



Markt blijft vooral in dollar geloven

Auteur(s):

Mollerus, A.C.

De auteur is werkzaam bij ABN AMRO.

Verschenen in:

ESB, 86e jaargang, nr. 4303, pagina 316, 6 april 2001

Rubriek:

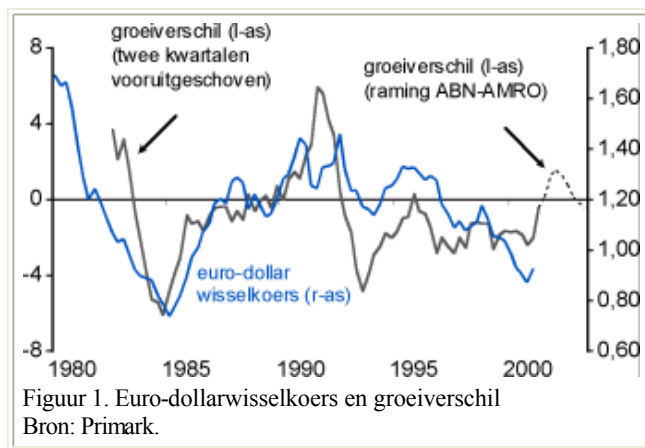
Monitor

Trefwoord(en):

euro

Ondanks de sterke daling van de Nasdaq en het negatieve nieuws over de Amerikaanse economie, blijft de dollar sterk ten opzichte van de euro. Een verklaring.

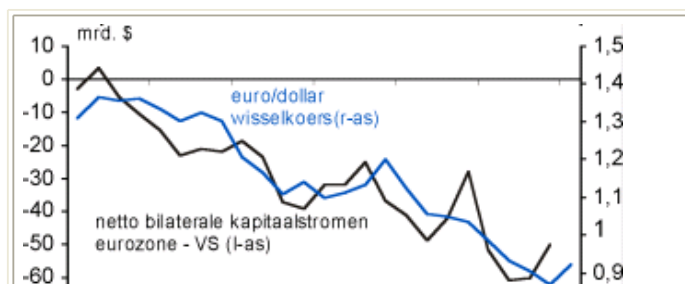
Volgens veel valuta-analisten kan de sterke daling van de euro in de afgelopen jaren worden toegeschreven aan het verschil in economische groei tussen de eurozone en de VS. Uit [figuur 1](#) blijkt dat er tot 1999 een duidelijke relatie bestond tussen de ontwikkeling van dit verschil en de wisselkoers. Van 1999 tot medio 2000 bleef de euro echter dalen, terwijl het groeiverschil stabiliseerde. Sinds medio 2000 wordt het verschil zelfs kleiner. In eerste instantie leidde dit tot een herstel van de euro¹, maar de laatste weken is de neerwaartse druk op de euro weer toegenomen, ondanks de nog altijd sombere berichten over de VS². Het lijkt alsof de relatie tussen groeiverschillen en valutabewegingen is verbroken. De valutamarkt gaat voorbij aan slecht nieuws uit de VS, maar reageert wel op slecht nieuws uit de eurozone. Mogelijk komt dit doordat de economische vertraging in de VS als tijdelijk wordt gezien: in brede kring wordt gerekend op een herstel van de Amerikaanse economie in de tweede helft van dit jaar. Afvlakkende groei in de eurozone wordt echter opgevat als een bevestiging dat de structurele problemen nog steeds groot zijn. Ook al groeit naar alle waarschijnlijkheid de economie van de eurozone in 2001 sneller dan de Amerikaanse, toch gelooft de markt dat de trendmatige groei in de VS hoger is dan in de eurozone. De markt is de euro duidelijk nog steeds niet gunstig gezind, waardoor de munt zwak blijft. Pas wanneer de Amerikaanse economie sneller vaart verliest dan wel de eurozone duidelijk sneller groeit, zal de stemming in het voordeel van de euro omslaan.



Figuur 1. Euro-dollarwisselkoers en groeiverschil
Bron: Primark.

Kapitaalstromen

De relatief krachtige ontwikkeling van de Amerikaanse economie in de afgelopen vijf jaar heeft beleggers en bedrijven ertoe verleid om in Amerika te investeren. De sterke netto uitstroom van kapitaal uit de eurozone naar de VS heeft in belangrijke mate bijgedragen aan de val van de euro (zie [figuur 2](#)). Ondanks de (verwachte) conjuncturele neergang in de VS zijn de kapitaalstromen nog niet van richting veranderd.



-70 J 95 96 97 98 99 00 01 0,8

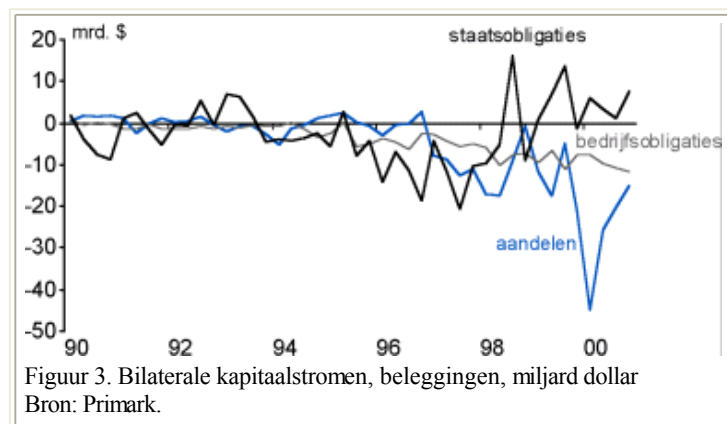
Figuur 2. Euro-dollarwisselkoers en netto bilaterale kapitaalstromen
Bron: Primark.

Uit gegevens over kapitaalstromen blijkt een netto instroom uit hoofde van staatsobligaties in de afgelopen twee jaar (dat wil zeggen dat de instroom uit de VS richting eurozone groter is geweest dan andersom). Deze netto instroom werd echter ruimschoots tenietgedaan door de netto uitstroom van bedrijfsobligaties, aandelen en directe investeringen. De netto instroom bij staatsobligaties is het logische gevolg van het slinkende renteverval tussen de VS en de eurozone, dat tussen begin 1999 en begin 2000 van 100 basispunten daalde tot nul. Aan de aanhoudend sterke netto uitstroom bij bedrijfsobligaties en aandelen liggen zowel structurele als conjuncturele factoren ten grondslag.

Spreiding, rendement en marktomvang in euroland

Voor wat de structurele factoren betreft, kan worden opgemerkt dat beleggers die vóór het ontstaan van de EMU voldoende valutaspreiding van hun portefeuille binnen de eurozone konden bewerkstelligen, daarna op zoek moesten naar nieuwe diversificatiemogelijkheden. Verder zijn institutionele beleggers, door de lage rendementen op staatsobligaties en de verminderde financieringsbehoefte van overheden, hun heil gaan zoeken in meer risicodragende beleggingen zoals bedrijfsobligaties en aandelen. Vanwege de grotere omvang en liquiditeit van de Amerikaanse markt voor bedrijfsobligaties en aandelen was het aantrekkelijker om in de VS te beleggen. Met de invoering van de euro is weliswaar de bruto-uitgifte van bedrijfsobligaties en aandelen in de eurozone spectaculair toegenomen, maar deze markt is nog steeds relatief klein. De markt voor in euro's luidende bedrijfsobligaties is in omvang slechts een vijfde van de Amerikaanse markt. Tot slot zal de aanstaande herweging van de MSCI-index leiden tot een verschuiving van Europese aandelen naar Amerikaanse ³.

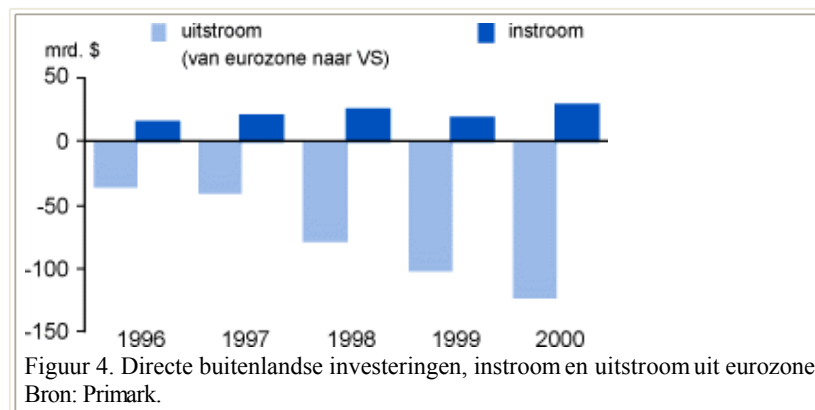
Omdat deze ontwikkelingen een structureel effect zullen hebben op beslissingen ten aanzien van vermogensallocatie, zal de conjuncturele neergang in de VS zich niet meteen vertalen in een netto verkoop van Amerikaanse beleggingen. Door de scherpe koersval op de Nasdaq en andere Amerikaanse aandelenmarkten is de netto uitstroom van aandelenkapitaal uit de eurozone weliswaar aanzienlijk afgenomen, maar, zoals uit [figuur 3](#), blijkt is er nog steeds een netto uitstroom. De aandelenmarkten van de eurozone vormen, vanwege de sterke correlatie met de VS, nog geen aantrekkelijk alternatief. De Duitse technologiebeurs Neue Markt heeft de laatste weken zelfs hardere klappen moeten incasseren dan de Nasdaq. Bovendien zien veel beleggers de economische neergang en koersdalingen in de VS, zoals gezegd, als iets tijdelijks. Aandelenmarkten in de eurozone moeten het dan ook heel wat beter doen dan hun Amerikaanse tegenhangers voordat het kapitaal weer richting euro zal gaan stromen.



Figuur 3. Bilaterale kapitaalstromen, beleggingen, miljard dollar
Bron: Primark.

Directe investeringen

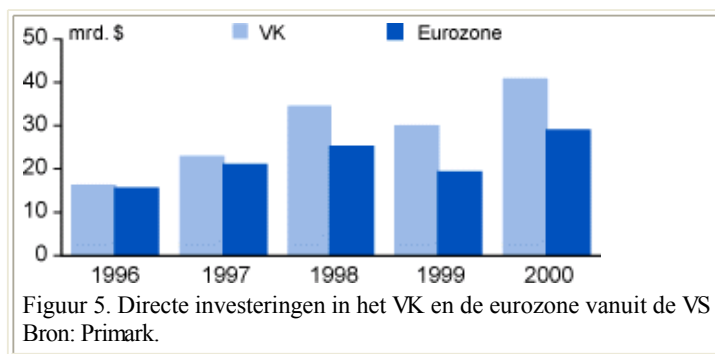
Nog een factor van betekenis voor de daling van de euro, is de omvangrijke netto uitstroom van directe buitenlandse investeringen ([figuur 4](#)). Hierbij kunnen twee belangrijke trends worden onderscheiden. Ten eerste zijn de directe investeringen vanuit de eurozone in de VS in de afgelopen jaren sterk toegenomen. De VS hebben duidelijk geprofiteerd van hun indrukwekkende economische prestaties. Directe investeringen vanuit de VS in de eurozone zijn daarentegen de laatste jaren relatief stabiel gebleven, ondanks de aantrekkende economische groei in de eurozone (3,4 procent in 2000, het hoogste percentage sinds 1990).



Figuur 4. Directe buitenlandse investeringen, instroom en uitstroom uit eurozone
Bron: Primark.

VK blijft aantrekkelijker

Ten tweede is er vanuit de VS vooral veel in het Verenigd Koninkrijk geïnvesteerd. In de afgelopen vijf jaar waren de Amerikaanse investeringen in het VK hoger dan die in de hele eurozone (zie [figuur 5](#)). Als grootste ontvanger van directe investeringen uit de VS lijkt het VK voor Amerikaanse ondernemingen de toegangspoort tot Europa te zijn geworden.



Rol van fusies en overnames

Terwijl de directe investeringen vanuit de eurozone in de VS voor een deel conjunctureel bepaald worden en mogelijk kunnen dalen naarmate de Amerikaanse economie verder vertraagt⁴, lijken de directe investeringen vanuit de VS in de eurozone minder conjunctuurgevoelig. Structurele factoren liggen hier waarschijnlijk aan ten grondslag. De prominente rol van het VK bij intra-Europese fusies en overnames en de belangrijke plaats die de VS en de VK innemen als ontvanger van directe investeringen, doet vermoeden dat de mate van fusie- en overnameactiviteit mede bepaald wordt door het relatieve belang van de aandelenmarkt binnen de nationale economieën, de aanwezigheid van beschermingswallen, de regelgeving en de houding ten aanzien van overnames door buitenlandse bedrijven⁵.

Meer veranderingen op de Europese kapitaalmarkt

Er zijn echter redenen om aan te nemen dat voor het bedrijfsleven van het eurogebied de situatie aan het veranderen is. Algemeen wordt verwacht dat de EMU deze veranderingen in de hand zal werken. De gemeenschappelijke munt bevordert de concurrentie en de ontwikkeling van de kapitaalmarkt. Het ontstaan van een grote en transparante euro-kapitaalmarkt zal bijvoorbeeld de disintermediatie en effectisering bevorderen. De afgelopen jaren is het aantal bedrijven dat een notering op de beurs heeft aangevraagd enorm gestegen. De samenvoeging van aandelenmarkten zal dit proces nog verder versnellen (denk aan Euro-next). Bovendien zijn bij de recente EU-top in Stockholm de aanbevelingen van de commissie Lamfalussy om tot een tijdige geïntegreerde financiële markt te komen, aanvaard. Verder komen er veranderingen in het belastingregime waardoor de kapitaalmarkten beter kunnen functioneren. In Duitsland wordt de vermogenswinstbelasting per 2002 afgeschaft. Dit zal het bedrijven gemakkelijker maken om wederzijdse deelnemingen uit te wisselen. Tot slot zien we dat, hoewel de invoering van de euro meer structurele hervormingen lijkt te vergen dan de politici lief is, hun houding toch begint te veranderen. Al deze factoren stemmen hoopvol en zullen op den duur meer directe investeringen en effectenbeleggingen uit het buitenland aantrekken, hetgeen de euro goed zal doen. De vraag is echter of deze veranderingen snel genoeg gaan. De omvang van de euro-aandelenmarkt is nog altijd relatief bescheiden, en Europa is nog steeds zwak vertegenwoordigd in een aantal belangrijke high-techsectoren.

Euro-dollar koers hangt van VS af

Ondanks alle negatieve berichten over de Amerikaanse economie blijft de euro zwak tegenover de dollar. Naar het zich laat aanzien moet de Amerikaanse economie nog sneller vaart verliezen dan wel moeten de economie en aandelenmarkten van de eurozone beter gaan presteren dan de Amerikaanse om de stemming in het voordeel van de euro te doen omslaan. De meeste analisten gaan uit van een herstel van de Amerikaanse economie in de tweede helft van dit jaar. Omdat het verschil in economische groei in het voordeel van de eurozone in dat geval slechts van tijdelijke aard zal zijn, zal hiervan slechts een beperkte opwaartse druk op de euro uitgaan.

Het risico is echter aanwezig dat de neergaande fase van de Amerikaanse economie langer aanhoudt dan thans wordt verwacht. In dat geval kan het sentiment zich tegen Amerikaanse beleggingen keren en kunnen buitenlanders op grote schaal hun belangen afstoten. Hierbij dient te worden opgemerkt dat de enorme economische opleving in de VS voor een belangrijk deel met buitenlands kapitaal gefinancierd en gestimuleerd is. De sterke economische groei in de VS maakte het aantrekkelijk om geld aan dit land te lenen, waardoor enorme bedragen werden geïnvesteerd en de economie sterk bleef doorgroeien. Deze opgaande spiraal van mede door buitenlandse investeringen gestimuleerde groei, heeft geleid tot een groot tekort op de Amerikaanse lopende rekening en hogere schuldverplichtingen aan de rest van de wereld. Aan het eind van 1999 was de schuldpositie van de VS opgelopen van 3,6 biljoen in 1995 tot 7,8 biljoen (zie [tabel 1](#)). De netto-schuld van de VS aan de rest van de wereld is opgelopen van -8 miljard in 1995 naar -825 miljard in 1999 (respectievelijk -0,1 en -8,9 procent van het bbp van de VS) (zie [tabel 2](#)). Als het sentiment zich tegen Amerikaanse beleggingen keert kan deze opwaartse spiraal in een neerwaartse veranderen. Een verkoopgolf en een kelderende dollar (en stijgende euro) kunnen hiervan het gevolg zijn.

Tabel 1. Buitenlandse investeringen in de VS, private sector, miljarden dollars

	1990	1995	1999
staatsobligaties	152	386	661
bedrijfsobligaties	239	481	1064

aandelen	222	490	1446
directe buitenlandse investerings (tegen marktwaarde)	540	1006	2801
overig	633	815	1083
totaal (als % bbp VS)	2085 (36)	3621 (49)	7778 (84)

Bron: US Department of Commerce, Survey of current business, juli 2000.

Tabel 2. Netto buitenlandse investeringen VS, private sector, miljarden dollars

	1990	1995	1999
beleggingen VS in buitenland	2035	3613	6953
buitenlandse beleggingen in VS	2085	3621	7778
nettopositie VS (als % bbp VS)	-50 (-0,9)	-8 (-0,1)	-825 (-8,9)

Bron: US Department of Commerce, Survey of current business, juli 2000.

- 1 Het herstel van de euro in september-oktober 2000 kan ook worden toegeschreven aan de (dreigende) gezamenlijke interventie door centrale banken op de valutamarkt.
- 2 De recente neerwaartse druk op de euro (dan wel de opwaartse druk op de dollar) heeft ook te maken met de economische crisis in Japan en enkele opkomende markten. Onder dergelijke omstandigheden wordt de dollar nog steeds gezien als een veilige muntsoort.
- 3 Veel institutionele beleggers beleggen ten opzichte van de wereldwijde MSCI-index (Morgan Stanley Capital International). Als gevolg van een nieuwe methodiek bij de samenstelling van de index neemt het belang van de VK en de VS in de index toe, ten koste van de landen in de eurozone.
- 4 Ook een daling van de koopkracht kan leiden tot minder directe investeringen vanuit de eurozone in de VS. Lagere aandelenkoersen hebben de financiering van een overname duurder gemaakt. Bovendien hebben Europese telecommunicatiebedrijven, met een belangrijk aandeel in de fusie-activiteiten van de afgelopen jaren, hoge schulden door de aanschaf van umts-licenties.
- 5 De sterke toename van de directe buitenlandse investeringsstromen heeft alles te maken met grensoverschrijdende fusies en overnames (zestig tot tachtig procent van het totaalbedrag aan directe buitenlandse investeringen).