

Wispelturige Cross Currency Basis laat valutahedgebeleid in tact

Whitepaper

Augustus 2018

achmea 

Achmea Investment Management



Managementsamenvatting

Voor het afdekken van valutarisico gebruiken pensioenfondsen valutaforward contracten (hierna: valutaforwards).

De theoretische prijs van een valutaforward is gebaseerd op de huidige wisselkoers en het renteverskil tussen de twee valuta's, dit heet de rentepariteit. In het verleden lagen de theoretische prijs en de marktprijs van valutaforwards dicht bij elkaar. Sinds de kredietcrisis is de forwardprijs echter niet meer alleen te verklaren door het renteverskil. Het verschil tussen de theoretische en de werkelijke forwardprijs is de Cross Currency Basis (CCB).

Kort samengevat zijn de conclusies van deze whitepaper:

- 1) Vraag en aanbod drijven de CCB;
- 2) De CCB is lastig te voorspellen;
- 3) De CCB kan zowel positief als negatief zijn.

Wij zien voor pensioenfondsen geen aanleiding om het valutahedgebeleid aan te passen. Het blijft verstandig om een groot deel van het valutarisico af te dekken omdat het als onbeloofd risico kan worden gezien. Op lange termijn zorgt een valuta afdekking voor een reductie van risico (volatiliteit).

De Cross Currency Basis maakt de valuta afdekking duurder of goedkoper

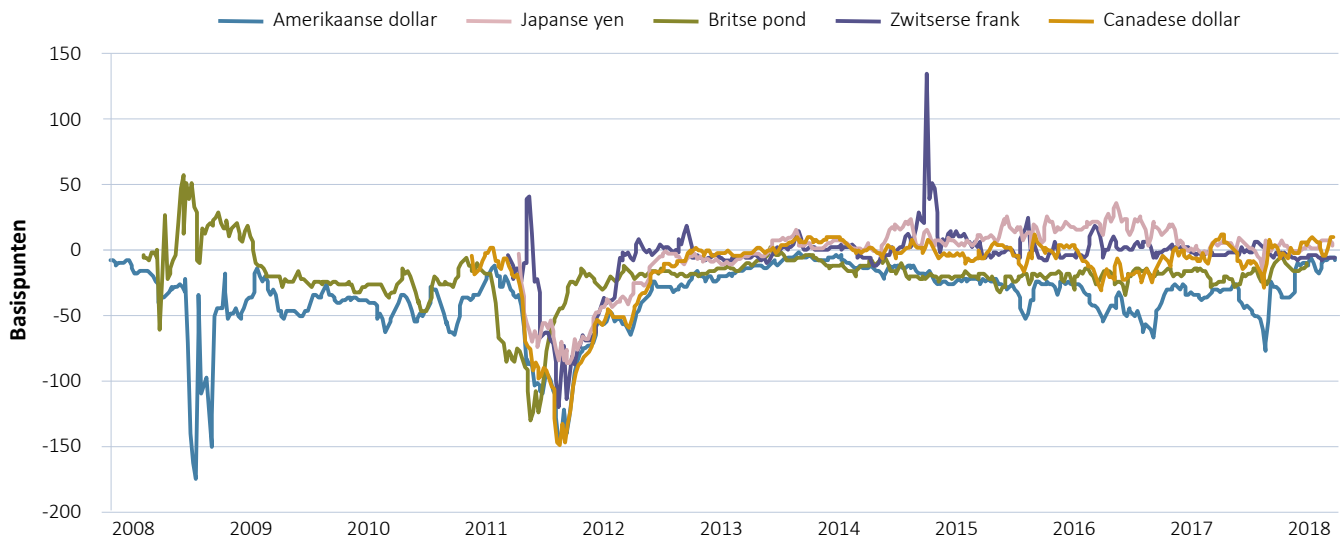
Wanneer pensioenfondsen beleggen in een vreemde valuta dan lopen zij valutarisico. Een voorbeeld zijn Amerikaanse aandelen. Wanneer een Amerikaans aandeel 10% meer waard wordt in dollars maar de dollarkoers daalt met 10% dan is het rendement niet 10% maar 0%. Om dit risico te mitigeren dekken veel pensioenfondsen hun valutarisico af met valutaforwards. Zoals eerder beschreven is door de CCB de prijs van de forward hoger of lager dan de theoretische prijs. Pensioenfondsen betalen dus meer of minder als de CCB positief of negatief is. De CCB kan daarom gezien worden als impliciete baten/kosten.

De forwardprijs op basis van rentepariteit en de Cross Currency Basis

Bij een valutaforward spreken twee partijen af om in de toekomst twee valuta's met elkaar uit te wisselen tegen een afgesproken prijs. De theoretische prijs is gebaseerd op de huidige wisselkoers en het verschil in rente. **Voorbeeld 1:** Stel dat de wisselkoers tussen de euro en de Amerikaanse dollar 1,20 is. Wanneer de rente in Amerika 3% is en de rente in Europa 0% dan is de 1-jaars forwardprijs volgens de rentepariteit $1,20 * (1,03/1,00) = 1,236$.

Wanneer de werkelijke forwardprijs afwijkt van de theoretische prijs dan is er sprake van een CCB. **Voorbeeld 2:** Als de prijs niet 1,236 maar 1,238 is dan bedraagt de CCB -20 basispunten ofwel 0,2%. De CCB is negatief omdat de werkelijke prijs van de forward hoger is dan de theoretische prijs. Er is hier dus sprake van impliciete kosten.

GRAFIEK 1: DE 3-MAANDS CROSS CURRENCY BASIS TEN OPZICHTE VAN DE EURO



De Cross Currency Basis verschilt per valuta en per looptijd

Grafiek 1 laat de 3-maands CCB zien van de 5 grootste valuta ten opzichte van de euro in een aandelenportefeuille (MSCI wereld). Van sommige valuta is alleen data beschikbaar van de laatste jaren. Voor iedere valuta zijn er forwards verkrijgbaar met verschillende looptijden, er is dus niet één valutaforward en dus ook niet één CCB. Deze whitepaper behandelt de 3-maands euro/dollar forward. Euro/dollar omdat de dollar de grootste vreemde valuta is in de portefeuille van pensioenfondsen en de 3-maands omdat deze forward het meest liquide is.

Grafiek 1 laat zien dat de CCB van met name de dollar erg negatief was. Ook de Britse pond en de Canadese dollar waren overwegend negatief terwijl de Japanse yen en de Zwitserse frank sinds 2013 overwegend positief waren. Dit onderstreept dat de CCB zowel positief als negatief kan zijn.

De Cross Currency Basis bestaat omdat arbitrage niet meer gratis is

Wanneer de werkelijke en de theoretische forwardprijs niet aan elkaar gelijk zijn dan is er een arbitrage mogelijkheid. In werkelijkheid blijkt arbitreren sinds 2008 lastig. De voornaamste reden is dat de kosten voor arbitrage zijn toegenomen. Door regelgeving moeten banken nu kapitaal aanhouden wanneer zij derivaten, zoals valutaforwards, afsluiten. Dit kapitaal kunnen ze nergens anders voor gebruiken. Doordat arbitreren niet meer gratis is, zorgen verschillen in vraag en aanbod ervoor dat de werkelijke forwardprijs afwijkt van de theoretische ('rentepariteit') prijs. Sinds 2008 is er eigenlijk altijd meer vraag dan aanbod naar dollarforwards geweest. Hierdoor is de werkelijke forwardprijs hoger dan de theoretische forwardprijs, waardoor er sprake is van een negatieve CCB. Dit kan echter ook omslaan.

Hoe werkt arbitrage?

Er is sprake van arbitrage als het mogelijk is om risicovrij winst te behalen. Er is een arbitragemogelijkheid wanneer de werkelijke forwardprijs niet gelijk is aan de theoretische forwardprijs. **Voorbeeld:** Stel de forwardprijs is niet, zoals in het voorbeeld in het vorige kader 1,236 maar 1,220. Een belegger arbitreert dan door bijvoorbeeld de volgende stappen te nemen: leen nu 100 euro voor één jaar tegen 0% rente, wissel deze euro's om tegen de huidige wisselkoers voor $100 \times 1,20 = 120$ dollar, zet deze dollars weg op een Amerikaans deposito voor één jaar tegen 3% rente en sluit tot slot een dollarforward af van 1,220 dollar/euro. Na een jaar ontvangt de belegger $120 \times 1,03 = 124$ dollar van de Amerikaanse bank en ruilt de dollars om tegen de afgesproken forwardprijs van 1,220 voor 102 euro. Vervolgens betaalt hij de lening van 100 euro terug in euro's. Het restbedrag van $102 - 100 = 2$ euro is winst wat is verdiend zonder (valuta)risico te lopen.

GRAFIEK 2: DE 3-MAANDS CROSS CURRENCY BASIS VAN DE EURO/DOLLAR FORWARD



De Cross Currency Basis schommelde de afgelopen 10 jaar tussen de 0 en -170 basispunten

Zoals grafiek 2 aangeeft is de CCB de afgelopen jaren behoorlijk volatiel geweest. De grote bewegingen zijn achteraf te verklaren door veranderingen in vraag en aanbod, de reden verschilt echter per keer. Dit kwam de ene keer door stress in de markt,

dan door regelgeving en dan weer door inmenging van een centrale bank (zie kader hieronder voor een uitgebreide toelichting). Vooraf zijn de onderliggende verschuivingen in vraag en aanbod van valutaforwards heel moeilijk te kwantificeren. Wij concluderen hieruit dat de CCB lastig is te voorspellen.

De verklaring van de bewegingen van de Cross Currency Basis

De licht roze pijl (1) was ten tijde van de kredietcrisis. Europese banken hadden geen toegang meer tot dollarliquiditeit. Om toch aan dollars te komen gebruikten ze dollarforwards. Er was dus een sterke stijging in de vraag naar dollarforwards. Toen Europese banken weer toegang kregen tot dollarliquiditeit steeg de CCB weer richting nul (groene pijl, 2).

De oranje pijl (3) was ten tijde van de eurocrisis. Er was weinig vertrouwen in Europese banken. Hierdoor waren andere, niet-Europese banken, alleen bereid om dollarforwards af te sluiten tegen een extra vergoeding. Er was dus minder aanbod van dollarforwards. Toen het vertrouwen in Europese banken weer begon toe te nemen normaliseerde het aanbod weer en bewoog de CCB weer richting nul (donkerroze pijl, 4).

De paarse pijl (5) komt door het opkoopprogramma van de Europese Centrale Bank (ECB). De ECB koopt euro obligaties op waardoor de rentevergoeding op euro obligaties flink daalt. Het gevolg hiervan is dat euro obligaties minder aantrekkelijk zijn voor investeerders. Europese investeerders kijken daardoor uit naar bijvoorbeeld Amerikaanse obligaties. Om het valutarisico af te dekken sluiten zij dollarforwards af. Hierdoor neemt de vraag naar dollarforwards dus toe. Het ECB programma is ook aantrekkelijk voor Amerikaanse bedrijven. Het is voor hun goedkoper (ze hoeven lagere rentevergoeding te betalen) om hun obligaties in euro's aan te bieden. Om het valutarisico af te dekken sluiten ook zij dollarforwards af.

De zwarte pijl (6) komt door nieuwe regelgeving in de VS. Ten eerste is een belasting ingevoerd op buitenlandse financiering. De hoeveelheid buitenlandse investeerders in de VS neemt hierdoor af en daardoor ook de vraag naar dollarforwards. Verder is de bedrijfsbelasting in de VS verlaagd waardoor het voor Amerikaanse bedrijven goedkoper is geworden om obligaties in dollars uit te geven. Hierdoor halen ze meer binnenlandse (dollar) financiering op en minder buitenlandse financiering (bijvoorbeeld euro). Ook dit zorgt ervoor dat de vraag naar dollarforwards is afgenomen.

Hoe moet in het valutahedgebeleid van een pensioenfonds nu worden omgegaan met de CCB?

Hiervoor is aangegeven dat de CCB volatiel en moeilijk te voorspellen is. Dit maakt het lastig om daar met een strategisch valutahedgebeleid actief op in te spelen. Het is verstandiger de mogelijke impact van de CCB te beperken en valutaforwards gespreid te handelen. Zo wordt voorkomen dat de gehele valuta afdekking wordt doorgerold op een moment dat de CCB op een extreem niveau staat. Een ander voordeel van spreiden is dat het liquiditeitsrisico wordt verlaagd omdat dan de afrekenmomenten gespreid zijn.

Wij concluderen dat het valutahedgebeleid niet hoeft te worden aangepast als gevolg van de CCB. Ten eerste daalt het Vereist Eigen Vermogen (VEV) wanneer het valutarisico afgedekt wordt.

De vrijgekomen risicoruimte kan eventueel voor een ander, wel beloond, risico worden gebruikt, bijvoorbeeld aandelenrisico. Ten tweede is het doel van het valutahedgebeleid om op lange termijn de volatiliteit van de portefeuille te verlagen, niet om rendement te behalen. Dit blijft het geval. De volatiliteit van beleggingen in vreemde valuta daalt aanzienlijk, het is niet ongebruikelijk dat een valuta 10% meer of minder waard wordt. Afgezet tegen de kosten is dat veel. Valutaforwards kosten minder dan 1 basispunt aan transactiekosten. De CCB ten opzichte van de dollar, en dus de impliciete kosten, waren gemiddeld ongeveer -30 basispunten sinds 2008.



Neem voor meer informatie contact op met:

Roelof Waalkens, Balansmanagement Adviseur: roelof.waalkens@achmea.nl

Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. ('Achmea IM') heeft de informatie in dit document met zorg samengesteld. De informatie is alleen bestemd voor gekwalificeerde beleggers en/of professionele beleggers 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, (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies, (iii) geen juridisch, fiscaal of ander advies. Achmea IM raadt u af een (beleggings)beslissing uitsluitend te baseren op de informatie in dit document. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch, fiscaal of andere adviseur. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van zo'n (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 ontlenen. 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.

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.

