

# Marktvisie

## Valuta-afdekking in het nieuwe pensioenstelsel

**Hoofdauteur:**

**Jitzes Noorman**  
Delegated CIO &  
Investment Strategist

**Co-auteurs:**

**Hans Fortuyn**  
Head of Fiduciary  
Management  
Netherlands

**Alexander van Aken**

Delegated CIO &  
Portfolio Manager

**Justus van Halewijn**

Delegated CIO &  
Portfolio Manager

- De helft van het Nederlandse pensioenvermogen is belegd in andere valuta dan de euro. Het valutarisico dat hiermee gepaard gaat wordt door Nederlandse pensioenfondsen in veel gevallen (gedeeltelijk) afgedekt.
- In deze publicatie gaan wij in op de vraag in hoeverre het strategisch beleid ten aanzien van het afdekken van valutarisico wijzigt in het nieuwe pensioenstelsel. Een belangrijke verandering is het wegvallen van het Vereist Eigen Vermogen.
- Wij verwachten dat in het nieuwe pensioenstelsel gemiddeld minder valutarisico wordt afgedekt en dat pensioenfondsen nadrukkelijker onderscheid zullen maken tussen het afdekken van valutarisico van nominale beleggingscategorieën en dat van reële beleggingscategorieën.
- In het nieuwe pensioenstelsel zien wij een afdekkingspercentage van 100% als een logisch vertrekpunt voor nominale categorieën die onderdeel uitmaken van matchportefeuilles en 0% als vertrekpunt voor reële categorieën in returnportefeuilles. Voor nominale categorieën in de returnportefeuille, zoals high yield, kan het afdekkingspercentage zich bevinden tussen de 0% en 100%, afhankelijk van het risicoprofiel en de liquiditeit van de categorie, het risicobudget en de investment beliefs van het pensioenfonds, en de gekozen premiereregeling.



## Inleiding en conclusie

De helft van het Nederlandse pensioenvermogen is belegd in andere valuta dan de euro en het grootste deel daarvan - ongeveer een derde - is genoteerd in de Amerikaanse dollar. De categorie met de grootste exposure naar vreemde valuta zijn aandelen. Het valutarisico dat hiermee gepaard gaat wordt door Nederlandse pensioenfondsen in veel gevallen (gedeeltelijk) afgedekt.

In deze publicatie gaan wij in op de vraag in hoeverre het strategisch beleid ten aanzien van het afdekken van valutarisico wijzigt in het nieuwe pensioenstelsel en welke factoren een rol spelen bij het (opnieuw) vaststellen van het valuta-afdekkingsbeleid. Onze focus ligt daarbij op ontwikkelde markten, omdat het valutarisico van beleggingen in opkomende markten in het huidige stelsel ook veelal niet wordt afgedekt. Dit zal in het nieuwe pensioenstelsel naar verwachting niet anders zijn.

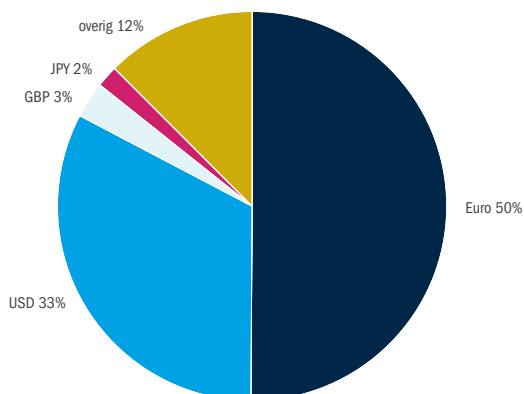
Een aantal bepalende factoren voor het wel of niet afdekken van valutarisico verandert niet als gevolg van het nieuwe pensioenstelsel. Zo zullen de investment beliefs van het pensioenfonds, kosten, diversificatie en integraal portefeuillespectief nog steeds een rol spelen bij de vaststelling van het afdekkingsbeleid. Wat wel een belangrijke verandering is, is het wegvallen van het Vereist Eigen Vermogen. Dit zal naar verwachting tot wijzigingen in het

afdekkingsbeleid leiden. Per saldo verwachten wij dat in het nieuwe pensioenstelsel gemiddeld minder valutarisico wordt afgedekt en dat pensioenfondsen nadrukkelijker onderscheid zullen maken tussen het afdekken van valutarisico van nominale beleggingscategorieën en dat van reële beleggingscategorieën. Daarnaast zijn ook andere factoren relevant, zoals de keuze voor de pensioenregelingen (SPR of FPR), het risicoprofiel en liquiditeit van de onderliggende categorie, en of deze wordt opgenomen in de match- of returnportefeuille. Ook spelen de implementatievorm (overlay of afdekking binnen fondsen), het productaanbod, reputatierisico, concentratierisico en koopkrachtperspectief een rol.

In het nieuwe pensioenstelsel zien wij een afdekkingspercentage van 100% als een logisch vertrekpunt voor nominale categorieën die onderdeel uitmaken van matchportefeuilles en 0% als vertrekpunt voor reële categorieën in returnportefeuilles. Voor nominale categorieën in de returnportefeuille, zoals high yield, kan het afdekkingspercentage zich bevinden tussen de 0% en 100%, afhankelijk van het risicoprofiel en de liquiditeit van de categorie, het risicobudget en de investment beliefs van het pensioenfonds, en de gekozen premiereregeling.

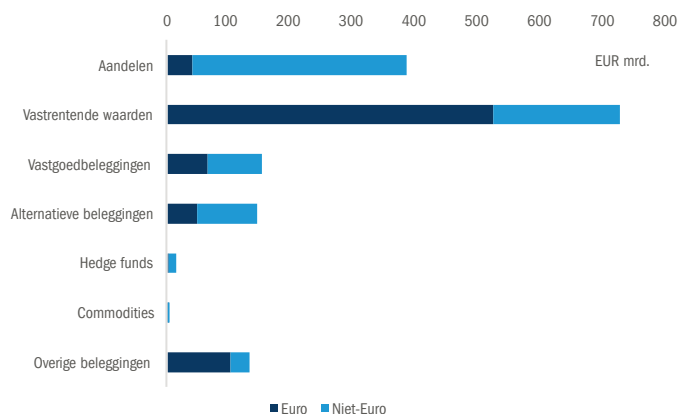
In deze publicatie komen meerdere invalshoeken aan bod: rendement, risico, diversificatie en pensioenregelingen.

Valuta mix belegd vermogen pensioensector



Bron: Columbia Threadneedle Investments, DNB, K2 2023

Valuta mix uitgesplitst naar categorie



# Rendement

## Investment beliefs

De investment beliefs van het pensioenfonds vormen - net als voor andere risicobronnen, zoals renterisico - een belangrijk vertrekpunt voor het valuta-afdeckingsbeleid. Dat verandert niet in het nieuwe pensioenstelsel. Ten aanzien van het valuta-afdeckingsbeleid zijn er twee investment beliefs die van belang zijn: beloondheid van het valutarisico en de voorspelbaarheid van valuta. De overtuiging over de beloondheid vormt de basis voor het strategisch afdeckingsbeleid (wel of niet afdekken). De overtuiging over de voorspelbaarheid vormt de basis voor het tactisch afdeckingsbeleid (wel of geen dynamisch beleid om het strategische vertrekpunt heen).

Veel pensioenfondsen hebben overigens geen expliciete investment beliefs geformuleerd ten aanzien van valutarisico. Bij de fondsen die dat wel hebben valt op dat de belief gaat of over de beloondheid óf over de voorspelbaarheid, maar meestal niet over beide.

### Beloondheid

Valutarisico wordt vaak gezien als onbeloond risico. In tegenstelling tot bijvoorbeeld de aandelen- of obligatiemarkt, is de valutamarkt een “zero-sum game”, omdat niet alle valuta's tegelijkertijd kunnen appreciëren. Dat vormt de basis voor strategisch beleid om valutarisico af te dekken. Het risicobudget dat hiermee wordt vrijgespeeld, kan vervolgens gealloceerd worden aan beloonde risicobronnen, zoals aandelen- en kredietrisico. Deze overwegingen vormen voor veel pensioenfondsen de basis om valutarisico grotendeels af te dekken. Voor het afdekken van valutarisico worden meestal FX-forwards gebruikt. De forwardkoersen hiervan worden bepaald door rentever verschillen tussen landen (rentepariteit-theorie) en eventuele basisspreads. Voor landen met een hoge rente prijst de markt in dat de valuta zal depreciëren. Als het valutarisico van een dergelijk land wordt afgedekt wordt de verwachte depreciatie dus al vastgelegd. Of dit invloed heeft op het verwachte rendement hangt af van de investment beliefs. Indien wordt aangenomen dat valuta's exact evenveel depreciëren (of appreciëren) als ingeprijsd, zou er geen sprake zijn van een verschil in het verwachte euro-rendement ten opzichte van het onafgedekte rendement. Het afdekken van valutarisico beïnvloedt dan alleen het portefeuillerisico, maar heeft geen invloed op het verwachte rendement. Uiteraard is de gerealiseerde ontwikkeling van valutakoersen nooit exact gelijk aan de ontwikkeling die de forwards aangeven. Waar het bij (on)beloondheid om gaat is dat pensioenfondsen de overtuiging hebben dat er gemiddeld genomen geen sprake is van een structurele afwijking ten opzichte van de forwards.

## Rentever verschillen en valuta forwardkoersen

De theorie van de rentepariteit (“Interest rate parity”) schrijft voor dat via arbitrage de forward valutakoersen een reflectie zijn van de rentever verschillen tussen landen. Kent land A bijvoorbeeld een rente van 2% en land B een rente van 1%, dan prijst de valutamarkt in dat de valuta van land A met 1% zal depreciëren versus land B op een termijn van een jaar. In dat geval maakt het voor beleggers niet uit of zij hun geld op een rekening zetten in land A (2% rente, maar met 1% koersdaling versus land B) of in land B (1% rente). Het impliciete totale rendement in één valuta komt op hetzelfde neer.

### Voorspelbaarheid

Het hebben van een expliciete visie op valuta kan een reden zijn om vreemde valuta (tijdelijk) niet (of niet volledig) af te dekken. In dat geval verwacht men dat een valuta zal appreciëren, of in ieder geval minder zal depreciëren dan ingeprijsd door de FX-forwards. Als deze visie uitkomt, zal het rendement in euro hoger zijn bij beleggingen waarvan het valutarisico niet is afgedekt. Een dergelijke visie kan een reden zijn om te besluiten (tijdelijk) minder valutarisico af te dekken dan strategisch was beoogd.

Een goed voorbeeld hiervan is dat veel pensioenfondsen de afgelopen jaren de afdekking van de Amerikaanse dollar hebben verlaagd, vanwege het grote rentever verschil tussen de VS en de eurozone. Dit kan worden gezien als een tactische positie, waarbij wordt verwacht dat de Amerikaanse dollar niet zoveel zal depreciëren als wordt ingeprijsd op basis van rentever verschillen.

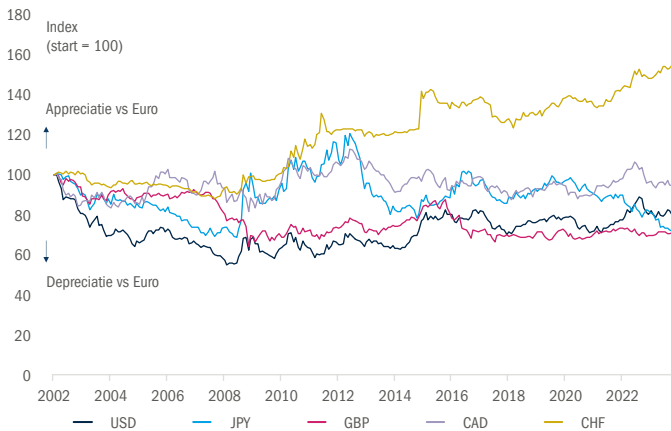
### Kosten

Naast investment beliefs en een eventuele visie spelen ook kosten een rol bij het al dan niet afdekken van valutarisico. De kosten voor valuta-afdekking bestaan uit twee delen. Ten eerste gaat het om de (beperkte) expliciete transactiekosten. De ervaring van Columbia Threadneedle Investments is dat de totale kosten op jaarbasis – zelfs bij maandelijkse transacties – maximaal 1 tot 4 basispunten bedragen over de af te dekken hoofdsom. Dit vormt naar onze mening dan ook geen argument voor het niet of minder afdekken van valutarisico. Daarnaast is sprake van een beheervergoeding voor het uitvoeren van een valuta-afdekking. Deze bedraagt doorgaans ook slechts enkele basispunten.

## Rendement en valutakoersen in de praktijk

Onderstaande figuur toont het verloop van de vijf grootste vreemde valuta van ontwikkelde markten in de beleggingsportefeuilles van Nederlandse pensioenfondsen. Het verloop is grillig, maar lijkt op termijn enigszins ‘mean-reverting’ te zijn. De meeste van deze valuta's zijn per saldo gemiddeld iets gedeprecieerd. De Zwitserse frank valt juist op met een appreciatie ten opzichte van de euro. Dit is mogelijk te verklaren door een lagere inflatie, wat in lijn is met de rentepariteit-theorie.

### Koersontwikkeling vreemde valuta ten opzichte van de euro (2002-2023, maandbasis)



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, november 2023

Hoe deze koersontwikkelingen meer specifiek hebben uitgespeeld voor de verschillen tussen de afgedekte en onafgedekte rendementen voor een euro-belegger, hangt ook af van de rentever verschillen (ofwel de rendementen dan wel kosten op FX-forwards) over deze periode. Onderstaande figuur toont het relatieve rendement van afgedekte rendementen ten opzichte van onafgedekte rendementen sinds 2002, vanuit het perspectief van een euro-belegger. De relatieve rendementsindices zijn weergegeven voor zowel aandelen ontwikkelde markten (MSCI World Index) als voor wereldwijde obligaties ('Bloomberg GlobalAgg Index'<sup>1</sup>). Tot 2008 presteerden hedged indices beter, daarna presteerden unhedged indices juist beter. Over de hele periode bezien (2002-2023) ontlopen de hedged en unhedged rendementen elkaar uiteindelijk niet veel. Per saldo was het onafgedekte rendement bij aandelen iets hoger, terwijl bij obligaties juist het afgedekte rendement hoger was. Dit verschil is onder meer te verklaren doordat de indices verschillende valutasamenstellingen hebben. Het valt overigens op dat het relatieve rendement voor kortere horizonnen (5 jaar) fors kan oplopen, zowel in positieve als in negatieve zin.



Op korte termijn kunnen valutakoersen significante invloed uitoefenen op het rendement

<sup>1</sup> Bloomberg GlobalAgg Index is de wereldwijde index voor kredietwaardige obligaties, zowel staatsobligaties als bedrijfsobligaties, verspreid over 24 valuta's

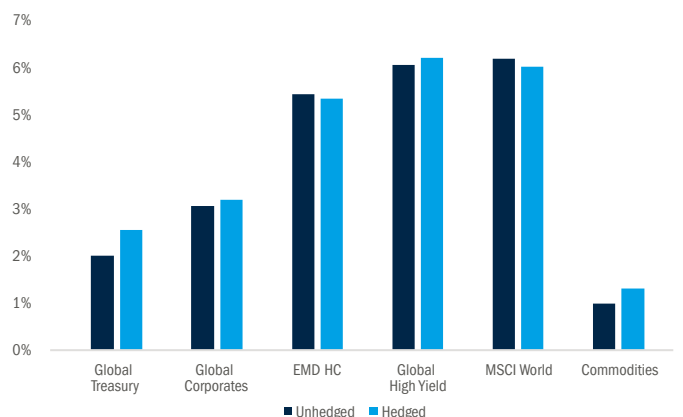
### Relatief rendement in euro's: Hedged versus unhedged (2002-2023, maandbasis)



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, november 2023

Een vergelijkbare analyse hebben wij ook uitgevoerd op het niveau van enkele individuele beleggingscategorieën. Hieruit blijkt grofweg gezien dat de afgedekte en onafgedekte rendementen elkaar gemiddeld genomen niet heel erg ontlopen over deze periode (2002-2023). Voor de ene categorie was het onafgedekte rendement iets hoger, en voor andere categorieën het afgedekte rendement. In de meeste gevallen bedroeg het rendementsverschil niet meer dan gemiddeld plus of min 0,1%-punt tot 0,2%-punt. Alleen bij grondstoffen en wereldwijde staatsobligaties was sprake van een iets groter verschil van respectievelijk 0,3%-punt en 0,5%-punt ten gunste van de afgedekte variant.

### Gemiddelde hedged en unhedged rendementen in euro's (geannualiseerd, 2002-2023)



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, november 2023

Op lange termijn lijkt valutarisico dus niet een significante bijdrage te leveren aan het beleggingsrendement, noch vanuit theoretisch perspectief ('zero-sum game'), noch vanuit empirisch perspectief. Op korte termijn kunnen valutakoersen echter significante invloed uitoefenen op het rendement. In de volgende sectie gaan we hier nader op in: namelijk vanuit het risicoperspectief.

## Risico

In het huidige stelsel is vooral het perspectief bepalend bij de beoordeling van het valutarisico. Dit kan een toezichtsperspectief zijn of een marktperspectief. In het huidige toezichtskader speelt het toezichtsperspectief een belangrijke rol, waarbij de mate van valuta-afdekking wordt bepaald door de bijdrage van het valutarisico aan het Vereist Eigen Vermogen. Aangezien het Vereist Eigen Vermogen in het nieuwe pensioenstelsel verdwijnt, zal het marktperspectief een belangrijkere rol gaan spelen.

### Toezihtsperspectief

De formule voor het Vereist Eigen Vermogen (VEV) van DNB is helder: onafgedekt valutarisico wordt als een balansrisico gezien waarvoor DNB vaste valutaschokken hanteert.

Het valutarisico (S3) in het standaard VEV-model wordt bepaald aan de hand van een daling van de waarde van de beleggingen in andere valuta dan de euro met 20% voor valutarisico in ontwikkelde markten en 35% voor valutarisico in opkomende markten. Voorts wordt tussen de verschillende valuta's enige diversificatie verondersteld: een correlatie van 0,50 tussen valuta in ontwikkelde markten; een correlatie van 0,75 tussen valuta in opkomende markten en een correlatie van 0,25 tussen het valutarisico voor ontwikkelde markten enerzijds en het valutarisico voor opkomende markten anderzijds<sup>2</sup>.

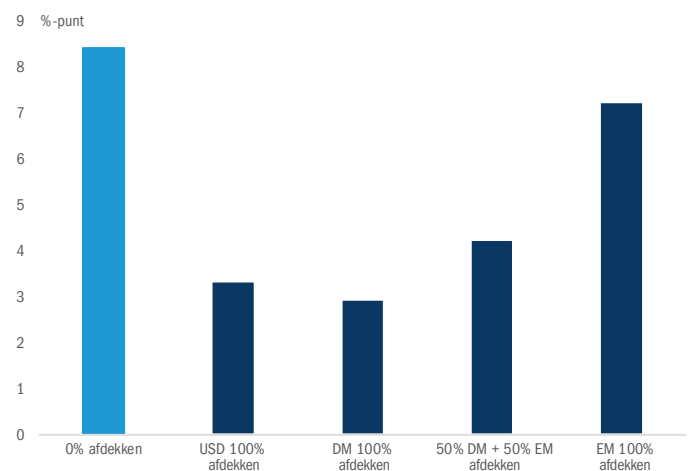
Impliciet wordt door de wijze waarop de VEV-formule is vormgegeven een correlatie van nul verondersteld tussen valutarisico en de overige risicobronnen.

Het VEV maakt louter regionaal onderscheid wat betreft valutarisico, niet wat betreft beleggingscategorieën. Voor veel pensioenfondsen is de VEV-penalty voor valutarisico een stimulans om valutarisico (deels) af te dekken. Daarbij ligt de focus vaak op valuta van ontwikkelde markten. De onderstaande figuur toont het valutarisico (S3) zoals berekend voor het VEV op basis van de gemiddelde valuta-uitsplitsing van Nederlandse pensioenfondsen. Het afdekken van valuta in ontwikkelde markten en dan met name de Amerikaanse dollar is het meest effectief. De verklaring is dat valuta uit ontwikkelde markten veruit de grootste

niet-euro exposure voor hun rekening nemen in combinatie met de wijze waarop S3 wordt berekend (kwadratisch).

Valuta's uit opkomende markten worden veelal niet afgedekt. Dit komt ten eerste door de beperktere exposure en daardoor kleinere bijdrage aan S3. Daarnaast speelt mee dat het afdekken van dergelijke valuta veel duurder is en in sommige gevallen simpelweg niet mogelijk is. Tot slot speelt bij sommige fondsen de beleggingsovertuiging een rol dat in landen met een hoge rente (zoals opkomende markten) de valuta niet per se evenveel deprecieert als de forwards aangeven. De hogere rente in deze landen is namelijk niet altijd het gevolg van een hoger inflatiepeil (wat inderdaad vaak gepaard gaat met een even grote depreciatie van de munt), maar is deels toe te schrijven aan een hogere reële economische groei (die niet gepaard hoeft te gaan met een depreciatie). Dat is wat in de literatuur bekend staat als de "interest rate parity bias": valuta's van hoge-rentelanden deprecieëren minder dan wordt ingeprijsd op basis van de renteversillen met andere (lage-rente) landen, waardoor het loont om deze niet af te dekken.

### VEV valutarisico (S3)



<sup>2</sup> <https://zoek.officielebekendmakingen.nl/stcrt-2014-36799.html>

## Marktperspectief

Vanuit een marktperspectief is het valutavraagstuk voor een pensioenfonds genuanceerd. De invloed van valutarisico op de totale beleggingsportefeuille wordt beïnvloed door meerdere factoren, zoals: de volatiliteit van de valuta, de volatiliteit van de onderliggende beleggingscategorie, de aard van de onderliggende categorie (nominaal of reële), de correlatie tussen valuta's en de onderliggende beleggingscategorie, en de correlatie tussen valuta's onderling.

Valutarisico is van relatief groter belang voor kredietwaardige nominale obligaties dan voor risicovolle reële zakelijke waarden. Daarvoor zijn meerdere redenen.

### Onderscheid tussen nominale en reële beleggingscategorieën

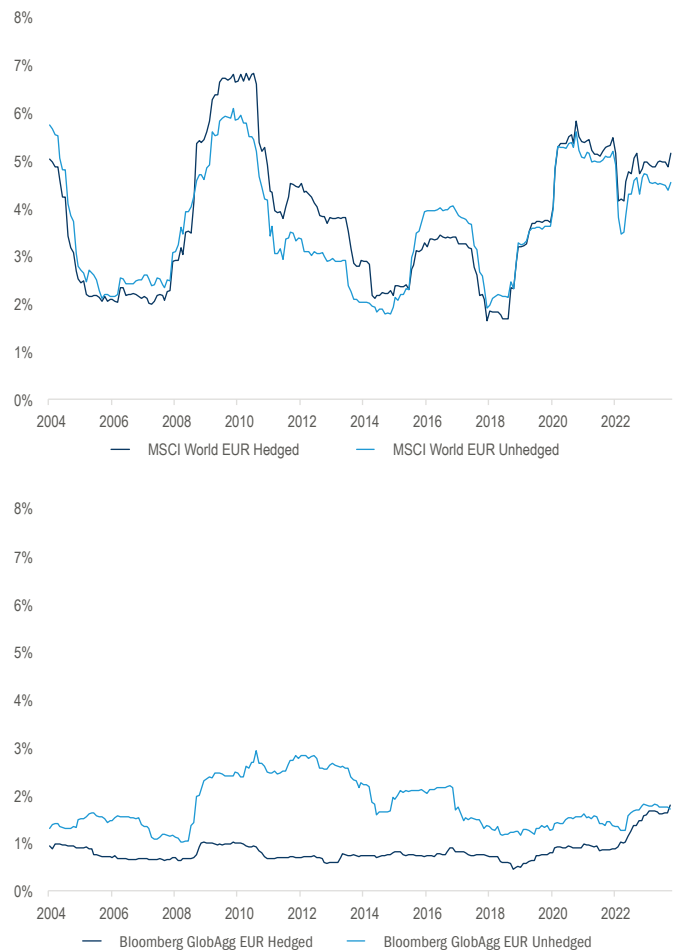
In het huidige stelsel maakt het VEV geen onderscheid tussen reële en nominale categorieën en is er een stimulans om valutarisico af te dekken, ongeacht de aard van de onderliggende categorie. Vanuit economisch perspectief is een onderscheid tussen reële en nominale beleggingscategorieën echter wel degelijk relevant.

Reële categorieën, zoals aandelen en grondstoffen, passen zich in lokale termen grofweg aan valutabewegingen aan. Als de Amerikaanse dollar bijvoorbeeld deprecieert ten opzichte van de euro, dan zullen in lokale termen Amerikaanse aandelen doorgaans iets meer stijgen (of minder dalen) dan de Europese aandelenindices. Het gevolg is dat eventuele bewegingen van de dollar niet veel invloed hebben op het rendement van de Amerikaanse aandelen uitgedrukt in euro. Onderstaande figuur toont de volatiliteit van het rendement uitgedrukt in euro van de MSCI World Index, zowel op afgedekte als niet-afgedekte basis. De volatiliteiten ontlopen elkaar niet veel, wat aangeeft dat reële categorieën de capaciteit bezitten om zich aan te passen aan valutabewegingen. Economisch gezien is daarmee geen grote noodzaak om het valutarisico bij reële beleggingen af te dekken.



Reële categorieën, zoals aandelen en grondstoffen, passen zich in lokale termen grofweg aan valutabewegingen aan

Volatiliteit (2-jaars) maandelijkse rendementen in euro's: aandelen en obligaties



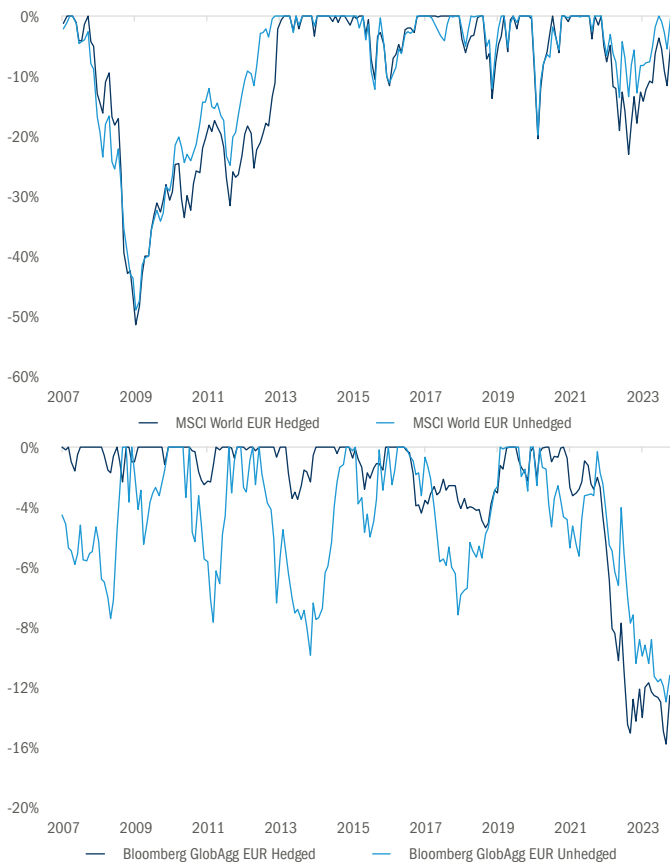
Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, MSCI, november 2023

Bij nominale beleggingscategorieën ligt dat anders. Deze zijn per definitie niet in staat zich aan te passen aan valutabewegingen, omdat de nominale hoofdsom vastligt. Dat blijkt ook uit bovenstaande figuur, waaruit blijkt dat de volatiliteit van het eurorendement van de 'Bloomberg GlobalAgg Index EUR' significant lager is wanneer het valutarisico wordt afgedekt.

Eenzelfde beeld is te zien bij het neerwaartse risico. De twee onderstaande figuren laten het maximale verlies op een vijfjaars horizon zien van de hedged en unhedged variant van de MSCI World Index EUR en de Bloomberg GlobalAgg EUR Index. Voor obligaties waren de neerwaartse uitslagen van de onafgedekte variant in de meeste jaren aanmerkelijk groter dan voor de afgedekte variant. Voor aandelen daarentegen, geldt wederom dat het risicoprofiel van de afgedekte en onafgedekte variant niet significant verschilt. Sterker nog, de onafgedekte index kende een fractioneel lager neerwaarts risico over deze horizon.

Ook hebben wij gekeken naar het grootste maandelijkse negatieve rendement in de afgelopen twintig jaar. Wederom scoort de hedged index (-3,5%) van obligaties beter dan de unhedged index (-4,7%), terwijl dat voor aandelen niet geldt. Sterker nog, de unhedged aandelenindex kende een kleiner maximaal maandelijks verlies (-13,1%) dan de hedged index (-17,8%).

### 'Maximaal verlies' (5-jaars) in euro's: aandelen en obligaties



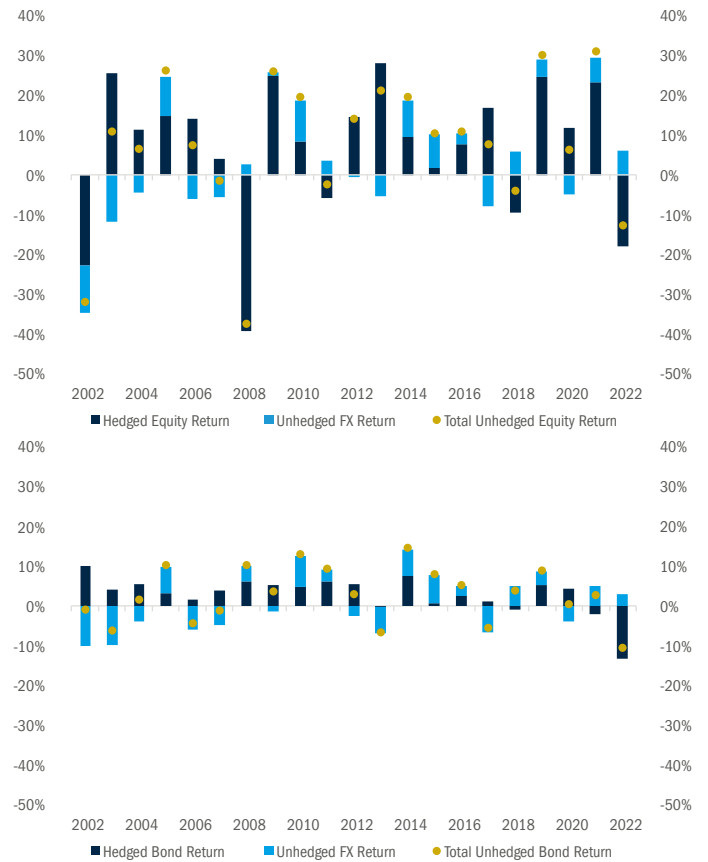
Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, MSCI, november 2023

### Volatiliteit onderliggende beleggingscategorie

Ook de volatiliteit van de onderliggende beleggingscategorie speelt een rol bij valutarisico. Ceteris paribus geldt dat hoe volatieler het rendement van een beleggingscategorie is, hoe geringer de relatieve bijdrage is van valutarisico aan het totale risicoprofiel.

Zo zijn aandelen volatieler dan obligaties, met als gevolg dat het belang van valutabewegingen op het rendement geringer is bij aandelen dan obligaties. Daarmee is vanuit dit perspectief de noodzaak beperkter om valutarisico af te dekken bij aandelen.

### Componenten jaarlijkse rendementen in euro's: wereldwijde aandelen en obligaties



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, aandelen = MSCI World, obligaties = Bloomberg GlobalAgg Index, november 2023

### Diversificatie versus aandelenrisico

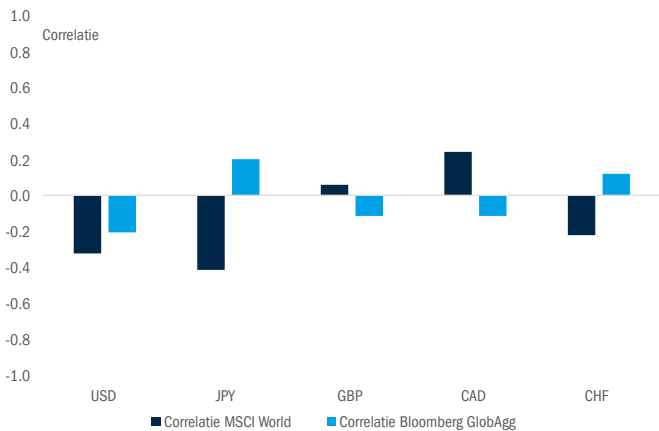
Aanverwant aan de eerdere bevinding dat reële categorieën zich aanpassen aan valutabewegingen, is dat valutarisico en aandelenrisico niet 100% gecorreleerd zijn. Anders gezegd, er is sprake van enige diversificatie. De mate waarin verschilt per valuta alsook per periode.

In de periode 2002-2023 kenden zowel de Amerikaanse dollar, de Japanse yen, als de Zwitserse frank gemiddeld een negatieve correlatie met de MSCI World Index. Deze valuta's boden daarmee diversificatie versus aandelenrisico. Het Britse pond en de Canadese dollar kenden gemiddeld een positieve correlatie, maar deze lag verre van 1, waardoor ook bij deze valuta nog sprake was van enige diversificatie.

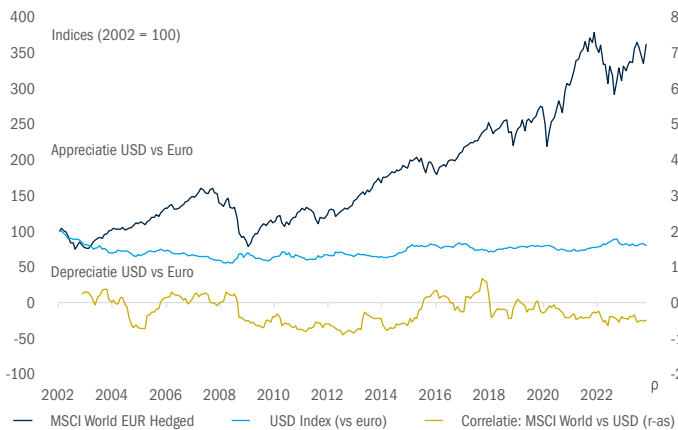
Correlaties zijn echter niet stabiel. De correlatie tussen de Amerikaanse dollar en de MSCI World was bijvoorbeeld gemiddeld negatief, maar is af en toe ook (licht) positief geweest.

Voor sommige Nederlandse pensioenfondsen is het koersverloop van de Amerikaanse dollar tijdens de kredietcrisis aanleiding geweest om het afdekkingspercentage van de dollar te verlagen. Dit had twee redenen. Ten eerste bood de dollar diversificatie ten opzichte van de correctie in de aandelenmarkten. Ten tweede werd de marktwaarde van FX-hedges negatief. Het vereffenen van deze posities vereiste cash. Daardoor werden pensioenfondsen zich bewust van het liquiditeitsrisico dat is gekoppeld aan de valuta-afdekking.

### Correlatie valuta's met aandelen en obligaties (euro, maandbasis, 2002-2023)



### USD versus MSCI World Index



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, MSCI, november 2023

De valuta's correleren anders met obligatierendementen (op eurobasis) dan met aandelenrendementen (op eurobasis). De Amerikaanse dollar, de Japanse yen en de Zwitserse frank bieden minder diversificatie ten opzichte van obligaties dan versus aandelen. Voor het Britse pond en de Canadese dollar is de conclusie juist omgekeerd (zie bovenstaande figuur).

De samenhang tussen valuta's en rendementen wisselt dus per valuta en per beleggingscategorie. Dat verklaart grotendeels de verschillen waarin valutarisico een rol speelt per beleggingscategorie. Daarnaast is natuurlijk de valutamix per categorie relevant. Zo hebben wereldwijde aandelen een grotere exposure naar de Amerikaanse dollar dan wereldwijde obligaties.

### Volatiliteit valuta's en diversificatie tussen valuta's

De volatiliteit van de maandelijkse veranderingen van valutakoersen ten opzichte van de euro in de periode 2002-2023 varieerde van circa 11% voor de Japanse yen en 9,5% voor de Amerikaanse dollar tot 6,5% voor de Zwitserse frank. Tussen valuta's is echter sprake van diversificatie. De onderstaande tabel toont de correlatie tussen de verschillende valuta's. Gemiddeld wijkt dit niet veel af van de 0,5 die de VEV-formule veronderstelt tussen valuta van ontwikkelde markten. De Zwitserse Frank kent gemiddeld de laagste correlatie met de andere valuta's.

### Correlaties tussen valuta's (maandbasis, 2002-2023)

	USD	JPY	GBP	CAD	CHF
USD	1	0.61	0.47	0.50	0.28
JPY	0.61	1	0.22	0.25	0.42
GBP	0.47	0.22	1	0.43	0.12
CAD	0.50	0.25	0.43	1	0.04
CHF	0.28	0.42	0.12	0.04	1

Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, 2023

Vanwege deze diversificatie tussen valuta's is de volatiliteit van een mandje valuta lager dan van individuele valuta. Zo bedroeg de volatiliteit van de FX-component van het aandelenrendement in euro ongeveer 7% en dat van de FX-component in de wereldwijde obligatie-index in euro circa 6%. Dat deze iets lager is bij obligaties valt te verklaren door de lagere en minder geconcentreerde exposure naar de Amerikaanse dollar.

### Valutarisico per beleggingscategorie

De combinatie van bovengenoemde factoren (nominaal of reëel karakter beleggingscategorie, volatiliteit beleggingscategorie, correlatie categorie en valuta's, samenstelling valutamix) bepaalt het belang en de invloed van valutarisico per beleggingscategorie. In onderstaande figuur is de volatiliteit van de euro rendementen van zes beleggingscategorieën weergegeven, gerangschikt van nominaal naar reëel en van een lage volatiliteit naar een hoge volatiliteit.

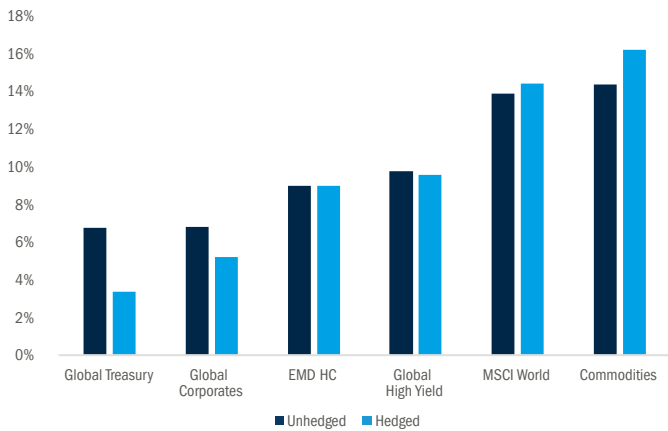
Een duidelijke eerste observatie is dat de volatiliteit van nominale obligaties met een relatief laag risicoprofiel aanmerkelijk lager uitvalt wanneer sprake is van valuta-afdekking. Het afdekken van valutarisico bij staatsobligaties en investment grade bedrijfsobligaties reduceert het rendementsrisico voor een euro-belegger aanzienlijk.

Bij risicovolle obligaties - Global High Yield en EMD HC - is de volatiliteit bij de afgedekte en onafgedekte variant vrijwel gelijk, ondanks het nominale karakter van deze categorieën. Daarbij speelt een rol dat de risicovolle spread-component een samenhang vertoont met het sentiment op aandelenmarkten, waardoor deze categorieën een hogere correlatie kennen met aandelen dan obligaties met een laag kredietrisico. Beide categorieën hebben ook een grotere USD-exposure dan kredietwaardige bedrijfsobligaties.

Tot slot is de volatiliteit bij onafgedekte reële zakelijke waarden, zoals aandelen en grondstoffen, zelfs iets lager dan van de afgedekte varianten in de periode 2002-2023.



### Volatiliteit rendementen in euro (maandbasis, geannualiseerd, 2002-2023)



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, MSCI, november 2023

### Overige perspectieven

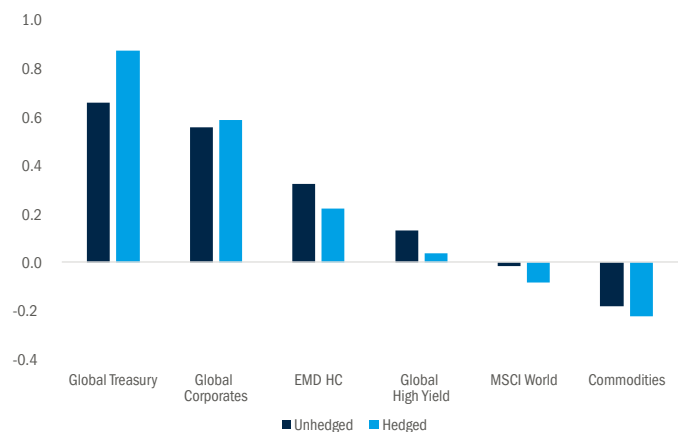
#### Doel beleggingscategorie

Een eerste aanvullende overweging voor het wel of niet afdekken van het valutarisico is het bepalen waar een beleggingscategorie voor wordt ingezet. Zowel in het huidige als in het nieuwe pensioenstelsel is sprake van match- en returnportefeuilles. In het geval van matchportefeuilles blijft de euro swaprente de referentie: in het huidige stelsel als de discontovoet voor de verplichtingen en in het nieuwe stelsel als de basis voor het berekenen van zowel het beschermingsrendement als het projectierendement. Voor beleggingscategorieën in matchportefeuilles is de samenhang met swaprentes daarom relevant. Wij hebben de correlaties berekend tussen enerzijds de euro rendementen van een aantal beleggingscategorieën zowel op afgedekte als onafgedekte basis en anderzijds het maandelijkse rendement op een 20-jaars kasstroom gewaardeerd op basis van de 20-jaars euro swaprente in de periode 2002-2023.

Een eerste (logische) observatie is dat zakelijke waarden, zoals aandelen en commodities, maar ook vastrentende waarden als High Yield en EMD HC zich niet kwalificeren als matching asset, vanwege de lage correlatie met euro renteswaps. Staatsobligaties en kredietwaardige bedrijfsobligaties kennen wel een correlatie hoger dan 0,5 en zijn daarmee geschikt voor de matchportefeuille. Daarnaast valt op dat bij wereldwijde staatsobligaties (global treasuries) en in mindere mate bij wereldwijde bedrijfsobligaties de afgedekte rendementen beter correleren met euro swaprentes dan de onafgedekte rendementen. Dat geldt echter niet voor alle obligatiecategorieën. Zo valt op dat bij EMD HC en Global High Yield de onafgedekte rendementen verrassenderwijs een hogere correlatie kennen dan de afgedekte rendementen. Hieruit kunnen we opmaken dat de risicovolle spreadcomponent een belangrijkere rol speelt dan de risicovrije rentecomponent, waardoor deze categorieën vanuit dit perspectief meer overeenkomsten vertonen met zakelijke waarden dan met (staats)obligaties.

Voor pensioenfondsen die wereldwijde staatsobligaties en bedrijfsobligaties toewijzen aan matchportefeuilles, vormt dit een extra argument om het valutarisico van deze categorieën af te dekken. Voor EMD HC en High Yield geldt dat niet (deze zullen sowieso geen onderdeel uitmaken van matchportefeuilles).

#### Correlatie tussen beleggingsrendementen in euro en het rendement op een 20-jaars kasstroom gewaardeerd met de 20-jaars euro swaprente (maandbasis, 2002-2023)



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, MSCI, november 2023

### Private categorieën

Private beleggingscategorieën hebben veelal een reëel karakter; bijvoorbeeld private equity en infrastructuur. Zoals we hierboven al hebben benoemd is de noodzaak voor het afdekken van het valutarisico van reële activa niet groot. Voor private activa is er nog een extra argument om dit risico niet af te dekken. Het afdekken van valutarisico introduceert namelijk liquiditeitsrisico bij deze categorieën. Valutacontracten dienen bij expiratie (vaak maandelijks) vereffend te worden. Indien de afgedekte valuta's geapprecieerd zijn, is er sprake van een negatieve marktwaarde van de valuta-afdekking. Voor het afwickelen dient een pensioenfonds dan cash vrij te maken. Bij liquide categorieën kan dat eenvoudigweg door tegelijkertijd een gedeelte van de beleggingsportefeuille te verkopen waarvan het valutarisico werd afgedekt. Dat genereert de benodigde cash en zorgt er tegelijkertijd voor dat het rendement op de onderliggende portefeuille wordt getransformeerd van onafgedekt naar afgedekt. Bij private categorieën is het niet mogelijk om met de onderliggende portefeuille cash te genereren. Het afdekken van valutarisico bij private assets introduceert daardoor liquiditeitsrisico. Al met al zien wij daarom meerdere argumenten om het valutarisico gekoppeld aan private beleggingscategorieën niet af te dekken. Het is overigens wel mogelijk als de afdekking plaatsvindt via een valuta-overlay en er sprake is van collectief beheer en een gedegen liquiditeitsbeleid.

Alhoewel de meeste private beleggingen kunnen worden geclassificeerd als reële categorieën, zijn er ook private beleggingen met een nominaal karakter; bijvoorbeeld private leningen. De beleidskeuze is in dat geval minder eenduidig. Het private karakter is een argument om valutarisico niet af te dekken, terwijl het nominale karakter juist een argument is om dit risico wel af te dekken.

### Contractkeuze Wtp (Wet toekomst pensioenen)

De contractkeuze in het nieuwe stelsel (Wtp) kan ook nog invloed hebben op het valuta-afdekkingsbeleid. Bij de Solidaire Premie Regeling (SPR) met theoretisch beschermingsrendement verandert er niet veel ten opzichte van de huidige situatie. Nog steeds is sprake van een collectief beheerde portefeuille. Indien het valutarisico wordt afgedekt met derivaten met onderpand, dan is het nog steeds mogelijk om bijvoorbeeld het cash onderpand dat nodig is voor de FX-hedge te combineren met het benodigde cash onderpand voor de rente-hedge. Bij SPR met gerealiseerd beschermingsrendement wordt het al gecompliceerder. De match- en de return-portefeuille zijn dan strikt van elkaar gescheiden. Cash onderpand in de matchportefeuille kan dan bijvoorbeeld niet ingezet worden voor het afdekken van valutarisico van beleggingen in de return-portefeuille. Dat geldt ook voor Flexibele Premie Regeling (FPR).

Een ander aspect is de keuze tussen het afdekken van valutarisico via een FX-overlay op totaalportefeuilleniveau of per beleggingscategorie binnen de portefeuilles. Zoals gezegd lijkt 'SPR theoretisch' veel op het huidige regime met een collectief beheerde portefeuille. Een FX-overlay zou ook bij die variant goed mogelijk zijn in de toekomst, waarbij de valuta-exposure wordt geaggregeerd en op totaalportefeuilleniveau wordt afgedekt. Bij 'SPR gerealiseerd' wordt dat al lastiger en bij FPR is een FX-overlay geheel niet mogelijk. Bij deze varianten zou het

valutarisico dus op productniveau moeten worden afgedekt. Het nadeel daarvan is dat het implementeren van een separate FX-hedge per product kan leiden tot een grotere 'cash drag'. Er is namelijk minder diversificatie voordeel. Elke portefeuille zal een cash buffer moeten aanhouden voor het afrekenen van de contracten.

### Koopkrachtperspectief

Pensioenfonds die de pensioenuitkeringen bekijken vanuit een koopkrachtperspectief en een sterke indexatie-ambitie kennen, hebben een prikkel om het valutarisico niet af te dekken. Indien de eurozone wordt getroffen door een inflatieschok, en de inflatie in de eurozone hoger is dan in andere regio's, dan zal de euro depreciëren ten opzichte van andere valuta. Dit leidt ertoe dat onafgedekte beleggingsrendementen in euro hoger zijn dan afgedekte rendementen. Het niet afdekken van valutarisico vormt op deze wijze een bescherming tegen euro inflatierisico.

### Reputatierisico

Wanneer pensioenfonds het valutarisico niet of in geringe mate afdekken in tijden dat vreemde valuta ten opzichte van de euro fors verzwakken, kan het rendement fors achterblijven ten opzichte van afgedekte benchmarks, maar ook ten opzichte van andere pensioenfonds die het valutarisico wel afdekken. Dit kan vragen oproepen bij de eigen achterban en de maatschappij. Voor pensioenfonds kan het dan moeilijk zijn om het eigen valuta-afdekkingsbeleid te verantwoorden - hoe goed onderbouwd het valuta-afdekkingsbeleid ook is. Dit reputatierisico zou aanleiding kunnen zijn voor pensioenfonds om het valutarisico niet volledig open te laten, ook al is dit vanuit de overige perspectieven de favoriete variant.

### Productaanbod

Indien het valutarisico niet via een 'overlay', maar per categorie binnen de fonds wordt afgedekt, speelt productaanbod nog een rol. Beleggingsfondsen worden in veel gevallen aangeboden met een afgedekte en onafgedekte variant, ofwel 100% of 0% afdekking. Dat maakt een afdekkingspercentage van 50% minder praktisch.



De contractkeuze in het nieuwe stelsel (Wtp) kan ook nog invloed hebben op het valuta-afdekkingsbeleid



## Kwantitatieve portefeuille analyse

Voor een fictief Nederlands pensioenfonds hebben wij enkele kwantitatieve analyses uitgevoerd met ons portefeuilleconstructiemodel met betrekking tot het valuta-afdeckingsbeleid. Het pensioenfonds heeft de volgende kenmerken: een renteafdekking van 66%, en een relatief eenvoudige wereldwijd gespreide beleggingsportefeuille met enkel liquide activa bestaande uit obligaties, aandelen en renteswaps. Het valutarisico binnen opkomende markten wordt niet afgedekt. Voor het valuta-afdeckingsbeleid voor de ontwikkelde markten zijn verschillende varianten doorgerekend. Als risicomastaf ligt de focus op de volatiliteit van de totale beleggingsportefeuille, en niet op de tracking error van de beleggingen ten opzichte van de verplichting. Daarmee sluit deze analyse aan bij het meer 'asset only' karakter van het nieuwe pensioenstelsel.

De volatiliteitsaannames voor de individuele beleggingscategorieën zijn gebaseerd op ons "Capital Market Assumptions (CMA)" model. De correlaties tussen de verschillende beleggingscategorieën en tussen de beleggingscategorieën en de verschillende valuta's zijn gebaseerd op historische maandrendementen in de afgelopen tien jaar.

### Portefeuillesamenstelling fictief pensioenfonds

	SAA
<b>MATCH</b>	
Liquiditeiten & Swaps	4.0%
Euro lange staatsobligaties	30.0%
IG Global Corporates	18.0%
<b>RETURN</b>	
Global High Yield	5.0%
EMD HC	2.0%
EMD LC	5.0%
Aandelen DM	32.0%
Aandelen EM	4.0%

Bron: Columbia Threadneedle Investments, december 2023

### Valutasamenstelling fictief pensioenfonds

EUR	42.2%
USD	39.2%
JPY	2.7%
GBP	2.4%
CAD	1.6%
CHF	1.1%
AUD	0.7%
HKD	0.3%
SEK	0.3%
DKK	0.2%
SGD	0.1%
NOK	0.1%
NZD	0.0%
ILS	0.0%
Emerging Markets	9.0%

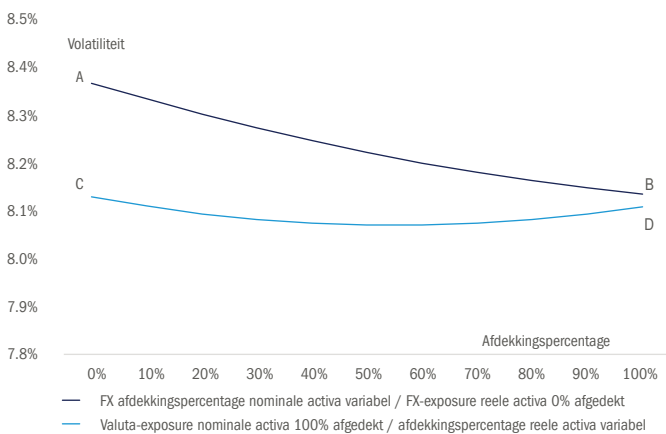
Bron: Columbia Threadneedle Investments, december 2023

In onderstaand figuur tonen we de resultaten van onze analyse over het effect dat valuta-afdekking heeft op de volatiliteit van de portefeuille. Het startpunt is 'A' en daarbij is er sprake van 0% valuta-afdekking. De volatiliteit van de totale beleggingsportefeuille bedraagt dan 8,37%. Vervolgens dekken we het valutarisico van alle nominale beleggingen (ontwikkelde markten) stapsgewijs af tot 100% (punt 'B'). De volatiliteit is gedaald tot 8,13% waarmee we kunnen concluderen dat de volatiliteit en het risico afnemen naarmate de valuta-afdekking toeneemt.

De volgende stap is om ook het valutarisico van alle reële beleggingen stapsgewijs af te dekken. De volatiliteit van startpunt 'C' is gelijk aan het punt 'B'. Dat wil zeggen dat de valutaexposure van nominale beleggingen 100% wordt afgedekt en de valutaexposure van de reële beleggingen 0% is afgedekt. Tijdens deze stapsgewijze afdekking, neemt het totale portefeuillerisico af tot 8,07% bij een afdekking van circa 50%-60%. Bij een verdere ophoging van het afdekkingspercentage (van 60% tot 100%) neemt de volatiliteit van de portefeuille weer iets toe tot uiteindelijk 8,11% (punt 'D'). Hieruit kunnen we concluderen dat een gedeeltelijke valuta-afdekking van reële beleggingen beter is dan een volledige afdekking.

Onze verklaring voor de risicoreductie bij het gedeeltelijk afdekken van reële valuta-exposure is dat er sprake is van een geconcentreerde USD-exposure op totaalportefeulleniveau. Door dit deels af te dekken neemt het concentratierisico af. De verklaring dat gedeeltelijk afdekken vervolgens beter uitpakt dan volledig afdekken is dat valuta-exposure bij reële beleggingscategorieën ook enige diversificatie biedt. Een nuancering is op zijn plaats: de verschillen in risico bij de verschillende varianten voor de reële afdekking zijn miniem. Het verschil tussen 0% en 100% reële afdekking is slechts 2 bps volatiliteit. En het verschil tussen 0% en 50% afdekken is slechts 5 bps volatiliteit op totaalportefeulleniveau. Dit staat in schril contrast met de daling van 24bp in volatiliteit die gerealiseerd wordt met 100% afdekking van nominale valuta-exposure.

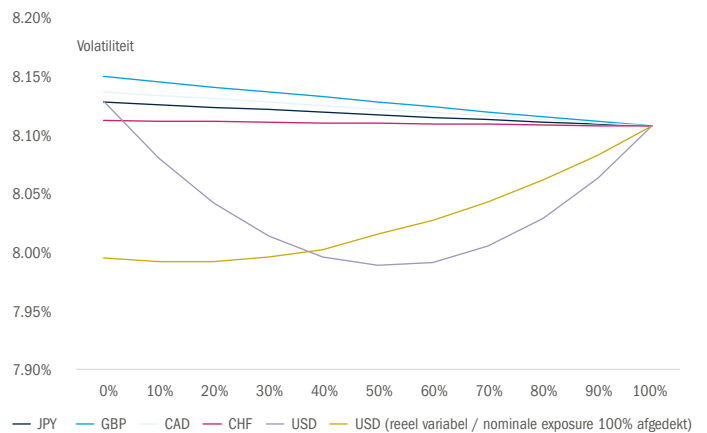
**Volatiliteit beleggingsportefeuille bij verschillende FX afdekkingspercentages: Variaties voor de nominale exposure en reële exposure**



Bij de tweede analyse zijn variaties per valuta in ontwikkelde markten doorgerekend. De aanname daarbij is steeds dat alle andere valuta voor 100% worden afgedekt. De resultaten zijn weergegeven in de onderstaande figuur. Daarbij valt op dat een hogere afdekking tot een lager risico leidt, behalve voor de Amerikaanse dollar (donkerblauwe lijn). Hiervoor geldt dat een gedeeltelijke afdekking van 50% het portefeuillerisico aanzienlijk reduceert (tot 8,0%), maar dat de volatiliteit vervolgens weer toeneemt als het afdekkingspercentage wordt opgehoogd tot 100%. Diversificatie speelt daarbij weer een rol.

Vervolgens hebben wij deze analyse nogmaals uitgevoerd voor de Amerikaanse dollar, maar dan met het onderscheid tussen nominaal en reëel (groene lijn). Bij de start worden de nominale categorieën in USD voor 100% afgedekt (evenals de exposure naar alle andere valuta's), en het afdekkingspercentage voor reële beleggingscategorieën wordt stapsgewijs opgehoogd van 0% tot 100%. Bij de start is de portefeuillevolatiliteit dan al fors verlaagd (tot 8,0%) doordat het nominale valutarisico volledig is afgedekt. Het afdekken van de USD-exposure gekoppeld aan reële beleggingen reduceert het beleggingsrisico dan niet verder. Sterker nog, vanaf een reële afdekking van 40% en hoger neemt het portefeuillerisico weer toe, doordat het diversificatievoordeel verdwijnt.

**Volatiliteit beleggingsportefeuille bij verschillende afdekkingspercentages: Variaties per valuta**



Bron: Columbia Threadneedle Investments, ABC-model, december 2023

## Conclusie en Advies

De introductie van het nieuwe pensioenstelsel zal waarschijnlijk leiden tot aanpassingen van het strategische valuta-afdeckingsbeleid van pensioenfondsen. Het wegvallen van het Vereist Eigen Vermogen in het nieuwe pensioenstelsel heeft de meeste invloed op dit beleid. Dit betekent eigenlijk dat pensioenfondsen het valuta-afdeckingsbeleid met een schone lei kunnen vormgeven. Voor het vaststellen van het afdeckingsbeleid en de afdeckingspercentages per beleggingscategorie zijn meerdere factoren van belang:

- **Eventuele visie:** indien een pensioenfonds de overtuiging heeft dat valutakoersen zijn te voorspellen en er een expliciete visie is, kan dat een reden zijn om een specifieke valuta juist wel of niet af te dekken;
- **Volatiliteit valuta:** hoe volatieler een valuta, hoe groter de prikkel om de valuta af te dekken;
- **Volatiliteit onderliggende beleggingscategorie:** hoe volatieler het rendement van een beleggingscategorie is, hoe geringer de relatieve bijdrage is van valutarisico aan het totale risicoprofiel en hoe geringer de noodzaak om de valuta af te dekken;
- **Correlatie tussen valuta's en beleggingscategorieën:** hoe lager de correlatie, hoe meer diversificatie valutarisico biedt versus beleggingsrisico, en hoe kleiner de noodzaak om de valuta af te dekken;
- **Karakter (nominaal of reëel) van onderliggende beleggingscategorie:** economisch gezien is er geen grote noodzaak om het valutarisico af te dekken bij reële beleggingen, maar wel bij nominale beleggingen;
- **Concentratierisico:** indien de portefeuille een grote exposure heeft naar een individuele valuta is dat een prikkel om deze valuta af te dekken. Bij een gespreide valuta-exposure is deze prikkel minder sterk vanwege de diversificatie tussen de valuta's. Dit is een top-down perspectief dat een rol kan spelen bij het vaststellen van bottom-up beleid per categorie;
- **Doel beleggingscategorie:** voor pensioenfondsen die wereldwijde staatsobligaties en bedrijfsobligaties gaan toewijzen aan matchportefeuilles, vormt de correlatie met euro renteswaps een extra argument om het valutarisico van deze categorieën af te dekken. De prikkel om valutarisico af te dekken in de returnportefeuille is geringer;
- **Liquiditeit:** het afdekken van valutarisico introduceert een liquiditeitsrisico bij private categorieën. Dat vormt een additioneel argument om het valutarisico gekoppeld aan deze categorieën niet af te dekken, tenzij de afdekking geschiedt via een FX-overlay;
- **WTP-contractkeuze:** de 'SPR theoretisch' variant biedt meer ruimte voor het afdekken van valutarisico dan 'SPR gerealiseerd' en zeker vergeleken met 'FPR';
- **Koopkracht perspectief:** voor pensioenfondsen met een 'reële bril' vormt het niet afdekken van valutarisico bescherming tegen euro inflatierisico.
- **Reputatierisico:** rendementsverschillen ten opzichte van andere Nederlandse pensioenfondsen als gevolg van valutabewegingen, kunnen een prikkel vormen om niet al te veel af te wijken van gemiddelde afdeckingspercentages in de Nederlandse pensioensector;
- **Productaanbod:** indien het valutarisico niet via een overlay, maar per categorie binnen de fondsen wordt afgedekt, speelt productaanbod nog een rol. Beleggingsfondsen worden in veel gevallen aangeboden met een afgedekte en onafgedekte variant, ofwel 100% of 0% afdekking. Dat maakt een afdeckingspercentage van 50% minder praktisch.

### Advies

Pensioenfondsen kunnen een afdeckingsbeleid opstellen per valuta, per onderliggende beleggingscategorie, of een combinatie hiervan. Ons advies is om een beleggingscategorie perspectief te hanteren. In onderstaande tabel hebben wij per individuele categorie onze suggesties weergegeven.

**Suggesties valuta-afdekkingspercentages per beleggingscategorie**

Categorie	Afdekkingspercentage	Valuta		Categorie		Volatiliteit		Liquiditeit		Portefeuille	
		DM	EM	Nominaal	Reëel	Laag	Hoog	Liquide	Illiquide	Matching	Return
Wereldwijde DM staatsobligaties	100%	✓		✓		✓		✓		✓	
Wereldwijde IG bedrijfsobligaties	100%	✓		✓		✓		✓		✓	✓
Wereldwijde High Yield obligaties	0-100% (advies 100%)	✓		✓			✓	✓			✓
EMD HC	0-100% (advies 100%)	✓		✓			✓	✓			✓
EMD LC	0%		✓	✓			✓	✓			✓
Aandelen DM	0%-50% (advies 0%)	✓			✓		✓	✓			✓
Aandelen EM	0%		✓		✓		✓	✓			✓
Beursgenoteerd vastgoed	0%-50% (advies 0%)	✓			✓		✓	✓			✓
Privaat vastgoed	0%-50% (advies 0%)	✓			✓		✓		✓		✓
Private Equity	0%-50% (advies 0%)	✓			✓		✓		✓		✓
Infrastructuur	0%-50% (advies 0%)	✓			✓		✓		✓		✓
Commodities	0%-50% (advies 0%)	✓			✓		✓	✓			✓
Catastrofe obligaties	0-100% (advies 100%)	✓		✓		✓		✓			✓

Bron: Columbia Threadneedle Investments, januari 2024

In het kort komt ons advies neer op de volgende punten:

- Het valutarisico van alle private reële categorieën niet afdekken. Dit hangt er echter wel vanaf of de afdekking plaatsvindt via een overlay of op categorieniveau.
- Voor alle valuta van opkomende markten adviseren wij een afdekkingspercentage van 0%.
- Voor staatsobligaties van ontwikkelde markten en kredietwaardige bedrijfsobligaties adviseren wij om het eventuele valutarisico volledig af te dekken.
- Ten aanzien van spread categorieën is het advies minder stellig. Enerzijds zijn er argumenten die spreken voor een lage afdekking: de volatiliteit van de onderliggende categorieën is relatief hoog, deze activa zullen onderdeel uitmaken van de returnportefeuille, en het verschil in volatiliteit tussen afgedekte en onafgedekte rendementen is niet significant. Anderzijds zijn het nominale categorieën wat spreekt voor een hoge afdekking. Alle percentages tussen 0% en 100% zijn daarmee te onderbouwen. De keuze zal mede afhangen van het totale risicoprofiel van een pensioenfonds, de investment beliefs en eventuele visie, en de gekozen premiereregeling. Ons advies is uiteindelijk toch om 100% te hanteren vanwege het nominale karakter. Alhoewel het risico van de onafgedekte varianten bij High Yield en EMD HC niet hoger uitviel dan van de afgedekte reeksen, blijft het risico aanwezig dat een valutaschok zich in de toekomst voordoet waar deze nominale activa niet van kunnen herstellen<sup>3</sup>. Bovendien zijn de kosten voor het afdekken van valutarisico beperkt.
- Voor de nominale return categorie catastrofe obligaties gelden bovengenoemde argumenten ook en adviseren wij een afdekking van 100%. Een aanvullend argument bij deze categorie is de zeer lage volatiliteit, waardoor valutarisico relatief dominant kan worden bij het rendement in euro op onafgedekte basis.
- Voor aandelen ontwikkelde markten valt zowel de casus te maken voor 0% afdekking als voor een gedeeltelijke afdekking (tot maximaal 50%). De hoge volatiliteit van de onderliggende categorie, het reële karakter, de diversificatie tussen valutarisico en aandelenrisico, en het feit dat deze categorie onderdeel uitmaakt van de returnportefeuille pleiten ervoor om het valutarisico niet af te dekken. De kwantitatieve analyse bood echter enige grond voor een gedeeltelijke afdekking. Per saldo is ons advies een afdekkingspercentage van 0% vanwege de hoeveelheid aan argumenten, alsook het feit dat het voordeel zoals aangegeven in de kwantitatieve analyse zeer beperkt was.

Hét valuta-afdekkingsbeleid bestaat niet, omdat ieder pensioenfonds uniek is en vraagt om een klantspecifiek afdekkingsbeleid dat is afgestemd op de uitgangspunten, overtuigingen en voorkeuren van het fonds. Daarnaast is het beleid afhankelijk van verschillende factoren, zoals een eventuele visie, risicobudget, governance budget, contractkeuze in het nieuwe pensioenstelsel, implementatievorm (overlay of afdekking per categorie binnen fondsen) en het koopkracht perspectief. Columbia Threadneedle Investments zet haar expertise graag in om samen met het pensioenfonds een passend valuta-afdekkingsbeleid vast te stellen, of het huidige beleid te toetsen aan de uitgangspunten van het pensioenfonds.

<sup>3</sup> De Amerikaanse dollar mag tijdens enkele recente crises geactiveerd hebben als diversificatie versus aandelenrisico; dat vormt echter geen garantie dat dit bij een volgende crisis ook het geval is. Het kan zelfs voorkomen dat het juist de Amerikaanse dollar is die fors deprecieert. Een dergelijk scenario is niet ondenkbaar gezien de forse en groeiende Amerikaanse staatsschuld, de politieke polarisering in de VS, en een mogelijk conflict tussen China en de VS.

## Meet the author



### Jitzes Noorman, Delegated CIO & Investment Strategist

Jitzes Noorman is als Delegated CIO in het fiduciaire team van Columbia Threadneedle Investments sinds 2011 verantwoordelijk voor de beleggingen van meerdere Nederlandse pensioenfondsen en tevens werkzaam als Investment Strateeg.


Eerder werkte Noorman bij MN Services als senior fondsbeheerder Special Investments en Hedge Funds. Daarvoor was hij monetair econoom, fixed income strateeg en credit structurer bij Rabobank International en was hij betrokken bij het FTK Pension Fund Advisory Team.


Hij is lid van de ALM Commissie van CFA Society Netherlands.

Jitzes Noorman is afgestudeerd Algemeen Econoom (cum laude) aan de Rijksuniversiteit van Groningen, en "Certified EFFAS Financial Analyst".


## Contactgegevens


 Columbia Threadneedle Investments  
Jachthavenweg 109E  
1081 KM Amsterdam

 **Gerben Borkent**  
**Sales Director Investment Solutions**  
DL: +31 (0)20 582 3758; M: +31 (0)61 001 9328

 **Prosper van Zanten**  
**Head of Institutional Business Benelux and Nordics**  
DL: +31 (0)20 262 4022; M: +31 (0)6 13 53 39 68

Calls may be recorded

 [columbiathreadneedle.nl](https://columbiathreadneedle.nl)

 Volg ons op LinkedIn

Meer informatie: [columbiathreadneedle.nl](https://columbiathreadneedle.nl)



**Belangrijke Informatie:** © 2024 Columbia Threadneedle Investments. Columbia Threadneedle Investments is de wereldwijde merknaam van de groep Columbia en Threadneedle. Alleen voor professionele beleggers.

Dit financiële promotiemateriaal wordt in Nederland uitgegeven door Columbia Threadneedle Investments en is uitsluitend bedoeld voor marketing- en informatiedoeleinden.

Dit materiaal mag niet worden beschouwd als een aanbod, verzoek, advies of beleggingsaanbeveling. Dit document is geldig op de datum van publicatie en kan zonder voorafgaande kennisgeving worden gewijzigd. Informatie uit externe bronnen wordt betrouwbaar geacht, maar de juistheid en volledigheid ervan kan niet worden gegarandeerd. De effectieve beleggingsparameters worden overeengekomen en uiteengezet in het prospectus of de formele overeenkomst voor vermogensbeheer.

Financieel promotiemateriaal wordt uitgegeven voor marketing- en informatiedoeleinden; in het Verenigd Koninkrijk door Columbia Threadneedle Management Limited, waaraan vergunning is verleend door en dat onder toezicht staat van de Financial Conduct Authority; in de EU door Columbia Threadneedle Netherlands B.V., waaraan vergunning is verleend door en dat onder toezicht staat van de Nederlandse Autoriteit Financiële Markten (AFM); en in Zwitserland door Columbia Threadneedle Management (Swiss) GmbH, die optreden als vertegenwoordigingskantoor van Columbia Threadneedle Management Limited. WF1960739 (03/24)