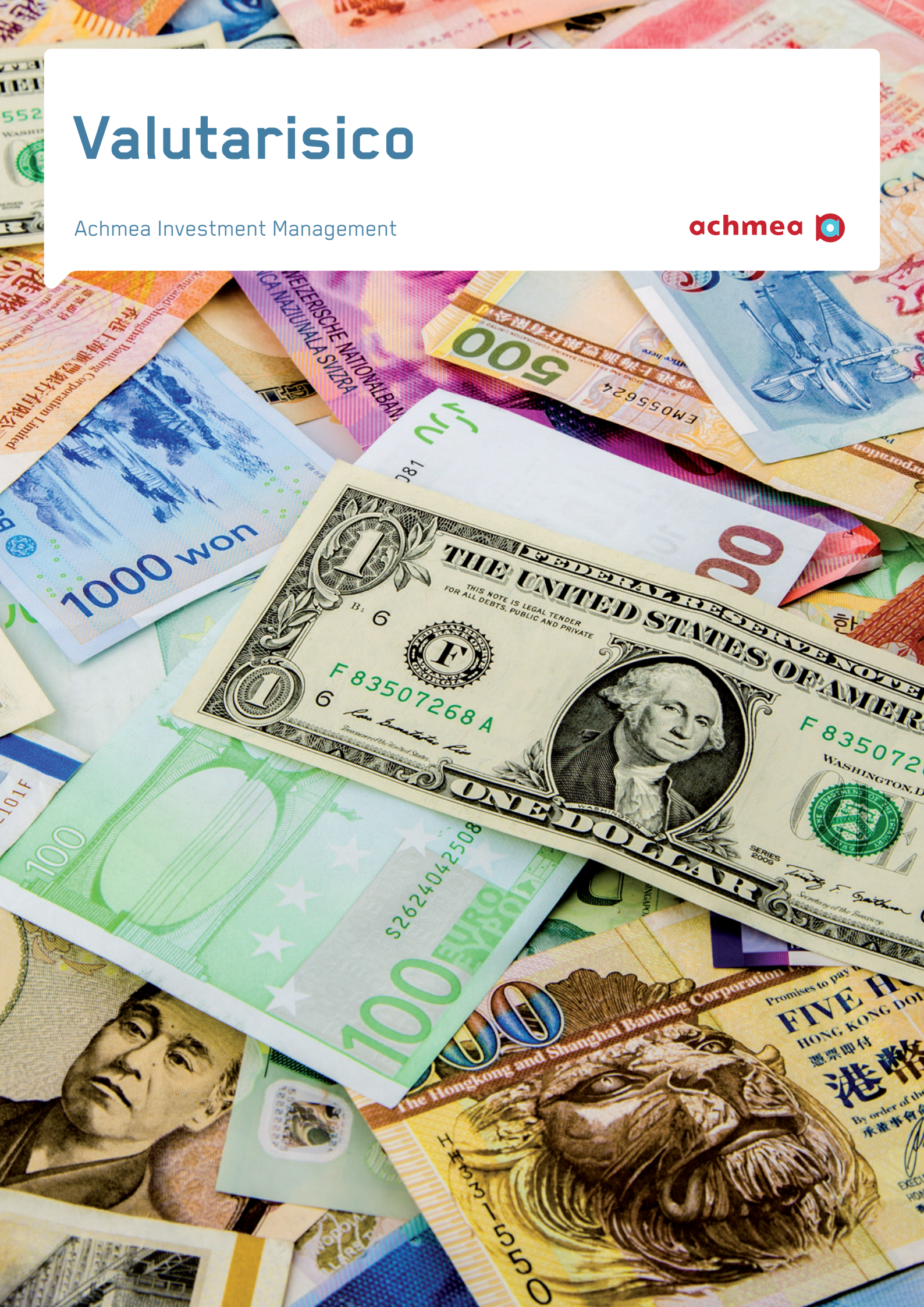


Valutarisico

Achmea Investment Management



Inhoudsopgave

1	Inleiding	3
2	Wat is valutarisico?	4
3	Hoe werkt afdekking van valutarisico?	7
4	Voor- en nadelen van valuta-afdekking	10
5	Cross currency basis en carry trade	12
6	Valuta-afdekking van vastrentende waarden portefeuilles	16
7	Valuta-afdekking van aandelen portefeuilles	17
8	Valuta-afdekking in opkomende landen	20
9	Samenvatting	22
10	Literatuur	23

Wilt u meer weten over valutarisico?

Neem dan contact op met uw accountmanager of met Frank van Weegberg via frank.van.weegberg@achmea.nl of Marten Naaktgeboren via marten.naaktgeboren@achmea.nl.

1 Inleiding

De meeste pensioenfondsen beleggen een gedeelte van hun vermogen buiten de eurozone en daarmee in niet-euro beleggingen. Doordat de waarde van de beleggingen verandert door wisselkoersbewegingen van de vreemde valuta's, loopt het pensioenfonds valutarisico. In deze publicatie legt Achmea Investment Management uit wat valutarisico betekent voor de beleggingsportefeuille. Pensioenfondsen kiezen er meestal voor om het valutarisico af te dekken met valutaderivaten, zogenaamde valutaforward contracten. De werking van contracten wordt in deze publicatie uitgelegd.

Er bestaan grote verschillen tussen de manier waarop pensioenfondsen omgaan met het afdekken van valutarisico. Sommige pensioenfondsen dekken het valutarisico zo veel mogelijk af terwijl andere pensioenfondsen het valutarisico helemaal niet afdekken. Deze keuze is mede afhankelijk van de wijze waarop tegen valutarisico wordt aangekeken. In deze publicatie is de impact van het wel of niet afdekken van valutarisico beschreven.

Wij helpen u graag op weg om tot een goed afgewogen valuta-afdekkingsbeleid te komen.

2 Wat is valutarisico?

Pensioenuitkeringen van Nederlandse pensioenfondsen vinden vrijwel altijd in euro's plaats. Om de pensioenuitkeringen in de toekomst te kunnen betalen, beleggen pensioenfondsen in portefeuilles waarin verschillende beleggingscategorieën zijn opgenomen. De portefeuilles bestaan voor een gedeelte uit beleggingen waarvan de waarde is uitgedrukt in vreemde valuta's zoals de Amerikaanse dollar. Dit betekent dat de beleggingen in vreemde valuta's uiteindelijk omgezet moeten worden naar euro's om de pensioenuitkeringen te kunnen betalen. Valutarisico is het risico dat de waarde van de beleggingsportefeuille verandert als gevolg van veranderingen in wisselkoersen van vreemde valuta's.

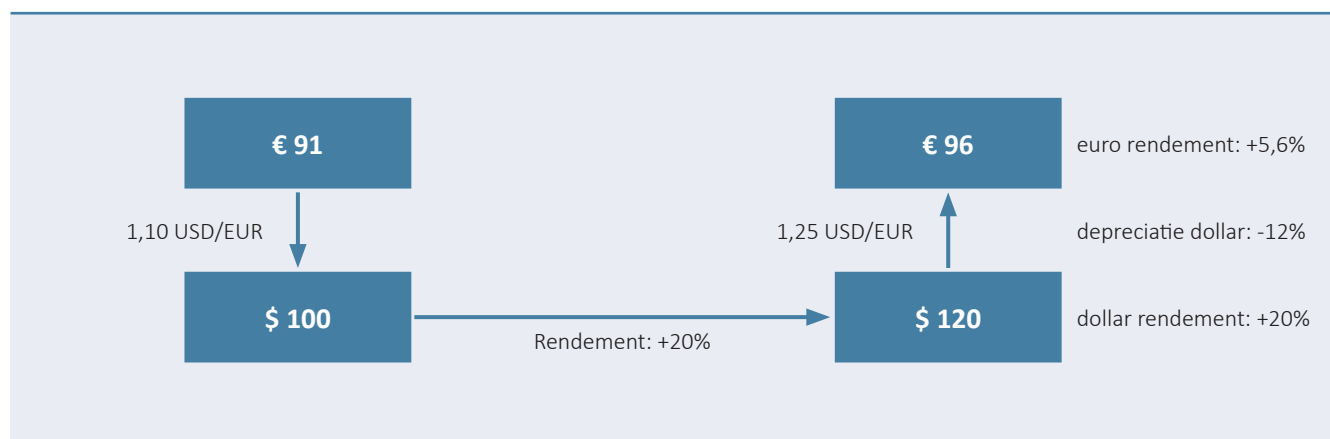
De vreemde valuta exposure wordt gemeten door te kijken naar de marktwaarde van de beleggingscategorieën die niet in euro's uitgedrukt zijn. Er is bijvoorbeeld sprake van valutarisico indien een pensioenfonds belegt in Japanse aandelen of in obligaties die in dollars genoteerd zijn. Het valutarisico ontstaat doordat de wisselkoersen van buitenlandse valuta's door de tijd niet vast maar variabel is ten opzichte van de euro.

Het effect van de waardeverandering van een vreemde valuta kan met een voorbeeld worden toegelicht:

Een Nederlands pensioenfonds koopt een aandeel in de Amerikaanse onderneming ABC. Het aandeel is aan het begin van het jaar 100 Amerikaanse dollar waard. Om een aandeel ABC te kunnen kopen dienen euro's te worden omgezet in dollars. De wisselkoers aan het begin van het jaar is 1,10 dollar per euro (USD/EUR). De koers op het huidige moment wordt de **spotkoers** genoemd. Gedurende het jaar stijgt het aandeel met 20% naar 120 dollar. Aan het einde van het jaar is de koers van de dollar 1,25 USD/EUR (zie ook Figuur 2.1).

- 1) Het aandeel kost het pensioenfonds aan het begin van het jaar 91 euro ($=100/1,10$).
- 2) Doordat de aandelenkoers stijgt van 100 dollar naar 120 dollar is het rendement op het aandeel ABC in dollars 20%.
- 3) Wanneer het pensioenfonds aan het einde van het jaar het aandeel ABC verkoopt, ontvangt het pensioenfonds 96 euro ($120/1,25$).
- 4) Dit betekent dat het pensioenfonds een rendement in euro's heeft gemaakt van 5,6% ($(96 - 91)/91$).
- 5) Het rendement op aandeel ABC van 5,6% in euro's is fors minder dan het rendement in dollars van 20%. Dit is te verklaren door een depreciatie van de dollar met 12% ($1,1/1,25-1$).

FIGUUR 2.1 RENDEMENT OP AANDEEL ABC

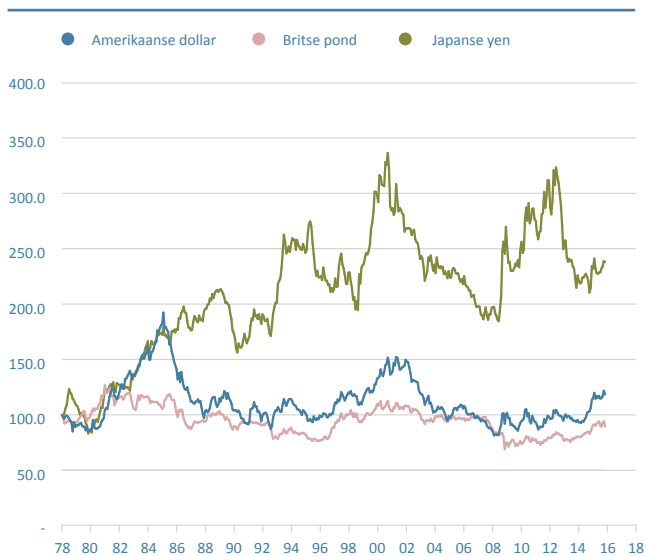


Depreciatie en appreciatie

In plaats van het stijgen of dalen van een valuta wordt ook vaak gesproken over appreciatie en depreciatie van een valuta. Wanneer de wisselkoers van de dollar aan het begin het jaar 1,10 USD/EUR is en aan het einde van het jaar 1,25 USD/EUR, dan betekent dit dat de euro in waarde is gestegen. We spreken dan over een depreciatie van de dollar ten opzichte van de euro of over een appreciatie van de euro ten opzichte van de dollar.

De verandering van de wisselkoers kan een forse impact hebben op het rendement en risico van de portefeuille. Figuur 2.2 toont de geïndexeerde ontwikkeling van de Amerikaanse dollar, het Britse pond en de Japanse yen ten opzichte van de euro (voor 1999 is gebruikgemaakt van de Duitse mark). Hierin is te zien dat de yen over de afgelopen decennia sterk is geapprecieerd ten opzichte van de euro, maar ook dat de wisselkoers van de yen erg beweeglijk geweest. De veranderingen in de dollar waren in de jaren 80 en rond de milleniumwisseling vrij fors, maar deze zijn de afgelopen jaren relatief beperkt geweest. Het Britse pond heeft van deze drie valuta relatief het minst gefluctueerd ten opzichte van de euro.

FIGUUR 2.2 ONTWIKKELING VAN DOLLAR, POND EN YEN TEN OPZICHT VAN DE EURO GEÏNDEXEERD OP 100 OP 1 JANUARI 1978



Standaarddeviatie en maximum drawdown

Standaarddeviatie is een veelgebruikte risicomaatstaf die de beweeglijkheid van een tijdreeks weergeeft. In deze brochure wordt standaarddeviatie daarom als risicomaat gebruikt. Standaarddeviatie is gedefinieerd als de wortel van de variantie. Variantie is in de statistiek een maat die de spreiding van een reeks van waarden weergeeft. Hoe hoger de variantie en de standaarddeviatie, hoe meer de afzonderlijke waarden onderling verschillen, en dus ook hoe meer de waarden van het 'gemiddelde' afwijken.

Risico kan echter ook op andere manieren worden uitgedrukt. Een voorbeeld hiervan is maximum drawdown waarbij het grootste verschil tussen de maximale waarde en de daarna bereikte minimumwaarde over een bepaalde periode wordt gemeten.

Figuur 2.3 toont de standaarddeviatie en de 5-jaars drawdown van drie valuta's (Amerikaanse dollar, Britse pond en Japanse yen). We bekijken deze drie valuta's omdat ze samen met de euro de grootste weging hebben binnen een wereldwijde aandelenportefeuille¹. In figuur 2.4 zijn de gewichten van deze valuta's en de euro weergegeven. Over de onderzochte periode had de Japanse yen de hoogste standaarddeviatie terwijl de Amerikaanse dollar de hoogste drawdown had.

FIGUUR 2.3 STANDAARDDEVIATIE EN DRAWDOWN

Periode jan 1978 - dec 2015

	Standaarddeviatie	Drawdown
USD/EUR	11%	50%
GBP/EUR	8%	28%
JPY/EUR	12%	34%

FIGUUR 2.4 ALLOCATIE NAAR VREEMDE VALUTA BINNEN EEN WERELDWIJDE AANDELENPORTEFEUILLE

Gewichten per eind december 2015

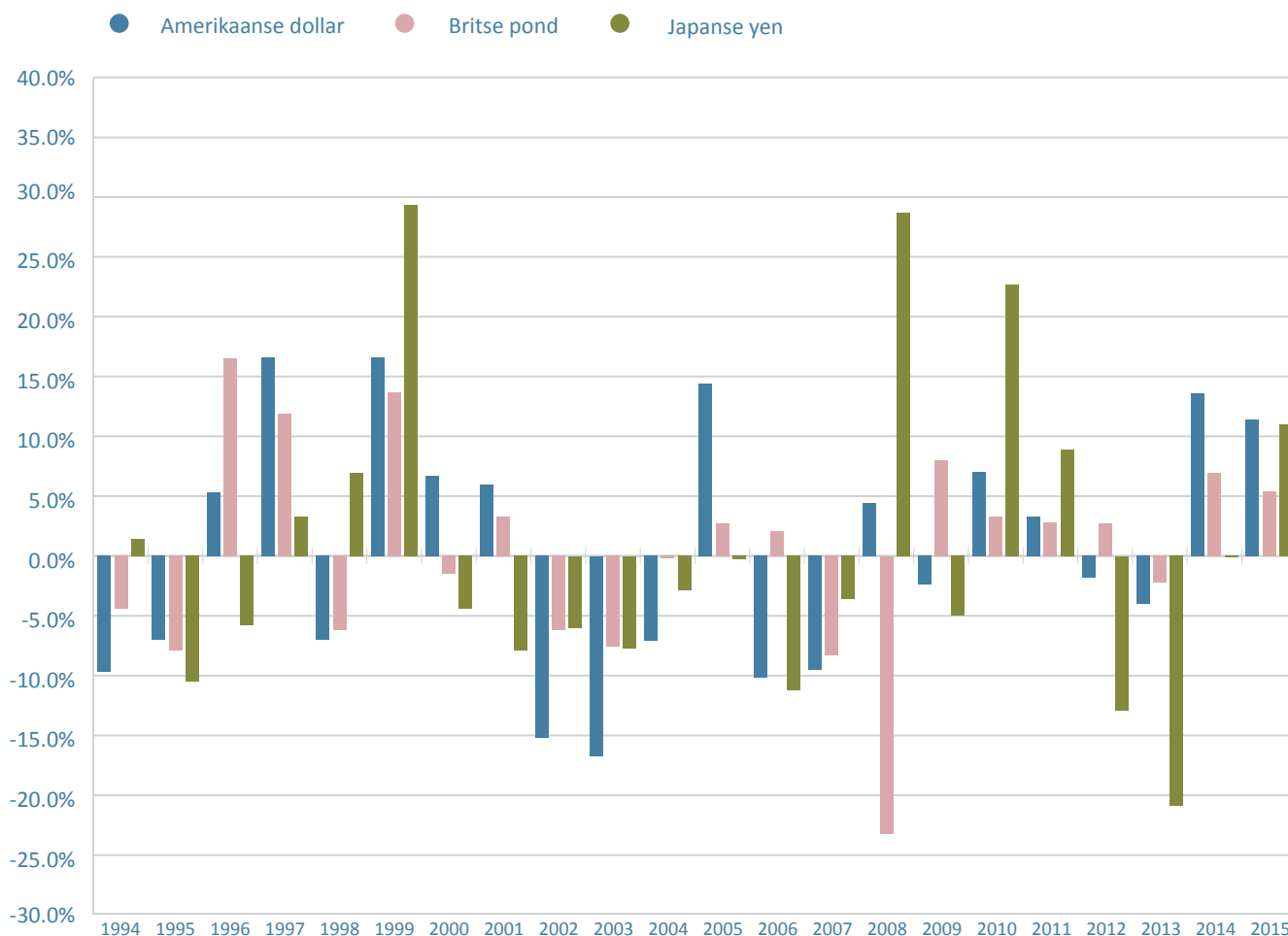
	Weging
Amerikaanse dollar (USD)	59%
Eurozone (EUR)	12%
Japanse yen (JPY)	9%
Britse pond (GBP)	7%
Overige valuta	13%

¹ Er is gebruik gemaakt van MSCI World als benchmark voor de wereldwijde aandelenportefeuille.

Een laatste manier die we hier noemen om naar valutarisico te kijken is het effect van veranderingen in wisselkoersen op het rendement van beleggingen in vreemde valuta. Figuur 2.5 toont de procentuele wisselkoersverandering van de drie valuta's ten opzichte van de euro per kalenderjaar in de laatste 20 jaar. Zo zien we dat winsten of verliezen op valuta van meer dan 10% per jaar geregeld voorkomen, en dat het ook zo kan zijn dat een bepaalde valuta meerdere jaren achtereen deprecieert. Zo deprecieerde de Amerikaanse dollar tussen eind 2001 en eind

2004 ruim 34% in waarde ten opzichte van de euro. Dit heeft natuurlijk een groot negatief effect op het rendement van een Europese belegger op bijvoorbeeld Amerikaanse aandelen. Het omgekeerde kan natuurlijk ook gebeuren, zo steeg in 2008 de Japanse yen meer dan 20%. Zo zou een belegging in een Japans aandeel gedurende 2008, waarbij de prijs van het aandeel in yen niet veranderde, voor een euro belegger toch een rendement van meer dan 20% hebben opgeleverd.

FIGUUR 2.5 PROCENTUELE VERANDERING PER KALENDERJAAR VAN DE EURO TEN OPZICHT VAN DOLLAR, POND EN YEN



3 Hoe werkt afdekking van valutarisico?

Om valutarisico te verkleinen kan het valutarisico met valutaderivaten worden afgedekt. In de praktijk bestaan er grote verschillen tussen pensioenfondsen met betrekking tot het valuta-afdeckingsbeleid. Daarnaast bestaan er verschillen in valuta-afdeckingsbeleid tussen de verschillende beleggingscategorieën.

Het meest liquide en gebruikte valutaderivaat is een valutaforward contract. Bij een valutaforward contract spreekt een partij (pensioenfonds) met een andere partij (bank) af om een valuta over een bepaalde tijd tegen een vooraf afgesproken wisselkoers te kopen of te verkopen. De looptijd van een valutaforward contract is over het algemeen kort, bijvoorbeeld 3 maanden. Voordelen van een forward contract zijn dat er geen initiële inleg nodig is en de kosten relatief laag zijn ten opzichte van andere instrumenten. Forward contracten worden normaal gesproken bilateraal afgesproken. Dit betekent dat het pensioenfonds een over-the-counter (OTC) contract aangaat zonder tussenkomst van een beurs. Voor het handelen van valutaforward contracten wordt gebruikgemaakt van handelsplatformen. Hierbij geven banken prijzen af waartegen zij valutaforward contracten willen handelen.

Het gebruik van valutaforward contracten kan met een voorbeeld worden toegelicht (zie figuur 3.1):

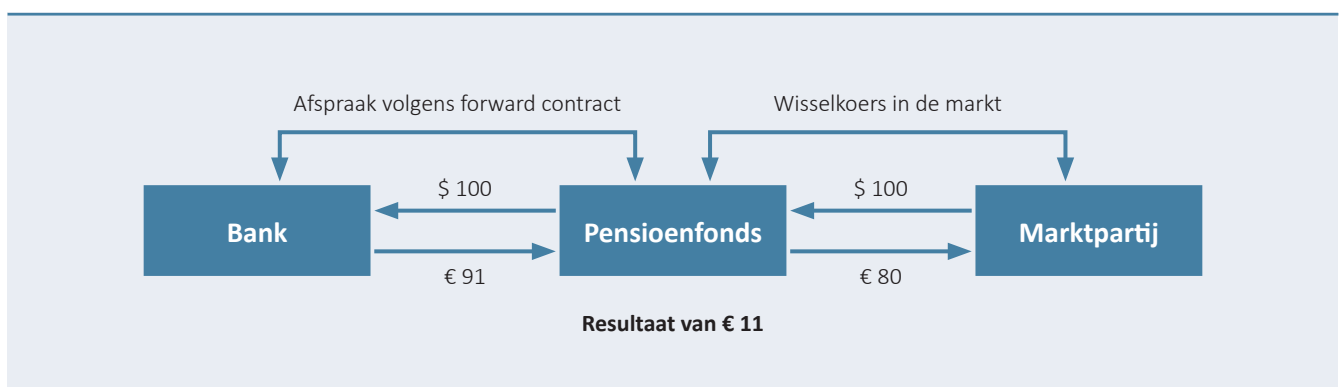
- 1) Een pensioenfonds koopt het aandeel ABC voor 100 dollar zoals beschreven in het vorige voorbeeld.
- 2) Het pensioenfonds heeft nu echter besloten om het valutarisico af te dekken. Het pensioenfonds sluit

daarom een valutaforward contract af met een bank. Het pensioenfonds spreekt af om over 1 jaar 100 dollar om te wisselen in euro's tegen een koers van 1,10 USD/EUR (dit laatste is de **termijnkoers** of **forward prijs**).

- 3) Na 1 jaar is de dollar gedeprimeerd tot 1,25 USD/EUR.
- 4) Het pensioenfonds betaalt de bank zoals afgesproken na 1 jaar 100 dollar en ontvangt 91 euro.
- 5) Het bedrag van 100 dollar dat het pensioenfonds dient te betalen heeft na 1 jaar slechts een waarde van 80 euro (100/1,25).
- 6) Dit betekent dat het pensioenfonds een winst van 11 euro op het valutaforward contract heeft behaald.
- 7) Deze **winst** compenseert het verlies in eurowaarde van het aandeel ABC als gevolg van de depreciatie van de dollar ten opzichte van de euro.

In de praktijk zal het pensioenfonds ervoor zorgen dat de kasstromen zoals afgesproken in het valutaforward contract na 1 jaar niet worden uitgewisseld omdat het bedrag van 100 dollar niet zomaar beschikbaar is. Dit bedrag is immers belegd in het aandeel ABC. Vlak voor het einde van het jaar zal het pensioenfonds daarom het resultaat op het valutaforward contract met de bank afrekenen. In het voorbeeld ontvangt het pensioenfonds een bedrag van 11 euro. Op hetzelfde moment zal het pensioenfonds een nieuw valutaforward contract aangaan om te zorgen dat het valutarisico afgedekt blijft. Het afrekenen van de winsten en verliezen op het bestaande contract en het afsluiten van een nieuw forward contract wordt **doorrollen** genoemd.

FIGUUR 3.1 WERKING VALUTA FORWARD CONTRACT



Hedge effectiviteit

Hedge effectiviteit is de mate waarin de verandering in de waarde van het hedge instrument (valutaforward contract) overeenkomt met de waardeverandering van de af te dekken belegging. Hoewel het pensioenfonds het valutarisico initieel 100% heeft afgedekt, is de hedge effectiviteit in het eerdergenoemde voorbeeld gedurende de periode van 1 jaar minder dan 100% geweest. Dit kan wederom met hetzelfde voorbeeld worden toegelicht (zie figuur 3.2):

- 1) De onderliggende waarde van het valutaforward contract van 100 dollar is gebaseerd op de marktwaarde van het aandeel ABC aan het begin van de maand.
- 2) Na 1 jaar is het aandeel ABC, net als in het eerdere voorbeeld, gestegen naar 120 dollar.
- 3) Het pensioenfonds heeft op het valutaforward contract met een onderliggende waarde van 100 dollar een positief resultaat van 11 euro behaald.
- 4) De waarde van het onderliggende contract is 100 dollar en stijgt niet mee met de waardeverandering van het aandeel ABC. Dit betekent dat het valutarisico op de waardeverandering van het aandeel ABC niet is afgedekt.
- 5) Door het valutarisico af te dekken heeft het pensioenfonds een resultaat behaald van 5 euro op het aandeel ABC en 11 op het valutaforward contract.
- 6) In totaal is er dus een positief resultaat van 16 euro.
- 7) Op de initiële investering van 91 euro is dit een rendement van 18%.

Het rendement op het aandeel ABC inclusief valuta-afdekking is 18% terwijl het dollar rendement op het aandeel ABC 20% was (het aandeel steeg van 100 naar 120 dollar). De hedge effectiviteit is hierdoor 90% (18%/20%). Deze is te verklaren doordat het afdekken van valutarisico met forward contracten ervoor zorgt dat alleen de marktwaarde aan het begin van het jaar is afgedekt. De omvang van het valutaforward contract is namelijk niet aangepast als gevolg van de marktwaardeverandering van het aandeel ABC.

Bij het afdekken van valutarisico dient er rekening mee te worden gehouden dat de winsten en verliezen op de valutaforward contracten iedere 3 maanden dienen te worden afgerekend. Dit betekent dat het pensioenfonds in sommige gevallen onderliggende beleggingen dient te verkopen om de verliezen af te rekenen. Het verkopen van onderliggende beleggingen brengt uiteraard transactiekosten met zich mee.

Liquiditeit forward contracten

Per dag wordt wereldwijd naar schatting voor ongeveer 4 biljoen dollar aan valutacontracten verhandeld (Bron: BIS). Valutaforward contracten zijn veelgebruikte instrumenten op de valutamarkt. De meest liquide forward contracten zijn de contracten met een looptijd van 3 maanden. Daarnaast worden vooral valutaforward contracten verhandeld met grote valuta's zoals de dollar, euro en yen als onderliggende waarde. De transactiekosten op deze contracten zijn dan ook erg laag (vaak minder dan 1 basispunt (0,01%)). Het afdekken van valuta in opkomende landen brengt hogere kosten met zich mee.

FIGUUR 3.2 RENDEMENT OP AANDEEL ABC INCLUSIEF VALUTA-AFDEKKING



Onderpand en liquide middelen

Omdat valutaforward contracten over-the-counter worden afgesloten, dienen eerst afspraken met de tegenpartij te worden gemaakt over onderpand. Afspraken tussen tegenpartijen (banken) en het pensioenfonds zijn vastgelegd in de Credit Support Annex (CSA) en International Swaps and Derivatives Association (ISDA) afspraken.

Wanneer het valutaforward contract een positieve waarde krijgt, wil het pensioenfonds meer zekerheid hebben dat de tegenpartij het contract kan nakomen. De tegenpartij stort daarom onderpand bij het pensioenfonds zodat het pensioenfonds hier een claim op kan leggen in het geval van een faillissement van een tegenpartij. Hierbij dient te worden opgemerkt dat de waarde van de valutacontracten, en daarmee het uit te wisselen onderpand, beperkt is in vergelijking tot renteswaps. De reden is dat de valutaforward contracten een korte looptijd hebben waardoor er over de looptijd van het contract minder waarde kan ontstaan. Indien de valutaforward contracten een negatieve waarde krijgen, dient het pensioenfonds onderpand te storten.

Valutacontracten en EMIR

Als gevolg van de financiële crisis in 2008 en 2009 is er binnen de Europese Unie (EU) wetgeving ontwikkeld die de handel in derivaten transparanter en veiliger moet maken. Deze wetgeving is vastgelegd in EMIR (European Market and Infrastructure Regulation). Ook valutaderivaten vallen onder EMIR. Voor valutaderivaten geldt dat transacties gemeld moeten worden aan de toezichthouder. Voor valutaderivaten geldt echter (vooralsnog) niet dat deze via een centrale tegenpartij gehandeld moeten worden zoals het geval is bij renteswaps. Dit betekent dat de valutaforward contracten die een pensioenfonds gebruikt om valutarisico af te dekken nog steeds bilateraal met een tegenpartij kunnen worden afgesloten.

4 Voor- en nadelen van valuta-afdekking

Het strategisch afdekken van valutarisico heeft voor- en nadelen. De waarde die pensioenfondsen aan de verschillende voors en tegens hechten, speelt een belangrijke rol bij de bepaling van het afdeckingsbeleid.

Voordelen valuta-afdekking

- **Mogelijk lager risico:** Door valutarisico af te dekken, kan het risico van de totale portefeuille (bijvoorbeeld uitgedrukt in standaarddeviatie) worden gereduceerd. Dit betekent echter niet dat in alle gevallen het totale risico wordt verlaagd, omdat dit mede afhankelijk is van de correlaties tussen de valutabewegingen en onderliggende beleggingsrendementen die door de tijd heen veranderen. In de analyses in de hoofdstukken 6 t/m 8 zal hier nader op worden ingegaan.
- **Lager Vereist Eigen Vermogen (VEV):** De toezichthouder (DNB) gaat ervan uit dat de portefeuille van een pensioenfonds risicovoller is wanneer het valutarisico niet wordt afgedekt. Dit komt tot uitdrukking in de berekening van het VEV: als valutarisico wordt afgedekt, is het VEV lager dan wanneer het valutarisico niet wordt afgedekt. In de tekstbox 4.1 gaan we hier dieper op in.
- **Mogelijk hoger rendement:** Vaak wordt aangenomen dat de verwachte rendementen van de afgedekte en niet afgedekte posities aan elkaar gelijk zijn. Echter, door onverwachte neerwaartse valutabewegingen kan het afdekken van valutarisico tot een hoger rendement leiden. In de praktijk blijken valutabewegingen moeilijk te voorspellen (zie tekstbox 4.2).

Wanneer het valutarisico niet wordt afgedekt, houdt het DNB-standaardmodel rekening met het feit dat valuta's in opkomende landen een hoger risico hebben dan valuta's in ontwikkelde landen. Het model houdt rekening met een depreciatie van valuta's in ontwikkelde landen van 20% terwijl die in opkomende landen 35% is.

Nadelen valuta-afdekking

- **Mogelijk hoger risico:** Hoewel het risico van de portefeuille kan worden verlaagd door het valutarisico af te dekken, is het ook mogelijk dat afhankelijk van de omstandigheden het risico wordt verhoogd. Door het valutarisico af te dekken is de beleggingsportefeuille gevoeliger voor een crisis in de eurozone, omdat er minder diversificatie is naar vreemde valuta's.
- **Transactiekosten:** De transactiekosten voor het afdekken van valutarisico zorgen voor een licht lager verwacht rendement. De mogelijke introductie van de Financial Transaction Tax (FTT) kan leiden tot hogere transactiekosten.
- **Mogelijk lager rendement:** Onverwachtse opwaartse valutabewegingen worden niet gerealiseerd wanneer het valutarisico wordt afgedekt, hetgeen leidt tot een lager rendement dan wanneer het valutarisico niet zou zijn afgedekt. Ook kan er niet geprofiteerd worden van eventuele winsten op valuta carry posities wanneer het valutarisico naar landen met een hoge rente wordt afgedekt. Het begrip carry zal in hoofdstuk 5 worden toegelicht.
- **Liquiditeits- en onderpandbehoefte:** Een pensioenfonds dient over voldoende liquide middelen en onderpand te beschikken om valutaforward contracten te kunnen handelen.

4.1 Impact valuta-afdekking op Vereist Eigen Vermogen

Een belangrijke reden voor pensioenfondsen om valutarisico af te dekken is dat het afdekken van valutarisico het vereist eigen vermogen (VEV) verlaagt. In de VEV berekeningen worden schokken op verschillende beleggingscategorieën toegepast, waaronder valutarisico. Door het valutarisico af te dekken, hoeft er in het standaardmodel geen buffer voor valutarisico aangehouden te worden. De omvang van de verlaging van het VEV door valutarisico af te dekken, is per pensioenfonds verschillend. Dit hangt af van de allocatie van de portefeuille naar vreemde valuta's, de keuze welke valuta's worden afgedekt en het diversificatie-effect met andere risicofactoren.

4.2 Voorspellen van wisselkoersbewegingen

Er zijn vele factoren die invloed kunnen hebben op wisselkoersbewegingen. Een aantal belangrijke factoren zijn:

- Koopkrachtverschillen tussen twee landen, en gekoppeld daaraan, verschillen in (verwachte) inflatie tussen twee landen
- Rentever verschillen, zowel wat betreft geldmarktrentes (korte rente) alsook wat betreft kapitaalmarktrentes (lange rente)
- Kapitaalstromen tussen verschillende landen. Dit geldt voor zowel handelsstromen als investeringsstromen (betalingsbalans, handelsbalans en kapitaalbalans)
- Politiek beleid, zoals het verschil in begrotingsbeleid tussen verschillende landen.

De afgelopen decennia is er veel onderzoek geweest met betrekking tot de voorspelbaarheid van wisselkoersbewegingen. Uit de meeste onderzoeken blijkt dat wisselkoersbewegingen vrijwel niet te voorspellen zijn, al wordt soms voor specifieke valutaparen en beleggingshorizonten een beperkte mate van voorspelbaarheid gevonden.

5 Cross currency basis en carry trade

Een relatief nieuw fenomeen dat sinds enkele jaren bij valuta-afdekking een rol speelt, is de cross currency basis. De cross currency basis houdt in dat er een verschil bestaat tussen de theoretische forward prijs en de werkelijke forward prijs. Voordat we hier verder op in gaan, bespreken we eerst de rentepariteit theorie en arbitrage, omdat deze begrippen helpen om de cross currency basis uit te leggen. Als laatste bespreken we in dit hoofdstuk carry trade. Dit is een strategie die gebaseerd is op de aanname dat de rentepariteit niet opgaat.

Rentepariteit

In het voorbeeld in hoofdstuk 3 was de wisselkoers aan het begin van de maand 1,10 USD/EUR (de spotkoers). In het voorbeeld kon op hetzelfde moment een valutaforward contract over 1 jaar worden afgesloten met dezelfde wisselkoers van 1,10 USD/EUR. In werkelijkheid is de spotkoers niet per definitie gelijk aan de prijs van de forward. Dit heeft te maken met de rentepariteit theorie (covered interest rate parity).

De rentepariteit theorie stelt dat de wisselkoers van een valuta afhankelijk is van het verschil in rentes tussen twee valutaregio's. Dit kan wederom het beste worden toegelicht met behulp van een voorbeeld (zie figuur 5.1):

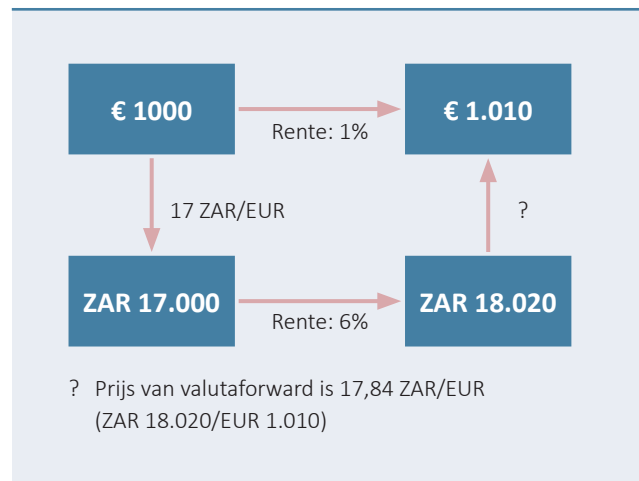
De 1-jaars rente in Europa is 1% terwijl de 1-jaars rente in Zuid-Afrika 6% is. De spotkoers van de Zuid-Afrikaanse rand is 17 ZAR/EUR. Wat is de prijs van de forward die op basis van rentepariteit over een jaar verwacht mag worden?

Een belegger heeft aan het begin van het jaar 1.000 euro. Gedurende het jaar doet hij de volgende transacties:

- 1) Aan het begin van het jaar wisselt hij 1.000 euro om voor 17.000 rand.
- 2) Hij zet 17.000 rand voor een jaar tegen 6% op de bank.
- 3) Na een jaar ontvangt de belegger 18.020 rand.
- 4) Hij wisselt het bedrag van 18.020 rand om in euro's.

De rentepariteit theorie zegt dat het bedrag dat de belegger ontvangt in euro's gelijk dient te zijn aan het bedrag dat de belegger ontvangt indien hij het bedrag van 1.000 euro op een bankrekening in euro's zou hebben gezet. Op de bankrekening in euro's zou de belegger een rentevergoeding van 1% hebben ontvangen. Na een jaar is het ingelegde bedrag dus 1.010 euro waard. Volgens de rentepariteitstheorie dient de prijs van de forward zo te zijn dat het bedrag van 1.010 euro precies gelijk is aan 18.020 rand. Dit is het geval indien de prijs van de valutaforward 17,84 ZAR/EUR is ($18.020/1.010$).

FIGUUR 5.1 RENTEPARITEIT THEORIE



Aan het begin van het jaar was de spotkoers 17 ZAR/EUR en was de prijs van de 1-jaars valutaforward (op basis van de rentepariteit) 17,84 ZAR/EUR. Dit betekent dat op basis van rentepariteit verwacht mag worden dat de Zuid-Afrikaanse rand met ongeveer 5% ($17/17,84 - 1$) depreciert ten opzichte van de euro. Dit is ongeveer gelijk aan het renteverval tussen Zuid-Afrika (6%) en de eurozone (1%). Op basis van de rentepariteit theorie mag verwacht worden dat de valuta van een land met een hoge rente (Zuid-Afrika) zal depreciëren ten opzichte van de valuta van een land met een lage rente (eurozone).

Arbitrage

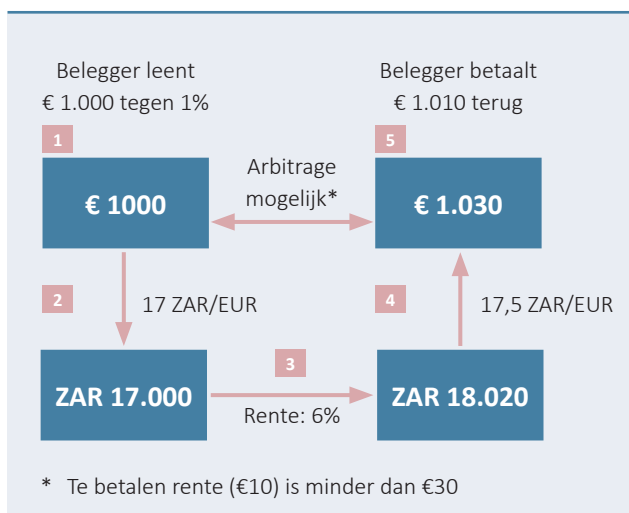
In werkelijkheid gaat de rentepariteit niet altijd op, wat betekent dat er een verschil kan bestaan tussen verwachte wisselkoers op basis van rentepariteit en de prijs van het valutaforward contract in de markt. Door een verschil kan er een arbitragemogelijkheid ontstaan:

De verwachte wisselkoers van de Zuid-Afrikaanse rand op basis van rentepariteit in bovenstaand voorbeeld is 17,84 ZAR/EUR. Stel dat de prijs van het valutaforward contract 17,50 ZAR/EUR is. De belegger kan dan van een arbitragemogelijkheid profiteren door de volgende transacties uit te voeren (zie figuur 5.2):

- 1) De belegger leent 1.000 euro tegen 1% rente.
- 2) Hij zet het bedrag van 1.000 euro om aan het begin van het jaar in 17.000 rand.
- 3) Het bedrag van 17.000 euro zet hij op de bank tegen een rentetarief van 6%. Het bedrag groeit aan tot 18.020 rand aan het einde van het jaar.
- 4) De belegger wisselt het bedrag van 18.020 rand terug in euro's tegen een koers van 17,50 ZAR/EUR zoals afgesproken in het valutaforward contract. De belegger ontvangt hiervoor 1.030 euro (18.020/17,5). De belegger heeft dus een rendement van 3% op het geleende bedrag van 1.000 euro behaald.
- 5) De belegger betaalt de lening van 1.010 euro inclusief rente terug. Per saldo heeft de belegger dus een winst van 20 euro gemaakt.

De belegger heeft gebruikgemaakt van een arbitragemogelijkheid omdat de belegger een winst heeft behaald zonder risico te hebben gelopen. In het voorbeeld hebben we aangenomen dat de kans op faillissement van de bank nihil is en er geen transactiekosten zijn.

FIGUUR 5.2 ARBITRAGE MOGELIJKHEID



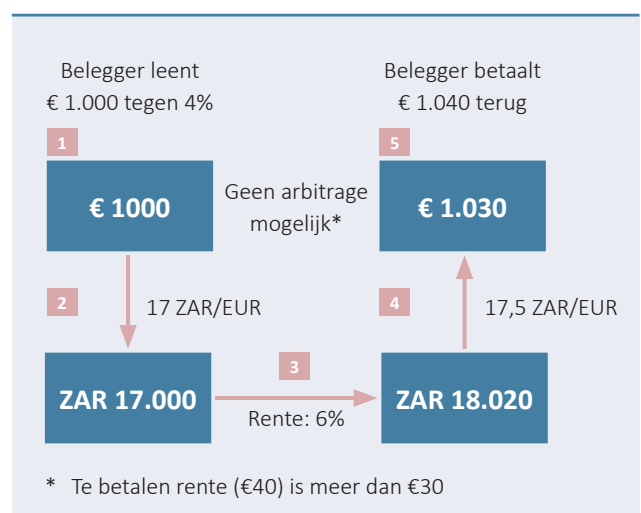
Cross currency basis

Een relatief nieuw fenomeen dat sinds enkele jaren bij valutaafdekking een rol speelt, is de *cross currency basis*. De cross currency basis houdt in dat er een verschil bestaat tussen de *theoretische* forward prijs en de *werkelijke* forward prijs zoals die in de markt geprijsd is.

In het vorige voorbeeld was de theoretische forward prijs 17,84 ZAR/EUR terwijl de werkelijke forward prijs 17,5 ZAR/EUR was. De theoretische forward prijs wordt bepaald door het verschil in rentes tussen de eurozone (1%) en Zuid-Afrika (6%). Dit betekent dat wanneer de rente in Zuid-Afrika hoger is dan in de eurozone, dit impliceert dat de Zuid-Afrikaanse rand naar verwachting met dit renteverskil (= 6% - 1% = 5%) zal depreciëren. Er treedt een theoretische arbitragemogelijkheid op indien de ingeprijsde depreciatie die volgt uit de werkelijke marktprijs van het valutaforward contract hiervan afwijkt.

In de praktijk is het niet altijd mogelijk om te arbitreran indien er verschil bestaat tussen de theoretische en werkelijke forward prijs. De reden is dat banken in werkelijkheid een hoger rentetarief hanteren voor het uitlenen van geld dan het rentetarief dat zij vergoeden voor het inlenen van geld. In het vorige voorbeeld kon de belegger euro's lenen tegen een rentetarief van 1% en Zuid-Afrikaanse randen vastzetten tegen een rentetarief van 6%. Wanneer de bank een hoger tarief hanteert, bijvoorbeeld 4% voor het uitlenen van euro's, dan levert de gehele transactie geen geld meer op. De belegger moet namelijk 1.040 euro terugbetalen terwijl zijn eindopbrengst 1.030 euro is (zie figuur 5.3). De reden dat de bank een hoger tarief hanteert voor het uitlenen van euro's heeft te maken met de kredietwaardigheid van de belegger. De kredietwaardigheid hangt samen met de economische situatie.

FIGUUR 5.3 VERLIES BIJ HOGER RENTETARIEF



Voor de kredietcrisis van 2008 was de cross currency basis tussen de euro en de dollar minimaal. Dit betekent dat de prijs van een valutaforward contract vrijwel volledig verklaard kon worden door het verschil tussen de Amerikaanse en Europese rente. De reden was dat beleggers eenvoudig konden arbitreren indien de theoretische prijs van het valutaforward contract afweek van de werkelijke prijs uit de markt. Banken leenden zonder veel problemen geld uit waarbij het rentetarief op het vastzetten van geld nauwelijks afweek van de rente die moest worden vergoed op het lenen van geld.

Sinds de kredietcrisis brengen Amerikaanse banken aan Europese banken een hogere rente in rekening dan de gebruikelijke euribor- of eonia-rente voor het lenen van dollars. Dit heeft te maken met het vertrouwen in de euro en het Europese bankwezen. Hierdoor is de cross currency basis tijdens de kredietcrisis fors opgelopen. Figuur 5.4 geeft het verloop van de cross currency basis over de afgelopen jaren weer. Voor de berekeningen is uitgegaan van de Eonia rente en 3-maands valutaforward contracten. Indien het vertrouwen in het Europese bankwezen weer herstelt, zal de cross currency basis naar verwachting weer richting nul bewegen.

Carry trade

De rentepariteitstheorie gaat ervan uit dat valuta's van landen met een hoge rente zullen depreciëren ten opzichte van valuta's van landen met een lage rente. Echter, indien de belegger ervan overtuigd is dat de valuta minder zal depreciëren dan in het valutaforward contract is ingeprijsd, kan hij hierop inspelen door geld in vreemde valuta aan te houden of valutaforward contracten aan te gaan. Indien de valuta minder depreciëert dan ingeprijsd, dan zal hij een winst behalen. Het opzetten van een dergelijke positie wordt een *carry trade* genoemd. Carry zal met behulp van het eerder gebruikte voorbeeld worden toegelicht:

We gaan ervan uit dat de rentes in de eurozone en Zuid-Afrika 1% en 6% zijn. Hierbij is de huidige wisselkoers 17 ZAR/EUR. Een Europese belegger heeft 1.000 euro die hij voor een jaar kan vastzetten tegen 1% rente. De belegger denkt echter dat de wisselkoers met de Zuid-Afrikaanse rand over een jaar nog steeds 17 ZAR/EUR is, terwijl de forward prijs 17,84 ZAR/EUR is.

FIGUUR 5.4 CROSS CURRENCY BASIS TUSSEN EURO EN DOLLAR OVER TIJD

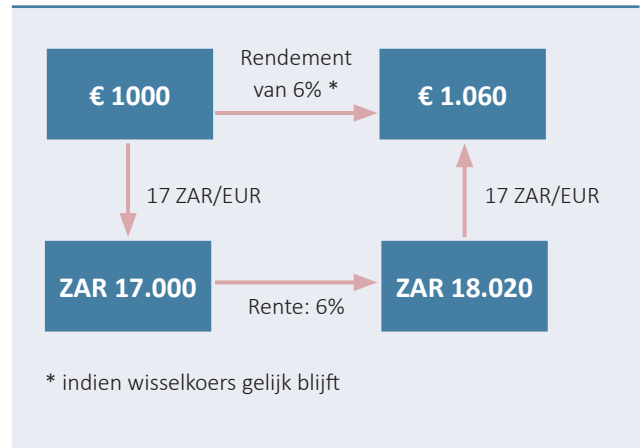


Hij voert daarom de volgende transacties uit (zie figuur 5.5):

- 1) De belegger wisselt 1.000 euro om in 17.000 rand
- 2) Hij zet 17.000 rand op de bank tegen een rente van 6%. Dit betekent dat hij na 1 jaar 18.020 rand ontvangt
- 3) Indien de wisselkoers met de rand gelijk blijft, dan wisselt hij na een jaar het bedrag van 18.020 rand om in 1.060 euro

De belegger heeft in bovenstaand voorbeeld een rendement van 6% behaald in plaats van de rente van 1% die hij op het eurobedrag had kunnen ontvangen. Het opzetten van een dergelijke positie wordt een carry trade genoemd. Het opzetten van een dergelijke positie is risicovol. Indien de Zuid-Afrikaanse rand zou zijn gededecieerd met meer dan 5%, dan zou de belegger een lager rendement dan 1% op zijn eurobelegging hebben behaald.

FIGUUR 5.5 CARRY TRADE



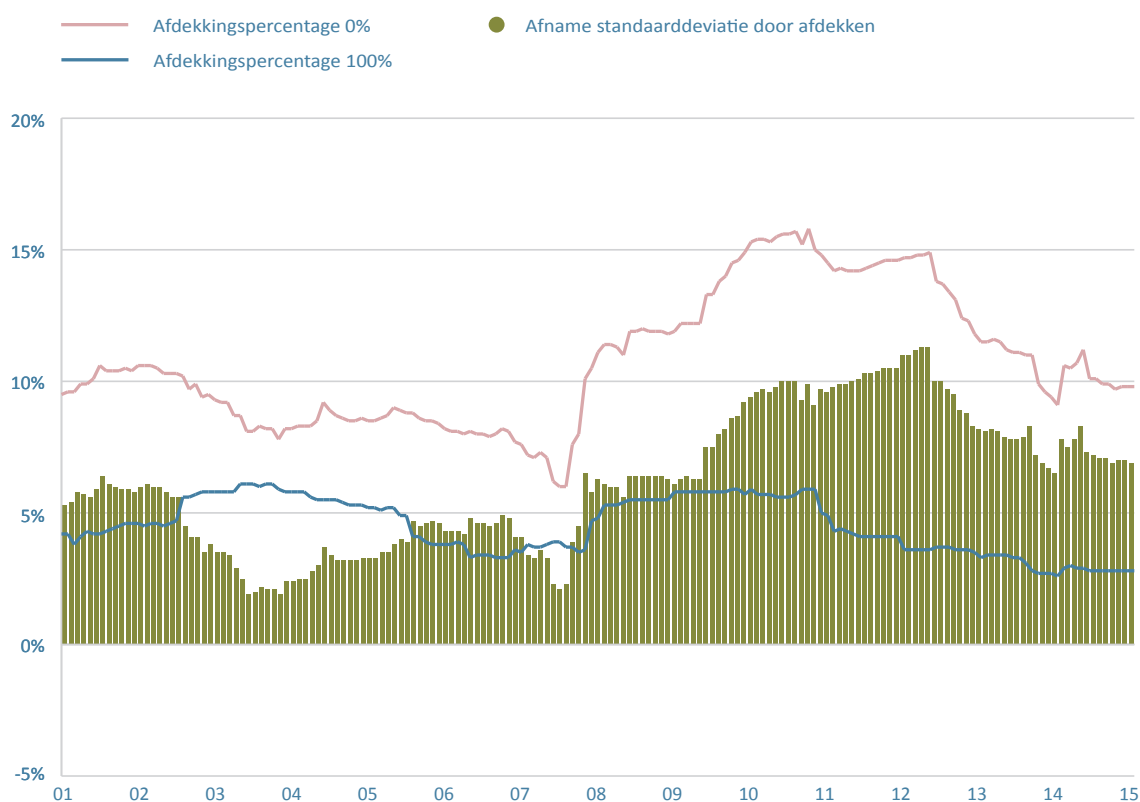
6 Valuta-afdekking van vastrentende waarden portefeuilles

Het valuta-afdeckingsbeleid hangt onder andere af van de karakteristieken van de onderliggende beleggingscategorie. In dit hoofdstuk kijken we naar de effecten van het afdekken van valutarisico in vastrentende waarden portefeuilles terwijl in het volgende hoofdstuk het afdekken van valutarisico op aandelenportefeuilles aan bod komt.

Uit veel onderzoeken komt naar voren dat het risico van portefeuilles met vastrentende waarden die in vreemde valuta genoteerd zijn, sterk verlaagd kan worden door het valutarisico grotendeels af te dekken (zie Perold en Schulman[1988], Gastineau[1995], Campbell, Medeiros en Viceira[2010]). De reden is dat het grootste risico op een portefeuille met vastrentende waarden in vreemde valuta bestaat uit valuta- en renterisico. Door valutarisico op de vastrentende waarden portefeuille af te dekken, bestaat de portefeuille met vastrentende waarden voornamelijk nog uit renterisico. Het aanhouden van valutarisico in de portefeuille zorgt nauwelijks voor een diversifiërend effect.

In figuur 6.1 is de 36-maands voortschrijdende standaarddeviatie van Amerikaanse staatsobligaties weergegeven. De roze lijn geeft de historische standaarddeviatie aan wanneer het valutarisico niet wordt afgedekt (0% afdekking) terwijl de blauwe lijn de standaarddeviatie weergeeft indien de valuta exposure wel wordt afgedekt (100% afdekking). De groene balken geven het verschil in standaarddeviatie aan. Uit figuur 6.1 kan de conclusie worden getrokken dat de standaarddeviatie van de portefeuille met Amerikaanse staatsobligaties sterk verlaagd wordt door het valutarisico voor 100% af te dekken. In de praktijk dekken veel beleggers het valutarisico van vastrentende waarden portefeuilles daarom zoveel mogelijk af.

FIGUUR 6.1 STANDAARDDEVIATIE VAN AMERIKAANSE STAATSOBLIGATIES MET EN ZONDER VALUTA-AFDEKKING



7 Valuta-afdekking van aandelenportefeuilles

In dit hoofdstuk is de impact van het wel en niet afdekken van valutarisico in aandelenportefeuilles in ontwikkelde landen onderzocht. Over de afgelopen decennia zijn hier talloze artikelen over gepubliceerd. Een aantal belangrijke onderzoeken worden in de volgende paragraaf beschreven. Vervolgens is op basis van het historische analyse gekeken naar het effect van wel of niet afdekken op verschillende risicomaten.

Academische literatuur

Er bestaan grote verschillen tussen de conclusies van de onderzoeken die zijn gedaan met betrekking tot het afdekken van valutarisico binnen aandelenportefeuilles. Deze verschillen kunnen verklaard worden door andere keuzes met betrekking tot geanalyseerde valutaparen, verschillende onderzoeksperiodes en verschillende onderzoeksmethodes.

Perold en Schulman (1988) concluderen in hun artikel *The free lunch in currency hedging: Implication for investment policy and performance standards* dat beleggers beter af zijn door het valutarisico **wel** af te dekken. Ze beargumenteren dat op lange termijn geen positieve risicopremie bestaat voor het aanhouden van valutarisico. Valutarisico wordt hierdoor niet beloond met een hoger verwacht rendement. Door valutarisico af te dekken, wordt het risico verlaagd zonder dat dit ten koste gaat van het verwachte rendement.

Froot (1993) concludeert echter in zijn onderzoek dat beleggers met een langetermijn horizon beter af zijn door het valutarisico niet (volledig) af te dekken. Uit zijn onderzoek blijkt dat het afdekken van valutarisico van aandelenportefeuilles het risico van de totale portefeuille op korte termijn reduceert maar dat het op lange termijn vaak geen reductie van het risico oplevert. Op lange termijn gaat een stijging van aandelenrendementen vaak gepaard met een daling van de valutakoers en andersom.

Campbell, Medeiros en Viceira (2010) concluderen dat het risico van de totale aandelenportefeuille afneemt indien het valutarisico van 'safe haven' valuta's niet wordt afgedekt. Met safe haven valuta's worden de valuta's van landen bedoeld die als veilig worden beschouwd in tijden van grote economische onzekerheid. De reden om safe haven valuta's niet af te dekken is dat deze valuta's een negatieve correlatie met wereldwijde aandelen hebben. In tijden van economische teruggang doen

aandelen het minder goed terwijl de harde valuta's een positief resultaat laten zien. Uit onderzoek van Campbell, Medeiros en Viceira blijkt dat de euro, dollar en Zwitserse franc in de periode van 1975 tot 2005 beschouwd konden worden als safe haven currency. Dit betekent dat Europese beleggers het valutarisico naar de Zwitserse franc en Amerikaanse dollar in aandelenportefeuilles niet volledig hoeven af te dekken. De onderzoekers concluderen dat overige valuta's wel dienen te worden afgedekt om het risico van de totale aandelenportefeuille te reduceren.

Historische data

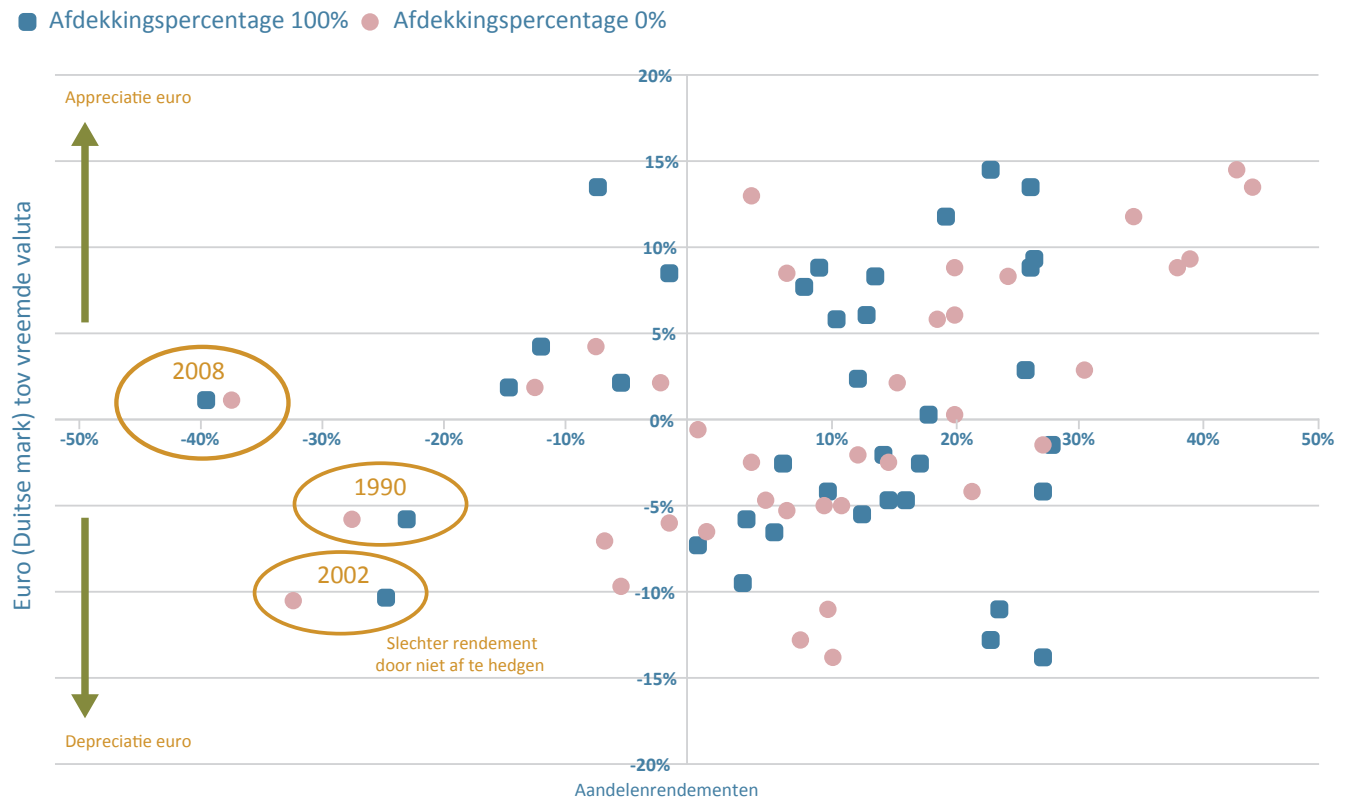
Het wel of niet afdekken van valutarisico in de aandelenportefeuille heeft impact op het rendement van de totale portefeuille. In Figuur 7.1 zijn de aandelenrendementen bij het wel en niet afdekken van valutarisico sinds 1978 op jaarbasis weergegeven². De roze blokjes geven langs de x-as het rendement in euro's weer bij het niet afdekken van valutarisico. De blauwe blokjes geven het rendement weer indien het valutarisico op de belangrijkste valuta's wel wordt afgedekt. De belangrijkste valuta's zijn de Amerikaanse dollar, Japanse yen, het Britse pond en de euro met een gezamenlijke weging van ongeveer 86% binnen de wereldwijde aandelenportefeuille.

In de jaren 1990, 2002 en 2008 waren er grote negatieve rendementen op de aandelenportefeuilles bij wel en niet afdekken van valutarisico. Door het valutarisico in 1990 en 2002 wel af te dekken, zou het verlies op de totale portefeuille kleiner zijn geweest dan wanneer het valutarisico niet zou zijn afgedekt. In 2008 was het verschil gering. Deze drie uitschieters laten zien dat het afdekken van valutarisico de drawdowns in deze periode heeft beperkt.

Een andere conclusie die uit Figuur 7.1 kan worden getrokken, is dat het afdekken van valutarisico over de onderzochte periode tot een wat lagere spreiding in rendementen leidt. De blauwe blokjes zijn minder gespreid langs de x-as (er zijn minder grote negatieve rendementen en minder grote positieve rendementen) in vergelijking met de roze blokjes. De blauwe blokjes zitten bijna allemaal tussen -14% en +30%.

² Er is gebruikgemaakt van MSCI World als benchmark voor de aandelenportefeuille. Voor valutarendementen is gebruikgemaakt van de euro versus de dollar. Voor de introductie van de euro is gebruikgemaakt van de Duitse mark.

FIGUUR 7.1 WERELDWIJDE AANDELENRENDEMENTEN IN ONTWIKKELDE LANDEN BIJ HET WEL EN NIET AFDEKKEN VAN VALUTARISICO



Valutarisico door de tijd heen

Naast de historische jaarrendementen is ook gekeken naar de voortschrijdende standaarddeviatie door de tijd heen. In Figuur 7.2 is de 36-maands voortschrijdende standaarddeviatie van wereldwijde aandelen weergegeven bij het wel en niet afdekken van valutarisico. De roze lijn geeft de standaarddeviatie van de portefeuille weer zonder valuta-afdekking terwijl de blauwe lijn de standaarddeviatie van de portefeuille weergeeft waarbij het valutarisico afgedekt wordt. Het verschil tussen deze lijnen is weergegeven met de groene balken.

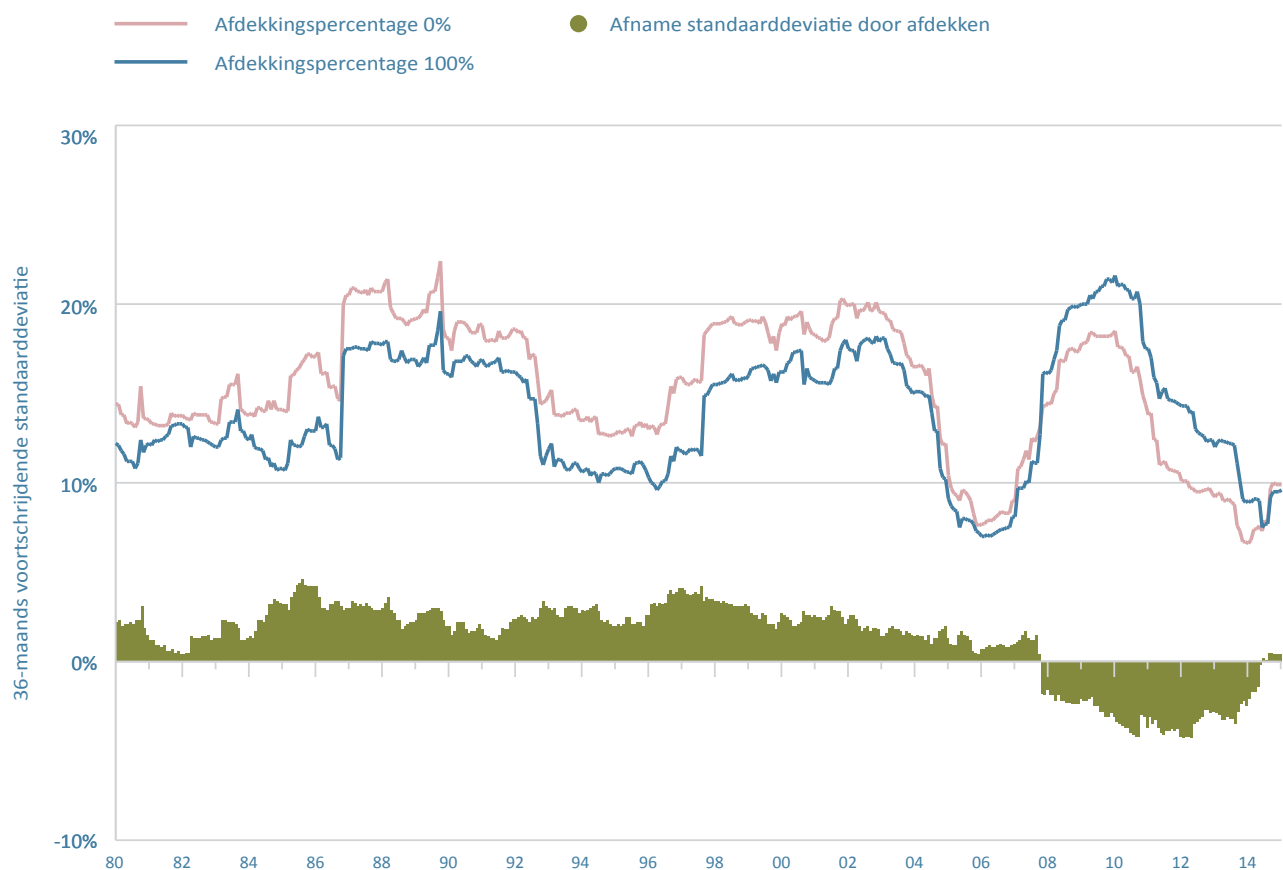
Tot 2008 lag de roze lijn boven de blauwe lijn. Dit betekent dat het risico van de aandelenportefeuille met een valuta-afdekking tot 2008 lager was dan het risico van de aandelenportefeuille zonder valuta-afdekking. Het risico is hierbij gemeten in standaarddeviatie. Het afdekken van valutarisico zorgde dus tot 2008 voor een lager risico.

Vanaf 2008 is het effect echter omgedraaid. Over de periode 2008 tot 2014 heeft het afdekken van valutarisico in de aandelenportefeuille gezorgd voor een hoger risico (uitgedrukt in standaarddeviatie).

Een verklaring voor de draai in risico in 2008 heeft volgens ons te maken met de status van de euro als ‘safe haven’ valuta. Campbell, Medeiros en Viceira concluderen in hun academische paper *Global Currency Hedging (2010)* dat de Amerikaanse dollar, Zwitserse franc en de euro (D-mark in het pre-euro tijdperk) over de periode van 1975 tot 2005 safe haven valuta's zijn geweest. *Safe haven* valuta's, zijn valuta's die in onrustige perioden als veilig beschouwd worden. Dit betekent dat beleggers in onrustige tijden beleggingen genomineerd in deze valuta's aangaan of direct in deze valuta beleggen, waardoor de valuta's van deze landen in onzekere periodes normaal gesproken in waarde toenemen. Beleggers uit een ander land of regio dan de safe haven valuta's zouden deze valuta's niet

moeten afdekken, aangezien in onrustige periodes beleggingen in deze valuta's positief uitwerken voor het rendement en risico van de portefeuille. Doordat het rendement op aandelen en het rendement op de *safe haven* valuta negatief gecorreleerd zijn, zorgt het niet afdekken van valutarisico voor diversificatie. Tot 2008 waren de dollar en de euro volgens ons safe haven valuta's. Door de eurocrisis is de safe haven status van de euro verzwakt. Door het valutarisico van dollars in de portefeuille niet of minder af te dekken, kan in dat geval het risico van de portefeuille verlaagd worden. De in de laatste jaren genomen maatregelen door de ECB, waaronder het gecentraliseerde toezicht op de banken, lijken vruchten af te werpen en hebben de status van de euro weer verbeterd.

FIGUUR 7.2 STANDAARDDEVIATIE VAN WERELDWIJDE AANDELEN MET EN ZONDER VALUTA-AFDEKKING



8 Valuta-afdekking in opkomende landen

Valutarisico in opkomende landen is in de praktijk moeilijk af te dekken. De eerste reden is dat de liquiditeit van forward contracten van valuta's in opkomende landen laag is. Dit resulteert in relatief hoge transactiekosten. Voor sommige valuta's is het zelfs onmogelijk om valutaforward contracten af te sluiten. Ten tweede bestaat de allocatie met beleggingen in opkomende markten vaak uit een groot aantal landen. Dit betekent dat pensioenfondsen veel transacties moeten uitvoeren om het valutarisico van valuta's in opkomende landen af te dekken.

Veel beleggers dekken het valutarisico in opkomende landen niet af omdat beleggers een appreciatie van de lokale valuta verwachten. Een belangrijk argument om in opkomende markten te beleggen is om te kunnen profiteren van hoge economische groei in deze markten. Een gedeelte van het opwaarts potentieel zal zich naar verwachting voltrekken door appreciatie van de lokale valuta's. Dit betekent dat valutarisico in opkomende landen beter niet afgedekt kan worden.

Een andere reden om valutarisico in opkomende landen niet af te dekken is om te profiteren van carry. De rente in opkomende landen is over het algemeen hoger dan de rente in ontwikkelde landen. Dit betekent dat op basis van rentepariteit een depreciatie van de valuta's in opkomende markten wordt verwacht.

Er zijn beleggers die ervoor kiezen om het valutarisico in opkomende landen (gedeeltelijk) af te dekken met de Amerikaanse dollar. De dollar wordt dan als proxy-hedge gebruikt. De reden om de dollar als proxy-hedge te gebruiken is dat een aantal valuta's in opkomende landen een hoge correlatie heeft met de Amerikaanse dollar. Voor sommige valuta's is de correlatie hoog vanwege het beleid dat de centrale banken in opkomende landen voeren zoals de fixed peg en floating peg (zie textbox). Ongeveer de helft van de valuta allocatie in de MSCI Emerging Markets index, een veelgebruikte benchmark voor aandelen opkomende landen, heeft een hoge correlatie met de dollar (correlatie groter dan 0,75).

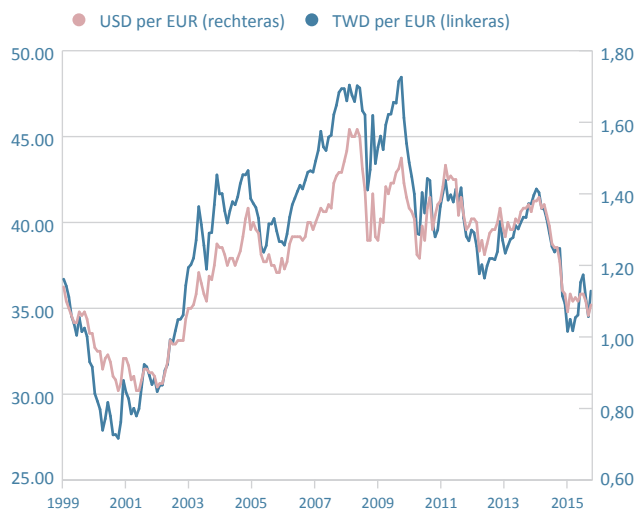
Valuta peg

De monetaire autoriteiten van een aantal landen hebben ervoor gekozen hun valuta's te koppelen aan een andere valuta. Dit kan door middel van een vaste wisselkoers (*fixed peg*), zoals de Hong Kong dollar aan de Amerikaanse dollar is gekoppeld. Het kan ook met behulp van bandbreedtes (*floating peg*), zoals de Chinese autoriteiten tot voor kort hebben gedaan met de renmimbi ten opzichte van de Amerikaanse dollar (zie Figuur 8.3). Een belangrijk argument voor een koppeling is het uitsluiten of beperken van wisselkoersrisico, bijvoorbeeld om de concurrentiepositie van het land te beschermen. China heeft in 2005 besloten om met een bandbreedte te gaan werken ten opzichte van de dollar, om het aanpassingsproces van de valuta richting marktwaardering geleidelijk te laten verlopen.

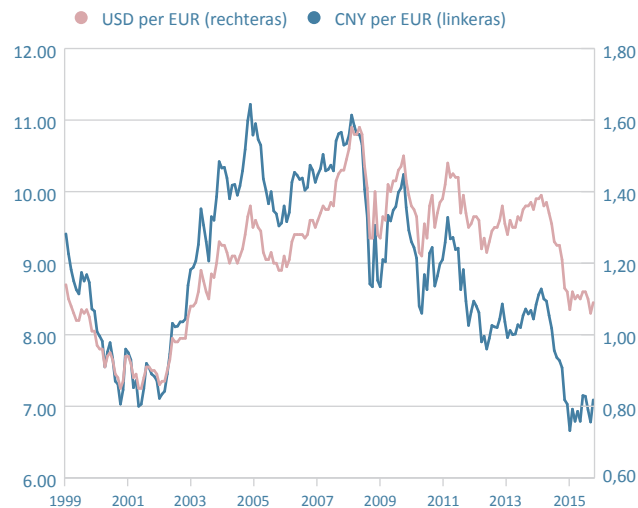
Tijdens de crisis hebben de autoriteiten de koers van 2007 tot 2009 min of meer vastgezet (bandbreedte fors verkleind). Nadat de grootste onrust voorbij was, is besloten opnieuw over te gaan op een *floating peg*. Een nadeel van een *peg* is wel dat door de koppeling van de eigen valuta aan een andere valuta het monetair beleid niet meer zelfstandig kan plaatsvinden. Dit betekent dat het eigen rentebeleid gekoppeld is aan het rentebeleid van het land waaraan de eigen valuta is gekoppeld. Eind 2015 heeft de Chinese centrale bank aangekondigd om de renmimbi niet meer ten opzichte van alleen de Amerikaanse dollar te monitoren maar ten opzichte van een handsgewogen mandje van 13 valuta. De belangrijkste valuta in dit mandje zijn de Amerikaanse dollar, de euro en de Japanse yen. Deze beweging geeft de Chinese centrale bank meer ruimte om zelf monetair beleid te voeren en is minder gevoelig voor het beleid van de Amerikaanse centrale bank.

Figuren 8.1 en 8.2 tonen de ontwikkeling van de Taiwanese dollar (TWD), de Chinese renminbi (CNY) en de Amerikaanse dollar ten opzichte van de euro. Omdat de blauwe en de roze lijnen ongeveer op dezelfde manier bewegen, kan worden afgeleid dat er een grote correlatie bestaat tussen de lokale valuta en de dollar. Door het valutarisico gedeeltelijk met de Amerikaanse dollar af te dekken in plaats van de lokale valuta, kan het risico van de totale portefeuille verlaagd worden. Er kan wel geprofiteerd worden van carry en de appreciatie van de lokale valuta. Afdekking vindt namelijk alleen plaats met de dollar en niet met lokale valuta's. Het risico bestaat dat de centrale bank de peg met de dollar loslaat en de valuta's deprecieëren ten opzichte van de dollar.

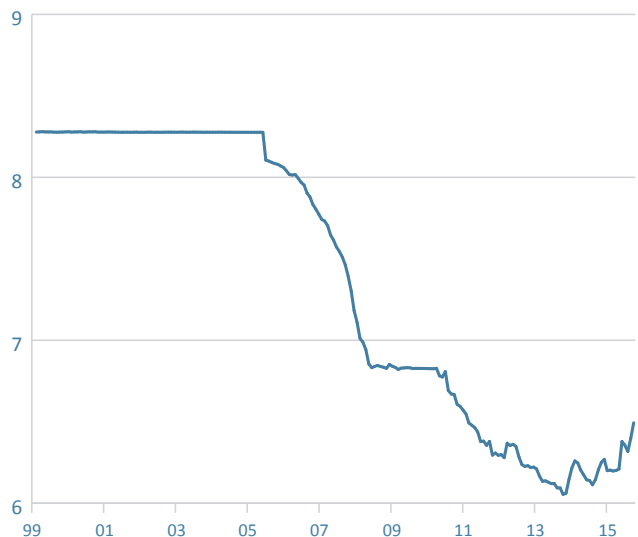
FIGUUR 8.1 KOERS TAIWANESE DOLLAR



FIGUUR 8.2 KOERS CHINESE RENMINBI



FIGUUR 8.3 CHINESE RENMINBI VERSUS DE AMERIKAANSE DOLLAR



9 Samenvatting

In deze brochure is uitgelegd wat valutarisico is, hoe dit risico kan worden afgedekt en wat de effecten op de beleggingsportefeuille zijn van het al dan niet afdekken van valutarisico. Valutarisico is voor een eurobelegger het risico dat ontstaat wanneer deze gaat investeren in beleggingen die niet in euro's uitgedrukt zijn, maar bijvoorbeeld in Amerikaanse dollars. Dit risico kan op verschillende manieren worden gemeten, zoals het effect op de standaarddeviatie van de portefeuille of op de maximum drawdown van de portefeuille. De meest gebruikte methode om valutarisico af te dekken is door middel van valutaforward contracten. Uit historische data blijkt dat het effect van afdekken van valutarisico niet stabiel is, maar door de tijd kan veranderen. Het niet afdekken van (een gedeelte van) de vreemde valuta exposure kan namelijk ook tot een wenselijke diversificatie leiden. Zo zien we bij wereldwijde aandelen dat de standaarddeviatie van de aandelenportefeuille voor 2008 lager was indien het valutarisico werd afgedekt, maar dat na 2008 afdekken een aantal jaren leidde tot een wat hogere standaarddeviatie. Sinds 2015 is de safe haven status van de euro herstellende en leidt afdekken van het valutarisico weer tot een lagere standaarddeviatie. DNB, als toezichthouder op pensioenfondsen, gaat ervan uit dat het hebben van valutarisico het totale risico van een pensioenfonds vergroot. Daarom verlaagt het afdekken van valutarisico het vereist eigen vermogen van een pensioenfonds.

10 Literatuur

- Campbell, De Medeiros, Viceira, 2010, Global Currency Hedging, Journal of Finance, American Finance Association, vol. 65(1), 87-121, 02.
- Froot, Kenneth A., 1993, Currency hedging over long horizons, NBER Working Paper No. 4355.
- Gary L. Gastineau, The Currency Hedging Decision: A Search for Synthesis in Asset Allocation Financial Analysts Journal, Vol. 51, No. 3 (May - Jun., 1995), 8-17
- Perold, André, and Evan C. Schulman, 1988, The Free Lunch in Currency Hedging: Implications for Investment Policy and Performance Standards, Financial Analyst Journal 44 (3), 45-50.
- Bech, M, FX volume during the financial crisis and now, BIS Quarterly Review, Mar 2012

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 beleggings-advies, (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 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. 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. Achmea Investment Management B.V., statutair gevestigd te Zeist (KvK 18059537), beschikt over een vergunning als beheerder van beleggingsinstellingen zoals bedoeld in de Wet op het financieel toezicht. Achmea Investment Management B.V. is ingeschreven in het register van de Stichting Autoriteit Financiële Markten onder nummer 15001209.

