

Afdekken valutarisico

Investment beliefs zijn relevanter dan ooit voor pensioenfondsen, zeker die ten aanzien van valutarisico. De Nederlandsche Bank gaf in 2017 in zijn notitie ‘Aandachtspunten bij beheersing van valutarisico’ al aan dat pensioenfondsen investment beliefs over valutarisico dienen vast te stellen. De huidige marktomstandigheden dwingen pensioenfondsen om dit ook daadwerkelijk te doen.

JITZES NOORMAN, DELEGATED CIO – BMO GLOBAL ASSET MANAGEMENT



Jitzes Noorman

Pensioenfondsen zien valutarisico veelal als onbeloond. De valutamarkt is een ‘zero-sum game’, omdat niet alle valuta’s tegelijkertijd kunnen appreciëren. In tegenstelling tot bijvoorbeeld de aandelen- of obligatiemarkt. Dit vormt de basis voor een strategisch beleid waarin het valutarisico wordt afgedekt. De basis voor eventueel tactisch beleid – dat wil zeggen tijdelijke afwijkingen ten opzichte van het strategisch vertrekpunt – ligt in de vraag of een pensioenfonds van mening is dat valutakoersen te voorspellen zijn. Zo ja, dan kan een pensioenfonds bijvoorbeeld besluiten tijdelijk minder af te dekken van een niet-eurovaluta indien een appreciatie wordt verwacht. Het gaat, om precies te zijn, hier om de verwachting ten opzichte van de forwards, niet ten opzichte van de huidige spotkoersen. De forwardkoersen worden overigens bepaald door rentever- schillen tussen landen (rentepariteittheorie) en eventuele basisspreads.

Investment beliefs relevanter dan ooit

Rentever schillen en valuta forwardkoersen

De theorie van de rentepariteit (‘Interest rate parity’) schrijft voor dat de forward valutakoersen simpelweg een reflectie zijn van de rentever schillen tussen landen. Kent land A bijvoorbeeld een rente van 2% en land B 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 zal het beleggers niet uitmaken 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.



Door welke
marktbril
naar valuta-
risico kijken

Investment beliefs bepalen verwacht rendement

Soms zit er weinig verschil tussen forward en spotkoersen, zoals bijvoorbeeld in de periode 2012-2014. Momenteel is dat echter een compleet ander verhaal. De FX-forwards prijzen in dat de US-dollar komend jaar grofweg 2,5% zal depreciëren ten opzichte van de euro. Een pensioenfonds dat het USD-risico nu afdekt via FX-forwards, legt daardoor vast dat voor beleggingen in USD volgend jaar 2,5% minder euro's worden ontvangen. Maar of dit invloed heeft op het verwacht rendement is afhankelijk van de investment beliefs.

Als de visie van het pensioenfonds is dat de USD daadwerkelijk exact evenveel depreciëert als is ingeprijsd, dan zou er geen sprake zijn van een verschil in het ver-

wachte euro-rendement ten opzichte van de situatie waarin het valutarisico niet wordt afgedekt. Het afdekken van valutarisico verlaagt dan alleen maar het portefeuille-risico, maar heeft geen invloed op het verwacht rendement.

Uiteraard is de gerealiseerde ontwikkeling van valutakoersen nooit exact gelijk aan de ontwikkeling die de forwards aangaven. Het draait om het investment belief dat gemiddeld geen sprake is van een structurele afwijking ten opzichte van de forwards.

Voor beleggers die wel een uitgesproken visie hebben op wisselkoersen, kunnen deze forwardkoersen wél een rol van betekenis spelen bij de verwachte rendementen.

Stel een belegger verwacht dat de USD 2% gaat appreciëren, terwijl de forwards een depreciatie inprijzen van -2,5%. Dan is het verwachte rendement voor deze belegger op Amerikaanse beleggingen uitgedrukt in euro's 4,5% hoger indien geen sprake is van het afdekken van het valutarisico. Bij afdekken zou namelijk op voorhand de depreciatie van -2,5% worden vastgelegd, terwijl zonder afdekken de belegger kan profiteren van een appreciatie van 2%.

Ook als pensioenfondsen aannemen dat spotkoersen simpelweg niet wijzigen, dienen zij zich ervan bewust te zijn dat ten opzichte van de forwards momenteel wel sprake is van een (significante) impliciete visie. Momenteel wordt voor de meeste valuta's een depreciatie ingeprijsd ten opzichte van de euro. Stel dat beleggers het valutarisico wel afdekken en dat vervolgens spotkoersen inderdaad niet veranderen in een jaar. Dan zullen Nederlandse pensioenfondsen bij het afwikkelen van de FX-forwards de negatieve waarde moeten betalen gelijk aan het verschil tussen de overeengekomen forwardkoersen en de spotkoersen. In dat geval is sprake van een negatieve 'carry' op het afdekken van valutarisico.

Regulatoire bril of marktvisie?

Een andere belangrijke vraag bij het bepalen van de investment beliefs – naast de vraagstukken van 'beloondheid' en

Basisspread

Een fenomeen waar ook DNB aan refereert, is de negatieve basisspread ten aanzien van het EUR/USD-valutapaar. Deze spread is het gedeelte van de forward koers dat niet verklaard kan worden op basis van de rentepariteittheorie. Zo prijst de FX-forward markt een grotere depreciatie van de USD in (circa -0,2%, oktober 2019) dan verwacht mag worden op basis van de renteversillen tussen de VS en de eurozone. Een USD-deposito waarvan het valutarisico is afgedekt, genereert momenteel een lager rendement in euro's dan een EUR-deposito. Dat verschil wordt de basisspread genoemd. Momenteel zijn er twee verklaringen voor de negatieve basisspread m.b.t. de EUR/USD:

1. Het Europese bankwezen wordt sinds de kredietcrisis als minder veilig beschouwd dan het Amerikaanse bankwezen. Het feit dat op afgedekte basis USD-deposito's per saldo minder renderen dan EUR-deposito's, wordt op de koop toe genomen en als verzekeringspremie beschouwd. In de jaren vóór de Lehman crisis was de basisspread nihil.
2. Europese obligaties handelen momenteel tientallen basispunten onder de EUR-swapcurve, terwijl Amerikaanse staatsobligaties veel meer in lijn handelen met de USD-swapcurve. Dit maakt het voor beleggers aantrekkelijker om euro's tijdelijk om te zetten naar US-dollars (via 'cross currency basis swaps') en deze vervolgens te beleggen in Amerikaanse vastrentende waarden, dan om te beleggen in Europese obligaties.

Deze negatieve basisspread mag op voorhand wel worden beschouwd als een kostenpost met een lager verwacht rendement op afgedekte beleggingen.

'voorspelbaarheid' – is of pensioenfondsen met een regulatoire bril of een marktbril naar valutarisico kijken.

In het eerste geval is er geen reden om onderscheid te maken tussen beleggingscategorieën. Het valutarisico (S3) in het standaard VEV-model van DNB maakt alleen onderscheid tussen valuta uit opkomende markten en valuta uit ontwikkelde markten.

Vanuit een economisch perspectief zou echter eventueel een onderscheid gemaakt kunnen worden tussen verschillende soorten beleggingen, namelijk tussen reële en nominale beleggingscategorieën. Reële categorieën (zoals aandelen en grondstoffen) passen zich in lokale valuta namelijk grofweg aan valutabewegingen aan. Indien de USD bijvoorbeeld deprecieert versus de euro, dan zal de S&P500 index doorgaans iets meer stijgen (of minder dalen) dan de Europese aandelenindices in lokale valuta. Het gevolg is dat eventuele bewegingen van de USD minder invloed hebben op het rendement (en de volatiliteit)

van de S&P500 uitgedrukt in euro's.

Bij nominale beleggingen ligt dat anders.

Deze zijn per definitie niet in staat om zich aan te passen aan valutabewegingen, omdat de nominale hoofdsom vastligt.

Vanuit economisch perspectief is de noodzaak om reële categorieën af te dekken daarom minder groot, waardoor een pensioenfonds zou kunnen besluiten om wat betreft het valuta-afdekkingsbeleid onderscheid te maken tussen nominale en reële beleggingscategorieën.

Conclusie

Investment beliefs bepalen in grote mate het kader voor zowel het strategische als het tactische valuta-afdekkingsbeleid van Nederlandse pensioenfondsen. De noodzaak om heldere en concrete investment beliefs te formuleren en deze helder op het netvlies te hebben, is door de significante verschillen tussen forward en spotkoersen alleen maar toegenomen. ←

Op persoonlijke titel geschreven.

Onafhankelijk informatieplatform voor de pensioensector

Pensioen Bestuur & Management.nl



Volg ons ook **online** en via **social media!**

Op onze website heeft u vrij toegang tot het archief waar spraakmakende auteurs relevante onderwerpen belichten.

Pensioen Bestuur & Management heeft als doel bij te dragen aan de verdere professionalisering van de pensioensector en het bevorderen van de deskundigheid.

Hoe pakt PBM dat aan?
Door achtergrondinformatie, kritische en opiniërende artikelen

geschreven door en voor professionals in de pensioensector!

PBM volgt de ontwikkelingen op de voet. Word abonnee van PBM en u ontvangt het PBM Magazine thuis of op uw werk. En... u heeft vrij toegang tot de PBM-databank!



www.pensioenbestuurenmanagement.nl

@PBM_Magazine 

PBM Pensioenprofessionals 