Het herstel van de dollar

Beschrijving

Na maanden van zwakte heeft de Amerikaanse dollar een bodem te gevonden, na een eerdere daling voor de dollar index (DXY) van meer dan 10%. Het marktsentiment ten opzichte van de dollar is in korte tijd bearish geworden, met per saldo shortposities in de futuresmarkt. Nu zijn valutamarkten serieel monogaam: telkens focussen ze zich op Ã©Ã©n specifieke factor, voordat ze hun aandacht verleggen. Voor de dollar spelen minimaal tien factoren een rol: economische groei (een sterke economie heeft nu eenmaal een sterke munt), de unieke status als wereldreservemunt waardoor de VS fungeren als wereldbankier en als ultieme veilige haven, renteverschillen en het monetair beleid van centrale banken, geopolitieke spanningen waarbij de dollar soms als wapen wordt ingezet. Deze factoren kunnen zowel positief als negatief uitpakken voor de dollar, afhankelijk van de omstandigheden.

Structurele uitdagingen vormen een tweede groep factoren. De trend naar dedollarisering, waarbij vooral Aziatische landen hun afhankelijkheid van de dollar proberen te verminderen, vormt een langetermijnrisico. Daarnaast heeft Amerika voortdurende tekorten op zowel de begroting als de lopende rekening (twin deficits) en een grote staatsschuld. Normaal zouden deze factoren een munt verzwakken, maar dankzij de reservestatus financiert de rest van de wereld feitelijk deze Amerikaanse tekorten.

De laatste twee factoren â?? geldstromen en marktpositionering â?? kunnen alle andere overwegingen overrulen. Daadwerkelijke kapitaalstromen bepalen uiteindelijk de koers, ongeacht fundamentele factoren. Ook extreme marktposities kunnen voor verrassingen zorgen: als iedereen inzet op een zwakkere dollar, kan dit juist tot een sterkere dollar leiden. Het voorspellen van de dollar vereist daarom vooral het inschatten welke van deze tien factoren op welk moment de overhand krijgt in de â??monogameâ?• focus van de valutamarkt.

Huidige ontwikkelingen

De recente dollarzwakte kan deels worden toegeschreven aan verschuivende renteverwachtingen. Waar de dollar in medio 2024 nog bijna 9% steeg tegen de euro in anticipatie op agressieve ECB-verlagingen, zijn de verwachtingen nu omgekeerd. De ECB heeft sinds afgelopen zomer de rente met 235 basispunten verlaagd, terwijl de Fed slechts 100 basispunten heeft versoepeld. Beleggers gaan er nu van uit dat de Fed dieper en sneller zal verlagen, terwijl de ECB naar verwachting nog slechts Ã©Ã©n verlaging zal doorvoeren.

President Trumpâ??s confronterende handelspolitiek vormt, ironisch genoeg, juist een structurele steun voor de dollar. De nieuwe handelsovereenkomsten zijn asymmetrisch opgezet: Amerika legt hoge tarieven op aan importen, terwijl Amerikaanse exporten naar de meeste markten grotendeels tariefvrij blijven. Deze ongelijkheid zal geleidelijk het Amerikaanse handelstekort doen krimpen. Recente data toont dat het tekort al meer dan gehalveerd is, mede door bedrijven die hebben geanticipeerd op de tarieven.

Bovendien heeft de regering agressief buitenlandse investeringen in Amerikaanse productie aangemoedigd. De Europese Unie, Japan en Zuid-Korea hebben allemaal aanzienlijke investeringen toegezegd als onderdeel van hun handelsakkoorden. President Trump heeft duidelijk gemaakt dat hij deze partijen verantwoordelijk zal houden voor hun toezeggingen. Grote buitenlandse kapitaalinstromen impliceren logischerwijs een sterkere dollar â?? het is het aanpassingsmechanisme dat ervoor zorgt dat de kapitaalrekening en de lopende rekening in evenwicht zijn.

Renteverlagingen door de Federal Reserve

De markt heeft ongeveer zes renteverlagingen ingeprijsd op dit moment. Dat zou het beleidstarief naar 3% zou brengen eind 2026. Dit scenario oogt optimistisch. De natuurlijke of neutrale rente (R*) voor de Amerikaanse economie ligt waarschijnlijk rond de 3,5-4% , gebaseerd op 1,5-2% reÃ«le groei plus 2% inflatie.

Met AI-gedreven productiviteitsgroei die versnelt, zou de reÃ«le groei zelfs boven 2% kunnen uitkomen. De Atlanta Fed GDPNow projecteert ongeveer 2% geannualiseerde groei voor dit kwartaal, met de â??final salesâ?? van 1,7%. De final sales binnen het BBP-cijfer verwijst naar de totale economische output minus de verandering in voorraden (inventories). Het geeft een zuiverder beeld van de onderliggende economische vraag dan het standaard BBP-cijfer. De huidige cijfers liggen zeer dicht bij de potentiÃ«le groei en duiden niet op een grote groeivertraging in de komende maanden.

Een belangrijke factor die de noodzaak voor forse renteverlagingen kan verminderen, zijn de versoepelende financiÃ«le condities. De Financial Conditions Impulse Index toont dat

liquiditeitscondities verbeteren via krappe kredietopslagen, hogere aandelenwaarderingen en versnellende kredietverlening door banken. Deze ontwikkelingen suggereren dat bedrijfsfinancieringskosten dalen, wat de noodzaak voor agressieve Fed-versoepeling kan compenseren.

Europaâ??s tijdelijke opleving in perspectief

Hoewel Europa economisch dit jaar beter presteerde dan verwacht, wat bijdroeg aan de dollarzwakte, moet dit wel in perspectief worden geplaatst. De ECB heeft eerder en agressiever de rente verlaagd dan de Fed in 2024, wat heeft geholpen de eurozone-activiteit te stabiliseren. Daarnaast heeft het toenemende vooruitzicht op een einde van de Rusland-OekraÃ¯ne oorlog ook geholpen het bedrijfs- en consumentenvertrouwen in Europa te verbeteren.

De afgelopen tien jaar heeft de Amerikaanse economische groei echter gemiddeld ongeveer 100 basispunten per jaar hoger gelegen dan die van de eurozone en 200 basispunten hoger dan die Japan, grotendeels door een aanhoudende productiviteitskloof. De Amerikaanse arbeidsproductiviteit heeft die van andere G7-landen ver overtroffen â?? ongeveer 30% sinds 2000. Bovendien lijkt vooral de Amerikaanse economie komende jaren het meest te profiteren van kunstmatige intelligentie. Een scenario van gelijktijdige en aanhoudende Amerikaanse zwakte tegenover een heropleving van de rest van de wereld â?? wat nodig zou zijn voor een grote cyclische dollardaling â?? lijkt daarom onwaarschijnlijk. Critici beweren dat de dollar nog steeds overgewaardeerd is na een stijging van 50% sinds 2011. Gecorrigeerd voor productiviteitsverschillen is de DXY echter nauwelijks gestegen sinds 2005 en slechts ongeveer 15% ten opzichte van de historische dieptepunten in 2011.

Drie scenarioâ??s voor de dollar

Het meest waarschijnlijke basisscenario (45% kans) is een voortzetting van Amerikaâ??s unieke combinatie van hoge productiviteitsgroei, sterke winstgroei en relatief gematigde inflatie. AI-gedreven innovatie stuurt de productiviteit omhoog, waardoor de economie kan groeien zonder overmatige prijsdruk. In dit scenario blijft de Fed voorzichtig met renteverlagingen â?? mogelijk slechts 2-3 verlagingen in plaats van de verwachte 6. De dollar zou 15-20% kunnen stijgen tegen een mandje van grote valutaâ??s, waarbij EUR/USD richting pariteit daalt en USD/JPY naar 160+ stijgt.

Een tweede scenario (25% kans) behelst een Amerikaanse recessie door een onverwachte shock â?? bijvoorbeeld een financiÃ«le crisis, geopolitieke escalatie of plotselinge ineenstorting van de consumptie. De Fed zou gedwongen zijn agressief te versoepelen. Hoewel een recessie traditioneel een â??flight to safetyâ?? naar dollars genereert, zou agressieve monetaire versoepeling dit effect tenietdoen. De dollar zou 5-10% kunnen dalen, vooral tegen andere veilige havens.

Het derde scenario (30% kans) waarin de Verenigde Staten het enige lichtpunt wordt in een donkere wereldeconomie â?? Europa kampt met energiecrisis en politieke instabiliteit, China worstelt met vastgoedcrisis en demografische problemen, terwijl Japan blijft stagneren â?? zou kunnen leiden tot een dollarsupercyclus waarbij de DXY naar 120+ stijgt.

Conclusie

Ongeacht deze scenarioâ??s staat de dollar mogelijk aan de vooravond van een significante ommekeer. Trumpâ??s handelspolitiek is structureel dollarbullish, gecombineerd met de minder agressieve Fed-versoepeling, het productiviteitsvoordeel van de Verenigde Staten en de extreme bearish positionering in de futuresmarkt op dit moment vormen samen voldoende fundament voor dollarherstel.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer

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