

Zwakte eurozone verlaagt aantrekkelijkheid dollarhedge

Achmea Investment Management



Lagere dollarafdekking wenselijk

Strategisch valutabeleid

Institutionele partijen beleggen een deel van hun portefeuille buiten de eurozone. Hierdoor lopen ze valutarisico. Dit valutarisico dekken beleggers meestal grotendeels af. Achmea IM adviseert 100% van het valutarisico binnen vastrentende waarden af te dekken en doorgaans 75% binnen aandelen. In de praktijk is de blootstelling naar de Amerikaanse dollar groot. Dit komt door het grote gewicht van Amerikaanse aandelen in wereldwijde aandelenportefeuilles.

Muntunie blijft een wankel construct

De euro is één van de grote valuta's op het wereldtoneel, maar de *safe haven* status van deze munt staat geregeld ter discussie. De houdbaarheid en stabiliteit van de muntunie zijn op lange termijn twijfelachtig. Dit komt door grote verschillen tussen de eurolanden. Daarnaast kent de eurozone een aantal structurele uitdagingen, zoals de vergrijzing, hoge schuld niveaus in sommige landen en het ontbreken van draagvlak voor verdere integratie. Een eenvoudige oplossing is niet

voorhanden (zie *Muntunie blijft wankel construct* in de Investment Letter van september 2018). De situatie in Italië springt het meest in het oog. De hoge staatsschuld, lage economische groei en onzekere politieke situatie maken Italië een zwakke schakel in de muntunie. (zie *Italië in de verdrukking* in de Investment Letter van november 2018).

Renteverschil tussen de Verenigde Staten en de eurozone

De rente in de Verenigde Staten is hoger dan in de eurozone. Het verschil van 3% in de korte rente is historisch gezien hoog. Dit impliceert dat valutaafdekking met valutatermijncontracten pas bescherming biedt bij een daling van de Amerikaanse dollar van meer dan 3% per jaar. Deze specifieke marktomstandigheden, de onzekere *safe haven* status van de euro en het grote renteverschil, geven aanleiding om het afdekkingspercentage van de Amerikaanse dollar te verlagen. In deze whitepaper kijken we hier in meer detail naar.

Samenvatting

Achmea Investment Management (Achmea IM) adviseert pensioenfondsen om een groot gedeelte van het valutarisico af te dekken. Vanwege de zwakte in de eurozone adviseren wij om de Amerikaanse dollar nu minder af te dekken. De redenen hiervoor zijn:

- *De safe haven status van de euro staat ter discussie*

De eurozone kent een aantal structurele problemen waardoor de houdbaarheid van de muntunie op lange termijn twijfelachtig is. De economische en politieke ontwikkelingen in vooral Italië zorgen momenteel voor onrust in de eurozone. Een grotere blootstelling naar de Amerikaanse dollar levert diversificatievoordelen op in het geval de situatie in de eurozone verslechtert en de euro in waarde daalt.

- *Het afdekken van de Amerikaanse dollar is 'duur'*

De rente in de Verenigde Staten is hoog ten opzichte van de rente in de eurozone. Het gevolg hiervan is dat valutatermijncontracten de komende jaren een forse daling inprijzen van de Amerikaanse dollar ten opzichte van de euro. Hierdoor biedt de valutaafdekking pas bescherming bij een grote daling van de Amerikaanse dollar.



Valuta-afdekking leidt tot lager risico

Achmea IM adviseert pensioenfondsen om een groot deel van het valutarisico af te dekken omdat dit zorgt voor een lager risico. Onder normale omstandigheden zien we valutarisico als een onbeloond risico. Dit risico is makkelijk af te dekken met valutatermijncontracten.

Valuta-afdekking leidt tot lagere volatiliteit

In figuur 1 is de volatiliteit van een wereldwijde aandelenportefeuille weergegeven bij verschillende valuta-afdekkingspercentages. Hieruit blijkt dat de volatiliteit van een aandelenportefeuille waarbij het valutarisico voor 100% wordt afgedekt historisch gezien lager is dan die van een aandelenportefeuille zonder valuta-afdekking. Het is niet noodzakelijk om het valutarisico volledig af te dekken omdat bij een afdekkingspercentage van minder dan 100% al een groot gedeelte van de risicoreductie is gerealiseerd. Een afdekkingspercentage van circa 75% levert al de gewenste lagere volatiliteit.

Valutarisico is een onbeloond risico

Veel institutionele beleggers dekken het valutarisico af omdat dit in veel gevallen als een onbeloond risico wordt gezien. Hiermee bedoelen we dat beleggers naar verwachting geen extra rendement verdienen door valutarisico te lopen. Momenteel zien we twee belangrijke marktomstandigheden die ervoor pleiten om de Amerikaanse dollar minder af te dekken, namelijk de *safe haven* status van de euro en het grote renteverskil tussen de Verenigde Staten en de eurozone.

De verandering van de wisselkoers kan een forse impact hebben op het rendement en risico van de portefeuille.

Reader Valutarisico van Achmea Investment Management (2015)

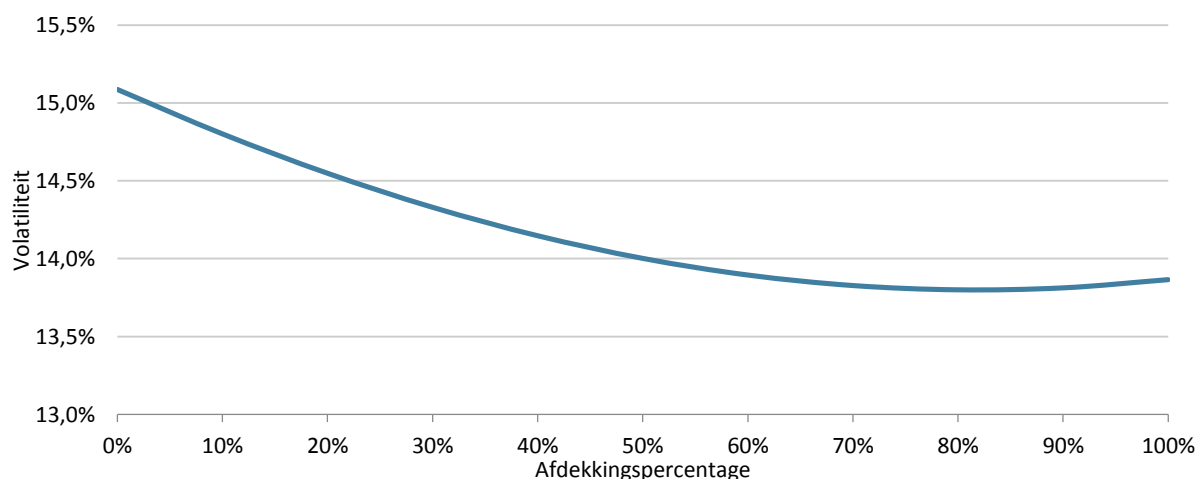
Regelgeving: vereist eigen vermogen

Valutarisico is één van de risicofactoren om het vereist eigen vermogen (VEV) voor pensioenfondsen te bepalen. In het standaardmodel van DNB moeten pensioenfondsen rekening houden met een daling van 20% voor valuta's in ontwikkelde landen en van 35% voor valuta's in opkomende landen. Een pensioenfonds dat een groot deel van het valutarisico afdekt, heeft een lager VEV dan een pensioenfonds die dat niet doet. Dus ook vanuit regelgeving is er een prikkel om valutarisico af te dekken.

Door het verlagen van het valuta-afdekkingspercentage stijgt het VEV. De stijging is overigens voor de meeste pensioenfondsen zeer beperkt. Pensioenfondsen in herstel mogen het valutarisico niet laten toenemen, tenzij er compensatie met andere risico's plaatsvindt.

FIGUUR 1 VOLATILITEIT WERELDWIJDE AANDELEN BIJ VERSCHILLENDE AFDEKKINGSPERCENTAGES

Bron: Bloomberg, Achmea IM



Safe haven status ter discussie

Tijdens economische crisisperiodes vluchten beleggers vaak naar veilige landen met bijbehorende veilige valuta's. Voorbeelden hiervan zijn de Amerikaanse dollar, de Japanse yen en de Zwitserse frank. Deze landen worden als veilig beschouwd in tijden van grote economische onzekerheid. De euro hoorde in het verleden ook in dit rijtje. Sinds de eurocrisis staat de status van de euro als veilige haven echter ter discussie.

Stabiliteit van de muntunie staat ter discussie

Het proces van verdere integratie in de eurozone stopt. De eurozone is geen optimaal valutagebied door de grote economische verschillen tussen de landen en de gebrekkige institutionele inrichting. De laatste jaren zijn stappen gezet om de fundamenten van de muntunie te versterken. Vooralsnog zijn deze maatregelen onvoldoende en blijven landen kwetsbaar voor schuldencrisis. In de huidige vorm ontbreekt het de zwakkere landen aan de macro-economische sturingsmiddelen om de eigen economie te stimuleren. Hierdoor staan de stabiliteit en houdbaarheid van de muntunie regelmatig ter discussie. Het staartrisiko van een break-up scenario is daarom niet verwaarloosbaar klein. In een dergelijk scenario daalt naar verwachting in eerste instantie de euro in waarde. De instabiliteit van de muntunie is goed zichtbaar bij de problemen die Italië momenteel kent.

Zorgen over Italië

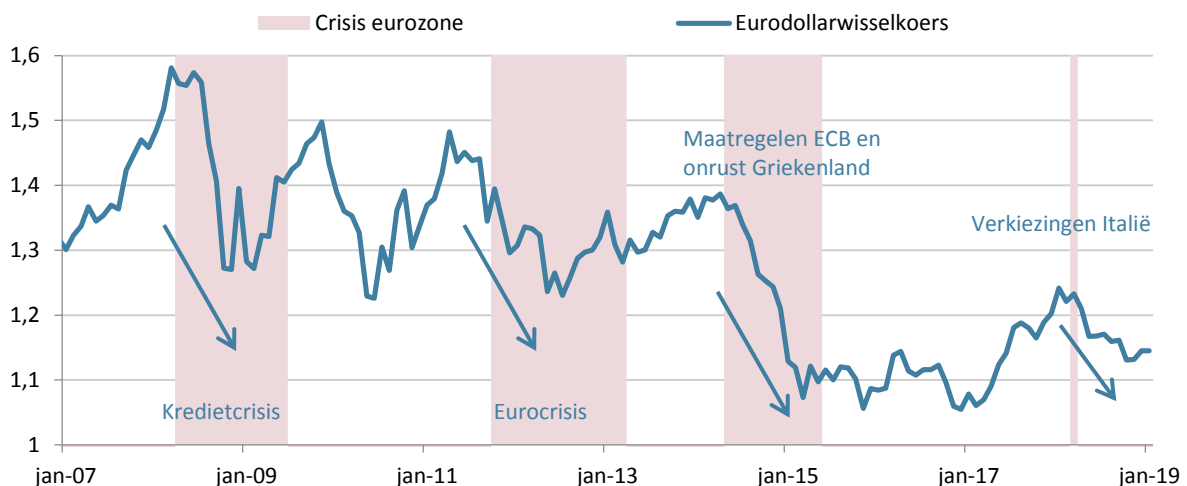
De Italiaanse economie blijft al jaren achter bij de andere eurolanden. In de tweede helft van 2018 is de Italiaanse economie weer in een recessie beland. De lage economische groei gecombineerd met de hoge staatsschuld van meer dan 130% van het bruto binnenlands product maakt Italië zeer kwetsbaar. De vraag is daarom of de Italiaanse staatsschuld op lange termijn houdbaar is. De ECB heeft de beleidsrente de afgelopen jaren laag gehouden en op grote schaal (staats)obligaties opgekocht. Hierdoor kon Italië zich relatief eenvoudig blijven financieren.

Safe haven valuta's minder afdekken

De Amerikaanse dollar fungeert in periodes van grote onzekerheid vaak als *safe haven*. Beleggers vluchten meestal naar veilige Amerikaanse staatsobligaties, waardoor de dollar in waarde stijgt. Dit zagen we ook tijdens de kredietcrisis (zie figuur 2), ondanks dat de Verenigde Staten het epicentrum van deze crisis was. Blootstelling naar *safe haven* valuta's, zoals de dollar, zorgt voor diversificatie in de portefeuille en verzacht de pijn in periodes van grote onzekerheid. Zeker nu er twijfel is over de *safe haven* status van de euro en de euro de afgelopen jaren regelmatig het middelpunt van politieke onrust was. Dit betekent dat een lager valuta-afdeckingspercentage in periodes van onzekerheid waarschijnlijk leidt tot een beter resultaat.

FIGUUR 2 AMERIKAANSE DOLLAR STIJGT IN WAARDE TIJDENS RECENTE CRISIS (DALING LIJN IS STIJGING DOLLAR EN DALING EURO)

Bron: Bloomberg, Achmea IM



Amerikaanse dollars afdekken is ‘duur’

Marktpartijen gebruiken meestal valutatermijncontracten om valutarisico af te dekken. De prijs van een valutatermijncontract is afhankelijk van het renteverskil tussen twee valutagebieden. Momenteel ligt de Amerikaanse rente hoger dan de rente in de eurozone. Hierdoor prijst het valutatermijncontract een waardedaling van de Amerikaanse dollar in. Historisch gezien blijkt echter dat de werkelijke daling van de valuta vaak lager is dan dat op basis van het termijncontract verwacht mag worden. Dit is één van de redenen om Amerikaanse dollar minder af te dekken.

Werking valutatermijncontract

Een belegger uit de eurozone die in Amerikaanse aandelen belegt, loopt valutarisico. Wanneer de belegger deze aandelen namelijk over een jaar verkoopt en het dollarbedrag wil omwisselen naar euro's, kan de dollar minder waard zijn geworden. Het valutarisico kan worden afgedekt met een valutatermijncontract. Hierin spreekt de belegger bijvoorbeeld af om over één jaar één miljoen Amerikaanse dollars te verkopen tegen een eurodollarwisselkoers van 1,15. Wanneer de dollar in waarde *daalt*, betekent dit dat de eurodollarwisselkoers *hoger* is dan 1,15 (bijvoorbeeld 1,20). Het valutatermijncontract levert dan een positief resultaat op. De belegger uit de eurozone heeft namelijk afgesproken om één miljoen Amerikaanse dollars tegen een eurodollarwisselkoers van 1,15 te wisselen terwijl de wisselkoers in de markt slechter is. De belegger kan dan toch de dollars verkopen tegen de vooraf afgesproken wisselkoers van 1,15. Het afdekken van het dollarrisico was dan achteraf een goede beslissing. Bij een eurodollarwisselkoers van *minder* van 1,15, is de dollar in waarde *gestegen*. Het resultaat op het valutatermijncontract is dan negatief omdat de belegger de dollars tegen de afgesproken wisselkoers van 1,15 verkoopt terwijl in de markt een betere prijs beschikbaar is.

Rentever schillen bepalen prijs termijncontract

De theoretische prijs van een valutatermijncontract wordt bepaald op basis van de huidige wisselkoers en de rentever schillen tussen de valuta's. Dit noemen we *rentepariteit*. Stel dat de huidige eurodollarwisselkoers 1,15 is en dat de rente in de Verenigde Staten 3% en in de eurozone 0% is. De theoretische prijs van een valutatermijncontract is dan 1,185 ($= 1,15 * 1,03/1,00$). De theoretische prijs (1,185) ligt *hoger* dan de huidige wisselkoers (1,15), wat betekent dat op basis van rentepariteit een *daling* van de dollar wordt ingeprijsd.

Wanneer de prijs van een valutatermijncontract afwijkt van de theoretische prijs, bestaat er een arbitragemogelijkheid (zie box *Arbitragemogelijkheid*).

Afdekken van de Amerikaanse dollar is ‘duur’

Doordat de rente in de Verenigde Staten 3% hoger ligt dan in de eurozone, is de forwardprijs van het valutatermijncontract 1,185. Wanneer de eurodollarwisselkoers niet verandert, is het resultaat op het termijncontract negatief. In het contract is namelijk afgesproken om de onderliggende waarde tegen een prijs van 1,185 uit te wisselen, terwijl de huidige wisselkoers 1,15 is. Om een positief resultaat te behalen op het termijncontract moet de dollar minimaal 3% in waarde dalen.

Arbitragemogelijkheid

Er is sprake van arbitrage als het mogelijk is om risicovrij winst te behalen. Dit gebeurt als het renteverskil niet is verwerkt in de prijs van het valutatermijncontract. De prijs van het valutatermijncontract noemen we de *forwardprijs*.

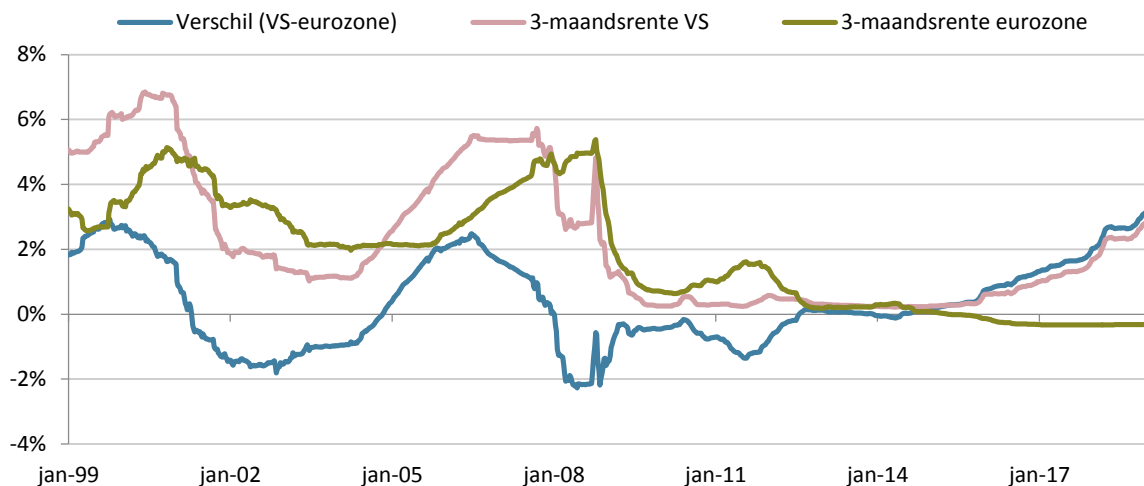
Voorbeeld: Stel de forwardprijs is gelijk aan de huidige eurodollarwisselkoers van 1,15. Een belegger arbitreert dan door de volgende stappen te doorlopen: Leen €100 voor één jaar tegen 0% rente en wissel deze euro's om tegen de huidige wisselkoers voor $100 * 1,15 = \$115$. Zet deze dollars weg tegen een rente van 3% en sluit een valutatermijncontract af tegen een forwardprijs van 1,15. De belegger ontvangt na een jaar $115 * 1,03 = \$118,5$. Hij wisselt de dollars om tegen de afgesproken forwardprijs van 1,15 en ontvangt €103. De belegger betaalt vervolgens de lening van €100 terug. Het restbedrag van $(103-100)= €3$ is winst wat risicoloos verkregen is.

Wanneer de belegger het valutatermijncontract afsluit tegen een forwardprijs waarin het renteverskil wel verwerkt is, is de forwardprijs 1,185. Wanneer de belegger het bedrag van \$118,50 omwisselt tegen een forwardprijs van 1,185, ontvangt de belegger €100. Na terugbetaling van de lening van €100 blijft er geen geld over. De belegger heeft een rendement van 0% behaald. Dit is gelijk aan de risicovrije rente in de eurozone.

Het renteverskil tussen twee valuta's bepaalt dus de prijs van een valutatermijncontract. Wanneer de forwardprijs afwijkt van de prijs die op basis van rentepariteit verwacht mag worden, kan er een arbitragemogelijkheid bestaan. In de whitepaper *Wispelturige Cross Currency Basis laat valuta-hedgebeleid in tact* zien we dat dit niet altijd het geval hoeft te zijn.

FIGUUR 3 RENTES IN DE VERENIGDE STATEN EN DE EUROZONE

Bron: Bloomberg, Achmea IM



Hierdoor biedt de valuta-afdekking pas bescherming bij een daling van de dollar van meer dan 3% per jaar. Door het grote renteverskil wordt het afdekken van de dollar dan ‘duur’ genoemd. Het renteverskil is momenteel het grootst over de afgelopen 20 jaar (zie figuur 3).

Forwardprijs is een slechte voorspeller

Doordat de Amerikaanse rente op dit moment hoger is dan de eurozonerente, is de forwardprijs van het valutatermijncontract hoger dan de huidige wisselkoers. In figuur 4 zijn de forwardprijzen van contracten met verschillende looptijden weergegeven met de roze stippen. In de praktijk blijkt dat de forwardprijs een slechte voorspeller is van de daadwerkelijke beweging van de wisselkoers. Uit onderzoek blijkt dat historisch gezien de feitelijke wisselkoers gemiddeld genomen minder in waarde daalt dan is ingeprijsd in het termijncontract. Dit fenomeen heet de *forward premium puzzle* (zie o.a. Doskov en Swinkels, 2014). Met de zogenaamde *carry trade* kan hiervan geprofiteerd worden. Dit is de afgelopen decennia het geval geweest voor Japanse beleggers. De Amerikaanse rente is in deze periode structureel hoger geweest dan de Japanse rente, terwijl de Amerikaanse dollar niet structureel in waarde is gedaald ten opzichte van de Japanse yen. Als de daling van de vreemde valuta kleiner is dan het renteverskil, levert minder afdekken een beter rendement op. In figuur 4 is dat het gebied onder de roze stippenlijn. Als de eurodollarwisselkoers in de toekomst onder deze lijn blijft, levert een lager valuta-afdeckingspercentage een beter resultaat op.

Hedgекosten voor velerlei uitleg vatbaar

In de markt wordt vaak gesproken over de kosten van valuta-afdekking. Het begrip kosten is op meerdere manieren uit te leggen. Ten eerste bedoelen beleggers vaak het renteverskil tussen twee valuta's, zoals in de hoofdtekst is uitgelegd. Dit zijn geen *echte* kosten. Ten tweede beïnvloedt de *cross currency basis* de prijs van een valutatermijncontract. Ten derde zijn er transactiekosten voor het afsluiten van het contract.

Cross currency basis

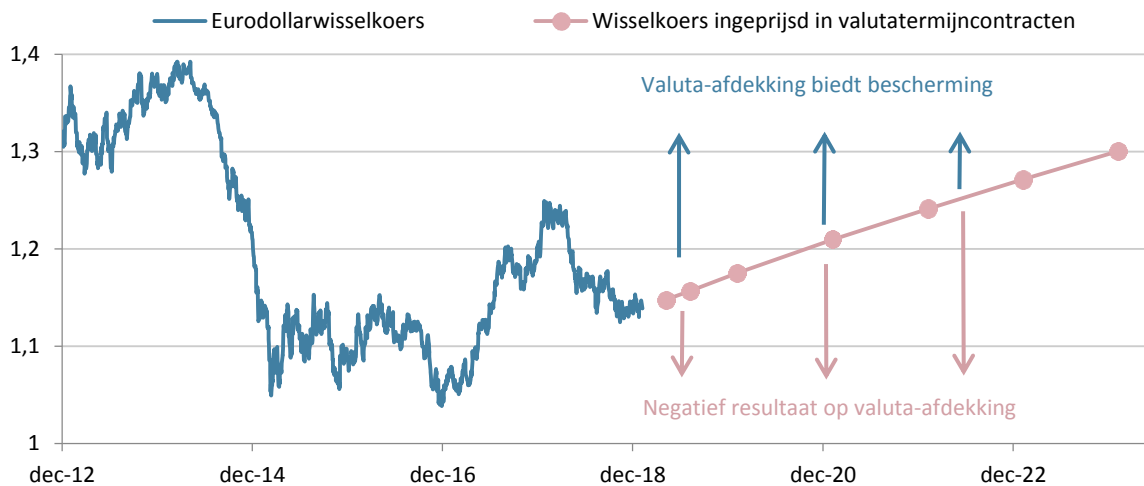
Rentever schillen bepalen de theoretische prijs van een valutatermijncontract. De werkelijke prijs kan echter afwijken van de theoretische prijs. Dit verschil noemen we de *cross currency basis*. In de whitepaper *Wispelturige Cross Currency Basis laat valutahedgebeleid in tact* gaan we dieper in op dit verschijnsel. Over de afgelopen 10 jaar bedroeg de *cross currency basis* tussen de euro en de Amerikaanse dollar ongeveer -0,3% per jaar. Dit betekent dat het valutatermijncontract 0,3% duurder was voor eurozonebeleggers dan op basis van alleen het renteverskil verwacht werd. In 2018 was de negatieve bijdrage circa 0,2%. Begin 2019 is de *cross currency basis* vrijwel nihil.

Transactiekosten zijn laag

Het afsluiten van een valutatermijncontract brengt transactiekosten met zich mee. De bied-laat-spread bepaalt hoe hoog de kosten zijn. De transactiekosten van een eurodollartermijncontract zijn laag, ongeveer 0,01% per jaar over de onderliggende waarde van het contract. De transactiekosten vallen bijna in het niet vergeleken met de kosten door rentever schillen en de *cross currency basis*.

FIGUUR 4 VALUTA-AFDEKKING BIEDT PAS BESCHERMING BIJ FORSE DALING VAN DE DOLLAR (FEB 2019)

Bron: Bloomberg, Achmea IM



Lagere dollarhedge is aantrekkelijk

Wij verwachten dat de zwakte in de eurozone voorlopig aanhoudt. Hierdoor blijft de *safe haven* status van de euro ter discussie staan en blijft het renteverskil tussen de eurozone en de Verenigde Staten nog langere tijd groot. De ECB zal de beleidsrente voorlopig laag houden, mede vanwege de cyclische economische afzwakking en de kwetsbaarheid van de financieel zwakkere landen. Door het renteverskil prijzen valutatermijncontracten een forse daling van de Amerikaanse dollar in, namelijk van circa 1,15 naar 1,30 over 5 jaar. Daarom is een lagere dollarhedge aantrekkelijk. Aandachtspunt is wel dat de euro goedkoop oogt ten opzichte van de Amerikaanse dollar (zie *Kanttekening: De euro oogt goedkoop*). Een ander aandachtspunt is regelgeving. Niet elke institutionele belegger is in staat valutarisico te lopen of te verhogen (zie *Regelgeving: vereist eigen vermogen*).

Kanttekening: De euro oogt goedkoop

De waardering van valuta's is één van de factoren om mee te wegen in de beslissing om een valuta meer of minder af te dekken. Wij schatten in dat de Amerikaanse dollar is overgewaardeerd ten opzichte van de euro. Dit pleit er voor de valuta-afdekking juist *niet* te verlagen.



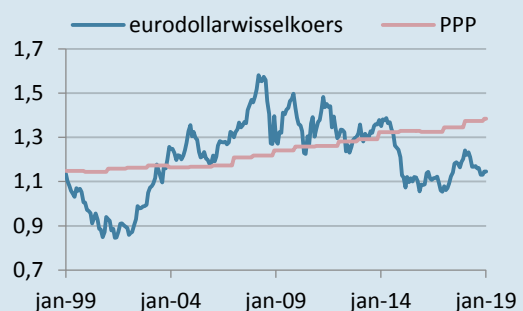
Vervolg: De euro oogt goedkoop

De meest gehanteerde methodiek om valuta's te waarderen, is koopkrachtpariteit (*Purchasing Power Parity, PPP*). Het idee achter deze methodiek is dat de wisselkoers tussen twee landen met een vergelijkbaar inkomen op een niveau moet liggen zodat de kosten van een mandje goederen in beide landen gelijk is. De koopkrachtpariteit wordt dus gedreven door de inflatieverschillen tussen landen. Op lange termijn kan koopkrachtpariteit opgaan. Echter, de wisselkoers kan langere tijd afwijken van het niveau gebaseerd op koopkrachtpariteit.

De Amerikaanse dollar is op basis van deze maatstaf overgewaardeerd (zie figuur 5). De overwaardering is niet extreem in historisch perspectief. Dus ondanks dat de euro goedkoop oogt op waarderingsmaatstaven, geven we meer gewicht aan de bijzondere marktomstandigheden.

FIGUUR 5 WAARDERING EUR/USD

Bron: Bloomberg, Achmea IM



Colofon

Deze whitepaper is een uitgave van Achmea Investment Management; opgesteld door het team Balansmanagement en Investment Strategy in maart 2019. Meer weten? Neem dan contact op met de auteurs:

Marten Naaktgeboren, CFA, Balansmanagement Adviseur
Maurice Geraets, CFA, Senior Investment Strategist

Of neem contact op met uw account CIO of business development director:
Mark Bakker T. 06 101 851 94
Jeroen van Rumund T. 06 224 559 26
Ivo van der Veen T. 06 535 987 24

Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. (Achmea IM) geeft aan u ter uitvoering van haar vermogensbeheerdienstverlening bepaalde adviezen. De in dit document ingenomen informatie betreft een dergelijk advies.

Achmea IM heeft de in dit document opgenomen informatie met zorg samengesteld. Deze informatie wordt aan u ter beschikking gesteld in uw hoedanigheid van gekwalificeerde belegger en/of professionele belegger zoals bedoeld in de Wet op het financieel toezicht (Wft).

Dit document is of bevat (i) geen aanbod of uitnodiging om financiële instrumenten te kopen, te verkopen of te verhandelen (in de zin van 1:1 Wft), (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies (in de zin van 1:1 Wft), en (iii) geen juridisch of fiscaal advies. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch of fiscaal adviseur. Achmea IM raadt u af een (beleggings)beslissing uitsluitend te baseren op de in dit document opgenomen informatie. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van een dergelijke (beleggings)beslissing.

De informatie in dit document is (mede) gebaseerd op informatie die Achmea IM van betrouwbaar geachte informatiebronnen heeft verkregen.

Achmea IM garandeert niet de betrouwbaarheid van die bronnen en de juistheid en volledigheid van de van die bronnen verkregen informatie.

De informatie in dit document is puur informatief en u kunt daaraan geen rechten ontleen. Alle informatie is een momentopname, tenzij uitdrukkelijk anders is aangegeven. Het verstrekken van dit document na de oorspronkelijke publicatiedatum is geen garantie dat de hierin opgenomen informatie op die latere datum nog juist en volledig is. Achmea IM heeft het recht om deze informatie zonder aankondiging te wijzigen.

Het noemen van rendementen op beleggingen in dit document dient uitsluitend als uitleg en toelichting. Achmea IM spreekt daarmee geen verwachting uit over het rendement of koersverloop van die beleggingen. De waarde van uw belegging kan fluctueren en in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De informatie in dit document is gebaseerd op door Achmea IM gemaakte aannames. Het is mogelijk dat andere aannames worden gemaakt dan de door Achmea IM gemaakte aannames. De door Achmea IM getrokken conclusies zijn daarom niet noodzakelijkerwijs juist en/of volledig.

U mag de informatie in dit document alleen voor eigen persoonlijk gebruik kopiëren. U mag de informatie niet overnemen, vermenigvuldigen, distribueren of openbaren zonder schriftelijke toestemming van Achmea IM. Alle informatie (teksten, foto's, illustraties, grafisch materiaal, handelsnamen, logo's, woord- en beeldmerken) blijft eigendom van of in licentie bij Achmea IM en wordt beschermd door auteursrecht, merkenrecht en/of intellectueel eigendomsrecht. Er worden geen rechten of licenties overgedragen bij gebruik van of toegang tot deze informatie. Uitgegeven door: Achmea Investment Management B.V., statutair gevestigd te Zeist en kantoorhoudende te Zeist (Handelsregister nr. 18059537). Achmea IM is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten (AFM) in Amsterdam als een beheerder van beleggingsinstellingen als bedoeld in artikel 2:65a Wft en is onder deze vergunning bevoegd tot het verlenen van de beleggingsdiensten als opgenomen in het door de AFM gehouden register.