

UPDATE PENSIOENTRANSITIE

Valutarisico onder het NPC

IN DEZE UPDATE

De meeste pensioenfondsen zijn gevoelig voor bewegingen in wisselkoersen omdat hun portefeuille deels bestaat uit niet-euro beleggingen. Ook onder het nieuwe pensioencontract blijft het van belang om beleggingsrisico's, zoals valutarisico, goed te beheersen. Het is daarom de vraag of de overgang van een uitkeringsovereenkomst naar een premieovereenkomst zorgt voor een andere kijk op valutarisico. In deze publicatie legt Achmea Investment Management uit hoe om te gaan met valutarisico onder het nieuwe pensioenstelsel.

1 Samenvatting en conclusies

Het pensioenstelsel verandert weliswaar, maar veel van het huidige valutabeleid van Achmea Investment Management blijft hetzelfde. Hieronder een samenvatting van het huidige versus het nieuwe beleid.

Huidige valutabeleid onder het FTK stelsel

Achmea IM beveelt aan om vastrentende waarden volledig af te dekken (100%) en aandelen grotendeels (75%) af te dekken. Onder het FTK speelt het vereist eigen vermogen (VEV) een grote rol. Door niet volledig af te dekken is het VEV hoger dan wanneer wel volledig afgedekt zou worden. Dankzij valuta afdekking kan het risicobudget mogelijk elders beter benut worden. Desondanks adviseren wij geen volledige afdekking voor aandelen omdat wij namelijk zien dat er duidelijk afnemende meerwaarde is bij het afdekken van valutarisico bij aandelen, met name vanaf 75%.

Nieuwe valutabeleid onder het nieuwe pensioenstelsel

We geven de voorkeur voor een valuta afdekking van 100% voor vastrentende waarden en 50% voor aandelen voor zowel de Flexibele Premiereregeling (FPR) als de Solidaire Premiereregeling (SPR). Wij bevelen aan dit beleid uniform toe te passen op alle cohorten.

Een uniform valuta afdekkingsbeleid geniet de voorkeur

Wij hebben een sterke voorkeur voor het hanteren van een uniform valuta afdekkingsbeleid op pensioenfondsniveau. Het hanteren van een verschillend afdekkingspercentage per cohort leidt tot veel complexiteit: wanneer moet bijvoorbeeld de valuta afdekking verhoogd worden? En is dat geleidelijk, of op pensioendatum? Tevens zien wij in onze kwantitatieve analyse dat de verschillen in uitkomsten tussen leeftijdscohorten klein zijn onder beide premiereregelingen en voor verschillende afdekkingsstrategieën.

[Lees meer op de volgende pagina →](#)

AUTEURS



Bas Scholten,
Hoofd Balansmanagement
Advies



Bora Oskay,
Balansmanagement
Adviseur



Een 50% afdekking voor aandelen (voor alle cohorten) zorgt voor de minste spijt ('least-regret')

Valuta afdekking van aandelen zorgt in sommige periodes wel en andere periodes niet voor een lager risico. Daarom zorgt een 50% valuta afdekking voor een least-regret positie: er wordt voor de helft geprofiteerd van vreemde valuta appreciatie en voor de helft beschermd tegen neerwaartse valutabewegingen. Met het vervallen van het vereist eigen vermogen onder het nieuwe pensioenstelsel is een lagere valuta afdekking passender. We hebben een analyse uitgevoerd waarbij ieder cohort een individueel valutabeleid heeft.

Jongeren zijn kwetsbaar voor geopolitieke risico's

Jongeren beleggen voor een groot gedeelte in risicovolle beleggingscategorieën. Een aanzienlijk deel hiervan is vaak in vreemde valuta, terwijl hun vermogen uiteindelijk in een euro pensioenuitkering wordt omgezet. Een onafgedekte positie maakt een jongere zeer kwetsbaar voor geopolitieke risico's. Nu is de Amerikaanse dollar dé safe haven valuta, maar wie zegt ons dat dat altijd zo blijft? We hebben de laatste jaren veel (politieke) verrassingen gezien, ook in de Verenigde Staten. En in hoeverre zet de globalisering door?

Ouderen beleggen maar een klein gedeelte in vreemde valuta

Ouderen beleggen maar een klein gedeelte in aandelen (of andere risicovolle beleggingscategorieën). Dat betekent dat ouderen slechts een beperkt deel van het vermogen in vreemde valuta beleggen. Daarom vinden wij een hoge afdekking niet nodig.

Middengroep belegt minder in vreemde valuta dan jongeren

De middengroep belegt defensiever dan jongeren en daarmee daalt ook de blootstelling naar vreemde valuta. Een hoge afdekking is voor deze groep dan ook niet nodig. Tevens is de middengroep ook gebaat om een deel niet af te dekken in het belang van diversificatie en bescherming tegen een eurocrisis.

Een 100% afdekking voor vastrentende waarden zet buitenlandse obligaties om in een euro obligatie

De valutakoers is (vaak) volatieler dan de waarde van een obligatie. Daarmee maakt valutarisico een groot onderdeel uit van het totaal risico van obligaties. Dit geldt ongeacht de beleggingshorizon van deelnemers. Een tweede reden is dat vastrentende waarden die in vreemde valuta genoteerd zijn meestal aan de portefeuille worden toegevoegd om een kredietopslag te verdienen. Een 100% valuta afdekking zorgt ervoor dat de obligatie per saldo wordt omgezet in een euro obligatie waarbij de kredietopslag intact blijft.



Per saldo een uniforme valuta afdekking van 100% voor vastrentende waarden en 50% voor zakelijke waarden

2 Valutabeleid binnen het huidige FTK

In dit hoofdstuk vatten wij allereerst het huidige valutabeleid van Achmea IM kort samen. Dit is het beleid dat nog gebaseerd is op het huidige pensioenstelsel, ofwel het FTK.

2.1 Kernpunten valutabeleid

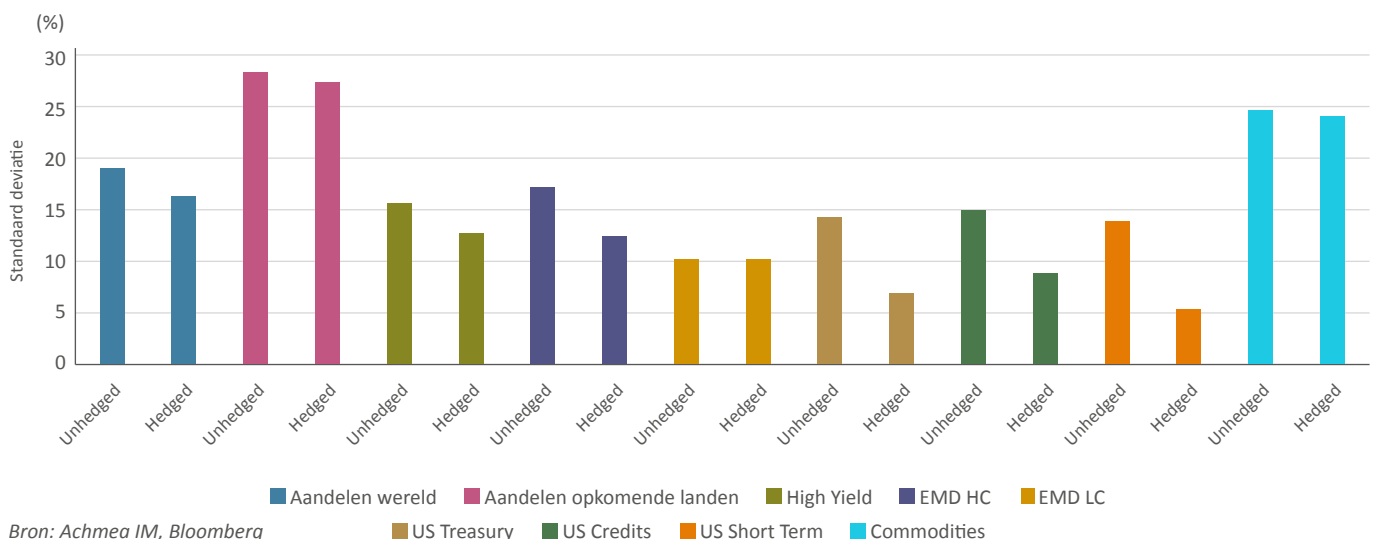
Het doel van het strategisch valutabeleid is om het portefeuillerisico te reduceren, teneinde een betere risico-rendementsverhouding te realiseren. Het huidige strategisch afdeckingsbeleid van Achmea IM wordt gevormd door de volgende kernpunten:

1. Per beleggingscategorie een afdeckingspercentage bepalen

Er zijn belangrijke redenen die ervoor pleiten om onderscheid te maken tussen beleggingscategorieën.

De eerste reden is dat de mate waarin valutarisico bijdraagt aan het totaal risico van een belegging per beleggingscategorie verschilt. Figuur 1 laat per beleggingscategorie zien wat de impact is van het afdekken van valutarisico. Hierbij is voor iedere beleggingscategorie gekeken naar de langst beschikbare historie. Het valutarisico van bijvoorbeeld aandelen is klein ten opzichte van de totale volatiliteit van deze beleggingscategorie. Het afdekken verlaagt het risico weliswaar, maar blijft relatief hoog. Voor obligaties daarentegen ligt dit anders. De valutakoers is vaak volatieler dan de waarde van een obligatie en daarmee maakt valutarisico een groot onderdeel uit van het totaal risico van obligaties. Een tweede reden is dat de rendementsdrijfveer verschilt per beleggingscategorie. Wanneer belegd wordt in Amerikaanse bedrijfsobligaties, is de primaire doelstelling om een extra rendement te verdienen via kredietopslag. Met een 100% valuta afdekking wordt de obligatie per saldo omgezet in een euro obligatie, met een euro rente. De kredietopslag blijft echter intact.

Figuur 1: Impact afdekken op volatiliteit



Dit is anders bij aandelen. Het rendement van een aandeel bestaat uit dividend en koersstijgingen. Ook bestaat de kans dat er té veel wordt afgedekt bij een 100% afdeckingspercentage door de prijsvolatiliteit. Dit geldt vooral voor hoog risico beleggingen zoals aandelen. Door de volatiliteit kan het namelijk voorkomen dat aandelenkoersen plotseling hard dalen. Hierdoor kan de afgedekte valuta exposure groter zijn dan de waarde van de beleggingen (overafdekking). Per saldo ontstaat er dan een negatieve (“short”) dollar exposure. Dit kan zeker ten tijde van een aandelen crisis, waarin een flight-to-safety ontstaat, leiden tot verliezen. Omdat de volatiliteit van bijvoorbeeld obligaties over het algemeen laag is, is de kans op overafdekking kleiner.

Een passend afdeckingspercentage

Een passend afdeckingspercentage bepalen voor valutarisico is niet eenvoudig en schijnnaauwkeurigheid ligt hierbij op de loer. Achmea IM is daarom geen voorstander van zogeheten puntschattingen of een (optimaal) afdeckingspercentage op portefeuilleniveau. Het wordt namelijk erg complex als je bij iedere wijziging in de portefeuille over de valuta afdekking moet nadenken. Ten slotte, vraagt het optimaliseren van een afdeckingspercentage op portefeuilleniveau om minimaal (a) een visie op valutarisico en (b) een optimalisatiemethodologie.

2. Alleen de belangrijkste valuta afdekken

In de meeste gevallen zijn de Amerikaanse dollar (USD), Britse pond (GBP) en Japanse yen (JPY) de grootste exposures, zeker binnen een wereldwijde aandelenportefeuille. Met het afdekken van deze drie valuta wordt het valutarisico voor het grootste deel beheerst. Daarnaast zijn de (transactie)kosten van het afdekken van deze valuta relatief laag vanwege de hoge liquiditeit.

Tabel 1: Huidig valutabeleid onder FTK

Beleggingscategorie	Afdeckingspercentage voor de USD, GBP en JPY
Aandelen	
Aandelen ontwikkelde landen	75%
Aandelen opkomende landen	0%
Obligaties	
Vastrentende waarden ontwikkelde landen	100%
High Yield	100%
EMD HC	100%
EMD LC	0%
Overig	
Niet-beursgenoteerd vastgoed	100%
Beursgenoteerd vastgoed	75%
Private equity	75%
Infrastructuur	100%
Hedge funds	100%

3. Valuta in opkomende landen niet afdekken

De eerste reden om valuta in opkomende landen niet af te dekken, is dat de kosten van afdekken hoog zijn als gevolg van de lage liquiditeit en dat sommige van deze valuta moeilijk of niet afgedekt kunnen worden. Daarnaast bestaat de valuta exposure binnen opkomende landen uit veel verschillende kleine exposures. Dit maakt het afdekken operationeel complex en dus kostbaar. Een derde reden bij de keuze om niet af te dekken is dat bij opkomende landen sprake kan zijn van een verwachte appreciatie als de economie van deze landen verbetert. In dat geval is het niet logisch het valutarisico van opkomende landen af te dekken.

2.2 Huidige afdeckingspercentages

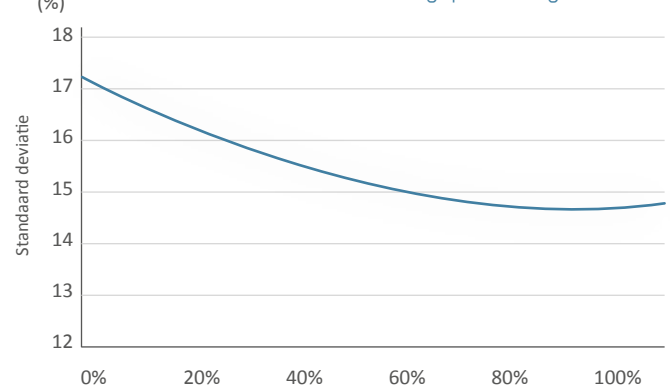
Met inachtneming van de kernpunten in paragraaf 2.1 geeft Achmea IM de voorkeur om vastrentende waarden volledig af te dekken (100%). Voor aandelen en soortgelijke zakelijke waarden is de aanbeveling om het valuta grotendeels, met 75%, af te dekken. Figuur 1 op de vorige pagina laat zien dat afdekken bij aandelen relatief minder impact heeft op het totaalrisico dan bij obligaties. Dit is een reden om een lager afdeckingspercentage te hanteren voor aandelen. Daarnaast speelt mee dat vreemde valuta zoals Amerikaanse dollar een veilige haven zijn in tijden van onzekerheid. Dit kan een aandelendip deels compenseren. Daarnaast is het vereist eigen vermogen lager wanneer het valutarisico (deels) wordt afgedekt. Dit is relevant in het FTK kader.

Het valutabeleid onder het FTK is in tabel 1 weergegeven. Voor beursgenoteerd vastgoed en private equity is het passend om ook 75% af te dekken. Deze twee beleggingscategorieën worden wat ons betreft evenveel als aandelen afgedekt omdat de onderliggende risico's van deze beleggingen overeenkomen met die van een aandelenbelegging. Voor vastrentende waarden wordt geen onderscheid gemaakt. Hoewel sommige obligaties, zoals high yield, een hoger risicoprofiel hebben dan de gemiddelde veilige obligatie, gaat het voor alle vastrentende waarden vooral om het omzetten van de kredietopslag naar de thuisvaluta.

Afnemende meeropbrengst van valuta afdekking

In figuur 2 zien we de volatiliteit van Amerikaanse aandelenkoersen, waarbij de valuta afdekking varieert tussen de 0% en 100%. Hierbij zien we dat er een duidelijk afnemende meerwaarde is bij het afdekken van het valutarisico. We zien dit terug in het feit dat vanaf ongeveer 75% afdekking er nog nauwelijks sprake is van additionele risicoreductie. Conclusie: een afdekking van 75% levert bij aandelen dezelfde risicoreductie op als 100% afdekking in termen van volatiliteit. De grootste risicoreductie is al bereikt bij een 75%-afdeckingspercentage.

Figuur 2: Volatiliteit van Amerikaanse aandelen bij verschillende valuta afdeckingspercentages



Bron: Achmea IM, Bloomberg

Voor meer informatie over het huisbeleid, verwijzen we u naar de Achmea IM visie: valutarisico in het FTK.

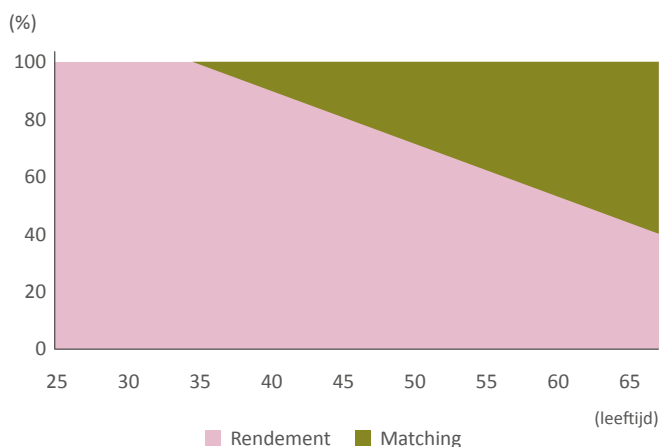
3 Het valutabeleid onder het nieuwe pensioenstelsel

Het doel van dit hoofdstuk is om te onderzoeken of het huidige beleid een aanpassing behoeft met het oog op het nieuwe pensioenstelsel, de Wet Toekomst Pensioenen (WTP).

3.1 Van uitkeringsovereenkomst naar premieregelingen

Het nieuwe pensioenstelsel maakt een transitie van een uitkeringsovereenkomst naar twee premieregelingen: de **solidaire** (SPR) en **flexibele** premieregeling (FPR). Onder het stelsel verschuift het risico van het collectief naar individuele deelnemers. De risicohouding per individuele deelnemer gaat een grote rol krijgen en bepaalt de lifecycle. Iedere deelnemer krijgt een leeftijdsafhankelijk beleggingsbeleid door toepassing van het lifecycle beleggen. Jongere deelnemers hebben nog weinig pensioenvermogen opgebouwd. Daarnaast hebben zij een langere beleggingshorizon om tegenvallende beleggingsresultaten op te kunnen vangen. Daarom kunnen jongeren een hoger beleggingsrisico accepteren. Ouderen daarentegen hebben in de loop der jaren fors pensioenkapitaal opgebouwd en bezitten een kortere beleggingshorizon. Hierdoor ligt de nadruk bij oudere deelnemers op een stabiel verwachte pensioenuitkering en het verkleinen van de kans op tegenvallende beleggingsresultaten. Naarmate de deelnemer ouder wordt en de leeftijd dichterbij de pensioenleeftijd komt, des te meer belegd wordt in de matchingportefeuille en minder in rendementsportefeuille. Figuur 3 hieronder illustreert het concept van lifecycle beleggen.

Figuur 3: Voorbeeld lifecycle beleggen



De FPR karakteriseert zich door de expliciete vorm van het lifecycle beleggen waarbij iedere individu een eigen beleggingspotje heeft met een eigen beleggingsbeleid passend bij zijn of haar risicohouding. Het totaal aan rendement uit de persoonlijke portefeuille is het rendement welke iedere deelnemer krijgt.

De solidaire premieregeling is weliswaar ook gebaseerd op het lifecycle beleggen, maar neemt een impliciete vorm aan omdat deze geen individueel beleggingsbeleid kent. In tegenstelling tot de flexibele premieregeling wordt het pensioenvermogen van iedere deelnemer collectief belegd waarna het rendement wordt verdeeld onder de deelnemers via leeftijdsafhankelijke toedelingsregels (de impliciete lifecycle). Het rendement dat iedere deelnemer ontvangt op het eigen pensioenvermogen bestaat uit twee soorten: (1) beschermingsrendement en (2) overrendement.

3.2 Valuta afdekking binnen het leeftijdsafhankelijk beleggingsbeleid

Het pensioenstelsel verandert weliswaar, maar veel van het huidige valutabeleid van Achmea Investment Management blijft hetzelfde onder het nieuwe pensioenstelsel. Wat er wel verandert, is dat wij aanbevelen om een lager afdekkingspercentage voor aandelen, direct vastgoed en private equity te hanteren. Voor deze beleggingscategorieën vinden we een valuta afdekkingspercentage van 50% in plaats van 75% passend.

Redenen om wel of niet af te dekken

Het beleggingsrisico, waaronder valutarisico, dient in de basis aan te sluiten bij het risicoprofiel van de individuele deelnemers. Onder beide premieregelingen hebben alle deelnemers een eigen leeftijdsafhankelijke risicohouding. Het is dus belangrijk dat het valutabeleid hiermee rekening houdt. Er zijn verschillende redenen om wél of niet (meer of minder) af te dekken, welke voor de ene leeftijdsgroep relevanter zijn dan voor de andere. De tabel hieronder geeft aan de hand van wel of geen vinkje (✓) of de reden relevant is voor een leeftijdsgroep.

Tabel 2: Afwegingen afdekken per leeftijdsgroep

	Jongeren	Middengroep	Ouderen
Redenen om niet (volledig) af te dekken			
Valutadiversificatie	✓	✓	✓
Afdekkingskosten	✓	✓	✓
Afname van valutarisico door lifecycle		✓	✓
Behoeftte aan onderpand	✓	✓	
Vervallen (M)VEV restricties	✓	✓	✓
Geloof ('investment belief') in mean-reversion	✓	✓	✓
Redenen om (deels) af te dekken			
Staartrisico	✓	✓	✓
Verbeterde risico-rendementsverhouding	✓	✓	✓
Herverdelen risicobudget	✓	✓	✓
Geen geloof ('investment belief') in mean-reversion	✓	✓	✓

Hieronder volgt een nadere toelichting op deze tabel.

Redenen om niet (volledig) af te dekken

1. Valutadiversificatie binnen de portefeuille

Een reden om vreemde valuta niet af te dekken, is om diversificatie ten opzichte van de euro na te streven. Hiermee is de portefeuille beter beschermd indien een (langdurige) crisis optreedt in de eurozone. De Brexit en eurocrisis hebben de 'veilige haven' status van de euro in het afgelopen decennium verzwakt. Veilige haven valuta zijn valuta die in onrustige perioden als veilig worden beschouwd. De Amerikaanse dollar is sinds jaar en dag een veilige haven valuta gebleken. Dit betekent dat de waarde van deze valuta waarschijnlijk zal toenemen gedurende onzekere periodes. Dit compenseert een eventuele waardedaling van bijvoorbeeld aandelen tijdens een crisis.

Tabel 3 toont de correlatie tussen de return index van wereldwijde aandelen en de euro/dollarwisselkoers over de geschiedenis en gedurende recessies. De correlatie over de periode juni 1977 tot en met juli 2022 is -0,13. Dit impliceert dat het openhouden van valutarisico binnen aandelen een diversificatievoordeel kan bieden. Tevens valt op dat de gemeten correlatie gedurende recessies over het algemeen veel negatiever is, zoals tijdens de crisis in 2007-2009. Er zijn uitzonderingen, zoals de dot-com bubbel in 2001. Deze periode heeft een correlatie van 0.63. Deze hoge maar positieve correlatie is te verklaren doordat de VS tijdens deze periode te

maken heeft gehad met terroristische aanslagen waardoor, naast de aandelenmarkt, ook de Amerikaanse dollar werd geraakt.

Tabel 3: Correlatie wereldwijde aandelen en USDEUR

Portefeuille	Correlatie
Feb 1980 - Jul 1980	-0,67
Aug 1981 - Nov 1982	-0,29
Aug 1990 - Mar 1991	0,52
Apr 2001 - Nov 2001	0,63
Jan 2008 - Jun 2009	-0,92
Mar 2020 - Apr 2020	-0,41
Jun 1977 - Jul 2022	-0,13

Bron: Achmea IM, Bloomberg

2. Afdekken brengt kosten met zich mee

Het afdekken van valutarisico brengt kosten met zich mee en hierdoor kan het rendement lager uitvallen dan wanneer niet afgedekt wordt. De prijs van een lager risico wordt over het algemeen betaald door middel van een lager rendement. Deze kosten zijn onder te verdelen in transactiekosten en de cross currency basis. Meer informatie over de kosten van afdekken, is te vinden in een eerder artikel van Achmea IM¹.

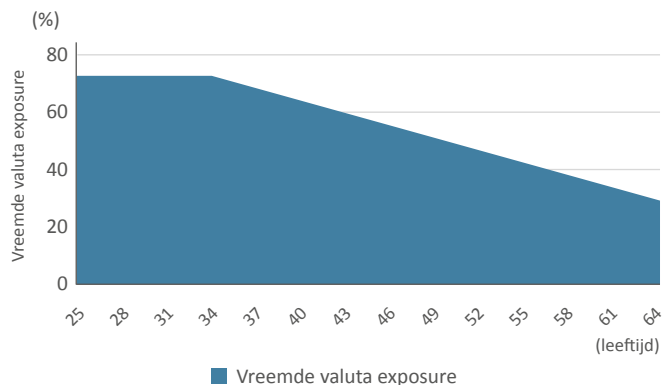
Met name voor jongere deelnemers kan het lager jaar-op-jaar rendement zwaarder wegen dan het verlagen van het portefeuillerisico. Deze groep deelnemers heeft immers een lange beleggingshorizon en wil vermogensopbouw realiseren.

3. Natuurlijke afbouw valutarisico door lifecycle

Het lifecycle beleggen onder het nieuwe pensioenstelsel zorgt ervoor dat beleggingsallocaties dan wel blootstellingen veranderen naarmate de deelnemer ouder wordt. De nadruk komt namelijk steeds een stukje meer te liggen op de beschermingsportefeuille in plaats van op de rendementsportefeuille. Dat wil zeggen dat jongeren een relatief hoge blootstelling hebben naar de rendementsportefeuille. De oudere deelnemers daarentegen zijn méér blootgesteld aan de beschermingsportefeuille. De beschermingsportefeuille bestaat uit euro producten, zoals euro staatsobligaties, en deze hebben geen blootstelling naar vreemde valuta. Dit betekent dus dat, volgens het lifecycle beleggen, de grootte van het (onafgedekte) valutarisico over de tijd verandert door verschuivingen van de risicohouding. Het valutarisico voor ouderen is hiermee beperkter dan de middengroep, en fors kleiner dan die van jongeren. Op basis van een veelvoorkomende lifecycle wordt het valutarisico in de praktijk dus eigenlijk al afgebouwd naarmate de deelnemer ouder wordt. Zie figuur 4 voor zo'n voorbeeld.

¹ <https://www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel/artikelen/white-papers/2016/06/white-paper-valutarisico>

Figuur 4: Vreemde valuta exposure volgens een lifecycle



Bron: Achmea IM, Bloomberg

De ‘natuurlijke’ afbouw van de vreemde valuta exposure als gevolg van het lifecycle beleggen, maakt een leeftijdsafhankelijke valuta afdekking minder noodzakelijk.

Daarnaast daalt hiermee de behoefte om het valutarisico in hoge mate af te dekken op uniforme basis. Het valt namelijk te beargumenteren dat het afdekken van valutarisico in theorie vooral baat heeft voor de groep met de grootste blootstelling naar valutarisico. Onder de nieuwe premieregelingen zullen dat de jongeren zijn. Het valt echter te betwisten of jongeren staan te wachten op het volledig afdekken van valutarisico via een uniform beleid. Dit is namelijk de groep die risico het meest kan dragen. Daarnaast is het ook de groep met een rendementsdoelstelling waardoor een lager jaar-op-jaar rendement als gevolg van afdekkingskosten lastiger uitlegbaar is.

4. Behoeftte aan onderpand

Onderpand speelt een centrale rol bij het afsluiten van derivaten om het valutarisico te beheersen. Indien de valutaderivaten in waarde dalen (stijgen), zal onderpand moeten worden gestort (ontvangen). Als er een tekort aan onderpand is, is het mogelijk dat de derivaten komen te vervallen als gevolg hiervan. Er zal dus voldoende onderpand aanwezig moeten zijn om ten alle tijden aan onderpandbehoefte te kunnen voldoen. Een manier om aan deze behoefte te voldoen, is om de allocatie naar cash dan wel staatsobligaties te verhogen. Door echter een gedeelte in liquiditeiten en staatsobligaties te beleggen, ontstaan opportuniteitskosten. Met andere woorden, het verliezen van een hoger verwacht rendement die behaald kon worden als daarentegen was belegd in bijvoorbeeld aandelen. Deze opportuniteitskosten bestaan ook als er een overschot ontstaat aan onderpand (ofwel: liquiditeitsoverschot). Er is dan in feite meer onderpand dan nodig.

Het moeten onderhouden van de onderpandbehoefte is vanwege de opportuniteitskosten een nadeel voor alle leeftijdsgroepen, in grotere mate voor jongeren dan voor ouderen. De jongeren hebben immers maar relatief weinig euro staatsobligaties ten opzichte van ouderen. Echter, brengt de beslissing om af te dekken ouderen ook

tot een dilemma. Het afdekken van valutarisico is weliswaar risico verlagend maar dit gaat dan wel ten koste van de mogelijkheid om bijvoorbeeld (meer) te investeren in andere (risicovollere) beleggingen met als doel een koopkrachtiger pensioen.

5. Vervallen (M)VEV restricties

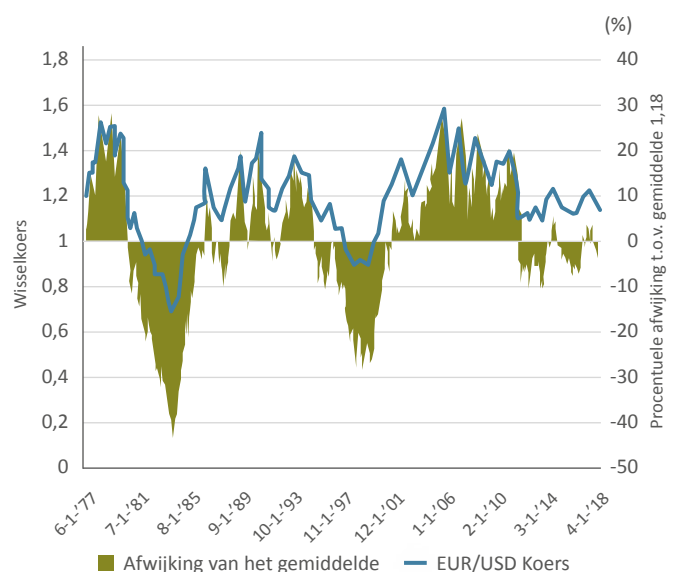
De (M)VEV restricties vervallen onder het nieuwe pensioenstelsel. Hierdoor wordt het nemen van méér risico niet direct ‘afgestraft’ in de vorm van een hoger vereist eigen vermogen. Dit kan aanleiding zijn om minder af te dekken in het nieuwe pensioenstelsel dan onder het huidige FTK kader.

6. Geloof (‘investment belief’) in mean-reversion.

Voor een aantal valuta lijkt er sprake te zijn van een mean-reversion van wisselkoersen. Mean-reversion is het geloof dat grote uitschieters niet van langdurige aard zijn en deze worden gecompenseerd met even zo grote uitschieters in de tegengestelde richting. Met andere woorden, de meeste valuta kennen geen structurele appreciatie of depreciatie en dus zal het aanhouden van vreemde valuta naar verwachting geen structurele rendement opleveren. Onder deze theorie zou je kunnen stellen dat valuta enkel volatiliteit toevoegt. In tegenstelling tot aandelen en obligaties, hebben wisselkoersen immers geen intrinsieke waarde als gevolg van bijvoorbeeld winstgevendheid, dividenden of couponrente. Factoren die invloed kunnen hebben op wisselkoersbewegingen (en daarmee de volatiliteit) zijn de verschillen tussen landen in, onder andere, koopkracht, inflatie, rente, kapitaalstromen en politiek beleid.

Figuur 5 toont de wisselkoers van de dollar en de euro (linker y-as) met daarnaast de procentuele afwijking van een historisch gemiddelde van 1,18 EUR/USD (rechter y-as). Hierin is te zien dat er sprake lijkt te zijn van een terugkeer naar een gemiddelde voor deze wisselkoers.

Figuur 5: EURUSD en afwijking van een historisch gemiddelde



Bron: Achmea IM, Bloomberg

Redenen om (deels) af te dekken

1. Staartrisiko's op de lange termijn

Het is waarschijnlijk dat de wereld er ineens of over tientallen jaren plotseling heel anders uit ziet. Een op dit moment statistisch zeldzame gebeurtenis kan grote (negatieve) gevolgen hebben op de portefeuillerendementen. De Amerikaanse dollar is momenteel de grootste reservemunt van de wereld en de vreemde valuta exposure van veel pensioenfondsen bestaat dan ook in grote mate uit de Amerikaanse dollar. Een voorbeeld van een staartrisiko is wanneer de Amerikaanse dollar (plotseling) haar status verliest als wereldwijde (reserve)munt of spectaculair ineenstort door een veranderende wereldorde. Tabel 4 toont het 95^{ste} percentiel verlies wanneer belegd wordt in de EUR/USD, EUR/JPY of EUR/GBP valuta voor een beleggingshorizon van 1, 5 en 10 jaar. De historische dataset beslaat de periode 1977 tot en met 2021.

Tabel 4: 95^{ste} percentiel verlies per valuta per horizon

95 ^{ste} percentiel verlies	EUR/USD	EUR/JPY	EUR/GBP
1-jaars horizon	16%	21%	11%
5-jaars horizon	39%	39%	21%
10-jaars horizon	28%	48%	18%
Gemiddelde	28%	36%	17%

Bron: Achmea IM, Bloomberg

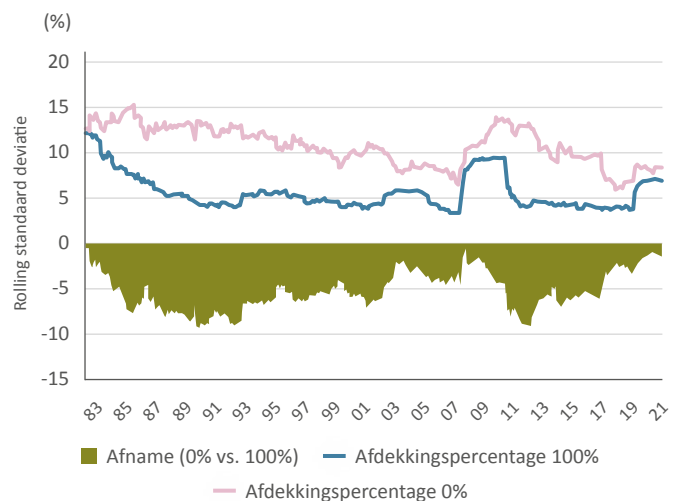
Een onafgedekt valutarisiko op de Amerikaanse dollar, Japanse yen en/of Britse pond kan al substantieel verlies opleveren op een éénjarig beleggingshorizon. Het potentieel verlies is forsler op een langere beleggingshorizon (lees: staartrisiko). Een staartrisiko kan zich ten alle tijden (on)verwacht voordoen maar theoretisch is deze kans groter over tientallen jaren dan over een korte periode van enkele dagen. De lange beleggingshorizon, zoals het geval is bij jongeren en de middengroep, betekent dus een grotere kans op staartrisiko. Hier staat echter wel tegenover dat als het staartrisiko zich materialiseert in een vroeg stadium, de kans op herstel ook groter is vanwege de lange beleggingshorizon. Voor ouderen ligt dit net iets anders. Met een korte beleggingshorizon is de kans op staartrisiko kleiner maar is de impact van catastrofale gevolgen groot voor de groep die de pensioenleeftijd (bijna) heeft genaderd. Door de korte beleggingshorizon is er minder tijd om forse verliezen op te kunnen vangen.

Hoe dan ook vraagt dit om (meer) bescherming voor alle leeftijdsgroepen. Het afdekken van valutarisiko kan hierbij helpen. Alhoewel afdekken van vreemde valuta kosten met zich meebrengen, kunnen deze kosten gezien worden als kosten voor het verzekeren tegen deze staartrisiko's. Deze 'verzekering' kost structureel geld maar de waarde ervan wordt pas duidelijk wanneer de staartrisiko zich voordoet.

2. Risicoreductie

Afdekken van valutarisiko leidt over het algemeen tot risicoreductie. Hierdoor zouden deelnemers een betere risicorendementsverhouding kunnen behalen. Figuur 6 laat zien dat de standaarddeviatie van de beleggingscategorie US credits met 100% afdekking over de gehele gemeten periode lager is dan bij 0% afdekking.

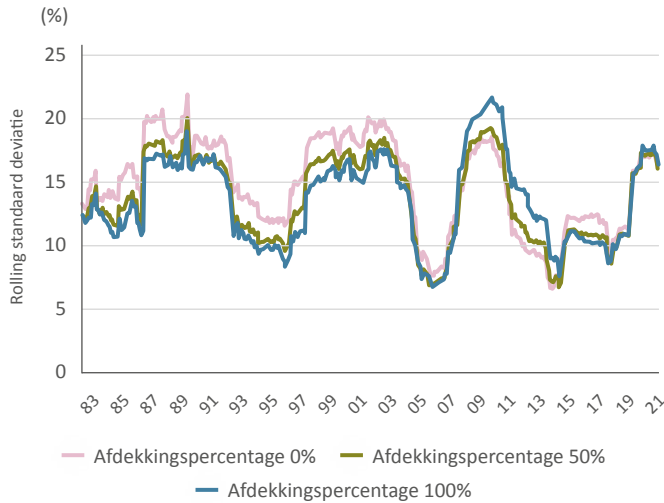
Figuur 6: 36-maands voortschrijdende standaarddeviatie bij het wel en niet afdekken van US credits



Bron: Achmea IM, Bloomberg

Figuur 7 toont de standaarddeviatie van Aandelen Wereld onder een 0%, 50% en 100% afdekking. Hoewel de figuur laat zien dat de standaarddeviatie van Aandelen Wereld met 100% afdekking in de meeste periodes lager is dan bij 0% afdekking, is dit niet altijd zo. De vrij lange periode van 2008 tot 2015 is hier een voorbeeld van. In deze periode is het risico lager bij een 0% afdekking. Een verklaring hiervoor heeft volgens ons te maken met de status van de euro. Tot 2008 waren de dollar en de euro volgens ons veilige haven valuta. Door de eurocrisis is de safe haven status van de euro verzwakt. Door het valutarisiko van dollars in de portefeuille niet of minder af te dekken, kan in dat geval het risico van de portefeuille verlaagd worden. Ook in 2020, het jaar van de coronapandemie, zorgde 100% afdekken per saldo voor een toename in risico ten opzichte van een 0% afdekking. In sommige crisissituaties zoals in 2020 kan de Amerikaanse dollar aansterken, waardoor de dollar een dempend effect heeft (Amerikaanse aandelenrendementen dalen, terwijl de dollar in waarde toeneemt). Een 50% afdekking voor aandelen zorgt niet enkel voor een risicoreductie maar neemt ook het beste van beide werelden.

Figuur 7: 36-maands voortschrijdende standaarddeviatie bij een 0%, 50% en 100% valuta afdekking van Aandelen Wereld



Bron: Achmea IM, Ortec GLASS

3. Hervreiden risicobudget

Onafgedekt valutarisico is synoniem aan beleggen in vreemde valuta. De meeste pensioenfondsen beleggen met het doel om blootstelling te krijgen naar bepaalde risico's. Dit kan bijvoorbeeld aandelenrisico (t.b.v. rendement), inflatierisico (t.b.v. koopkracht) of renterisico (t.b.v. match met verplichtingen) zijn. Meestal nemen pensioenfondsen valutarisico niet bewust. Valutarisico is daarmee een restrisico, dat met andere woorden 'erbij komt'. Pensioenfondsen kopen bijvoorbeeld Amerikaanse aandelen om wereldwijd te willen beleggen, niet in de eerste plaats om een positie in de Amerikaanse dollar op te bouwen. Een ander voorbeeld is wanneer pensioenfondsen in Amerikaanse bedrijfsobligaties beleggen met het primaire doel om extra rendement te verdienen via de kredietopslag. Met valuta afdekking wordt de obligatie per saldo omgezet in een euro obligatie waarbij de kredietopslag intact blijft. De mate van omzetting is afhankelijk van hoeveel wordt afgedekt. In de kern zorgt het afdekken van valutarisico ervoor dat het risicobudget enkel of zo veel mogelijk wordt ingezet voor de beoogde risico's. Het afdekken van valutarisico is in de praktijk eigenlijk hetzelfde als minder beleggen in vreemde valuta en méér beleggen in de basis-/ thuisvaluta. Door als het ware minder te beleggen in vreemde valuta kan het vrijgekomen risicobudget anders ingezet worden.

4. Geen geloof ('investment belief') in mean-reversion

Terwijl er sprake lijkt te zijn van een mean-reversion voor verschillende valuta, is het echter niet gegarandeerd dat dit gebeurt, zal blijven gebeuren en ook niet dat het optreedt bij iedere valuta. Daarnaast is de snelheid en mate van terugtrekking vaak een onzekerheid. Figuur 5 laat namelijk ook zien dat de snelheid waarbij de wisselkoers terugkeert naar het gemiddelde varieert over de historie, als mean-reversion überhaupt plaatsvindt. Dit zou een probleem kunnen zijn voor met name ouderen in het geval een vreemde valuta zoals de Amerikaanse dollar over een lange periode daalt waardoor het rendement op onafgedekte beleggingen in de dollar jaar-op-jaar

negatief wordt beïnvloed. De oudere deelnemers hebben een veelal korte beleggingshorizon waardoor het lastig is om te wachten op het optreden van een mean-reversion. Dit risico is er ook voor jongeren en de middengroep maar lager vanwege de langere beleggingshorizon.

Valutarisico in de matchingportefeuille

De toekomstige pensioenuitkeringen van deelnemers luiden in euro's. Daarom is het in de eerste plaats niet verstandig om binnen matchingportefeuille valutarisico te introduceren. Het mogelijk extra rendement van buitenlandse vastrentende waarden als gevolg van renteversillen tussen landen wegen niet op tegen de minder goede match met de pensioenuitkeringen, complexiteit en kosten, waaronder onderpand, die geïntroduceerd worden.

Impact valuta afdekking op onderpand

Het afdekken van valutarisico kan met behulp van valutaderivaten of middels fondso oplossingen. Wanneer een pensioenfonds ervoor kiest om valutaderivaten af te sluiten, zal het pensioenfonds onderpand moeten aanhouden. Een oplossing om afsluiten van eigen derivaten te voorkomen is om gebruik te maken van fondso oplossingen. Nadeel is dat afdekking en onderpand binnen het fonds zelf afgehandeld moeten worden en het fonds daardoor wellicht minder efficiënt belegt dan de unhedged variant. De grootte van het pensioenfonds en daarmee de portefeuilles zijn bepalend in de uiteindelijk invulling: een fondso oplossing of een valuta overlay. Voor (kleine) pensioenfondsen kan het mogelijk efficiënter zijn om gebruik te maken van fondso oplossingen, omdat bijvoorbeeld het opstellen en uitonderhandelen van derivatendocumentatie, collateral management en monitoring van de afdekking allemaal uitbesteed worden. Deze activiteiten worden gedeeld met andere fondsparticipanten. Daar staat echter tegenover dat het pensioenfonds geen vrijheid heeft om zelf het beleid te bepalen op details van de afdekking (bijvoorbeeld welke valuta).

Het aanhouden van een eigen valuta overlay wordt in de basis aanbevolen zodat de flexibiliteit behouden blijft om het (gewenste) afdekkingsbeleid zonder beperkingen uit te voeren. Het gevolg hiervan is dus wel dat er voldoende onderpand beschikbaar moet zijn.

Kwantitatieve analyse valuta afdekking

Met behulp van een analyse maken we inzichtelijk wat de effecten zijn voor deelnemers bij verschillende afdekkingsstrategieën onder de flexibele en solidaire premieregeling. Er wordt specifiek gekeken naar drie maatmensen. Deze maatmensen representeren de leeftijdscategorieën Jongeren, Middengroep en Ouderen.

	Thomas	Julia	John
Leeftijd	30	50	68
Salaris	30.000	35.000	0
Opbouw vermogen	10.000	150.000	500.000

Uitgangspunten

De uitgangspunten van de analyse zijn als volgt:

1. **Horizon:** 15 jaar. Dit is conform de horizon die ook in ALM-studies wordt gebruikt.
2. **Frequentie:** jaarbasis.
3. **Economie:** Een aanname in ons scenario is dat wij uitgaan van rente- en koopkrachtpariteit. Onze renteverwachtingen leiden ertoe dat er een bias is richting afdekken.
4. **Beleggingsbeleid:** een overrendementsportefeuille bestaande uit 50% wereldwijde aandelen en 50% wereldwijde vastrentende waarden. Daarnaast is er een beschermingsportefeuille bestaande uit 50% beschermingsproducten, waaronder Europese (niet-)staatsobligaties, hypotheek en inflatie-linked obligaties, en 50% cash bij aanvang van de simulatie. Bij aanvang worden ook renteswaps afgesloten.
5. **Deelnemersbestand:** een fictief pensioenfonds waaraan alleen de drie maatmensen deelnemen.
6. **Scenario's:** er zijn 2000 scenario's gesimuleerd.

Onderzochte alternatieven

In de analyse is gekeken naar onderstaande varianten van afdekkingsstrategieën voor de drie maatmensen voor de twee premiereregelingen:

1. Onafgedekt
2. 100% afdekken vastrentende waarden en 0% aandelen.
3. 100% afdekken vastrentende waarden en 25% aandelen.
4. 100% afdekken vastrentende waarden en 50% aandelen.
5. 100% afdekken vastrentende waarden en 75% aandelen.
6. Volledig afgedekt.

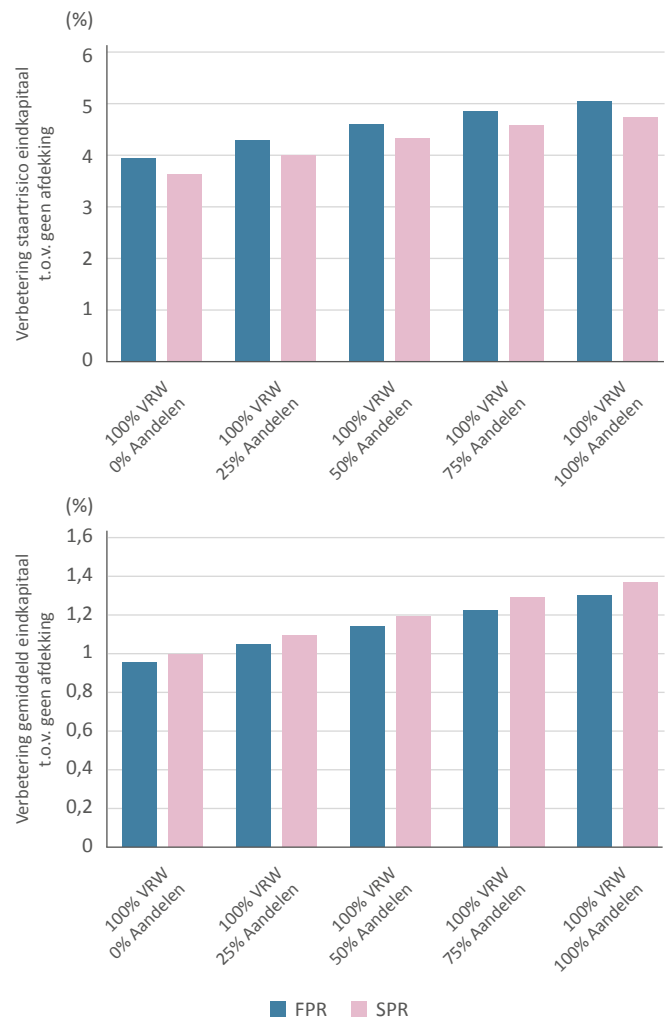
Het volgende is onderzocht voor de drie maatmensen onder ieder van de zes afdekkingsstrategieën:

1. Het staartrisiko van het eindkapitaal. Het staartrisiko is gedefinieerd als het verwacht eindkapitaal in de slechtste 5% van de scenario's.
2. Het gemiddelde eindkapitaal.
De operationele complexiteit zorgt ervoor dat een uniform afdekkingsbeleid voor alle deelnemers noodzakelijk is. De vraag die deze analyse beantwoordt, is of een uniform valuta afdekkingsbeleid passend is ten opzichte van een leeftijdsafhankelijk valuta afdekkingsbeleid.

Resultaten/uitkomsten

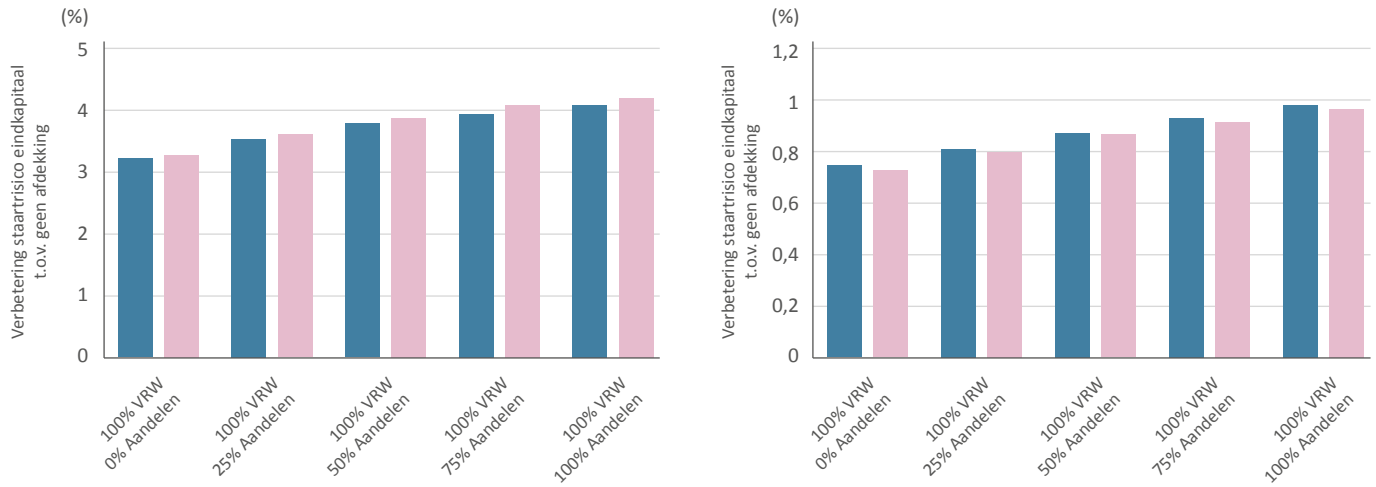
De volgende figuren tonen de procentuele verbetering van het staartrisiko en het gemiddelde eindkapitaal per afdekkingsstrategie ten opzichte van onafgedekt zijn, per maatmens en per premiereregeling.

Figuur 8 & 9: Verbetering ten opzichte van geen afdekking – Jongeren ("Thomas")

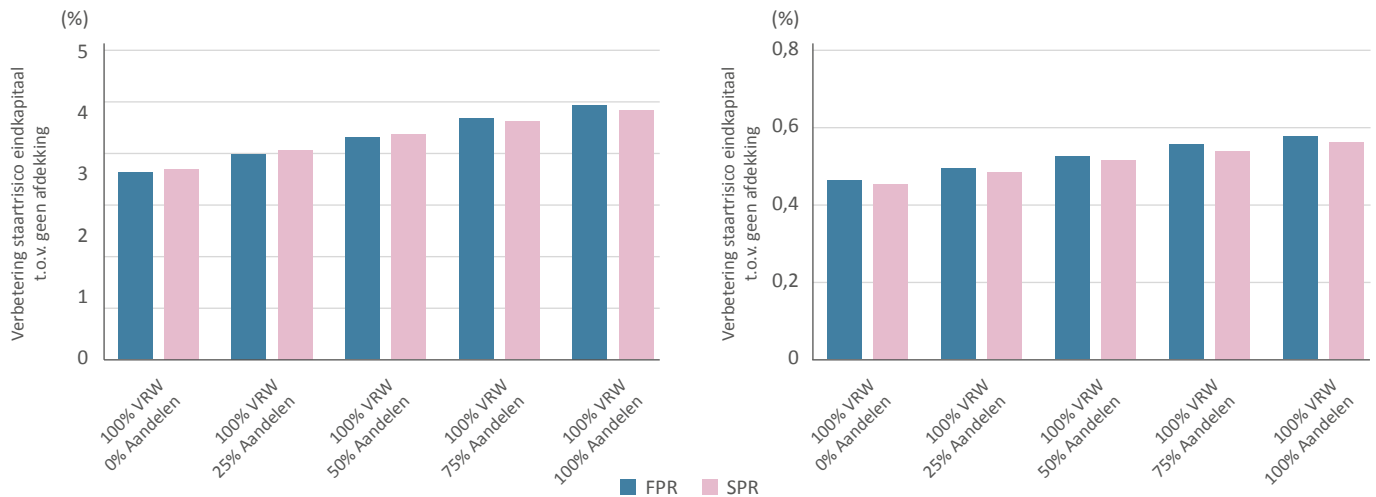


Bron: Achmea IM, Ortec GLASS

Figuur 10 & 11: Verbetering ten opzichte van geen afdekking – Middengroep (“Julia”)



Figuur 12 & 13: Verbetering ten opzichte van geen afdekking – Ouderen (“John”)



Bron: Achmea IM, Ortec GLASS

De resultaten laten het volgende zien

- Er is nauwelijks verschil in uitkomsten tussen leeftijdscohorten in beide premiereregelingen en voor verschillende afdekkingsstrategieën.
- Een substantieel positieve impact van (volledig) afdekken van vastrentende waarden voor zowel het verwacht eindkapitaal binnen de 5% slechtste scenario's (staartrisiko) en het gemiddeld eindkapitaal, voor alle leeftijdscohorten onder beide premiereregelingen. Alle cohorten gaan er dus significant op vooruit door vastrentende waarden volledig af te dekken.
- Bij aandelen ligt dit anders. Het in toenemende mate afdekken van valutarisiko binnen zakelijke waarden, zoals aandelen, lijkt het staartrisiko en het gemiddeld eindkapitaal enigszins te verbeteren maar beperkt. Dit komt enerzijds doordat valutarisiko een kleine portie uitmaakt van het totaalrisico van aandelen. Anderzijds doordat er mogelijk sprake is van diversificatie vanwege de negatieve correlatie tussen de wisselkoersen en aandelenrendementen waardoor het niet effectief is om aandelen in hoge mate af te dekken voor het valutarisiko. Dit geldt voor alle leeftijdscohorten.
- Valuta afdekking van aandelen zorgt in sommige periodes wel en andere periodes niet voor een lagere standaarddeviatie. In het geval van Amerikaanse bedrijfsobligaties heeft een valuta afdekking altijd geleid tot een lagere standaarddeviatie. Dit laten figuren 6 en 7 zien.
- Een 50% valuta afdekking voor aandelen zorgt voor een "least-regret" aanpak. Een 50% afdekking neemt het beste van beide werelden. Dit is namelijk een relatief neutrale positie ('least-regret'), waarbij het valutarisiko deels worden afgedekt zonder in overheersende mate blootgesteld te zijn aan de euro en de risico's van de euro maar ook niet aan de geopolitieke risico's van vreemde valuta. Met 50% wordt voor de helft geprofiteerd van vreemde valuta appreciatie en voor de helft beschermd tegen neerwaartse valutabewegingen.

Per saldo een uniforme valuta afdekking van 100% voor vastrentende waarden en 50% voor zakelijke waarden

Dit is lager dan onze voorkeur onder het FTK stelsel (75%). Een verlaging vinden wij passend gegeven het vervallen van de VEV vereisten onder het nieuwe pensioenstelsel. Wij bevelen pensioenfondsen aan dit beleid over te nemen indien zij van plan zijn om in te varen in het nieuwe stelsel. Zo niet, dan raden wij aan om vast te houden aan het huidige valutabeleid: de dekkingsgraad is en blijft een belangrijke graadmeter onder het FTK en daarmee loont een iets hogere afdekking in termen van risicobudget.

Conclusies

Voor zowel de Flexibele Premiereregeling als de Solidaire Premiereregeling vinden wij een valuta afdekking van 50% voor aandelen en 100% voor vastrentende waarden passend. Wij raden aan dit beleid uniform toe te passen op alle cohorten.

Onderliggende uitgangspunten

1. Onze kernpunten zijn: (a) een afdekkingspercentage per beleggingscategorie bepalen, (b) alleen de belangrijkste valuta afdekken en (c) de valuta van opkomende landen niet afdekken.
2. Wij beschouwen afdekking in termen van niet afdekken, gedeeltelijk afdekken en volledig afdekken.
3. De matchingportefeuille moet blijven bestaan uit euro producten. Het is niet logisch valutarisico te introduceren in een portefeuille die zo veel mogelijk moet 'matchen' met de toekomstige euro pensioenuitkeringen.

Een uniform valuta afdekkingsbeleid dekt de lading voldoende

Wij hebben een sterke voorkeur voor het hanteren van een uniform valuta afdekkingsbeleid op pensioenfondsniveau. Het hanteren van een verschillend afdekkingspercentage per cohort leidt tot veel complexiteit: wanneer moet bijvoorbeeld de valuta afdekking verhoogd worden? En is dat geleidelijk, of op pensioendatum? Tevens zien wij in onze kwantitatieve analyse dat het verschil in uitkomsten tussen leeftijdscohorten klein is in beide premiereregelingen en voor verschillende afdekkingsstrategieën.

Een 50% afdekking voor aandelen (voor alle cohorten) zorgt voor de minste spijt ('least-regret')

Valuta afdekking van aandelen zorgt in sommige periodes wel en andere periodes niet voor een lager risico. Daarom zorgt een 50% valuta afdekking voor een least-regret positie waardoor voor de helft geprofiteerd van vreemde valuta appreciatie en voor de helft beschermd tegen neerwaartse valutabewegingen.

We hebben een analyse gedaan waarbij ieder cohort een individueel valutabeleid heeft. Deze exercitie leidt tot een aantal conclusies. We starten de exercitie voor de twee uitersten, de jongeren en de ouderen.

Betekenis voor jongeren:

- Gegeven de hoge risicobereidheid en lange horizon is het een logische eerste gedachte om het valutarisico niet af te dekken. We zien dit ook terug in kwantitatieve analyses: op de lange termijn zorgt afdekken weliswaar voor een lagere volatiliteit maar de impact is beperkt.
- Een niet-euro exposure zorgt ook voor (risico) diversificatie in de portefeuille. Denk daarbij aan een eurocrisis. In dat geval kan het juist het risico verlagen door buiten de euro beleggen. Ook zien we vaak dat de Amerikaanse dollar een vorm van afdekking is in tijden van crisis. De dollar wordt dan sterker.
- Echter, jongeren beleggen voor een groot gedeelte in aandelen (of andere meer risicovolle beleggingscategorieën). Een aanzienlijk deel hiervan is vaak in vreemde valuta. Dat betekent dat jongeren een groot deel van het vermogen niet in euro's beleggen, terwijl hun vermogen uiteindelijk in een euro pensioenuitkering wordt omgezet.
- Daarom vinden we het niet verstandig het valutarisico volledig open te laten. Een onafgedekte positie maakt een jongere zeer kwetsbaar voor geopolitieke risico's. Nu is de Amerikaanse dollar dé safe haven valuta maar wie zegt ons dat dat altijd zo blijft? We hebben de laatste jaren veel (politieke) verrassingen gezien, ook in de Verenigde Staten. En in hoeverre zet de globalisering door?
- Kortom, we vinden het voor jongeren verstandig een deel van het valutarisico af te dekken. Een afdekkingspercentage van 50% vinden we passend. We zien 50% namelijk als een relatief neutrale positie ('least-regret'), waarbij het staartrisiko in voldoende mate verkleind wordt, maar waarbij er voldoende ruimte blijft te profiteren van de diversificatievoordelen en zijn de kosten van afdekken beperkt.

Betekenis voor ouderen:

- Gegeven de lage risicobereidheid en beperkte horizon is het een logische eerste gedachte om het valutarisico zoveel mogelijk af te dekken.
- Echter, ouderen beleggen maar een zeer klein gedeelte in aandelen (of andere meer risicovolle beleggingscategorieën). Dat betekent dat ouderen slechts een beperkt deel van het vermogen in vreemde valuta beleggen.
- Daarom vinden een volledige afdekking niet nodig.
- Een volledige afdekking betekent namelijk ook verlies van diversificatie. Kortom, een deel niet afdekken vinden we ook voor ouderen verstandig.
- Resumerend, we vinden het ook voor ouderen verstandig een deel van het valutarisico af te dekken. We denken daarbij aan een afdekking van 50% of 75% maar geven de voorkeur aan een uniform afdekkingsbeleid over alle cohorten heen. Daarom raden we ook voor ouderen 50% aan.

Betekenis voor middengroep:

- Vaak kent de middengroep een iets defensievere beleggingsmix dan jongeren en is het een logische eerste gedachte om meer valutarisico af te dekken.
- Echter, omdat de middengroep risico afbouwt, daalt ook de blootstelling naar vreemde valuta.
- Daarom vinden we voor de middengroep een hoge(re) afdekking niet nodig.
- Tevens is de middengroep ook gebaat om een deel niet af te dekken in het belang van diversificatie en bescherming tegen een eurocrisis.
- Concluderend, en ook gegeven de voorkeur voor een uniform afdekkingsbeleid over alle cohorten heen, vinden het ook voor de middengroep passend om 50% van het valutarisico op aandelen af te dekken.

Een 100% afdekking voor vastrentende waarden zet buitenlandse obligaties om in een euro obligatie

Voor alle cohorten hanteren we dezelfde voorkeurslijn voor vastrentende waarden, omdat:

- De valutakoers (vaak) volatieler is dan de waarde van een obligatie. Daarmee maakt valutarisico een groot onderdeel uit van het totaal risico van obligaties. Dit geldt ongeacht de horizon.
- Een tweede reden is de rendementsdrijfveer van vastrentende waarden. Wanneer belegd wordt in Amerikaanse bedrijfsobligaties, is de primaire doelstelling om een extra rendement te verdienen via de kredietopslag. Met een 100% valuta afdekking wordt de obligatie per saldo omgezet in een euro obligatie, met een euro rente. De kredietopslag blijft echter intact.

Voor meer informatie:**[Investment Highlights, Investment Letter en whitepapers](#)**

Wekelijks publiceert ons Investment Strategy team de Investment Highlights met daarin een analyse van de ontwikkeling op de financiële markten. Met onze Investment Letters blijft u op de hoogte van onze visie en van marktontwikkelingen.

**[Achmea IM podcasts](#)**

Ook te beluisteren op uw favoriete podcast-app, zoekwoord: Achmea Investment Management.

**[Achmea IM op youtube](#)**

Hier vindt u heldere video's met informatie over de implicaties van het pensioenakkoord, maatschappelijk verantwoord beleggen, risicomangement en het selecteren van de best-passende externe managers.

**[Achmea IM op LinkedIn](#)**

Volg ons LinkedIn-kanaal voor updates.

**www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel**

E-mail: achmeaim@achmea.nl

Contact:

Neem contact op met uw contactpersoon bij Achmea Investment Management.
Of met Renier Brenninkmeijer, Business Development Director, Renier.Brenninkmeijer@achmea.nl, +31 6 201 384 74,
of Mark Bakker, Business Development Director, Mark.Bakker@achmea.nl, +31 6 101 851 94.

Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. ("Achmea IM") heeft de informatie in dit document met zorg samengesteld. Deze 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 (in de zin van 1:1 Wft), (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies (in de zin van 1:1 Wft), en (iii) geen juridisch of fiscaal advies. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch of fiscaal adviseur. Achmea IM raadt u af een (beleggings)beslissing uitsluitend te baseren op de in dit document opgenomen informatie. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van een dergelijke (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. De informatie in dit document is gebaseerd op door Achmea IM gemaakte aannames. Het is mogelijk dat andere aannames worden gemaakt dan de door Achmea IM gemaakte aannames. De door Achmea IM getrokken conclusies zijn daarom niet noodzakelijkerwijs juist en/of volledig.

U mag de informatie in dit document alleen voor eigen persoonlijk gebruik kopiëren. U mag de informatie niet overnemen, vermenigvuldigen, distribueren of openbaren zonder schriftelijke toestemming van Achmea IM. Alle informatie (teksten, foto's, illustraties, grafisch materiaal, handelsnamen, logo's, woord- en beeldmerken) blijft eigendom van of in licentie bij Achmea IM en wordt beschermd door auteursrecht, merkenrecht en/of intellectueel eigendomsrecht. Er worden geen rechten of licenties overgedragen bij gebruik van of toegang tot deze informatie.

Uitgegeven door: Achmea Investment Management B.V., statutair gevestigd te Zeist en kantoorhoudende te Zeist (Handelsregister nr. 18059537). Achmea IM is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") in Amsterdam als een beheerder van beleggingsinstellingen als bedoeld in artikel 2:65a Wft en is onder deze vergunning bevoegd tot het verlenen van de beleggingsdiensten als opgenomen in het door de AFM gehouden register.