Van belegger naar valutahandelaar

Beschrijving

â??De dollar is onze munt en uw probleem,â?• zei de Amerikaanse minister van FinanciÃ«n John Connally ooit cynisch. Dit jaar lijkt die uitspraak nog altijd profetisch. Sinds de Grote FinanciÃ«le Crisis van 2008 is de dollar gestegen, onder andere versus de euro. Het is de derde grote rally sinds de dollar de koppeling met goud heeft losgelaten. Nu bestaat de gemiddelde beleggingsportefeuille van veel Amerikanen voor een groot deel uit dollarposities. Nog altijd zijn er Amerikanen die niet meer dan 3 procent van hun portefeuille buiten de VS aanhouden. Tegelijkertijd hebben Europese beleggers geprofiteerd van een dubbele beweging: stijgende Amerikaanse aandelen Ã©n een appreciÃ«rende dollar. Maar die gouden tijden lijken met het aantreden van Trump voorbij. Na de stijgende dollar in de afgelopen jaren, is de dollar dit jaar gedaald. Voor Europese beleggers betekent dit dat de S&P 500, ondanks herstel in dollartermen, dit jaar nog steeds in de min staat wanneer omgerekend wordt naar euroâ??s. Het zorgt ervoor dat beleggers zich zijn gaan gedragen als valutahandelaren.

De tien factoren die de dollar bepalen

Het voorspellen van valutabewegingen is complex omdat valutamarkten vaak â??manisch monogaamâ?• zijn. Meestal wordt sterk de nadruk gelegd op Ã©Ã©n specifieke factor terwijl andere factoren lijken te verdwijnen, totdat ze plotseling weer dominant worden. Van de tien factoren die munten beÃ¯nvloeden, pleiten er momenteel zeven tegen de dollar: waardering, kapitaalstromen, politieke stabiliteit, economische prestaties, het tekort op de lopende rekening van 4% van het BBP, het oplopende begrotingstekort van 6,8% van het BBP, en het momentum. Voor de dollar pleiten slechts het monetaire beleid, de consensusverwachtingen over een sterke euro, en het Amerikaanse rentevoordeel. Deze analyse wijst op structurele zwakte, maar de timing van valutabewegingen blijft onvoorspelbaar.

De lach van de dollar

De dollar gedraagt zich volgens de zogeheten â??smiley-theorieâ??: sterk wanneer de Amerikaanse economie veel beter presteert dan de rest, maar ook sterk in slechte tijden als de ultieme veilige haven.

In het midden â?? bij relatief trage groei, terughoudende Fed en geen recessievrees â?? is de dollar zwak. Precies waar we nu zitten. Dit verklaart waarom de dollar na drie grote bull-markten sinds 1971 nu mogelijk aan het einde staat van zijn laatste sterke periode die startte tijdens de Grote FinanciÃ«le Crisis. Het patroon toont dat dollarzwakte vaak samenvalt met periodes van mondiale stabiliteit en gematigde Amerikaanse groei.

De conventionele wijsheid luidt dat je valutarisico moet afdekken bij internationale beleggingen. Het afdekken van de Amerikaanse dollar (als reservevaluta) vergroot echter het risico in portefeuille. Op het moment dat er sprake is van een grote crisis, is de kans groot dat de dollar (als veilige haven) aan kracht wint. Wie dan de dollar afdekt, lijdt niet alleen verlies op de aandelenportefeuille, maar ook op de dollar. Bovendien betekent het renteverschil tussen Europa en de VS dat het afdekken van aandelen niet gratis is. De Europese markt moet al snel minimaal 2 procent per jaar beter presteren dan de Amerikaanse aandelenmarkt. De lat ligt dus hoog.

Obligaties versus Aandelen

Bij obligatiebeleggingen biedt dollarafdekking een belangrijk voordeel: het renteverschil tussen euro en dollar werkt in je voordeel. Amerikaanse tienjaars Treasuries renderen momenteel ruim een procent meer dan Duitse Bunds. Op kortlopend papier is het renteverschil groter. Dit hogere rendement compenseert direct de kosten van valuta-afdekking en maakt hedging bij obligaties wenselijk. Bij aandelen ligt dit anders. Het renteverschil moet worden gezien als pure kosten zonder compenserende opbrengst. Het wordt vreemd om jaarlijks 2 procent of meer te betalen voor dollarafdekking terwijl aandelenrendementen al onzeker zijn. Bovendien zorgt een zwakke dollar voor hogere Amerikaanse bedrijfswinsten, terwijl het de bedrijfswinsten van Europese multinationals onder druk zet. Veel Nederlandse bedrijven zijn bijvoorbeeld gevoeliger voor de dollar dan grote Amerikaanse techbedrijven.

Correlaties relevant voor valutabeleid

In opkomende markten en grondstof exporterende landen is de correlatie tussen aandelen en valuta sterk positief â?? buitenlandse investeerders stromen tegelijk in aandelen Ã©n de valuta. Hier vermindert afdekking inderdaad de volatiliteit. Turkije, BraziliÃ« en Colombia vertonen deze hoge correlaties. Maar er zijn opmerkelijke uitzonderingen. Japan en de Verenigde Staten hebben negatieve correlaties tussen aandelen en valuta. Een zwakkere yen helpt Japanse exporteurs, wat aandelenkoersen opstuwt. Voor de VS geldt dat de dollar sterker wordt bij mondiale onzekerheid, terwijl binnenlandse beleggers juist uit aandelen vluchten naar obligaties. Voor buitenlandse beleggers in deze markten verhoogt afdekking paradoxaal genoeg de volatiliteit.

De toegevoegde waarde van een open dollarpositie

Een onafgedekte dollarpositie biedt verschillende voordelen afhankelijk van het marktscenario. Bij toenemende Amerikaanse inflatie verzwakt doorgaans de dollar, maar stijgen Amerikaanse aandelen nominaal mee. Voor Europese beleggers dempt de dollarzwakte de nominale winsten, wat een

natuurlijke hedge vormt tegen inflatie. In een Amerikaanse recessie vlucht kapitaal naar dollarobligaties terwijl aandelen dalen. De dollarsterkte compenseert deels de aandelenverliezen voor buitenlandse beleggers â?? weer een natuurlijke hedge. Bij sterke Amerikaanse groei stijgen zowel aandelen als dollar, wat buitenlandse beleggers dubbel beloont. Dit verklaart mede waarom Europese beleggers de afgelopen decennia zo hebben geprofiteerd van hun Amerikaanse aandelen. Bij stagflatie (lage groei, hoge inflatie) verzwakt de dollar terwijl aandelen stagneren. Dit is het enige scenario waarin dollarafdekking duidelijk voordelig is, maar het is historisch ook een scenario dat niet zo vaak voorkomt.

Waarom nu niet afdekken?

Het meest opvallende verschil met een jaar geleden is de complete ommekeer in marktsentiment. Waar begin 2024 nog sprake was van euforie over Amerikaanse exceptionalisme en een sterke dollar, rekent nu bijna iedereen op verdere dollarzwakte. Europese beleggers zijn massaal gepositioneerd op een zwakkere dollar. Historisch is dit eerder het moment waarop markten worden getest door het tegenovergestelde. Wanneer iedereen naar dezelfde kant leunt, heeft de markt de neiging om het omgekeerde te doen. De huidige consensus over dollarzwakte maakt paradoxaal genoeg een sterkere dollar waarschijnlijker op korte termijn.

De onwrikbare dollardominantie

Ondanks alle doemscenarioâ??s over het einde van de dollarhegemonie blijft de realiteit koppig: er bestaat simpelweg geen alternatief. Meer dan 80 procent van alle valutatransacties gebeurt in dollars, bijna 60 procent van wereldwijde reserves bestaat uit dollars. Dit zijn de netwerkeffecten, vergelijkbaar met Microsoft Windows â?? niet het beste besturingssysteem, maar omdat iedereen het gebruiken, blijft het dominant.

De euro lijdt tegelijkertijd onder fundamentele constructiefouten. Zoals de CEO van Euronext recent opmerkte: je kunt geen volwaardige kapitaalmarkt bouwen op 27 verschillende juridische systemen met 27 toezichthouders. Elke crisis â?? van Griekenland tot de energiecrisis â?? legt de zwakte bloot van een monetaire unie zonder echte fiscale en politieke integratie. Europese bedrijven financieren zich nog altijd eenvoudiger in de Verenigde Staten dan in hun eigen achtertuin.

De toekomst

De graduale fragmentatie van het monetaire systeem is onomkeerbaar, maar zal decennia duren. Geen enkele valuta heeft eeuwige dominantie â?? het Britse pond regeerde tot de Eerste Wereldoorlog, daarna nam de dollar over. Misschien staat de dollar aan de vooravond van een vergelijkbare transitie. Voor beleggers betekent dit een permanente verschuiving. Valutaâ??s zijn van bijrol gepromoveerd tot hoofdrolspeler. De kunst is niet om dit te vrezen, maar om het strategisch te benutten. In een wereld waar sentiment kan omslaan van extreme dollareuforie naar massale dollarvrees binnen maanden, is het verstandig om niet mee te bewegen met de massa. Het huidige moment â?? waarbij bijna iedereen rekent op dollarzwakte na jaren van dollaroptimisme â?? is historisch gezien niet het beste tijdstip om massaal over te gaan tot dollarafdekking. Vooral niet bij aandelen, waar de kosten hoog zijn en de

dollar werkt als natuurlijke hedge.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer

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

Voor tussentijdse updates, volg AurÃ©us op Linkedin