De dollar is nog altijd de reservemunt

Beschrijving

De weg van de minste weerstand in de handelsoorlog is de devaluatie van de Amerikaanse dollar. De dollar is immers overgewaardeerd en het geloof in Amerikaans exceptionalisme is afgenomen. Het mag zelfs gesteld worden dat het geloof in Amerikaanse beleidsstabiliteit door de Republikeinse regering ernstig is beschadigd. Buitenlandse investeerders zoeken diversificatie uit de dollar. Dit drukt op lange termijn mogelijk de dollar, maar bedenk dat het hedgen van Amerikaanse aandelen naar euro vanwege het renteverschil niet gratis is. Bovendien zijn Amerikaanse groeiaandelen in internationaal perspectief goedkoop en profiteren ze bovengemiddeld van een zwakkere dollar.

Op korte termijn profiteert de dollar van de divergentie in monetaire beleid. De Fed pauzeert, terwijl monetair (en ook fiscaal) de rest van de wereld aan het versoepelen is. Verder zorgt deregulering, innovatie en kunstmatige intelligentie vooral in de Verenigde Staten voor een hogere productiviteit. Daarmee gaan de groeiverwachtingen omhoog, positief voor de dollar. Een sterke economie heeft nu eenmaal een sterke munt. Ook de aanpak van illegale immigratie is goed voor de dollar als daar tenminste legale immigratie met een hogere toegevoegde waarde tegenover staat. Verder wordt de Amerikaanse economie en ook de dollar geholpen door belastingverlagingen.

De rapporten over het einde van de dollar als wereldreservemunt zijn schromelijk overdreven. Het klopt dat de Amerikaanse dollar zijn monopolie voor de prijsbepaling en handel in energie verloren heeft. Daarom hoeven centrale banken minder dollars aan te houden. Ook Aziatische landen bouwen stilletjes een alternatief monetair systeem rond de Chinese renminbi. Maar wie goed naar de feiten kijkt, ziet dat de dollar zijn dominante positie voorlopig zal behouden â?? niet omdat die zo sterk is, maar vooral omdat de alternatieven nog zwakker zijn.

De Europese versnipperde droom

De euro was vanaf de start al de eeuwige belofte als alternatief voor de dollar. In theorie zou de munt van â??s werelds tweede economische blok een serieuze uitdager moeten zijn. De realiteit is echter genadeloos. De CEO van Euronext gaf recent dat je geen volwaardige aandelenmarkt kan bouwen op 27 verschillende juridische systemen, met 27 toezichthouders. Dat geldt ook voor obligatiemarkten en daardoor nog sterker voor de euro. Bovendien signaleerde zelfs Draghi in zijn rapport de sterke behoefte aan minder regels in Europa, iets wat door de ambtenaren vooral wordt opgevat als betere regels (effectief dus meer regels) of het verminderen van de bureaucratie, maar dat laatste komt dan vooral neer op het opheffen van hun eigen functie en daar gaan ze natuurlijk niet aan meewerken.

Deze versnippering is geen cosmetisch probleem maar een fundamentele zwakte. Waar Amerikaanse bedrijven kunnen putten uit Ã©Ã©n diepe, liquide markt van treasuries, moeten investeerders in Europa kiezen tussen Duitse Bunds, Franse OATâ??s, Italiaanse BTPâ??s en een lappendeken van andere staatsobligaties. Elk met eigen regels, eigen toezichthouders en eigen juridische kaders. Europese bedrijven kunnen zich nog altijd eenvoudiger financieren in de Verenigde Staten. Europese kapitaalmarkten falen structureel en dit is een groot concurrentienadeel voor Europese bedrijven.

Europaâ??s poging tot een kapitaalmarktunie â?? inmiddels tien jaar bezig â?? is grotendeels mislukt. EU-bedrijven halen slechts een derde van hun financiering uit kapitaalmarkten vergeleken met hun Amerikaanse tegenhangers. De verschillen tussen landen zijn schrijnend: crediteuren die in Griekenland gemiddeld 5 cent per euro terugkrijgen bij een faillissement, kunnen in Luxemburg op 75 cent rekenen. Zolang deze verschillen bestaan, blijft de Europese kapitaalmarkt een illusie. Het is algemeen bekend in Londen dat geldverstrekkers bepaalde jurisdicties in de Europese Unie mijden vanwege hun slechte juridische positie.

Het meest pijnlijke is misschien wel dat Europa rijk is aan spaargeld â?? Europeanen sparen 15 procent van hun inkomen, drie keer zoveel als Amerikanen â?? maar dit geld belandt grotendeels op spaarrekeningen (als er dat toch een regel bij moet komen dan zou een verplichte waarschuwing bij sparen van â??geld sparen kost koopkrachtâ?? niet misstaan) in plaats van in productieve investeringen. Waar Amerikanen bijna de helft van hun vermogen in aandelen stoppen, houden Europeanen 32 procent in cash. Een groot deel van dat geld stroomt ook nog eens naar de Verenigde Staten om daar bedrijven te financieren die onder andere uit Europa vertrokken zijn.

Renminbi beter, maar ook geen alternatief

Beijing doet veel om de munt aantrekkelijker te maken. Chinese staatsobligaties zijn ruim beschikbaar voor buitenlandse investeerders. Informeel is de renminbi gekoppeld aan andere Aziatische valuta. Die Aziatische landen zullen hun dollarschulden vervangen door schuld in renminbi. Zolang de Chinese Communistische Partij de kapitaalcontroles handhaaft, kan de munt nooit een echte reservevaluta worden. Een reservemunt moet vrij inwisselbaar zijn, anders kunnen centrale banken en investeerders niet snel genoeg reageren op marktomstandigheden.

Bovendien is er een inherente spanning tussen Chinaâ??s binnenlandse prioriteiten en de vereisten van een reservemunt. China stimuleert op dit moment de groei met kunstmatig lage rentes. Dit is goed voor Chinese bedrijven maar slecht voor buitenlandse houders van renminbi die daardoor hun koopkracht zien eroderen.

De Amerikaanse obligatiemarkt, diep en liquide

Het belangrijkste argument voor het behoud van de dollar als reservemunt is simpel: de Amerikaanse markt voor treasuries is uniek in zijn diepte en liquiditeit. Geen enkele andere markt komt zelfs maar in de buurt. Dit is geen toeval, maar het resultaat van decennia aan institutionele ontwikkeling, juridische zekerheid en politieke stabiliteit.

Wanneer er wereldwijd paniek uitbreekt â?? zoals tijdens de financiÃ«le crisis van 2008 of de coronapandemie â?? vluchten investeerders massaal naar Amerikaanse staatsobligaties. Niet omdat ze zo van Amerika houden, maar omdat het de enige markt is die groot genoeg is om biljoenen dollars aan kapitaal te absorberen zonder in te storten. Deze vlucht naar kwaliteit versterkt ironisch genoeg de positie van de dollar. Hoe meer de wereld in crisis is, hoe meer vraag naar dollars. Het is een zichzelf versterkend mechanisme dat moeilijk te doorbreken is.

Institutionele traagheid

Er is nog een factor die vaak over het hoofd wordt gezien: institutionele traagheid. Het internationale financiÃ«le systeem is gebouwd rond de dollar. Van de SWIFT betalingen tot commodity contracten, van obligatie-uitgiftes tot valutatermijncontracten â?? alles is gedenomineerd in dollars.

Deze infrastructuur veranderen is niet alleen technisch complex maar ook economisch riskant. Waarom zou een centrale bank het risico nemen om over te stappen op euroâ??s of renminbi als de bestaande dollarinfrastructuur prima werkt? Vooral in tijden van economische onzekerheid kiezen beleidsmakers voor de veilige, bekende optie. Het huidige financiÃ«le systeem is vergelijkbaar met het besturingssysteem Windows voor computers. Doordat iedereen het gebruikt, is er eigenlijk geen alternatief.

Een geleidelijke verzwakking van de dollar.

We verschuiven van een unipolaire dollarwereld naar een multipolaire monetaire orde. Aziatische landen zullen meer handel drijven in lokale valutaâ??s. De energiemarkt diversifieert weg van pure dollarprijsstelling. Europa blijft worstelen met integratie maar maakt langzaam vooruitgang. De Europese kapitaalmarkten worden groter, zeker nu in Duitsland de schuldenrem er af is. Ook hier is meer schuld een oplossing. Dit betekent echter niet het einde van de dollar als reservemunt. Het

betekent een geleidelijke erosie van zijn dominantie, niet een plotselinge ineenstorting. De dollar zal waarschijnlijk van 60% van de wereldwijde reserves zakken naar misschien 40% of 50% over de komende decennia. Maar zelfs dan blijft het de grootste enkelvoudige reservemunt.

De dollar heeft zijn gebreken â?? Amerikaâ??s torenhoge staatsschuld, politieke polarisatie, de neiging om de munt als geopolitiek wapen te gebruiken. Maar de alternatieven zijn simpelweg niet rijp. Europa blijft gevangen in bureaucratische verlamming en institutionele versnippering. China weigert de controle los te laten die nodig is voor een echte internationale munt. Andere kandidaten zoals de yen of het pond missen de economische schaal.

Voorlopig blijft de wereld dus aangewezen op de dollar. En gezien de structurele zwakheden van de alternatieven, zal deze situatie waarschijnlijk nog jaren, zo niet decennia, voortduren en zijn de rapporten over het einde van de dollar voorbarig.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer

Abonneer op deze nieuwsbrief via www.aureus.eu/nieuwsbrief

Voor tussentijdse updates, volg AurÃ©us op Linkedin