De dollar voorbij het dieptepunt

Beschrijving

De eerste helft van 2025 zal de geschiedenisboeken ingaan als een van de meest dramatische periodes voor de Amerikaanse dollar in decennia. Met een daling van meer dan 8% noteerde de greenback zijn slechtste halfjaarresultaat in ruim 40 jaar. Voor veel beleggers voelde het alsof de fundamenten van het internationale financiÃ«le systeem aan het schuiven waren. Toch wijzen de onderliggende dynamiek en recente ontwikkelingen erop dat het ergste van de dollarcrisis achter ons ligt.

Om te begrijpen waarom de dollar zo hard viel, moeten we terug naar april, toen president Trump zijn â??Liberation Dayâ?• tariefaankondiging deed. De markten reageerden geschokt: Amerikaanse aandelen, obligaties Ã©n de dollar zakten gelijktijdig ineen â?? een fenomeen dat we normaal gesproken alleen zien bij crisisgevoelige opkomende landen. De vrees was dat het Amerikaanse beleid van ongedekte belastingverlagingen, hogere tarieven en verminderde immigratie zou leiden tot grotere begrotingstekorten en tragere economische groei. Sindsdien breken Amerikaanse aandelen nieuwe records en hebben obligatierendementen zich hersteld. Toch bleef de dollar zwak. Deze schijnbare tegenstrijdigheid vereist begrip van wat er werkelijk speelt.

Kapitaalvlucht, wat is het alternatief

De populaire verklaring voor de dollardaling â?? een exodus van buitenlandse investeerders uit Amerikaanse activa â?? klopt niet. Sterker nog, de cijfers tonen het tegenovergestelde. Private buitenlandse investeerders pompen op jaarbasis ongeveer 1,5 biljoen dollar in Amerikaanse effecten, genoeg om het Amerikaanse tekort op de lopende rekening ruimschoots te financieren. Dit lijkt paradoxaal, maar wordt verklaard door de grote hoeveelheid besparingen in de wereld. China, de eurozone, Japan en de Golf-staten genereren samen een surplus van maar liefst 1,3 biljoen dollar op jaarbasis. Al deze overtollige besparingen moeten ergens naartoe, en alleen de Verenigde Staten beschikken over financiÃ«le markten die diep en liquide genoeg zijn om zulke gigantische bedragen te absorberen.

De realiteit is dat er simpelweg geen alternatief bestaat voor de dollar als internationale reservemunt. Geen enkele andere valuta benadert de liquiditeit, convertibiliteit en vertrouwen van de Amerikaanse dollar. De euro heeft weliswaar potentie, maar de obligatiemarkten blijven beperkt door het gebrek aan fiscale unie. De Chinese renminbi wint aan invloed, maar kapitaalcontroles beperken het gebruik. Andere valutaâ??s zoals de yen en het pond missen de benodigde marktdiepte.

Hedging als zelfversterkend mechanisme

De echte schuldige achter de dollardaling is een plotselinge toename in valuta-hedging door niet-Amerikaanse investeerders. Jarenlang was het afdekken van valutarisico voor buitenlandse beleggers in Amerikaanse activa onaantrekkelijk. De Federal Reserve verhoogde de rente veel agressiever dan andere centrale banken, waardoor hedging duur werd. Bovendien boden Amerikaanse obligaties door de geÃ¯nverteerde rentecurve lagere afgedekte rendementen dan buitenlandse obligaties. Hedging-ratioâ??s daalden van 2021 tot 2024, wat de dollar extra steun gaf omdat meer buitenlands kapitaal onafgedekt bleef. Dit creÃ«erde een positieve feedback-loop: een stijgende dollar moedigde investeerders aan om onafgedekt te blijven om te profiteren van potentiÃ«le valutawinsten.

Dit jaar keerde het tij. Toen de dollar eenmaal begon te dalen, haastten buitenlandse investeerders zich om hun posities af te dekken. Dit versterkte de neerwaartse druk op de dollar, wat weer meer hedging-activiteit uitlokte â?? een negatieve spiraal die de dramatische daling van de eerste jaarhelft verklaart.

Het ergste is achter de rug

Verschillende factoren wijzen erop dat de dollardaling zijn dieptepunt heeft bereikt. Ten eerste tonen contraire indicatoren dat de dollar oversold is: het sentiment is extreem bearish en speculanten hebben netto shortposities opgebouwd. Historisch gezien zijn dit vaak signalen van een naderend omslagpunt. Belangrijker nog zijn de structurele veranderingen die zich aandienen. De Fed zal later dit jaar de rente gaan verlagen en zal waarschijnlijk harder snijden dan andere grote centrale banken. De ECB hint dat zij bijna klaar is met versoepeling, terwijl de Bank of Japan tegen de trend in de rente verhoogt. Dit zal de hedging-kosten doen dalen door het verkleinen van de renteverschillen.

Daarnaast zal de Amerikaanse rentecurve stijler worden als de Fed kortetermijnrentes verlaagt. Dit betekent dat hedging-kosten ruim onder de rendementen van langlopende Amerikaanse staatsleningen komen te liggen, wat buitenlandse investeerders zal aanmoedigen om valutarisicoâ??s af te dekken in plaats van te speculeren op verdere dollardaling.

Amerika nog altijd exceptioneel

Het fundamentele verhaal achter de dollardominantie is niet veranderd. DeAmerikaanse productiviteit overtreft nog steeds die van andere ontwikkelde landen, bijvoorbeeld zichtbaar in een bbp per gewerkt uur van 83,6 versus 72,9 voor de eurozone. Het rendement op eigen vermogen van Amerikaanse bedrijven blijft superieur aan andere grote markten, wat het â??Amerikaanse exceptionalismeâ?• ondersteunt.

Deze prestatie-indicatoren zijn cruciaal omdat ze de aanhoudende aantrekkingskracht van Amerikaanse activa onderbouwen. Zolang Amerikaanse bedrijven meer winst genereren en de economie productiever is, zullen mondiale kapitaalstromen richting de VS blijven stromen.

Praktische implicaties voor beleggers

Voor aandelenbeleggers is het hedgen van valutarisico meestal geen goed idee. Juist in crises blijkt de dollar vaak een veilige haven, zodat hedging betekent dat men bij dalende markten een dubbele klap krijgt. Wel heeft een aanzienlijke beweging in de dollar meestal een grote impact op het rendement voor verschillende activa.

Conclusie

De dollardaling van de eerste jaarhelft was spectaculair, maar waarschijnlijk ook eenmalig. De onderliggende krachten die decennialang voor dollardominantie hebben gezorgd, zijn intact gebleven. Met 89% van alle valutatransacties, 58% van wereldwijde reserves, en dominantie in bijna alle internationale financiÃ«le markten, blijft de dollar onvervangbaar.Nu de hedging-activiteit normaliseert en de Fed weer ruimte krijgt om monetair beleid te versoepelen, zijn de voorwaarden geschapen voor dollarherstel. Voor beleggers die de afgelopen maanden nerveus werden van de dollarkoersen, is de boodschap helder: de ergste turbulentie ligt achter ons.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer

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

Voor tussentijdse updates, volg AurÃ©us op Linkedin