



Wisselkoersrisico's optimaal afgedekt

Auteur(s):

Lindenhovius, B.
Vrij, G., de

De auteurs zijn werkzaam bij Schootse Poort Vermogensbeheer, afdeling beleggingsstrategie en research. De rekenvoorbeelden worden uitgewerkt in B. Lindenhovius en G. de Vrij, The search for a balanced hedge ratio policy, Journal of Asset Management, juni 2001, blz. 35-46.

Verschenen in:

ESB, 87e jaargang, nr. 4346, pagina 112, 8 februari 2002

Rubriek:**Trefwoord(en):**

beleggen

Wie buiten de eurozone belegt, loopt een wisselkoersrisico. Is het zinvol dit af te dekken? Afhankelijk van de gekozen periode en de risicohouding, kan een optimale beleggingsstrategie worden afgeleid.

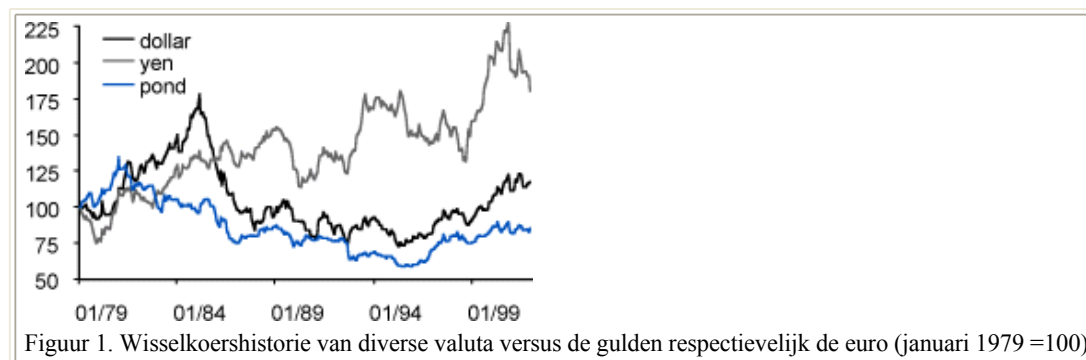
Internationaal beleggen impliceert het lopen van wisselkoersrisico. Dit risico kan worden beperkt of geëlimineerd door het af te dekken ('hedging'). In toenemende mate kiezen Nederlandse pensioenfondsen ervoor om wisselkoersrisico's voor honderd procent af te dekken. Het volledige valutabezit wordt dan via termijntransacties verkocht in ruil voor euro's. Dit is net zo'n extreme keuze als het volledig negeren van wisselkoersrisico's. Het optimum ligt ergens in het midden en een absolute waarheid lijkt er niet te zijn. In dit artikel wordt gezocht naar een optimale valutastrategie, via de ultralange naar de zeer korte horizon.

De lange termijn

Pensioenfondsen hebben een zeer lange horizon. Het vertrekpunt van hun beleggingsbeleid vormt normaal gesproken de *asset en liability-managementstudie*, waarbij onderzocht wordt hoe de beleggingsportefeuille zich verhoudt tot alle toekomstige verplichtingen op zeer lange termijn van tien tot wel dertig jaar. De opvatting dat valuta's slechts volatiliteit en geen enkel rendement opleveren, wordt steeds populairder. Het afdekken van de valutavolatiliteit reduceert het portefeuillerisico, waardoor ruimte ontstaat voor bijvoorbeeld het aankopen van aandelen. Risico's afdekken kost echter geld, namelijk het korte renteverskil en transactiekosten, en soms kunnen munten pijnlijk lang appreciëren zodat de alternatieve kosten flink oplopen. Dit hebben pensioenfondsen, die volledig afdekten, de afgelopen jaren door de zwakke euro aan den lijve kunnen ondervinden. Daarnaast hebben de extra gekochte aandelen fors moeten inleveren sinds medio 2000. Het zoeken naar een optimale afdekkingsgraad dient te zijn gebaseerd op de verwachte lange-termijnopbrengst en de verwachte lange-termijnrelatie met de andere vermogenscategorieën. Beiden zijn naar onze mening nul. Dit impliceert dat er helemaal geen optimum bestaat, maar dat alle oplossingen efficiënt zijn gegeven een bepaalde risicohouding. Onderstaand gaan we hier nader op in.

Verwachte opbrengst nul

Een eeuwig strijdpunt onder zowel beleggers als academici over de verwachte opbrengst van valuta is de historische periode die in beschouwing wordt genomen. De periodekeuze is zeer arbitrair. Vrije wisselkoersen in het oeso-gebied zijn er pas sinds begin jaren zeventig en sindsdien zijn er ondanks hevige schommelingen nauwelijks opbrengsten behaald op de dollar en het pond versus de gulden respectievelijk de euro (zie [figuur 1](#)). De Japanse yen is wel trendmatig geapprecieerd, maar het is veel te gemakkelijk om op basis van simpele historische interpolatie te bepalen wat de toekomstige optimale wisselkoersstrategie is. Het gaat om de verwachting. Als we al op basis van structurele inflatieverschillen een wisselkoersrendement verwachten, dan zouden korte renteverskillen het voordeel hiervan in principe moeten minimaliseren (rentepariteit). Een verwachte lange-termijnopbrengst van valuta van nul is dan ook onder beleggers en academici breed geaccepteerd.



Verwachte correlatie nul

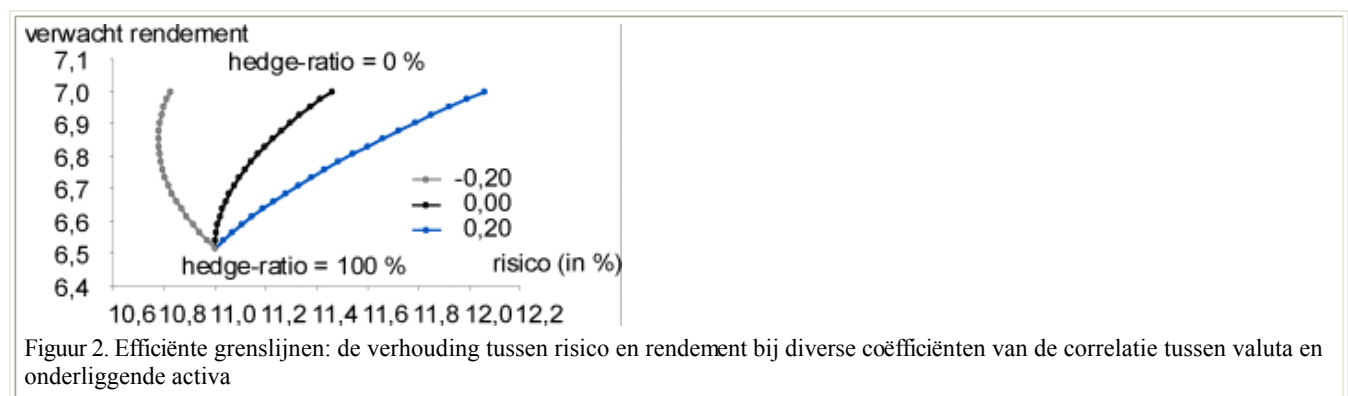
Een populaire gedachte is dat wisselkoersen negatief gecorreleerd zijn met aandelenrendementen. Hoe zwakker de munt, hoe beter aandelen het doen vanuit concurrentieperspectief. Zo ontstaat er een natuurlijke afdekking waarbij het verlies op de munt automatisch wordt gecompenseerd door winst op de aandelen. Veel aandelenportefeuillemanagers zijn dan ook van mening dat je wisselkoersen moet negeren en dat deze er op lange termijn niets toe doen. Met zo'n nul-procenthedge worden kosten en moeite bespaard. Kijken we echter naar de correlatiepatronen uit het verleden, dan valt op dat er geen eenduidige negatieve samenhang is waar te nemen. De correlatie ten opzichte van zowel aandelen als obligaties wisselt vaak onverklaarbaar van teken en is gemiddeld genomen nauwelijks afwijkend van nul. Belangrijker is weer de verwachting, omdat het verleden zich helemaal niet hoeft te herhalen. In combinatie met de instabiele historie concluderen wij dat de verwachte correlatie nul dient te zijn.

Analyse van verschillend valutabeleid

Onze langetermijnveronderstellingen met betrekking tot verwachte valutarendementen en verwachte valutacorrelaties met aandelen en obligaties kunnen nu met elkaar worden gecombineerd. We belichten een situatie met vijftig procent aandelen en vijftig procent obligaties en we onderscheiden slechts vier valuta's, te weten euro, de Amerikaanse dollar, het Britse pond en de Japanse yen. Onze verwachting ten aanzien van de renteopbrengst of het -verlies van de termijntransactie ('cost of carry') per valutablok is gebaseerd op het gemiddelde geldmarktverschil over de afgelopen twintig jaar. Verder is in de gegeven situatie het verwachte rendement van de beleggingsportefeuille in lokale valutatermen zeven procent en de volatiliteit elf procent. De volatiliteit is hier gelijk aan het risico, gedefinieerd als standaarddeviatie van de dagrendementen. De verwachte valutavolatiliteit is tien procent voor alle beschouwde valuta's. Vervolgens bekijken we de implicaties van verschillende valuta-afdekkingen.

Efficiënte portefeuilles

In [figuur 2](#) hebben wij drie verschillende efficiënte grenslijnen getekend. Het verschil tussen deze drie lijnen wordt veroorzaakt door de correlatieveronderstelling. Een negatieve correlatie betekent dat de 'natuurlijke' afdekking van nul procent automatisch het risico van de portefeuille dempt, terwijl een positieve correlatie juist leidt tot grotere uitlagen. De grenslijnen komen samen in het punt dat de honderd procent valutagedekte beleggingsportefeuille aangeeft, omdat valuta-exposure en daarmee de correlatie dan geen enkele rol meer speelt. Elk bolletje op de efficiënte grenslijn geeft een bepaalde hedge-ratio weer, oplopend van nul procent, per vijf procent tot honderd procent.



Risicoperspectief

De figuur kan ook vanuit een pure risico-optiek worden geïnterpreteerd. Als we starten met volledig ongedekte valutaposities, geldt dat onder alle drie de correlatieveronderstellingen de volatiliteit in eerste instantie afneemt: we gaan immers hedgen. In geval van een negatieve correlatieveronderstelling is er echter een keerpunt: de minimale volatiliteit wordt bereikt als een beleid met dertig procent afdekking wordt geëffectueerd. De volatiliteit neemt na dit specifieke valutabeleid toe. In het geval van onze nul-correlatie reduceert een vijftig procent afdekking de volatiliteit met ongeveer 75 procent. Het portefeuillerisico daalt van 11,45 procent (nul-hedge) naar 11,1 procent (vijftig-procenthedge) tot een minimaal risico van 11,0 procent bij honderd procent afdekking.

De analyse van het maximale rendement bij een zo laag mogelijk risico stelt ons in staat om te concluderen dat, gegeven onze langetermijnverwachtingen, de optimale hedge ratio zich niet bevindt in een van de twee extremen: noch volledig afgedekt, noch volledig ongedekt. Afhankelijk van het gehanteerde selectie criterium valt er een veelvoud aan mogelijke hedge-strategieën te ontdekken. Hoe minder positief de verwachte correlatie, des te groter is de tendens tot een volledig ongedekt valutabeleid. Hoe dan ook, wij beseffen dat de bovenstaande analyses helaas geen harde conclusies opleveren.

Een nul-procenthedge negeert in onze ogen de mogelijkheden tot risicoreductie, terwijl de honderd-procenthedge te ver doorschiet doordat uiteindelijk de kosten niet meer opwegen tegen de baten. De waarheid ligt ergens tussen de extremen. Het 'least regret'-criterium wijst richting een optimum van vijftig procent, aangezien je dan nooit een keuze volledig betreurt. Met een vijftig-procenthedge reduceer je bovendien gegeven de aanname van een verwacht rendement en correlatie van nul het risico met ongeveer 75 procent. Hiermee pretenderen we geen absolute waarheid te hebben gevonden. Wel biedt deze visie veel meer flexibiliteit dan de extremen en een beter uitgangspunt voor de invulling van het valutabeleid op middellange en korte termijn.

De middellange termijn: strategische allocatie

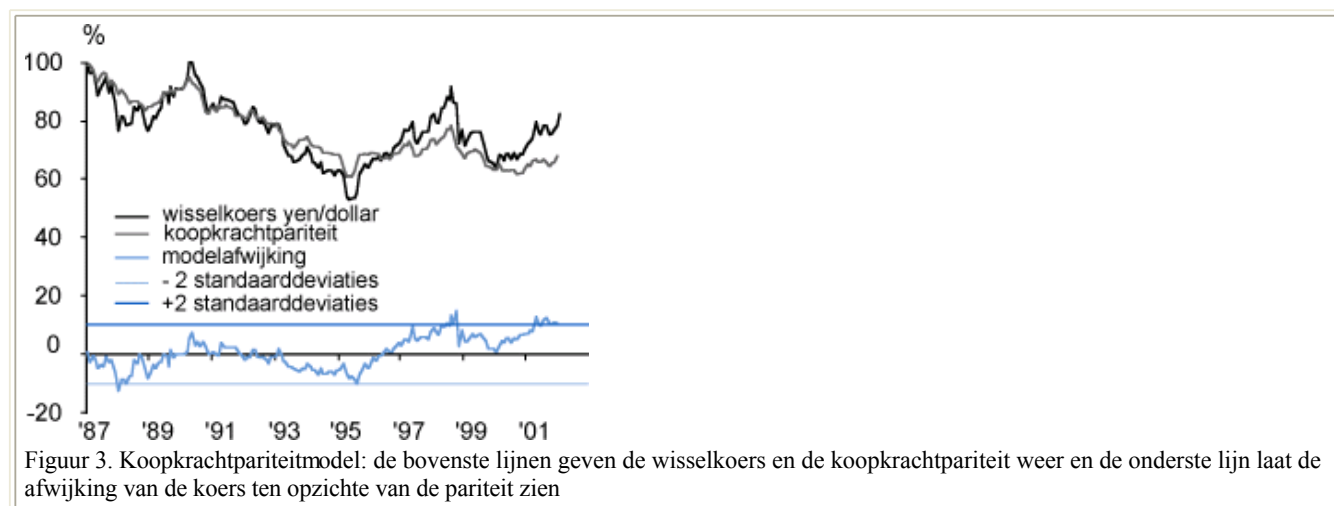
De bovenstaande analyse is in feite statisch. Als de veronderstellingen ten aanzien van het op de lange termijn verwachte rendement en verwachte correlaties vastliggen, wijzigen de conclusies in principe niet meer en zou de hedge-ratio dus voor eeuwig en altijd op het gekozen optimum moeten liggen. Op korte en middellange termijn zijn wisselkoersen echter zeer volatiel en kunnen zich zeer significante trends voordoen. Een actieve vermogensbeheerder kan hier moeilijk passief naar gaan zitten kijken, terwijl er tegelijkertijd wel een fervente poging wordt ondernomen om een zo hoog mogelijk rendement te behalen op aandelen, obligaties, onroerend goed en andere

exotische vermogenscategorieën. Vergelijkbaar met aandelen en obligaties zijn er ook voor wisselkoersen aangrijppunten voor waarderingsmodellen met een horizon van twee tot vijf jaar. Bij aandelen worden bijvoorbeeld dividend discountmodellen gebruikt, waarbij onzekere toekomstige kasstromen worden verdisconteerd naar het heden, bij obligaties worden bijvoorbeeld nominale bbp-voorspellingen als handvat gehanteerd en bij valuta's kunnen koopkrachtpariteitsmodellen en macro-economische meervoudige regressiemodellen waarde toevoegen. Deze modellen kunnen zeer behulpzaam zijn bij het formuleren van middellange rendementsverwachtingen. Hieronder worden ze besproken.

Koopkrachtpariteit

Het meest bekende waarderingsmodel is gebaseerd op de koopkrachtpariteitstheorie. Volgens de theorie schept een wisselkoers evenwicht wanneer deze fluctueert met de relatieve prijs-verschillen tussen verschillende valutagebieden. Een goedkoop land krijgt een overschot op de lopende rekening en de resulterende appreciatiedruk vermindert de prijsverschillen. In de praktijk heeft dit model weinig bevredigend gewerkt, maar een nuttige aanpassing is om te kijken naar export- in plaats van consumentenprijsverschillen. Dit sluit ook beter aan bij het idee dat koopkrachtpariteit alleen zou moeten gelden voor internationaal verhandelbare goederen en niet voor het puur binnenlands georiënteerde deel van de economie.

figuur 3 laat zien dat het koersverloop van de yen versus de dollar goed verklaard wordt door de relatieve ontwikkeling van de exportprijsspeilen (koopkrachtpariteitstheorie). Een dergelijke analyse voor de euro/dollarkoers levert de evenwichtswaarde van 1,10 op.



Regressiemodel

Een ander waarderingsmodel voor de euro kan worden gevonden via regressie-analyse van tien-jaars rente- en inflatieverschillen. De intuïtieve interpretatie is relatief eenvoudig. Hoe hoger de tien-jaarsrente, hoe meer buitenlands kapitaal wordt aangetrokken en hoe sterker de munt. Een hoge rente valt ook samen met een sterke conjunctuur, dus het vaak genoemde economisch groeiverschil wordt eveneens ondervangen. Inflatieverschillen representeren het koopkrachtsaspect. Hoe meer inflatie, hoe zwakker de munt. Beide hier besproken waarderingsmodellen duiden op een huidige evenwichtswaarde van de euro versus de dollar van ongeveer 1,10. Dit wil niet zeggen dat we hier direct op af stevenen, alhoewel het wel onze 'best guess' is voor de termijn van twee tot vijf jaar. Als de optimale afdekkingsgraad vanuit het zeer langetermijnperspectief vijftig procent was, dan leidt de verwachte appreciatie van de euro op middellange termijn tot het advies momenteel te kiezen voor een hogere afdekkingsgraad. Een voor de hand liggende keuze is 75 procent, met tussen de vijftig en honderd procent ruimte voor tactisch beleid op de korte termijn.

De korte termijn: tactische allocatie

Wisselkoersen hebben de neiging in trends te handelen die zes maanden tot een jaar aanhouden. Aangezien middellange waarderingsmodellen met een horizon van twee tot vijf jaar weinig behulpzaam zijn inzake timing, kan technische analyse de helpende hand bieden. Eenvoudige strategieën waarbij het verschil tussen een kort en een lang voortschrijdend koersgemiddelde de basis vormen voor het variëren van de afdekkingsgraad blijken uit empirische analyse in staat om toegevoegde waarde te genereren. Hoe sterker het neerwaartse prijsmomentum, hoe hoger de afdekkingsgraad. De honderd procent afdekking wordt dan alleen geëffectueerd als de recente koersontwikkeling van de dollar ook daadwerkelijk een trend naar beneden vertoont.

Conclusie

Hoe om te gaan met wisselkoersrisico is een controversieel onderwerp. In de praktijk variëren afdekkingspercentages van nul tot honderd procent en de theorie lijkt niet in staat een optimum aan te wijzen. Beleggen is geen pure wetenschap maar vooral een kunst en in onze visie kan de juiste combinatie van instrumenten voor de lange tot korte termijn en inzichten daaromtrent leiden tot extra rendement. Het omgaan met valutarisico wordt vaak vermeden door dit risico oftewel geheel te negeren, oftewel geheel te neutraliseren. Dit staat in contrast met de manier waarop in het algemeen wordt omgegaan met de rest van de beleggingsportefeuille. De gulden middenweg, zijnde een lange termijn hedge-ratio van vijftig procent die is aangevuld met waarderingsinzichten voor de middellange termijn en exploitatie van korte trends, lijkt een veel beter alternatief. Gegeven de huidige zwakte van de euro luidt de aanbeveling om de vijftig procent afdekkingsgraad momenteel als minimum te zien en om slechts bij een feitelijke appreciatie van de euro de honderd procent afdekkingsgraad in te zetten.

