen in de Amerikaanse aandelen- en obligatie-

Tabel 1. Groei van de vorderingen in het particuliere kapitaalverkeer in de Verenigde Staten (\$ mrd.)

	1990	1991	1992	1993
Directe investeringen in het buitenland	-27,1	-29,1	-34,8	-50,2
Aankopen van buitenlandse effecten	-28,8	-44,7	-48,0	-125,4
Overige vorderingen	11,7	5,2	29,5	33,2
Totaal toeneming van de vorderingen	-44,2	-68,6	-53,3	-142,4

Bron: Ministerie van Handel.

Figuur. Renteverval tussen de VS en Duitsland



markt en een verzwakking van de yen, kan de dollar alsnog uitkomen op een niveau boven DM 1,80 aan het einde van het jaar (zie figuur 1).

Het is de vraag of met de laatste discontoverlaging van 0,5%-punt op 11 mei jl. in Duitsland het einde van de daling van de geldmarktrente al bereikt zou zijn. Veeleer ligt het voor de hand dat de Duitse Bundesbank in verband met de gunstige inflatievooruitzichten voor de Duitse economie de officiële rentetarieven nog verder zal verlagen. Bovendien heeft de FED ook met de laatste verhoging van de fed funds rate in de Verenigde Staten op 11 mei jl. de Amerikaanse obligatiemarkt nog niet waar ze die hebben wil. Zolang de yieldcurve in de Verenigde Staten nog steeds zo steil is als op dit moment, is daar nog steeds sprake van een expansief monetair beleid en zijn verdere verhogingen van de officiële rentetarieven door de FED niet uit te sluiten. Dat betekent dat de Duitse rente dit jaar waarschijnlijk verder onder die in de Verenigde Staten zal duiken. De Duitse éénjaarsrente ligt op dit moment al onder de Amerikaanse. Voor de drie maanden rente zal dat naar verwachting later dit jaar gebeuren. Het verkleinen van het transatlantische gat mag dan nauwelijks of niet hebben gewerkt voor de dollar, met een omkering van het renteverval ontstaat een nieuwe situatie: Amerikaanse beleggers zullen dan gaan verdienen op het afdekken van hun Duitse markten.

Ten tweede is er geen aanleiding opnieuw een belangrijke verslechtering te verwachten in het tekort op de lopende rekening in de Verenigde Staten. Een nadere bestudering van de cijfers leert dat de stijging van het

tekort op de lopende rekening in de afgelopen twee jaar niet zozeer het gevolg is geweest van een verslechterde concurrentiepositie van de Verenigde Staten, zoals sommigen beweren, maar een uiteenlopende groeitempo tussen de Verenigde Staten en de rest van de wereld. De handelsbalans begon te verslechteren medio 1991, net op het moment dat Amerika uit de recessie kwam en de groei in Europa en Japan inzakte. Nu zowel Japan als Europa aan de vooravond staan van economisch herstel, zou daarmee in de tweede helft van dit jaar de dollar op basis van handelsstromen weer wat meer steun kunnen ondervinden.

Ten derde, en wellicht het belangrijkste, is de vraag of de Amerikaanse kapitaalstromen zich dit jaar opnieuw in het nadeel van de dollar zullen ontwikkelen. De toenemende geografische spreiding van de Amerikaanse beleggingsportefeuilles gaat waarschijnlijk door. Ook zullen opkomende markten aantrekkelijk blijven, alhoewel te verwachten is dat de belangstelling na het superjaar 1993 tijdelijk zal inzakken. Maar voor zover de uitstroom werd ingegeven door meer korte-termijn beleggingsoverwegingen kan zich dit jaar toch een omslag voordoen. Beleggers laten zich bij het bepalen van hun beleggingsbeslissingen immers niet alleen leiden door het absolute renteniveau, maar ook door hun verwachting over de richting waarin de rente zich zal bewegen. Niet het lage renteniveau maar angst voor een rentestijging en de verwachting dat mede om die reden de Amerikaanse aandelenbeurs zou achterblijven bij vele anderen, dreef de Amerikanen

het afgelopen jaar naar het buitenland. Het lijkt dus aannemelijk dat op het moment dat duidelijk wordt dat de rentestijging voorlopig voorbij is, en de correctie op Wall Street zal zijn overgedreven. Misschien moeten we daar wel tot het einde van dit jaar op wachten, maar als dat gebeurt zullen Amerikaanse beleggers in grote getale weer naar de thuismarkt terugkeren. Zo gezien zou er in 1993 van een incidenteel hoge uitstroom van beleggingskapitaal sprake zijn geweest. Bovendien zullen ook buitenlandse beleggers dan weer in toenemende mate Amerikaanse aandelen en obligaties kopen. Daarmee zullen de beleggingsstromen uit en naar de VS weer meer in evenwicht kunnen komen, en de krachten die tot op heden tot een neerwaartse druk op de dollarkoers hebben geleid, verdwijnen.

Blijft over de koersontwikkeling van de yen tegen de dollar. Vooralsnog vertoont de yen weinig neiging tot verzwakken. Voor de komende twaalf maanden gaat de consensus echter uit van een verzwakking van de yen ten opzichte van de dollar naar het niveau van 110 yen per dollar. Ervan uitgaande dat de yen en de Duitse mark aan elkaar geklonken blijven, betekent dit dat ook de dollar ten opzichte van de Duitse mark omhoog kan.

Tot slot nog dit. Juist bij de dollar heeft de ervaring van vele jaren beleggen geleerd dat tegendraads beleggen loont. Juist als iedereen verwacht dat de dollar gaat stijgen, is de kans groot dat dit niet zal gebeuren. Immers, als iedereen al dollars heeft gekocht en de koers gaat dan omlaag, dan zijn er wel verkopers maar geen kopers meer. Gelukkig is, na de voortdurende teleurstelling over de dollar, niet iedereen meer positief over de Amerikaanse munt. Daarmee is de situatie op dit moment heel anders dan die aan het begin van het jaar, toen analisten vrijwel zonder uitzondering een hogere dollarkoers voorzagen. Hardnekkige 'contrarians' kunnen dus op dit moment met een geruster hart in een dollarstijging geloven.

**Brigitte Slot
Leendert Meijaard**