VerDieping | Valutarisicoâ??s

Beschrijving

Valutamarkten zijn de meest liquide markten ter wereld met een dagelijkse omzet van 6.600 miljard dollar. Er is geen markt zo groot als de wereldwijde valutamarkt. Het is daarmee ook de markt die het dichtst in de buurt komt van een efficiÃ«nte markt, een markt waar de prijs alle informatie onmiddellijk reflecteert. Ondanks die omvang worden valutaâ??s zelden gezien als een beleggingscategorie. De algemene opvatting is dat valutaâ??s op zichzelf geen rendement genereren en daarmee alleen een bron zijn van risico waarvoor de belegger niet wordt gecompenseerd. In tegenstelling tot bij aandelen en obligaties is er bij valuta geen marktrendement. Theoretisch moet het rendement op een indextracker met daarin alle valuta een rendement genereren dat gelijk staat aan het risicovrije rendement in die landen. In de praktijk blijken valutamarkten helemaal niet zo efficiÃ«nt. Er zijn verschillende partijen waaronder centrale banken en grote bedrijven die actief zijn op de valutamarkten zonder het winstoogmerk. Centrale bankiers zien de beweging van de munt vaak als onderdeel van het monetaire beleid, grote bedrijven willen vooral al te grote valutabewegingen afdekken. StrategieÃ«n gebaseerd op waarde, carry (renteverschillen) en momentum zijn wel degelijk in staat om rendement te genereren in valutamarkten.

Factoren van invloed op valutaâ??s
Er zijn veel factoren van invloed op de ontwikkeling van een munt. De mate waarin elke factor invloed heeft op de koersontwikkeling valt meestal alleen achteraf te bepalen. Het voorspellen van valuta is dan ook niet eenvoudig. Toen voormalig Fed-voorzitter Alan Greenspan werd gevraagd naar zijn verwachtingen ten aanzien van de dollar antwoordde hij dat er volgens hem 50 procent kans was dat die zou stijgen en 50 procent kans dat die zou dalen. Op lange termijn is de ontwikkeling van een munt goed te verklaren door de kracht van de economie. Simpel gesteld: een sterke en flexibele economie met een hoge economische groei heeft ook een sterke munt. Op kortere termijn spelen geldstromen, renteverschillen, schuldposities in meer of mindere mate een rol. Ook is sentiment een grote valkuil voor veel valutabeleggers. Op het moment dat het overgrote deel van de marktparticipanten een negatieve of een positieve visie heeft op een bepaalde munt, is de ontwikkeling van die munt vaak tegenovergesteld aan die visie.

De waarde van geld
Het bijdrukken van geld is niet goed voor de waarde van het geld. De afgelopen tien jaar zijn centrale bankiers gezamenlijk bezig om extra geld bij te drukken. Eerst indirect via de commerciÃ«le banken door de rente naar het nulpunt te brengen, maar al vrij snel direct door obligaties op te kopen met door de centrale bank gecreÃ«erd geld. Doel is onder andere om de eigen munt goedkoper te maken, waardoor de binnenlandse economie een impuls krijgt. Een zwakke munt is als het invoeren van een importheffing op alle goederen. Maar als iedereen de eigen munt goedkoper probeert te maken, is de vraag ten opzichte waarvan. Deze situatie lijkt sterk op de competitieve devaluaties in de jaren dertig van de vorige eeuw. Het ene na het andere land devalueerde toen de munt ten opzichte van haar handelspartners. In die dagen gebeurde dat tegen de goudstandaard, nu is vooral de Amerikaanse dollar in haar status van reservemunt het slachtoffer.

De status van de Amerikaanse dollar
De Amerikaanse dollar is een bijzondere munt. De dollar is sterk als de Amerikaanse economie veel beter presteert dan de rest van de wereld, maar ook sterk in slechte economische tijden. In dat laatste geval profiteert de dollar van haar status als reservemunt, de ultieme veilige haven in tijden van stress. Tussen deze twee extremen in krijgen de onderliggende fundamenten vat op de dollar. Door die fundamenten is de dollar structureel zwak: waardering, politieke instabiliteit, economische prestaties, het monetaire beleid, het tekort op de lopende rekening en het tekort op de begroting pleiten op dit moment allemaal tegen de dollar. Dat kan veranderen, bijvoorbeeld wanneer de Fed eind augustus in Jackson Hole aangeeft dat er sprake is van een piek in liquiditeit, maar dat is gelet op de Amerikaanse economie niet waarschijnlijk. Ook een klinkende overwinning van de Democraten in november, waarmee ze ook de Senaat veroveren, zal de dollar helpen.

Verder verzwakking van de dollar
Voorlopig lijkt het er op dat de dollar nog verder kan verzwakken. In de eerste plaats komt dit door het herstel van de euro. Die profiteert van het aangekondigde herstelplan en de goedkeuring van de Europese begroting. Voor het eerst gaat de Europese Unie obligaties uitgeven en daarmee is er een risicomijdend alternatief naast Amerikaanse treasuries. Het versterkt de status van de euro als mogelijke reservemunt. Handelsgewogen staat de euro nog altijd 14 procent beneden het niveau van oktober 2009, terwijl de dollar maar liefst 29 procent boven het dieptepunt staat van juli 2011. Dat terwijl de Verenigde Staten een tekort op de lopende rekening hebben van 2,6 procent van het BBP, terwijl Europa een overschot heeft gelijk aan 2,7 procent van het BBP, een verschil dus van maar liefst 5,3 procent. Verder kalft de status van de dollar als reservemunt af, door de dollar in te zetten als wapen tegen landen als Iran en Soedan. Door die landen af te sluiten van dollarliquiditeit, zijn er meer regimes in het Midden Oosten en Afrika die tegenwoordig liever euro of renminbi accepteren dan Amerikaanse dollar. De Chinezen voeren een actief beleid om de renminbi te positioneren als alternatieve reservemunt. Daarvoor is het nog te vroeg, maar de euro is een betere kandidaat. Nu al bestaat de handelsgewogen dollar voor 58 procent uit euro. Een zwakkere dollar is een impuls voor de internationale liquiditeit. Bedrijven en landen die schulden hebben in dollar profiteren direct. Een zwakke dollar stelt centrale banken in opkomende markten in de gelegenheid om een ruimer monetair beleid te gaan voeren. Daarmee wordt een impuls gegeven aan het economische herstel. Nu zijn bedrijven die profiteren van dat economische herstel vooral buiten de Verenigde Staten genoteerd.

Afdekken van het valutarisico
Valutaire ontwikkelingen kunnen een forse impact hebben op het rendement van een breed gespreide portefeuille. Toch is het niet verstandig om binnen aandelen het valutarisico af te dekken. Bedrijven

dekken namelijk zelf deels of geheel het valutarisico af. Dat doen ze rechtstreeks of door middel van financiering in vreemde valuta van de buitenlandse activiteiten. Verder hebben valutabewegingen direct impact op de winstgevendheid van exporterende bedrijven. Een zwakkere munt zorgt voor een hogere winst en een hogere waardering. Per saldo is de impact van de valuta dan ook beperkt. Door de vele multinationals en de afgenomen koppeling tussen de plaats waar een aandeel wordt verhandeld en de plaats waar de activiteiten plaatsvinden, zijn er aandelen die in euro noteren, maar gevoeliger zijn voor de ontwikkeling van de Amerikaanse dollar, dan Amerikaanse bedrijven zelf. Producten worden vaak niet binnen het eurogebied geproduceerd, terwijl het bedrijf toch moet concurreren op de wereldmarkt. Ook Japanse bedrijven hebben grote delen van hun productie buiten Japan gebracht. Bij obligaties worden valutarisicoâ??s meestal wel afgedekt, omdat er een veel beter overzicht is van de kasstromen en omdat niet afdekken het risicokarakter van een obligatieportefeuille sterk kan veranderen. Overigens zorgt een kleine positie in vreemde valuta ook binnen obligaties juist voor verdere diversificatie. Het grote voordeel van het niet afdekken van de Amerikaanse dollar bij aandelen is dat in tijden van een beurscorrectie de dollar wordt gezien als veilige haven. Als die dollar niet is afgedekt, compenseert een sterkere dollar deels of zelfs geheel het verlies op aandelen. Op het moment dat de dollar is afgedekt, verliest men niet alleen op de aandelen, maar ook op de â??afdekkingâ??, juist op een moment dat de verliezen zo hoog oplopen dat historische bandbreedtes dreigen te worden doorbroken. Zoâ??n afdekking is dat feitelijk niets meer dan een extra gok die zorgt voor het uitvergroten van de volatiliteit en het mogelijke gevolg dat beleggers juist op de bodem afscheid nemen van hun portefeuille.

Op lange termijn

De Amerikaanse dollar is sinds Bretton Woods de enige reservemunt ter wereld. Hoewel met het loslaten van de goudstandaard op 15 augustus 1971 ook de reservestatus van de Amerikaanse dollar leek te verdwijnen, zorgde de door Paul Volcker veroorzaakte dubbele recessie in 1982 er voor dat het buitenland vertrouwen mocht hebben in de koopkracht van de Amerikaanse dollar en daarmee dus ook in de dollar. Op dit moment wordt zowel de status van de dollar, de euro en de yen ondermijnt door het onconventionele monetaire beleid. Als gevolg van de Coronacrisis worden grote stappen gezet, stappen die een half jaar geleden niet mogelijk maken. Een voorbeeld is het rechtstreeks financieren van de staat door de centrale bank, een vrijbrief voor politici om schulden te maken. GeÃ¯nspireerd door de Moderne Monetaire Theorie ontstaan er steeds meer twijfels over de waarde van papiergeld. Een manier om die geldontwaarding tegen te gaan is door niet te sparen of te beleggen in obligaties met een negatieve rente, maar door te beleggen in aandelen. Alleen de Chinese centrale bank verzet zich tegen negatieve rentes en ook tegen het opkopen van obligaties. Gelet op de aspiraties van zowel de euro als de renminbi om ook een reservemunt te zijn, ontstaat er mogelijk een tri-polaire wereld wat nieuwe spreidingsmogelijkheden biedt voor beleggers.

AurÃ©us
Han Dieperink
Strategisch Partner