



Slimmer valutarisico's afdekken

Auteur(s):

Huisman, R.

Limburg, F.

Mahieu, R.

*Huisman en**Mahieu zijn als docent en Limburg is als student verbonden aan de Faculteit Bedrijfskunde, Erasmus Universiteit Rotterdam. Allen werken eveneens bij RiskTec.***Verschenen in:**

ESB, 87e jaargang, nr. 4368, pagina 510, 28 juni 2002

Rubriek:**Trefwoord(en):**

experiment

Wisselkoersrisico's worden veelal gezien als een extra risico waarmee de belegger niets kan. In dit artikel wordt ingegaan op een nieuwe methode om deze risico's af te dekken.

Institutionele beleggers dekken wisselkoersrisico veelal geheel af door gebruik te maken van derivaten als forward contracten en opties. Dit volledig afdekken heeft voor- en nadelen. Een voordeel van het geheel afdekken van wisselkoersrisico is dat het beleggingsresultaat immuun wordt gemaakt voor veranderingen in die wisselkoers. Hierdoor kan de belegger zich fixeren op datgene waar zij goed in is: het verdelen van kapitaal over verschillende internationale beleggingsinstrumenten. Er zijn echter ook twee belangrijke nadelen. Ten eerste zijn er de hoge kosten van het volledig afdekken van wisselkoersrisico: derivaten moeten aangekocht en verkocht worden, wat leidt tot transactiekosten en andere implicaties die met het handelen te maken hebben. Ten tweede impliceert het volledig afdekken voor wisselkoersrisico's dat de belegger niet profiteert van gunstige bewegingen in de wisselkoers. Dit kan leiden tot 'opportunity losses', zeker als concurrerende beleggers een minder stringent afdekbeleid voeren.

Lindhovius en De Vrij bespraken recent mogelijkheden voor beleggers om een afdekbeleid te definiëren, waarbij men het wisselkoersrisico binnen een internationale portefeuille niet geheel maar gedeeltelijk afdekt¹. Dit leidt tot een verlaagd risico ten opzichte van niet afdekken. Daarnaast profiteert een belegger toch mee van gunstige wisselkoersontwikkelingen doordat de portefeuille niet volledig afgedekt is. Zij adviseren in hun artikel om vijftig procent af te dekken, al is dit percentage wel afhankelijk van het risicoprofiel van de belegger. Dit afdekpercentage wordt de 'strategische benchmark' genoemd.

Currency overlaymanagement

In dit artikel willen wij nader ingaan op een relatief nieuwe ontwikkeling waarvan door een aantal grote pensioenfondsen gebruik wordt gemaakt: 'currency overlaymanagement'. In de praktijk komt dit erop neer dat een pensioenfonds expertise van een externe manager gebruikt om wisselkoersrisico's af te dekken. Allereerst definieert de belegger een strategische benchmark en vervolgens krijgt een externe currency overlay manager de opdracht om aan de hand van deze benchmark een zo goed mogelijk beleid uit te stippelen. Deze gebruikt econometrische modellen die voorspellen wanneer de belegger haar portefeuille moet afdekken of niet. Praktisch betekent dit dat de externe manager op bepaalde momenten posities inneemt die tijdelijk afwijken van de strategische benchmark om te kunnen profiteren van bewegingen in wisselkoersen. Zo zal deze manager, indien hij een appreciatie van de dollar verwacht, adviseren om minder af te dekken, bijvoorbeeld veertig procent in plaats van vijftig procent, voor een portefeuille die in Amerika belegd is (gezien vanuit de euro). De maximale afwijking die de externe manager van de strategische benchmark mag innemen, wordt van tevoren afgestemd met het pensioenfonds op basis van het risicoprofiel.

De currency overlay managers geven dus adviezen over de bewegingen in een wisselkoers en bieden in veel gevallen ook de expertise om de benodigde transacties uit te voeren. Zij worden vervolgens afgerekend op een informatieratio: het extra rendement dat behaald wordt ten opzichte van de strategische benchmark gedeeld door het extra risico dat genomen is. Hoe hoger de informatieratio, hoe meer de externe manager verdient. Hierdoor legt het pensioenfonds aan de externe belegger een duidelijke prikkel op: hogere informatieratio's kunnen immers worden verkregen door het behalen van meer rendement, het verkleinen van het risico of beide. Om niet afhankelijk te zijn van de resultaten van één manager, laten pensioenfondsen die gebruik maken van currency overlay management zich adviseren door verschillende externe managers.

Modellen

Currency overlaymanagers werken met econometrische modellen die de beweging van wisselkoersen voorspellen. Er worden drie soorten modellen gebruikt: fundamentele, technische en volatiliteitsmodellen. In fundamentele modellen worden economische en financiële data gebruikt om wisselkoersveranderingen te voorspellen. In technische modellen wordt een voorspelling gemaakt gebaseerd op het historische verloop van de wisselkoers. In volatiliteitsmodellen richt men zich niet zozeer op het voorspellen van de richting van een wisselkoers maar op de hoeveelheid beweging die men verwacht in een wisselkoers in een bepaalde periode. Op basis van de signalen van deze modellen wordt door de manager of door het pensioenfonds een positie ingenomen in derivaten om de wisselkoersrisico's af te dekken.

Resultaten

De grafiek toont de resultaten van een door ons ontwikkeld technisch currency overlaymodel ten opzichte van een vijftig procent benchmark vanaf 1993 voor een eurobelegger die geld in de Verenigde Staten belegt heeft. We veronderstellen dat in 1993 dollars zouden zijn aangekocht voor een bedrag gelijk aan één euro. Op weekbasis wordt door het model een voorspelling gegeven van de verwachte beweging van de dollar ten opzichte van de euro. De grafiek laat zien wat de ontwikkeling is van deze dollar belegging omgerekend naar euro's als deze voor de helft zou zijn afgedekt met behulp van forwardcontracten (vijftig procent benchmarkindex). De andere lijn in de grafiek toont het resultaat als gebruik wordt gemaakt van ons currency overlaymodel. Het basisprincipe hierachter is dat als het model voorspelt dat de dollar in waarde zal toenemen, er niet wordt afgedekt. Als het model voorspelt dat de dollar in waarde zal dalen, dan wordt er volledig afgedekt. Tenslotte, als het model aangeeft geen grote veranderingen te verwachten, dan wordt afgedekt volgens de vijftig procent benchmark. Het afdekken gebeurt door het kopen of verkopen van forwardcontracten.

De grafiek laat zien dat als deze strategie gevolgd zou zijn een pensioenfonds een extra rendement bovenop de beleggingen had kunnen genereren van bijna 32 procent vanaf 1993. Hierbij wordt er relatief weinig extra risico gelopen ten opzichte van de vijftig procent benchmark. De standaarddeviatie van de afwijkingen tussen het benchmark rendement en het rendement volgens de strategie ('tracking error') op jaarbasis is 4,4 procent. De extra rendementen zijn substantieel als in ogenschouw wordt genomen dat de portefeuilles van pensioenfondsen miljarden euro's vertegenwoordigen.

De keuze van externe managers

Het is voor pensioenfondsen geen optimale situatie zich te laten adviseren op basis van slechts één soort model of methode voor currency overlaymanagement. Recent onderzoek wijst uit dat de mate van samenhang, ofwel de correlatie, tussen de resultaten van fundamentele en technische modellen nihil is ². Dit betekent dat een pensioenfonds een diversificatievoordeel kan behalen door zich te laten adviseren door meerdere managers die vanuit verschillende modellen adviseren. Dit is ook gebruikelijk in de praktijk. Pensioenfondsen laten zich vaak adviseren door minimaal drie externe currency overlay managers, waarbij zorgvuldig wordt nagedacht over de aard van de gebruikte modellen.

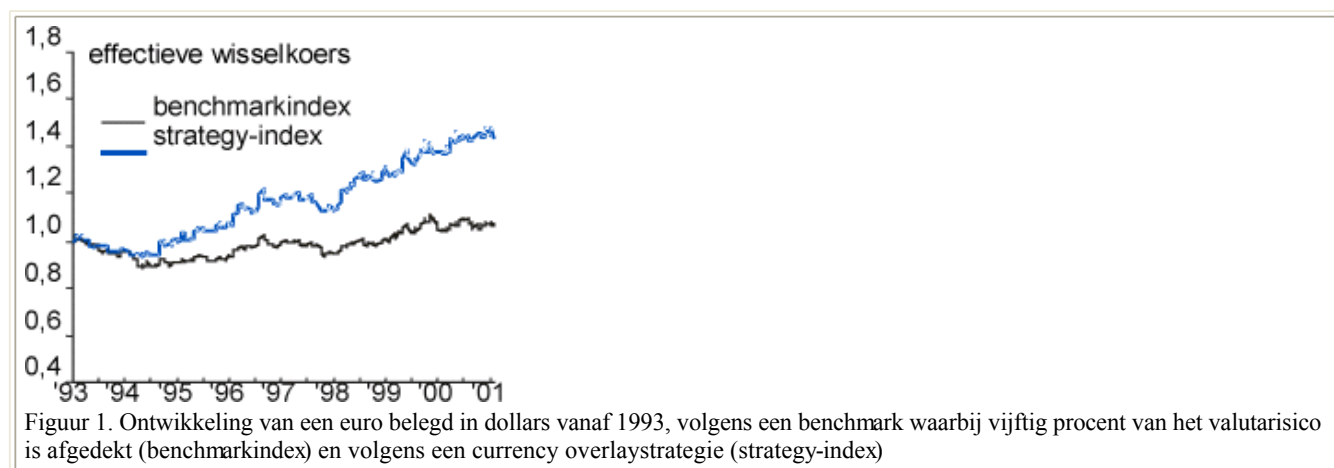
Naast deze verschillende modellen laten Marulidhar en Neelakandan ook zien dat er verschillen zitten tussen de resultaten als gevolg van het type instrument dat gebruikt wordt bij het afdekken. In het grafische voorbeeld dat wij hiervoor presenteerden, veronderstelden wij bijvoorbeeld dat het afdekken van risico's gebeurt met forward contracten. Dit is niet de enige methode; Muralidhar en Neelankandan voeren deze transacties juist uit met behulp van call-en putopties op wisselkoersen. Zij laten zien dat deze optie methode eveneens laag gecorreleerd is met de andere strategieën zodat er ook door een goede mix van derivaten een diversificatiepotentieel te behalen valt. Als een pensioenfonds dus een adequaat currency overlaybeleid wil formuleren, dient het bij de keuze van externe currency overlaymanagers te letten op de aard van de modellen en de gebruikte instrumenten. Een goede mix van de verschillende stijlen leidt tot extra diversificatiepotentieel en dus tot een beter verwacht rendement.

Conclusies

De markt voor currency overlaymanagement is nog relatief jong (het eerste bekende currency overlaymandaat is dat van Eastman-Kodak pensioenfonds dat van start ging in het begin van de jaren tachtig) en wordt gedomineerd door zowel kleinere partijen als grote banken die als externe managers optreden. Op een aantal grote partijen na, maken nog relatief weinig pensioenfondsen gebruik van currency overlaymanagement. Internationaal opererende ondernemingen maken er, voor zover wij weten, geen gebruik van.

Currency overlaymanagement is een methode die gebruikt wordt door voornamelijk institutionele beleggers om hun wisselkoersrisico's af te dekken. Uitgaande van een strategische benchmark die voortkomt vanuit bijvoorbeeld een alm-studie², wordt een actief beleid ontwikkeld dat in veel gevallen ingevuld wordt door externe currency overlaymanagers. De resultaten tonen aan dat pensioenfondsen extra rendement kunnen behalen uit het gebruik van currency overlaymanagement. Door een afgewogen selectie van managers en modellen kan men extra diversificatiemogelijkheden en een additioneel verwacht rendement behalen.

figuur 1



2 A. Marulidhar en H. Neelankandan, Widening your options for currency returns, Investment and Pensions Europe, maart 2002.

Copyright © 2002 - 2003 Economisch Statistische Berichten (www.economie.nl)