

Afdekken van **valutarisico**

Inleiding

De meeste Nederlandse institutionele beleggers zoals pensioenfondsen en verzekeraars beleggen een gedeelte van hun vermogen buiten de eurozone. Doordat zij vaak als doelstelling hebben om een bepaald rendement in euro's te behalen of uitkeringen in euro's te voldoen, introduceren zij daarmee valutarisico in hun beleggingsportefeuille. Valutarisico is het risico dat de waarde van de beleggingsportefeuille verandert als gevolg van wisselkoersveranderingen. In dit artikel leggen we uit wat valutarisico betekent en hoe wij denken dat beleggers met een rendementsdoelstelling in euro's hiermee om zouden kunnen gaan.

Er bestaan grote verschillen tussen de manier waarop beleggers omgaan met valutarisico. Sommige beleggers dekken het valutarisico zo veel mogelijk af, terwijl anderen het valutarisico helemaal niet afdekken. In dit artikel wordt de impact van het wel of niet afdekken van valutarisico beschreven en geven wij aan hoe beleggers het strategisch valutarisico kunnen beheersen. Met strategisch valutarisico bedoelen wij het vraagstuk hoe een belegger op *lange* termijn met het valutarisico omgaat.

Situatie-afhankelijke gevolgen van valuta-afdekking

De gevolgen van het afdekken van valutarisico zijn grotendeels situatie-afhankelijk en kunnen voordelig of nadelig uitpakken.

Situatie-afhankelijke gevolgen:

- Hoger of lager risico: één van de doelen van afdekking is meestal het verlagen van het risico van de portefeuille. Of dit ook daadwerkelijk gebeurt is echter afhankelijk van de correlatie tussen de beweging van een valuta en het beleggingsrendement van een beleggingscategorie. Per beleggingscategorie is deze correlatie anders, wijzigt door de tijd heen en is daarnaast moeilijk te voorspellen. In deze analyse bekijken we het effect van het wel of niet afdekken van valutarisico per beleggingscategorie.
- Hoger of lager rendement: Op basis van uncovered interest rate parity (UIP) wordt de verwachte ontwikkeling van een vreemde valuta bepaald door het verschil in risicovrije rentes tussen twee landen. Wij gaan er op basis van de UIP vanuit dat de verwachte rendementen van

portefeuilles met en zonder valuta-afdekking op langere termijn grofweg aan elkaar gelijk zijn (als transactiekosten buiten beschouwing worden gelaten, en die zijn voor de “grote” valuta inderdaad verwaarloosbaar). Echter, door onverwachte appreciatie of depreciatie van vreemde valuta zullen de gerealiseerde rendementen van portefeuilles met en zonder

Auteurs
Frank van Weegberg¹
Marten Naaktgeboren



Frank van Weegberg (l) en Marten Naaktgeboren (r)

valuta-afdekking van elkaar afwijken. In de praktijk kunnen deze verschillen groot zijn.

In de volgende paragrafen beschrijven we het nut van het afdekken van het valutarisico voor de categorieën staatsobligaties en aandelen in ontwikkelde landen. Vervolgens geven we aan hoe beleggers met valutarisico in opkomende landen om kunnen gaan.

Valuta-afdekking bij staatsobligaties

Het valuta-afdeckingsbeleid hangt onder andere af van de karakteristieken van de onderliggende beleggingscategorie. In deze paragraaf kijken we naar de effecten van het afdekken van het valutarisico bij staatsobligaties.

Academische literatuur

Uit veel onderzoek komt naar voren dat het risico van staatsobligatieportefeuilles in vreemde valuta sterk verlaagd kan worden door het valutarisico grotendeels af te dekken (zie Perold en Schulman (1988) en Campbell, Serfaty-de Medeiros en Viceira (2010)). De reden is dat het grootste risico op een dergelijke portefeuille bestaat uit valuta- en renterisico. Door het valutarisico af te dekken, bestaat de portefeuille voornamelijk nog uit renterisico. Bovendien geldt dat het aanhouden van valutarisico in de portefeuille nauwelijks voor diversificatie zorgt.

Eigen onderzoek

In figuur 1 is de 36-maands voortschrijdende standaarddeviatie van Amerikaanse staatsobligaties weergegeven. De groene lijn geeft de historische standaarddeviatie aan wanneer het dollarrisico niet wordt afgedekt, terwijl de blauwe lijn de standaarddeviatie weergeeft indien de exposure naar de dollar wel wordt afgedekt. De grijze balken geven het verschil in standaarddeviatie aan. Uit figuur 1 blijkt dat de standaarddeviatie van de portefeuille sterk verlaagd wordt door het valutarisico voor 100% af te dekken. Wij geven de voorkeur aan het afdekken van valutarisico van staatsobligaties uit ontwikkelde landen omdat het risico, gemeten in

standaarddeviatie, lager is en wij op basis van UIP hetzelfde rendement verwachten.

Valuta-afdekking bij aandelen

Wij hebben de impact van het wel of niet afdekken van valutarisico in aandelenportefeuilles in ontwikkelde landen onderzocht. Ook hier hebben wij weer gekeken vanuit het perspectief van een belegger die een rendementsdoelstelling in euro's heeft. In deze paragraaf vatten wij kort een aantal belangrijke onderzoeken samen en kijken vervolgens naar het effect op de standaarddeviatie van de portefeuille.

Academische literatuur

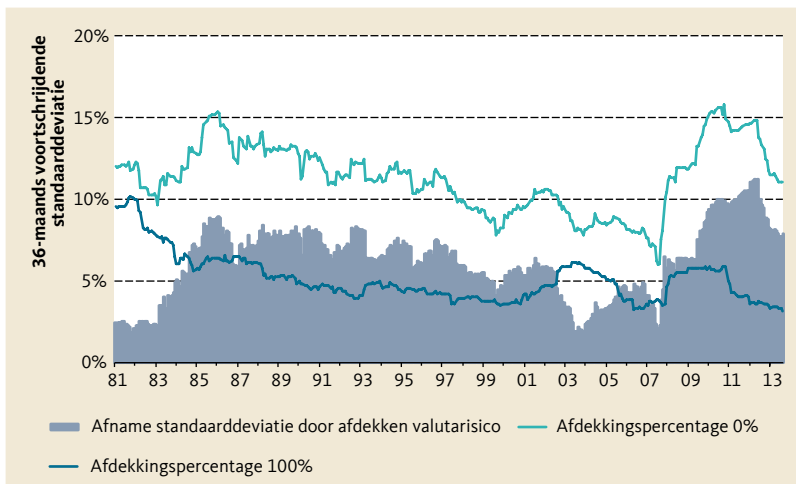
Over het afdekken van het valutarisico binnen aandelenportefeuilles bestaat geen consensus. Onderzoeken hebben tot sterk uiteenlopende conclusies geleid. Perold en Schulman (1988) concluderen dat beleggers beter af zijn door het valutarisico af te dekken. Ze beargumenteren dat op lange

Bij staatsobligaties wordt het risico sterk verminderd door afdekking van valutarisico

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 lange termijn horizon beter af zijn door het valutarisico niet (volledig) af te dekken.

Uit dit 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, omdat hogere aandelenrendementen vaak gepaard gaan 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 niet wordt afgedekt. Met safe haven valuta worden de valuta van landen bedoeld die als veilig worden beschouwd in tijden van grote economische onzekerheid. De reden om safe haven valuta niet af te dekken is dat deze valuta een negatieve correlatie met wereldwijde aandelen hebben. In tijden van economische teruggang doen aandelen het minder goed terwijl de harde valuta een positief resultaat laten zien, en zo dus voor een stuk compensatie zorgen. Uit hun onderzoek blijkt dat de euro (en de Duitse mark voor introductie van de euro), de dollar en de Zwitserse franc in

Figuur 1 Standaarddeviatie van Amerikaanse staatsobligaties met en zonder valuta-afdekking



Bron: Syntrus Achmea, Bloomberg

de periode van 1975 tot 2005 beschouwd konden worden als safe haven currency. De auteurs concluderen dat overige valuta wel dienen te worden afgedekt om het risico van de totale aandelenportefeuille te reduceren.

Eigen onderzoek

Het wel of niet afdekken van het valutarisico in een wereldwijde aandelenportefeuille in ontwikkelde landen heeft impact op het rendement van de totale portefeuille. In Figuur 2 zijn de aandelenrendementen bij het wel en niet afdekken van het valutarisico sinds 1978 op jaarbasis weergegeven. De groene blokjes geven langs de x-as het rendement in euro's weer bij het niet afdekken van het valutarisico. De blauwe blokjes geven het rendement weer indien het valutarisico wel wordt afgedekt. In de jaren 1990, 2002 en 2008 waren er grote negatieve rendementen op de wereldwijde aandelenportefeuilles in ontwikkelde landen bij zowel het afdekken als het niet afdekken van het 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.

Een andere conclusie die uit Figuur 2 kan worden getrokken, is dat het afdekken van het valutarisico over de onderzochte periode tot een wat lagere spreiding in rendementen leidt. De groene blokjes zijn meer gespreid langs de x-as in vergelijking met de blauwe blokjes.

Naast de historische jaarrendementen hebben we ook gekeken naar de voortschrijdende standaarddeviatie. In Figuur 3 is de 36-maands voortschrijdende standaarddeviatie van wereldwijde aandelen in ontwikkelde landen weergegeven bij het wel en niet afdekken van valutarisico. De groene 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 grijze balken. Tot 2008 lag de standaarddeviatie van de aandelenportefeuille met een valuta-afdekking onder die van de aandelenportefeuille zonder valuta-afdekking. Het afdekken van valutarisico zorgde dus tot 2008 voor een lager risico. Vanaf 2008 is het effect echter omgedraaid. Over de afgelopen jaren heeft het afdekken van valutarisico in de aandelenportefeuille dus gezorgd voor een hogere 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. Tot 2008 waren de dollar en de euro volgens ons *safe haven* valuta. Door de hoge schuldenlast van met name de perifere landen in combinatie met lage economische groei is de *safe haven* status van de euro aange-tast. Hoewel de economie in de VS in 2008 ook duidelijk verzwakte, bleef het vertrouwen in de dollar sterk. Dit blijkt uit het feit dat buitenlandse beleggers, ondanks dat de Amerikaanse economie ook problemen kende, beleggingen in dollars

kochten vanwege de safe haven status van de dollar (Kohler 2010).

Wanneer de euro de safe haven status weer heeft terugverdiend, kan het afdekken van het valutarisico weer resulteren in een verlaging van het risico van de portefeuille. Het afdekken van valutarisico verlaagt naar verwachting in dat geval het risico. Periodiek zal moeten worden bekeken of het strategisch valutabeleid dient te worden aangepast. Hierbij kan naast kwalitatieve maatstaven, worden gekeken naar de standaarddeviatie van een afgedekte en niet-afgedekte aandelenportefeuille.

Valuta in opkomende landen

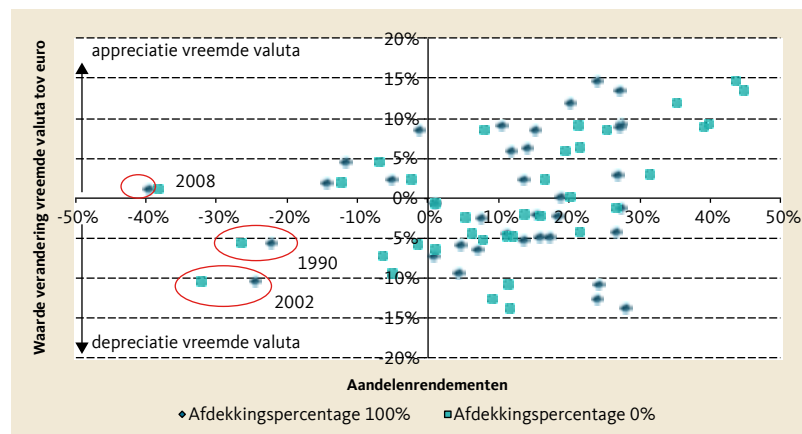
In de voorgaande paragraaf hebben we gekeken naar het wel of niet afdekken van valuta in een portefeuille met aandelen in ontwikkelde landen. In deze paragraaf kijken we naar het afdekken van het valutarisico van beleggingen in opkomende landen. Veel beleggers dekken het valutarisico van indivi-

Onderzoeken hebben tot sterk uiteenlopende conclusies geleid

duële valuta in opkomende landen niet af omdat de exposures naar de individuele valuta klein zijn, de transactiekosten hoog zijn, zeker in vergelijking met die van de 'grote' valuta en het voor sommige valuta door restricties überhaupt niet mogelijk is om valutaforward contracten af te sluiten.

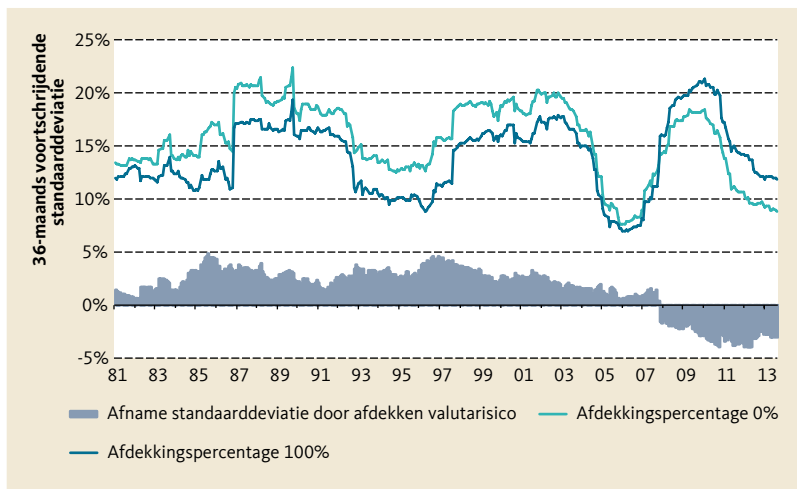
Veel valuta in opkomende landen hebben een sterke link met de Amerikaanse dollar. Dit betekent dat het afdekken van valutarisico in opkomende landen benaderd kan worden door deze gedeeltelijk af te dekken met de Amerikaanse dollar. We noemen dit een proxy-hedge. Hoewel de koppeling tussen valuta in opkomende landen en de Amerikaanse dollar over de afgelopen decennia minder sterk is geworden, is er voor een groot aantal valuta nog

Figuur 2 Wereldwijde aandelenrendementen bij wel en niet afdekken van valutarisico



Bron: Syntrus Achmea, Bloomberg

Figuur 3 Standaarddeviatie van wereldwijde aandelen met en zonder valuta-afdekking



Bron: Syntrus Achmea, Bloomberg

steeds sprake van een sterke link. Wanneer een belegger kiest voor een proxy-hedge moet wel rekening worden gehouden met het feit dat de afdekking geen bescherming biedt bij een crisis in opkomende landen. Daarnaast werkt de link met

Eurocrisis heeft safe haven status van de euro duidelijk aangetast

de Amerikaanse dollar niet altijd waardoor het scenario zich kan voordoen waarbij de belegging in opkomende landen daalt en de dollar apprecieert. De proxy-afdekking zorgt dan voor een nog groter verlies.

Specifiek aandachtspunt voor pensioenfondsen

Naast de hierboven genoemde mogelijke gevolgen van wel of niet afdekken, geldt specifiek voor Nederlandse pensioenfondsen dat het afdekken van valutarisico leidt tot een lager Vereist Eigen Vermogen (VEV). De toezichthouder gaat er van uit dat het afdekken van valutarisico leidt tot een lager portefeuillerisico. Dit komt tot uitdrukking in de berekening van het VEV: indien het valutarisico wordt afgedekt, is het VEV lager dan wanneer dit niet wordt afgedekt. Het (op lange termijn onbehoord) afdekken van valutarisico speelt risicobudget vrij dat ingezet kan worden door bijvoorbeeld meer in aandelen te beleggen. Aangezien de allocatie naar vreemde valuta voor de meeste pensioenfondsen beperkt is en de valutaschok die in het model van DNB wordt toegepast klein is, is het effect van valutarisico op het totale risico beperkt. Onder het nieuwe FTK waarbij de buffervereisten van pensioenfondsen omhoog gaan, gaat de buffer voor valutarisico juist naar beneden. Daarnaast mogen in het nieuwe FTK schokken over 10 jaar worden

uitgesmeerd, wat de potentiële pijn van niet afdekken verzacht.

Samenvatting

In dit artikel is besproken wat valutarisico is en wat de effecten op een portefeuille met wereldwijde aandelen in ontwikkelde markten of Amerikaanse staatsobligaties 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. Uit onze analyses blijkt dat het effect van afdekken van valutarisico niet stabiel is, maar door de tijd verandert. Daarnaast zien we dat de impact van valutabewegingen op verschillende beleggingscategorieën anders uitpakt. Uit de analyse van Amerikaanse staatsobligaties blijkt dat het afdekken van het valutarisico over de gehele periode de portefeuillevolatiliteit duidelijk heeft verlaagd. Het afdekken van vreemde valuta exposure van non-euro staatsobligaties is daarom volgens ons opportuun. Bij wereldwijde aandelen in ontwikkelde landen zien we echter dat de standaarddeviatie van de portefeuille voor 2008 lager was indien het valutarisico werd afgedekt, maar dat sinds 2008 afdekken heeft geleid tot een wat hogere standaarddeviatie. Het niet afdekken van valuta exposure leidt daarom op dit moment tot een lager portefeuillerisico. Aangezien wij ervan uitgaan dat het afdekken van valuta exposure nauwelijks invloed heeft op het verwachte rendement, leidt het (gedeeltelijk) niet afdekken van valutarisico tot een lager portefeuillerisico. Wanneer de euro zijn status als safe haven valuta heroverd heeft, leidt het afdekken van vreemde valuta exposure naar verwachting tot een lager portefeuillerisico. Veel beleggers dekken de exposures naar valuta in opkomende landen niet af omdat dit veel transacties en hoge transactiekosten met zich meebrengt. Beleggers kunnen overwegen om een proxy-afdekking met de Amerikaanse dollar toe te passen vanwege de koppeling die bestaat tussen valuta in opkomende landen en de Amerikaanse dollar. ■

Literatuur

- _ Campbell, J., K. Serfaty-de Medeiros en L. Viceira, 2010, Global currency hedging, *Journal of Finance*, vol. 65 nr. 1: 87-121.
- _ Froot, K., 1993, Currency hedging over long horizons, NBER Working Paper, nr. 4355.
- _ Kohler, M., 2010, Exchange rates during financial crises, *BIS Quarterly Review*, March 2010: 39-49.
- _ Perold, A. en E. Schulman, 1988, The free lunch in currency hedging: Implications for investment policy and performance standards, *Financial Analysts Journal*, vol. 44 nr. 3: 45-50.

Noot

- 1 Drs. Frank van Weegberg RBA is Senior Investment Strategist bij Syntrus Achmea en Marten Naaktgeboren CFA is Adviseur Balansmanagement bij Syntrus Achmea.