

## Stelen van de toekomst

Een aantal financiële instellingen heeft gedurende bijna twintig jaren de beschikking gehad over een naar het leek onuitputtelijke geldbron. Het verschijnsel is bekend geworden onder de naam "carry trade". Het principe van een "carry trade" is eenvoudig. Men leent iets, bv geld of goud, tegen gunstige voorwaarden en vervolgens gebruikt men het geleende elders om te beleggen tegen betere voorwaarden.

Aan de "carry trades" met de Japanse yen zijn waarschijnlijk honderden miljarden dollars verdiend door een beperkt aantal instellingen. De werking van het mechanisme erachter was even simpel als doeltreffend. Men leende geld in Japan tegen een zeer lage rente. Omdat de lenende instituten bekend stonden als solide en betrouwbaar en bovendien privileges hadden was een flinke hefboom mogelijk. Met het geleende geld ging men naar een land waar een hogere rente werd betaald om het daar uit te zetten. Het verschil was winst. Vaak koos men Amerikaanse treasuries als belegging. Het mechanisme hield zichzelf in stand omdat:

- door het aanbod van yens en de vraag naar dollars de koers van de yen laag bleef en die van de dollar juist de neiging had te stijgen. Meestal werd daardoor ook op de aflossing van de lening zelf nog eens extra verdiend.
- de lage koers van de yen de Japanse export naar de VS vergemakkelijkte. De Japanse exportindustrie had dus belang bij een blijvend goedkope yen.
- Japanse monetaire steun aan de dollar verzekerd was. Het was immers gunstig voor Japanse financials en exporteurs het rente-écart met andere landen (en vooral de VS) in stand te houden.
- de Bank of Japan en vele Japanse financiële ondernemingen door de lucratieve "trades", het was tenslotte "free money", gemakkelijker de broek konden ophouden.

Randvoorwaarden voor de instandhouding van de winstgevendende geldmachine waren:

- een zwakke valuta waarin werd aangekocht (yen),
- gunstige leenmogelijkheden tegen lage rente,
- een sterke valuta om het geld in uit te zetten (o.a. dollar),
- veilige uitleenmogelijkheden tegen een hogere rente.

De zwakte van de Japanse banken, die na de onroerend goed bubble vele giftige leningen op de balans hadden en die door aarzelend optreden van de overheid als zombiebanken door het leven moesten gaan, stond lange tijd garant voor een bestending van een omgeving waarin aan de genoemde voorwaarden werd voldaan.

De afbouw van de Japanse "carry trades" is in 2007 gestart. Het betrof posities ter waarde van naar schatting twee triljoen dollar. Snelle liquidatie van de leningen is gezien die omvang niet mogelijk; echter ook als het geleidelijk geschiedt zal dat resulteren in een stijgende waarde van de yen en een dalende dollar. De gevolgen voor de Japanse export en voor de instituten die nu in duurdere yens leningen moeten terugbetalen laten zich raden.

Het mechanisme van de "carry trade" is vervolgens gebruikt om een complementaire route voor dit soort transacties uit te zetten. Ditmaal liet men de investering niet migreren tussen landen maar tussen markten. Robert Rubin, afkomstig van Goldman Sachs, is de bedenker van een "carry trade" met treasuries tegen goud. Dit fenomeen heeft een sterk drukkend effect gehad op de goudprijs in de negentiger jaren. Rubin wist het voor elkaar te krijgen dat de Amerikaanse overheid goud ging lenen aan enkele Wallstreet firma's tegen een zeer lage vergoeding. (ca 1%). Het ging hier om de officiële Amerikaanse goudvoorraad.

Het geleende goud werd op de markt verkocht en van de opbrengst werden hoger renderende treasuries aangeschaft. Daarnaast gebruikte men het geleende goud regelmatig als tegenwaarde voor daarop gebaseerde derivaten.

Het goud zelf daalde door het toenemende aanbod gestaag in prijs; dus na aflossing van de treasuries kon er meer goud dan was geleend van de opbrengst worden gekocht. Het was waarschijnlijk geen toeval dat de dollar piekte juist toen het goud op een dieptepunt stond. Niet duidelijk is wie tegenwoordig de werkelijke eigenaar is van de inhoud van Fort Knox.

De nieuwste "carry trade opportunity" is op dit moment die tegen de dollar. Aan de voorwaarden voor een profitabele omgeving is voldaan. De Amerikaanse financiële sector ligt, met uitzondering van enkele bevoorrechte instituten, aan het infuus, de officiële FED-rente nadert nu procent en de dollar is, als gevolg van de Amerikaanse tekorten, een valuta met weinig opwaarts risico. Een omgekeerde "carry trade" in goud is denkbaar als de dollar in waarde blijft teruglopen.

Zichtbaar wordt inmiddels dat financials dollars lenen om in andere valuta's waardepapieren te kopen. De neerwaartse druk op de dollar wordt daardoor versterkt. De Euro zal naar verwachting niet tot de uitverkoren geldsoorten behoren. De begrotingsdiscipline van een aantal lidstaten van de EU laat te wensen over. Het stabiliteitspact onder de Euro is daardoor effectief dode letter geworden. Andere valuta's, bv die van snel groeiende economieën, komen eerder in aanmerking voor "carry trades" tegen de dollar.

Het "shorten" van de Amerikaanse dollar heeft zoals aangegeven een drukkend effect op de dollarkoers. Anders dan in Japan in de negentiger jaren, is er in de VS geen uitgebreide maakindustrie meer. Die is "weggeglobaliseerd". Reconstructie zal een langdurig proces zijn.

Het is dan ook de vraag of en wanneer de Amerikaanse FED kan gaan denken aan de, in Pittsburg aangekondigde, exit-strategie (afbouwen van stimuleringsmaatregelen). Het is te verwachten dat men in de VS zeer lang zal moeten leven met kredietkrapte voor particulieren en bedrijven, lage rente, hoge overheidstekorten en economische stagnatie.

De Amerikaanse economie is omvangrijk en de dollar is nog steeds een internationaal betaalmiddel. Waar de Japanse "carry trades" \$ 2 triljoen beliepen, moet gevreesd worden dat de bedragen die gemoeid zullen zijn met de short-posities tegen de dollar een veelvoud daarvan zullen zijn. De "ruimgeldpolitiek" van de FED en de voorlopige onmogelijkheid daarmee te stoppen biedt de grote spelers het perspectief van een langdurige periode van zeer veel "free money" uit "carry trades".

Een interessant gedachte-experiment is ervan uit te gaan dat de officiële berichten over een Amerikaans herstel, al is het maar tijdelijk, serieus worden genomen. Goud kan dan corrigeren en de dollar krijgt ruimte om te stijgen.

Dat zal niet alleen het moeizame herstel van de Amerikaanse economie afremmen. Een ander gevolg daarvan kan zijn dat de opgezette "carry trades" tegen de dollar zwarte gaten worden waarin complete banken en (kleinere) valuta's kunnen verdwijnen.

De grotere Wallstreet firma's kunnen wellicht voorkómen dat ze hun eigen toekomst bestellen door de "trades" te verpakken (securitiseren) en tijdig met winst door te verkopen aan nietsvermoedende concurrenten en eindbeleggers. Met de subprimes lukte dat ook.

*"Enlightened people seldom or never possess a sense of responsibility."* George Orwell