

OMGAAN MET VALUTARISICO

Een stevig stijgende dollar, een exploderende Zwitserse frank en een imploderende roebel. Het is onrustig op de valutamarkten. Hoe gaan fondsen om met de risico's?

TEKST
ANDRÉ DE VOS



HARRIE DIELEN, BELEGGINGSSTRATEGIE BIJ PGGM

In de pensioenwereld is het de gouden regel: valutarisico dek je af. Niets zo vervelend als je achterban moeten melden dat de dekkinggraad is gedaald omdat de dollar niet goed presteert. De keerzijde van dat verhaal is te zien in de rapportages van toezichthouder DNB. De valutacontracten van pensioenfondsen stonden eind 2014 ruim €10 mrd in de min. Wel weer minder dan het record van drie maanden eerder: -€13 mrd. Valutarisico afdekken was het afgelopen jaar geen lucratieve bezigheid.

‘Maar dat is natuurlijk maar één kant van het verhaal,’ legt Harrie Dielen, beleggingsstrateeg bij PGGM uit. ‘Door de sterk gestegen dollar zijn de bezittingen van pensioenfondsen meer waard geworden. Dat zie je terug aan de vermogenskant. De essentie is dat je je als pensioenfonds juist indekt tegen een dalende dollar.’

Valutarisico is voor pensioenfondsen vrijwel synoniem aan dollarrisico. Natuurlijk zijn er ook beleggingen in andere valuta's, maar de recente explosie van de Zwitserse frank en implosie van de roebel vallen in het niet bij de stijging van de dollar. Ter illustratie: marktleider APG heeft zo'n 170 mrd in dollars belegd, PGGM ongeveer 55 mrd (ruim een kwart van het totaal belegd vermogen).

Met zulke grote belangen is het logisch dat pensioenfondsen kijken wat wisselkoersen voor hun beleggingen betekenen. De algemeen geaccepteerde wijsheid is dat een pensioenfonds niet speculeert met valuta's, dus dek je het risico af. ‘Als een pensioenfonds dat niet zou doen, zou de visie op valuta's allesbepalend zijn vanwege het enorme risico waar je aan blootstaat,’ zegt Thijs Aaten, hoofd treasury & trading bij APG. Dat is ook precies hoe toezichthouder DNB erover denkt. Valutarisico afdekken wordt beloond met een lager Verplicht Eigen Vermogen.

VISIE IS BEPALEND

Dat pensioenfondsen niet speculeren op wisselkoersen, wil niet zeggen dat ze er geen visie op hoeven te hebben. Die visie is namelijk wel bepalend voor de mate van



VALUTASCHANDAAL

Handelaren van grote banken hebben de 'vaste' wisselkoers van valutaparen gemanipuleerd. Dagelijks is er op de Londense markt een benchmark, een minuut waarbinnen de dan geldende koersen tot een gemiddelde worden gebundeld. Op die 'fix' wordt veel gehandeld door partijen die een vaste wisselkoers willen hebben. Daaronder ook veel pensioenfondsen. Omdat handelaren vaak al ruim voor het fixmoment van vier uur 's middags de koop- en verkooporders binnen hebben, konden ze de fix manipuleren. Met veel kooporders op de fix was het aantrekkelijk om die prijs zo hoog mogelijk te krijgen en die orders deels (en goedkoper) al voor de fix af te handelen, terwijl de klant de fixprijs betaalt. Bij verkopen is juist een lage fix aantrekkelijk. Inmiddels is de fix van één minuut uitgebreid naar vijf minuten.

RBS, UBS, HSBC, Citi en JPMorgan hebben inmiddels voor \$3,4 mrd geschikt met Amerikaanse en Britse toezichthouders. Barclays zal dat waarschijnlijk nog gaan doen. Deze zes banken staan in de top 7 van banken waarmee Nederlandse pensioenfondsen valutazaken doen, zo blijkt uit cijfers van onderzoeksbureau Euramoney (de andere is Rabobank). In 2013 verhandelden ze \$800 mrd voor Nederlandse pensioenfondsen, verzekeraars en vermogensbeheerders. De kans is dus groot dat ook Nederlandse pensioenfondsen financieel nadeel hebben ondervonden van het fixschandaal. Alleen weet niemand wanneer en hoeveel.

➤ INTERN ONDERZOEK

PGGM doet op dit moment intern onderzoek naar de impact van de manipulatie van de fix op de portefeuille. Pas als de resultaten hiervan bekend zijn, maakt de pensioenuitvoerder de overweging of een claim zal wor-

den ingediend. PGGM handelt af en toe op de fix, maar gebruikt de fix met name voor interne afhandeling met de pensioenfondsen die klant zijn. Ook APG gebruikt de fix voor intern afrekenen. 'Wij handelen gedurende de hele dag, niet uitsluitend op het tijdstip van de fix,' zegt Thijs Aaten. APG overweegt daarom geen claim.

Ook Syntrus Achmea handelt op de fix, die inmiddels is aangepast, en door de dag heen. 'Rand de fix is er meer liquiditeit in de markt en zijn de transactiekosten lager,' verklaart een woordvoerder. 'Het is erg moeilijk te achterhalen of we financiële schade hebben geleden. We denken dat het resultaat per saldo neutraal uitvalt. Claimen is op dit moment geen onderwerp van discussie bij Syntrus Achmea.'

Voor pensioenfonds Vervoer is de fraude met de valutafix geen reden om het valuta-afdeckingsbeleid te veranderen. 'Het fixing schandaal heeft de rol van valutarisico in de totale portefeuille niet veranderd,' aldus directeur Willem Brugman. 'De noodzaak tot beheersing van het valutarisico is ook niet veranderd. Bij onze valuta-afdekking wordt zowel gekocht als verkocht. Dit betekent dat de fix nauwelijks van belang is. Bovendien is ons beleid al langere tijd dat bij grote valutatransacties niet volledig op het moment van de fix wordt gehandeld.'

MN gebruikt de fixing vooral als interne benchmark, maar heeft in het verleden de fix ook regelmatig gebruikt voor de uitvoering. Dat gebeurt momenteel zeer beperkt. 'Niet zozeer omdat we ervan uitgaan dat er gemanipuleerd is, maar omdat er nu meer mogelijkheden zijn dan voorheen,' aldus een woordvoerder. MN is bezig met het verzamelen van data om een inschatting te kunnen maken of er verlies is geleden door de valutamanipulatie.

afdekking. Wisselkoersen worden niet uitsluitend bepaald door de kracht van een economie of de stand van de rente. Het huidige volatiele decennium laat zien dat er andere factoren meespelen. Zo profiteert de dollar van zijn status als reservemunt in penibele tijden. Dus kan de dollar stijgen, zelfs al geeft de Amerikaanse economie daar geen aanleiding toe. Dat geldt in mindere mate voor de euro. Dielen: 'Het hangt van het soort crisis af welke valuta als reserve fungeert.'

Elk pensioenfonds heeft zijn eigen valutabeleid, maar er zijn veel overeenkomsten. Bij vastrentende waarden, zoals obligaties, wordt doorgaans het valutarisico volledig afgedekt. De rendementen op deze beleggingen zijn →



'DE KANS IS GROOT DAT NEDERLANDSE PENSIOENFONDSEN FINANCIËEL NADEEL HEBBEN ONDERVONDEN.'



relatief laag en stabiel, maar zouden zonder afdekking grotendeels worden bepaald door de wisselkoers euro-dollar, en daardoor veel risico-voller zijn.

Bij zakelijke beleggingen als aandelen en vastgoed ligt het percentage valutarisico afdekken doorgaans tussen de 50 en 70%, al zijn er ook fondsen die voor 100% kiezen. Zo niet APG. 'Volledig afdekken is om verschillende redenen niet logisch,' zegt Aaten. 'In aandelenkoersen zit veel meer beweging. Als je 100% wilt afdekken, ben je continu aan het handelen. Los daarvan is het niet oninteressant om in zakelijke waarden een beetje valutarisico te lopen. Bijvoorbeeld als inflatiebescherming.'

NIET GRATIS

PGGM adviseert pensioenfondsen een afdekking van 70% bij zakelijke waarden. Dat percentage wordt jaarlijks opnieuw bekeken. Om de paar jaar vindt een diepgaander studie plaats naar het valutarisico. Dielen stelt dat de 'eerste tien

procent valutarisico' weinig impact heeft op de totale beleggingsportefeuille. 'Hoe ver je daar vervolgens onder daalt, hangt af van je visie als pensioenfonds. Valutarisico afdekken is niet gratis. Het levert je geld op als de koers daalt, maar het kost je rendement als de koersen stijgen.'

De transactiekosten van valuta-afdekking variëren van minder dan een basispunt tot tien basispunten, in volwassen markten. Hoe exotischer de valuta, hoe sneller die kosten oplopen. Omdat bij het afdekken van valutarisico dollars worden geleend, is het verschil in rente tussen de twee valuta's in principe ook een mogelijke kostenpost, maar vanwege de huidige lage rentes in de meeste Westerse markten speelt dat nu nauwelijks een rol. Belangrijker in een volatiele markt is dat een hoge hedge fors onderpand vereist als de koersen stijgen.

In opkomende markten ligt de rente wel vaak hoog. Anders dan bij de dollar is het valutarisico in opkomende markten doorgaans onderdeel van de risico-rendementsweging. De kosten van afdekken wegen hier naar verwachting niet op tegen het koersverlies dat je hebt als je het risico niet afdekt. 'Onze klanten dekken de valutarisico's in opkomende markten daarom niet af,' zegt Dielen.

ELK FONDS ZIJN EIGEN AANPAK

Elk pensioenfonds benadert het valutarisico op zijn eigen manier. Van oudsher dekt het pensioenfonds Vervoer de valutarisico's in hoge mate af. Sinds 2014 heeft het fonds de risico's met dollar, yen en Britse pond volledig afgedekt. Vanwege het geringere belang in de portefeuille en de hogere kosten worden de overige valutarisico's niet afgedekt. Directeur Willem Brugman: 'Per saldo wordt door afdekking het beleggingsresultaat van buitenlandse beleggingen ongevoelig voor het resultaat van de valutabeweging. Bepalend is hoe goed de beleggingen zelf presteren. De praktische consequentie is dat je als pensioenfonds bij sterke valutabewegingen, zoals in 2014, voldoende liquiditeit moet aanhouden om de valutacontracten af te rekenen. Dat hebben we goed geregeld; liquiditeit is geen probleem.'

Het pensioenfonds van Arcadis gaat de valuta-afdekking van 100 naar 75% terugbrengen. Rijkelijk laat, zou je denken, gegeven de sterke dollarstijging. 'We hadden het al eerder willen doen, maar omdat we in herstel waren mocht dat niet,' zegt Rob Schippers van het bestuursbureau. 'Bij een lagere afdekking moet je meer eigen vermogen hebben.' Arcadis handelt door de maand, op willekeurige momenten. 'Als je op het eind van de maand handelt, merk je gelijk het effect op de prijzen.'

Ook het pensioenfonds Vlakglas mocht het valutarisico niet aanpassen toen het in onderdekking was. Het fonds heeft 70% van het valutarisico afgedekt. 'Jammer, want we wisten dat de dollar zou gaan stijgen,' zegt bestuurssecretaris Bert Kiffen. Het vlakglasfonds herbalanceert de valutahedge elke drie maanden.

Syntrus Achmea Vermogensbeheer kijkt ondanks het fixschandaal en de huidige volatilititeit niet anders aan tegen het valutarisico. 'Valutarisico is een strategisch vraagstuk voor pensioenfondsen en we voeren daar alleen strategisch beleid op, geen tactisch beleid,' aldus een woordvoerder. 'Grafweg komt het erop neer dat wij onze klanten adviseren om bij vastrentende waarden valutarisico 100% af te dekken, terwijl bij aandelen het geadviseerde afdekkingspercentage 50% is.'

KWETSBARE SPELERS

De meest gebruikte manier om het valutarisico af te dekken is via valutaforwards, waarbij afspraken worden gemaakt voor het kopen van dollars tegen de koers van nu, over één tot drie maanden. Om te voorkomen dat er steeds moet worden afgerekend, worden de forwards voordat ze aflopen 'doorgerold' tegen nieuwe koersen. De forward is populair omdat het het meest verhandelde en liquide contract is op de valutamarkt. Omdat pensioenfondsen soms ook gewoon dollars nodig hebben om bezittingen in de VS te kopen, moeten ze af en toe ook de 'spot' markt op. Van futures, opties en de cross currency en carrytrade wordt ook, maar veel minder gebruik gemaakt.

Nederlandse pensioenfondsen zijn grote spelers op de valutamarkt, omdat ze veel buitenlandse bezittingen hebben en het risico daarop willen afdekken. Probleem voor pensioenfondsen is dat andere handelaren hun transacties redelijk goed kunnen voorspellen aan de hand van de koersbewegingen en de omvang van het dollarrisico en daarop anticiperen. Bovendien hebben pensioenfondsen vaste 'rebalancing' momenten, doorgaans het eind van de maand, waarop ze bepalen of het valutarisico nog voldoende is afgedekt. Zo niet, dan moet er worden

gehandeld. En dat maakt pensioenfondsen voorspelbaar en kwetsbaar in de markt.

Veel kleinere pensioenfondsen leggen hun valutaorders in bij een bank. APG en PGGM hebben een eigen treasury die op de valutamarkt handelt. Ze verzamelen de valutaopdrachten van de pensioenfondsen die klant zijn. Daardoor kunnen ze eventueel koop- en verkooporders tegen elkaar wegstrepen. De overige contracten proberen ze zoveel mogelijk gespreid en in kleine partjes naar de markt te brengen. 'We willen geen marktimpact hebben,' zegt Aaten. 'De markt weet welke risico's ik moet afdekken. Juist daarom proberen we specifieke koop- en verkoopmomenten te voorkomen. Wij handelen dagelijks en kopen en verkopen in stukjes.'

'Je moet wel met je klant afspreken hoeveel ruimte je daarin hebt,' zegt Harrie Dielen. 'Uiteindelijk moet er een relatie zijn met het rebalancemoment. Maar je merkt dat de voorspelbaarheid van pensioenfondsen sinds het uitbreken van de financiële crisis is afgenomen. Massaal handelen op het einde van de maand is veel minder standaard geworden.'

In het ideale geval zou een pensioenfonds een tegenpartij kunnen zoeken met een even groot, tegengesteld risico: een Amerikaans pensioenfonds bijvoorbeeld, dat geen valutarisico op de eurobeleggingen wil. Dielen: 'We hebben wel eens geprobeerd om zoiets op te zetten. Maar Amerikaanse pensioenfondsen gaan heel anders om met valutarisico. Ze hebben relatief meer in dollars belegd en het toezicht dwingt daar minder tot afdekking. Los daarvan bleek het juridisch enorm complex. En de markt biedt meer flexibiliteit.'

Thijs Aaten constateert dat de valutamarkt sinds de kredietcrisis veel volatieler is geworden. Sinds Lehman zijn zelfs grotere uitlagen gezien dan in die hectische dagen in 2008. De markt is gegroeid naar een kolosale omvang van \$5400 mrd per dag. Flitshandel en hedgefondsen zorgen voor meer beweging. 'En met de kwantitatieve verruiming door de ECB zitten we nu ook wel in een bijzondere tijd.'

“

**'HET IS NIET
ONINTERESSANT
OM IN ZAKELIJKE
WAARDEN EEN BEETJE
VALUTARISICO TE
LOPEN. BIJVOORBEELD
ALS INFLATIE-
BESCHERMING.'**

THIJS AATEN, HOOFD TREASURY & TRADING BIJ APG