



Thesaurierisico's: indekken of niet? (To hedge or not to hedge, that is the question)



Herwig Jaspers

Head of Sales Fixed Income Midcaps Belgium
BNP Paribas Fortis

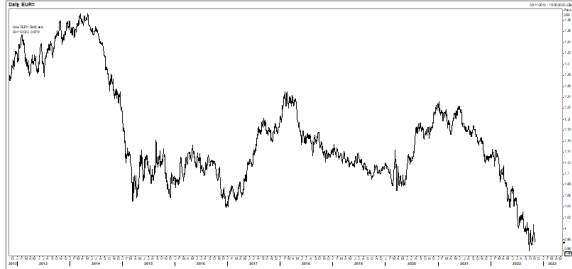
ABSTRACT

In an inflationary world like we have been experiencing the last 12 to 18 months, companies are constantly confronted with exponentially rising costs. They can react in a more traditional way, for example by increasing stock or by negotiating fixed prices with their providers. However, these solutions are not always easy to get. Furthermore, the counterparty risk has also deteriorated a lot the last few months. In this article we highlight some examples of financial derivative products that can help companies in (partly) managing the volatility caused by the inflationary pressure. We focus on currency- and commodity-risk products and on inflation-swaps as examples of products that can be used for this risk management. Companies should at least contemplate the use of such products to cushion some of the inflationary pressures that surround them.

In de inflatoire wereld van de laatste 12 maanden worden bedrijven overstelpt met gestegen kosten op zowat alle domeinen, gaande van energie over ruwe grondstoffen naar rentelasten. Zowat een jaar geleden startte de Amerikaanse Federal Reserve bank een hausse van haar centrale rentetarieven waar op moment van schrijven nog geen definitief eindpunt voor in zicht is gekomen. De combinatie van deze *hiking cycle* met een aarzelende ECB en een gespannen geopolitieke context ten gevolge van de Oekraïne crisis zorgden voor een stijging van de waarde van de dollar met meer dan 20% op 12 maanden tijd, hetgeen nog een schepje bijvoegde bij de al sterk inflatoire tendens. Een land als België dient immers veel van haar grondstoffen in te voeren aan prijzen die doorgaans in dollar worden uitgedrukt. Importinflatie, heet dat dan.

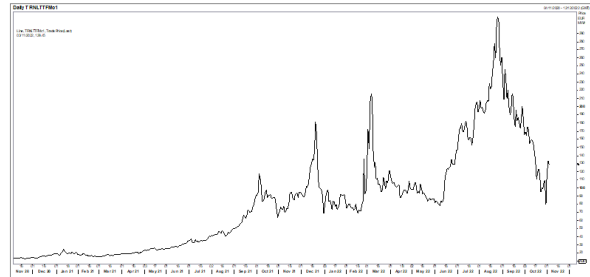
Een greep uit onderstaande grafieken illustreert deze gestegen kosten op een indrukwekkende manier.

Fig1: Evolutie van de EUR/USD koers van de laatste 10 jaar. Een opmerkelijke versteviging van de dollar sinds de zomer van 2021.



(Bron: Thompson Reuters)

Fig2: De explosieve volatiliteit van de prijs voor 1 MWh gas binnen 1 maand, op dit moment nog steeds 10 keer duurder dan pakweg begin 2021.



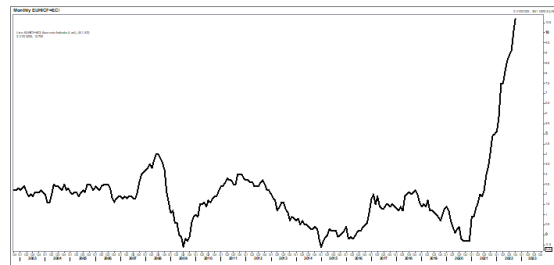
(Bron: Thompson Reuters)

Fig3: De exponentiële stijging van zowel de lange (10y swap) als de korte termijn rente (euribor 03m) ingevolge de ingrepen van de ECB zorgen voor flink hogere financieringskosten.



(Bron: Thompson Reuters)

Fig4 : HICP gedurende de laatste 20 jaar



(Bron: Thompson Reuters)

Dit alles en nog veel meer leidde tot de gekende massieve stijging van de inflatieniveaus in heel de wereld. Hieronder een illustratie van de Europese inflatie (HICP of de geharmoniseerde consumptieprijsindex).

Helaas moeten we hier nog aan toevoegen dat het einde van dit verhaal nog niet in zicht is. De huidige inflatievoorspellingen voor de Eurozone houden het voorlopig nog op een flinke 6.00% voor heel 2023 en zelfs nog op 2.4% voor 2024. Het ziet er dus naar uit dat we nog een lange periode met stijgende prijzen gaan geconfronteerd blijven en dan rijst onmiddellijk de vraag óf en hóe je je hier als bedrijf tegen kan wapenen. Traditioneel gaan bedrijven in dit soort situaties proberen om wat zekerheid te verkrijgen door wat meer voorraad aan te leggen (voor zover de huidige prijzen dat toestaan) of door bij leveranciers op langere termijn afspraken te maken over vaste prijzen. In de wereld van vandaag wordt echter ook dat problematisch. Denk alleen al maar aan de situatie van de energieleveranciers waar vaste contracten zo goed als onvindbaar geworden zijn en waar bovendien in een geliberaliseerde energiemarkt het tegenpartij-risico ook niet mag onderschat worden. Wat heb je aan vast contract met een lage prijs indien je leverancier dreigt om te vallen? Vlottende prijzen doorrekenen aan je eigen klanten is ook niet zo voor de hand liggend, omdat je zou kunnen geconfronteerd worden met een fors terugvallende vraag. Bepaalde voedingsproducten (denk aan tomaten in de winter) of niet-noodzakelijke

goederen (uitstelgedrag van de consument) kunnen dan snel leiden tot (voorlopig) onverkoopbare stocks. Zonder aan doemdenken te willen doen, duikt onwillekeurig toch de term “*perfect storm*” op om de huidige situatie voor veel van onze bedrijven te omschrijven.

Helaas kunnen we niet zeggen dat de signalen er niet waren. Al ruim vóór de huidige crisis waren er heel wat elementen die wezen naar een risico op fundamenteel hogere inflatie. Na het bedwingen van de Covid-crisis bleek al snel dat de supply-chain problematiek die door de crisis veroorzaakt was niet snel of slechts ten dele zou opgelost worden. De kwetsbaarheid van onze aanvoerlijnen werd toen al aangegrepen om van een begin van de-globalisering te spreken, door bijvoorbeeld de zoektocht naar alternatieve en dus duurdere leveranciers dichterbij huis. Bovendien waren er midden 2021 al signalen dat op het geopolitieke vlak de spanningen danig opliepen (troepenbewegingen in Rusland en olopende polemiek rond Taiwan).

Vorbereid zijn op moeilijke tijden zou tot de kerntaken van elk bedrijf moeten behoren. De hierboven vermelde klassieke middelen om schokken op te vangen kunnen daarbij best aangevuld worden met financiële producten die, mits ze bij een kredietwaardige tegenpartij worden afgesloten, de mogelijkheid bieden om een buffer tegen volatiliteit aan te leggen en bedrijven toestaan om hun kosten en prijzen beter te budgeteren.

We geven hieronder een aantal klassieke voorbeelden van financiële afgeleide producten die in deelgebieden van de huidige prijsopstoten een dempende rol hadden kunnen spelen, indien bedrijven zich in de aanloop naar deze crisis hadden ingedekt. Uiteraard kan je niet àlle scenario's voorzien en zullen bedrijven altijd met een zekere voorzichtigheid te werk gaan bij het inschatten van hun onderliggende risico's, maar zelfs als je maar voor pakweg 50% van je verwachte risico's zou beschermd zijn, scheelt dat al een aardige slok op de borrel.

1. Enkele basisprincipes van financiële afgeleide producten

Elk financieel afgeleid product is een “buiten-balans”-product, hetgeen inhoudt dat bij correct gebruik de risico's, die zich binnen de balans bevinden en die bij toegenomen volatiliteit een groot impact kunnen hebben op het uiteindelijke resultaat van het bedrijf, geheel of gedeeltelijk gecompenseerd worden door tegengestelde waardeinstijgingen of -verminderingen van het buiten-balansproduct.

Doorgaans horen er bij afgeleide producten geen kapitaalsuitwisselingen maar zal er op de vervaldag van de in dekking enkel een uitwisseling van de netto-waarde van het product gebeuren, in positieve dan wel in negatieve zin.

De wereld van afgeleide producten kan ruwweg opgesplitst worden in twee types:

- Contracten waarbij een vaste prijs wordt afgesproken
- Optionele contracten

Er zijn combinaties van verschillende types mogelijk waarbij zogeheten “*structured products*” worden gecreëerd. Het zou ons te ver leiden binnen het bestek van dit artikel om hier dieper op in te gaan, doch het hoeft geen betoog dat het werken met complexere producten een grondige kennis en ervaring hiervan vereist binnen het bedrijf. De vigerende Mifid-regelgeving zal er echter over waken dat leveranciers van dergelijke producten (meestal bankiers) er steeds moeten over waken dat de geleverde producten in overeenstemming zijn met de onderliggende risico's binnen het bedrijf (“economische rationale”) én dat de nodige kennis en ervaring erover binnen het bedrijf aanwezig is. Zoniet mogen dergelijke producten zelfs niet aangeboden worden.

Wij willen een drietal voorbeelden van afgeleide producten meegeven die in de huidige crisis een goede dempende rol hadden kunnen spelen. Voorafgaandelijk willen we er wel op wijzen dat een beslissing tot indekken (‘hedgen’) steeds dient genomen te worden vanuit de wetenschap dat de uiteindelijke prijs van de indekking uiteraard steeds vertrekt van de vigerende markttarieven op het moment dat de indekking wordt afgesloten. Met andere woorden, indien een bepaald onderliggende reeds zeer duur geprijsd is in de markt, zal elke indekking per definitie uitgaan van deze dure prijzen. Wat de beslissing om te hedgen er in de huidige marktomstandigheden niet gemakkelijker op maakt. Bij wijze van voorbeeld: op dit moment een vaste prijs afspreken voor de levering van gas voor de volgende twee of drie jaar zal uitgaan van de huidige (dure) prijzen. Dit kan je alleen maar doen indien je deze vaste prijzen kan verantwoorden binnen de kostenstructuur van je bedrijfsactiviteit en of je deze vaste prijzen eventueel kan doorrekenen aan je eigen klanten. Indien dat niet zo is, zou je in principe niet mogen overgaan tot het indekken van je gasprij, maar anderzijds is de markt zó volatiel en de onzekerheid zó groot, dat niet indekken wel eens fataal zou kunnen zijn voor je activiteit (denk aan de tomaten). Een zeer moeilijke omgeving om in te beslissen dus. Of om het nog wat anders te formuleren: indien we vandaag de keuze zouden hebben om ons voor de volgende 5 jaar van een gasprij van pakweg 15 eur per MWh te verzekeren (we zijn ondertussen allemaal kenners van de gasprijen geworden) , dan zullen er waarschijnlijk weinigen zijn die dit niet sterk zouden overwegen. Dan stelt zich natuurlijk de vraag waarom we dat dan niet 18 maanden geleden massaal gedaan hebben...

2. Wisselkoersrisico's

Zoals reeds voordien aangehaald, speelde de evolutie van waarde van de dollar een niet onbelangrijke rol in de huidige inflatoire crisis, hoewel het niet dé centrale factor ervan is. Toch beginnen we graag met dit onderwerp, omdat het indekken van wisselkoersrisico's een veelal voor de hand liggende techniek is waar weinig bedrijven het nut niet van inzien. Volatiliteit in de wisselmarkten is van alle tijden (of toch minstens sinds 1973 door het opheffen van het Bretton Woods systeem) en dus vrij goed ingeburgerd bij de meeste

bedrijven die rechtstreeks met wisselkoersen te maken krijgen in hun operationele import- en exportactiviteiten (transactioneel wisselkoersrisico).

Waar veel minder naar gekeken wordt zijn twee andere types van wisselkoersrisico:

- **Translatierisico:** balansposten die in waarde kunnen schommelen omdat ze uitgedrukt zijn in vreemde deviezen (bijvoorbeeld een buitenlandse deelneming)
- **Economisch risico:** door forse wisselkoersbewegingen op relatief korte periodes kunnen bedrijven zichzelf uit de markt prijzen, zelfs indien ze in EUR factureren, omdat ze hun prijzen niet aanpassen aan de gewijzigde dollarkoersen. Concurrenten die in USD sourcen kunnen dan veel concurrentiëler uit de hoek komen. Wisselkoersclausules inbouwen in commerciële contracten kan hiervoor een gedeeltelijke oplossing bieden, maar indien bepaalde koersevoluties langer blijven duren zal een prijsaanpassing zich uiteindelijk toch altijd opdringen.

Traditioneel dekken veel Belgische bedrijven zich in via termijncontracten (forwards). Hieronder kan u een beknopte uiteenzetting van dit eenvoudige indekkingsproduct terugvinden. Termijncontracten zijn vlot verhandelbaar en kunnen onder bepaalde voorwaarden voor relatief lange periodes gebruikt worden (tarieven tot 5 jaar forward zijn doorgaans vlot beschikbaar). Vooruitziende bedrijven die koper zijn van dollars hebben dus via een verstandige en goed gematchte hedgingpolitiek de koersen van eind vorig jaar kunnen vastleggen voor een periode die de huidige crisis en verder overbruggen. Voorwaarde is natuurlijk dat zij de vastgelegde koersen konden verteren in hun geforecaste budgetten, maar het staat buiten kijf dat dit, gelet op de evolutie van de koers, hen geen windeieren zal gelegd hebben.

FX Forward met BNP Paribas Fortis NV*

BEHOEFTE VAN DE CLIËNT

- De cliënt is koper van USD tegen EUR.
- De cliënt heeft nood aan een bescherming tegen de appreciatie van de USD.

EIGENSCHAPPEN VAN HET PRODUCT

- De cliënt legt zijn wisselkoers vast, ongeacht de evolutie van de EURUSD.
- De Termijnwisselkoers hangt af van de Spotwisselkoers en van het verschil in interestvoeten tussen de munteenheden.
- Bij het afsluiten van een FX Forward transactie zal de Bank een bijkomende kost aan de cliënt aanrekenen, die tussen 12,39 en 74,37 EUR per transactie bedraagt.

Nomenclatuur

EURUSD	Wisselkoers of aantal USD ontvangen voor 1 EUR
Depreciatie van de USD	Stijging van de EURUSD
Appreciatie van de USD	Daling van de EURUSD
FX Forward Rate	Termijnwisselkoers

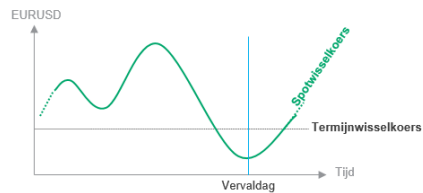
* Hierna FX Forward

Anderzijds zal, eens de voorraad indekkingen opgesoupeerd is, de vraag zich stellen aangaande de verdere toekomst. Opnieuw indekken aan duurdere dollarkoersen en dus duurdere dollars doorrekenen in de eigen productiekosten, of de gok wagen en hopen op een verzwakking van de dollar...

Mogelijke resultaten op vervaldag

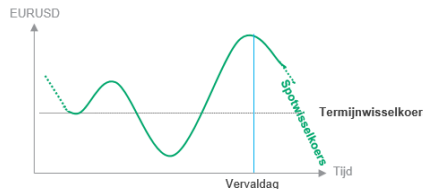
1. Spotwisselkoers \leq Termijnwisselkoers

- De cliënt koopt de USD aan de Termijnwisselkoers op vervaldag.
 - De situatie van de cliënt is gunstiger dan die van een niet ingedekte positie.



2. Spotwisselkoers $>$ Termijnwisselkoers

- De cliënt koopt de USD aan de Termijnwisselkoers op vervaldag.
 - De situatie van de cliënt is minder gunstig dan die van een niet ingedekte positie.



Spotwisselkoersen zijn beschikbaar op <http://www.bloomberg.com/markets/currencies>

Dit voorbeeld is theoretisch en enkel gegeven ter illustratie. Het is niet bedoeld om een indicatie te geven van toekomstige resultaten.



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

FX Forward 3 | Januari 2016 |

De effectieve wisselkoers van de cliënt op vervaldag

FX Forward

- De cliënt koopt de USD aan de Termijnwisselkoers, ongeacht de Spotwisselkoers van toepassing op vervaldag.



— Effectieve wisselkoers op vervaldag
 — Termijnwisselkoers - - - Termijnwisselkoers

Dit voorbeeld is theoretisch en enkel gegeven ter illustratie. Het is niet bedoeld om een indicatie te geven van toekomstige resultaten.



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

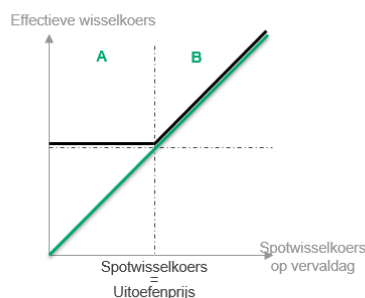
FX Forward 4 | Januari 2016 |

Om in dit soort situaties toch beschermd te zijn tegen nóg duurdere koersen, maar toch te kunnen genieten van een eventuele verzwakking van de dollar, kan een klant zich indekken via valutaopties. Door de aankoop van een call USD/put EUR kan het bedrijf voor een bepaalde periode en bedrag zich garanderen van een maximumkostprijs, mits het betalen van een upfront premie. De hoogte van de premie zal afhankelijk zijn van (onder meer) het uitoefenniveau (strike), de looptijd, de renteversillen tussen USD en EUR én de volatiliteit van het muntenpaar. Gegeven de huidige volatiele markten zijn dergelijke opties best wel duur, maar daartegenover staan natuurlijk wel een aantal vrijheidsgraden waarvan je niet kan genieten wanneer je een dekking via termijncontracten afsluit. Hieronder kan u een grafische voorstelling terugvinden van de effectieve wisselkoers op de vervaldag van een call-optie. Ironisch genoeg investeer je als bedrijf dus graag in een (dure) call-optie in de hoop van hem nooit te moeten gebruiken...

Effectieve wisselkoers op vervaldag

Call USD

- A. De cliënt koopt de USD aan de Uitoefenprijs.
- B. De cliënt is vrij om de USD te kopen in de markt aan de Spotwisselkoers van toepassing op vervaldag.



— Niet ingedekte positie — Effectieve wisselkoers op vervaldag - - - - Uitoefenprijs

Dit voorbeeld is theoretisch en enkel gegeven ter illustratie. Het is niet bedoeld om een indicatie te geven van toekomstige resultaten.



3. Ruwe grondstoffen

De prijs van ruwe grondstoffen of *commodities* speelt een zeer belangrijke rol in de evolutie van inflatieniveaus. Denk alleen al maar aan energie zoals gas of elektriciteit en de impact die de prijsstijgingen hiervan hebben op de prijsvorming van duizenden producten en diensten in onze economie. Energie-intensieve productieprocessen kunnen niet anders dan geheel of gedeeltelijk hun gestegen energiekosten te gaan doorrekenen in de prijs van hun eindproduct, hetgeen op zich leidt tot hogere kosten in andere delen van de economie

(*second* en *third round effects*). Zo zullen gestegen energiekosten leiden tot duurdere tomaten, hetgeen op termijn ook gevolgen zal hebben voor de prijs van een spaghetti bolognese in uw favoriete Italiaanse restaurant.

Maar ook andere grondstoffen dan energie getuigden de laatste maanden van een gestegen volatiliteit. Veel voedingsgrondstoffen werden fors duurder omdat enerzijds het conflict in Oekraïne zorgde voor een verstoring van de supply-chain (denk aan graan, mais, oliën, etc.) maar ook door een disruptie in de toevoer van bepaalde meststoffen uit het gesanctioneerde Rusland. Zo verdubbelde de prijs van tarwe (Milling Wheat) ten gevolge van de geopolitieke crisis.

Fig. 5: Evolutie van de prijzen van Milling Wheat in EUR per ton



(Bron: Thomson Reuters)

Basismetalen zoals onder andere aluminium, koper, nikkel, zink en staal kenden dan weer een forse terugval dit jaar, gedreven door een geringere vraag uit China en door een vrees voor een mondiale recessie.

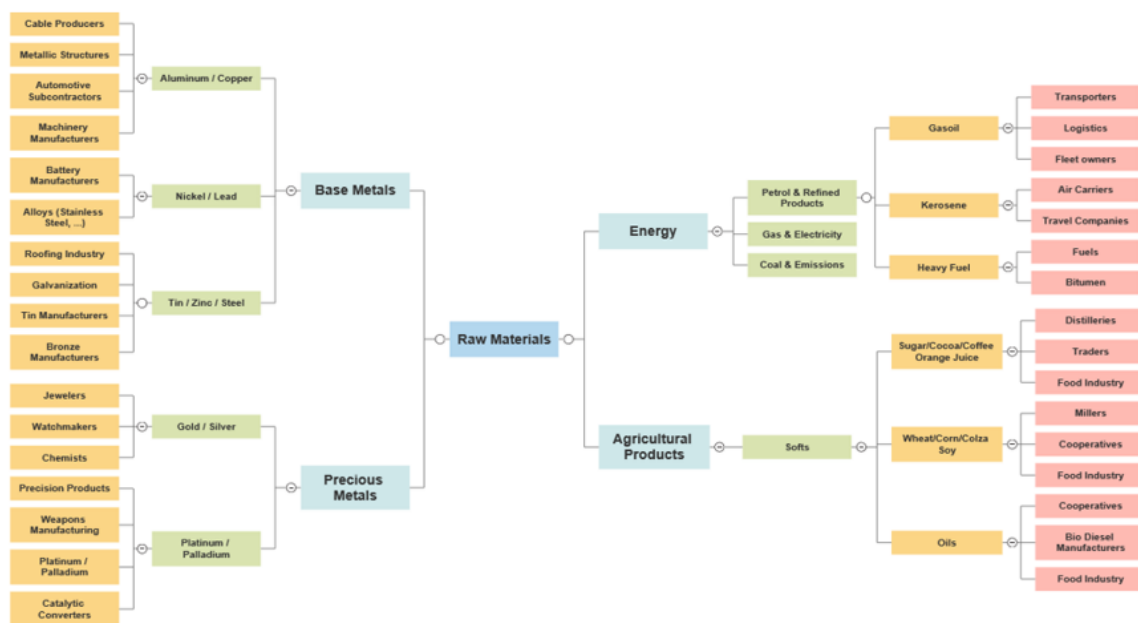
Toch stijgt de vraag naar mogelijkheden om deze volatiliteit meer onder controle te krijgen. In een sector waar traditioneel een sterke leverancier-klant relatie bestaat, worden contracten voor afname van bepaalde tonnages aan goederen vaak gecombineerd met in het leveringscontract ingebouwde vaste prijzen voor het onderliggende goed. Toch merken we dat ook in deze sectoren de vraag naar financiële producten voor het beheersen van de volatiliteit stijgt, net omwille van het gestegen tegenpartijrisico of omdat de leverancier de prijzen niet meer wil of kan garanderen.

De laatste jaren steeg het aantal onderliggende goederen waarvoor financiële producten beschikbaar zijn enorm. Waar dit voordien enkel voor zeer grote *corporates* met grote

volumes mogelijk was, werd deze markt de laatste jaren meer toegankelijk en kunnen zelfs KMO's in bepaalde omstandigheden gebruik maken van deze mogelijkheden, mede door de introductie van online handelsplatformen die de transactiekosten voor de brokers en financiële instellingen fors naar beneden kon brengen.

Fig.6: Schematische voorstelling van ruwe grondstoffen waarvoor financiële producten beschikbaar zijn

Commodities : Our offering



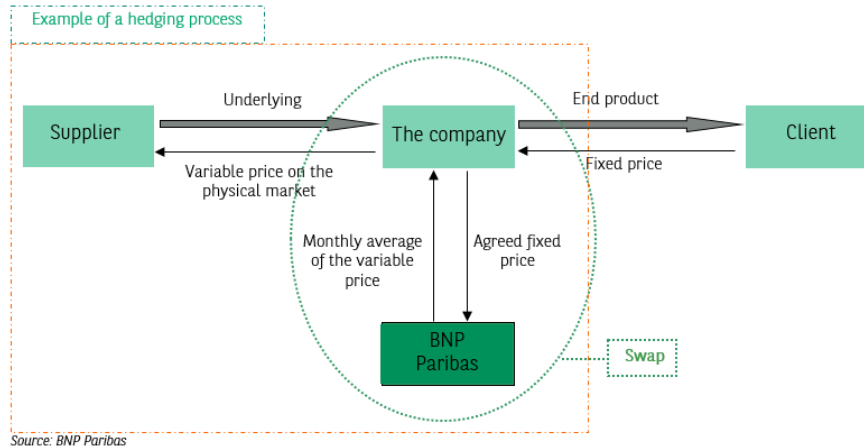
(Bron: Thompson Reuters)

Het meest gebruikte product in deze materie is de Asian Swap. Dit product stelt een gebruiker van ruwe grondstoffen bijvoorbeeld in staat om zijn aankopen via zijn fysieke leverancier te laten gebeuren aan variabele prijzen, maar via de swap deze variabiliteit op te vangen door een vaste prijs met zijn financiële tegenpartij af te spreken.

Ook hier geldt weeral dat het vastklikken van een bepaalde prijs in lijn moet zijn met de economische realiteit van het bedrijf. Met andere woorden, kan het bedrijf zich permitteren om naar haar klanten vaste prijzen door te rekenen of niet? Hiermee staat en valt de effectiviteit van de indekking.

Example – Swap as a risk management solution

Assuming that the price risk is on the purchase side, the physical commercial negotiation between the customer and his supplier is not impacted by the swap transaction with BNP Paribas. Below is an example of swap coverage:



➤ By integrating the swap, you lock in an agreed fixed price for the volume of the underlying covered throughout the swap period.

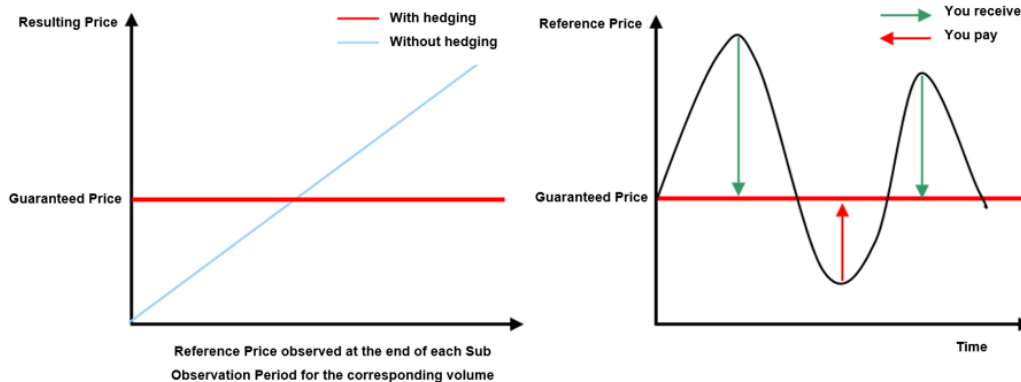
The principle of a consumer Asian Swap

Functioning: A swap is an over-the-counter financial contract which permits to exchange a variable price for a fixed price (guaranteed price), and this during a certain period of time.

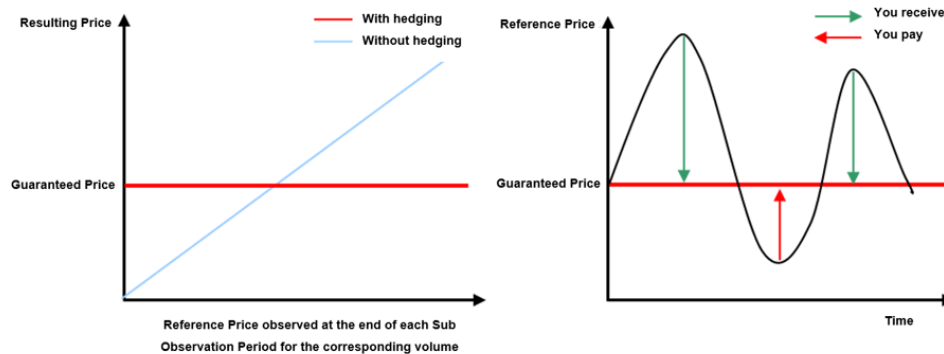
Reference Price: Monthly Average of daily fixings

At the end of each month, BNP Paribas will calculate the reference price and a cash settlement will take place:

- If the reference price > Guaranteed price, you receive (reference price – Guaranteed price) x monthly volume
- If the reference price < Guaranteed price, you pay (Guaranteed price - reference price) x monthly volume



Advantages and disadvantages



Pro's

- You are hedged against a rise in the Underlying above the Guaranteed Price.
- You do not have a premium to pay.

Contra's

- You do not take advantage of the lower price of the Underlying below the Guaranteed Price.
- Your potential loss per Unit can reach the Guaranteed Price.

4. Inflatieswaps

In financiële markten worden al veel langer producten gebruikt die inflatie-impact rechtstreeks kunnen neutraliseren. Denk daarbij bijvoorbeeld aan *inflation-linked bonds*. Dit zijn obligaties waarvan de coupon aangepast kan worden aan de evolutie van de inflatie, dit om een erosie van het reële rendement te vermijden. Maar denk ook aan grote verzekeraars die hun uitkeringen ver in de toekomst moeten kunnen garanderen of pensioenfondsen die voor dezelfde uitdagingen staan. Tenslotte zijn grote vastgoedfondsen vragende partij om bv. hun (geïndexeerde) huurinkomsten naar de toekomst toe te beschermen tegen te lage inflatie.

Al deze marktparticipanten hebben een nood om inflatie onder controle te houden: de ene is erbij gebaat om de inflatie niet naar boven te laten ontsporen, terwijl de andere net belang heeft bij het vermijden van een desinflatiebeweging.

Vanuit die behoefte ontstond de markt van de inflatieswaps. Ook hier weer zijn het producten tussen twee tegenpartijen die een afspraak maken over bepaalde inflatiestromen naar de toekomst. De ene partij verbindt er zich toe om gedurende de looptijd van het contract een vaste jaarlijkse inflatie te betalen, op een vooraf bepaald nominaal basisbedrag,

terwijl de andere partij in ruil elk jaar de reële, dan geldende inflatie zal betalen. Zo kan een bedrijf met een grote loonmassa geïnteresseerd zijn om jaarlijkse indexatie van die loonmassa geheel of gedeeltelijk te fixeren aan een vooraf gekend vast tarief, zonder aan de indexatie van de lonen zelf te raken. Als de reële inflatie forser zou stijgen dan het vast tarief bepaald in de inflatieswap, zal het bedrijf enerzijds een forse aanpassing van de lonen dienen door te voeren, maar zullen deze gecompenseerd worden door netto ontvangsten in de inflatieswap. In geval van lagere reële inflatie dan in de swap werd vastgelegd, zal uiteraard het omgekeerde gebeuren en zal het bedrijf weliswaar lager dan gebudgetteerde indexaties in de loonmassa kunnen doorvoeren, maar zal er anderzijds een nettobetaling dienen te gebeuren aan de tegenpartij in de swap. In beide gevallen realiseert het bedrijf echter wel de gebudgetteerde inflatie.

INFLATION SWAPS

YOUR NEEDS

- You pay liabilities such as salaries or insurance allocation (workers, health or life insurance) that are adjusted to inflation
- You need a protection against a possible rise of the inflation



PRODUCT PROPERTIES

When you conclude an Inflation Swap (hereunder referred to as « Inflation Swap » or « Swap »):

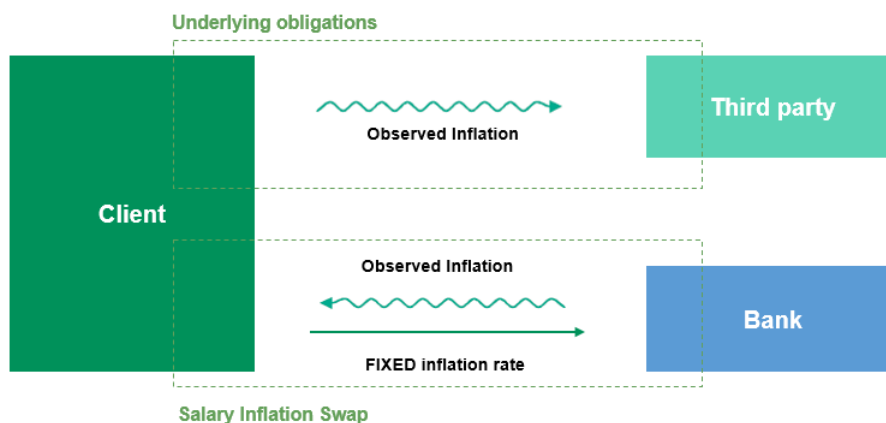
- You pay a compounded fixed inflation rate against a compounded observed inflation rate in the market.
- You can use the inflation received under the Swap to pay the inflated salaries (or insurance allocation).
- The dates and amount of the Swap should match those of the hedged underlying amount of salaries.
- The Swap is legally independent of your underlying obligations.



MECHANISM

Under the Salary Inflation Swap, you will:

- Receive a compounded FLOATING inflation rate.
- Pay the compounded observed FIXED inflation rate.

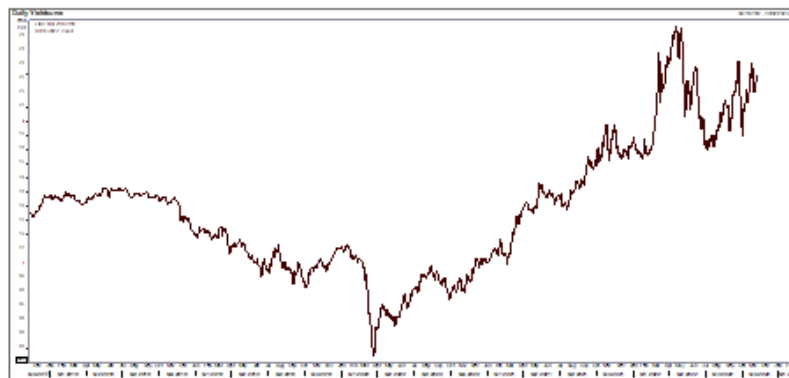


- ⇒ The combination of the underlying obligations and the Salary Inflation Swap fixes the net inflation you pay (Fixed Inflation Rate).
- ⇒ In an inflation swap, the floating payments are usually function of the evolution of a specific Consumer Price Index (e.g. Belgian Health Index).

Door de Covidcrisis waren in 2020 tot medio 2021 de noteringen van inflatieswaps voor verschillende looptijden fors gezakt, hetgeen voor een beperkt aantal bedrijven de aanleiding geweest is om zich tegen toekomstige inflatierisico's in te dekken via deze techniek. Vanaf medio 2020 (zie figuur 7), begonnen de quoteringen van inflatieswaps al op te lopen, gedreven door de verwachting dat er zich na het bedwingen van de pandemie een periode van "roaring twenties" zou aandienen waar inflatieniveaus hoger dan voordien gingen uitkomen. In de daaropvolgende maanden kwam de inflatie inderdaad telkens hoger te liggen hetgeen ook zijn impact niet miste op de prijzen van de inflatieswaps. Zo ging de 3y-swap (startdatum binnen 2 jaar voor de daaropvolgende 3 jaar) van niveaus van 0.60% naar méér dan 2.60%. Zich indekken werd dus steeds duurder.

Met de kennis waarover we nu beschikken lijkt het natuurlijk onbegrijpelijk dat niet méér bedrijven gebruik gemaakt hebben van deze techniek om de inflatierisico's, die in de loonmassa vervat zitten, te beheersen, maar zoals steeds is het gemakkelijk spreken achteraf. Tarieven van inflatieswaps fluctueren continu, zoals alles in de financiële markten. Prijzen stijgen en zakken op basis van ontelbare factoren, maar zijn grotendeels toch terug te brengen op anticipatie van wat er in de nabije en iets verdere toekomst staat te gebeuren. Meestal zijn dat economische, politieke en financiële factoren waarmee wordt rekening gehouden, maar inflatie laat zich vaak ook drijven door andere factoren die je niet altijd kan voorzien, zoals de laatste jaren pijnlijk duidelijk geworden is.

Fig 7: Evolutie van de inflatieswap binnen 2 jaar voor de daaropvolgende 3 jaar



(Bron: Thompson Reuters)

Bovendien dient hierbij toch gesteld te worden dat inflatieswaps complexe producten zijn, die enkel met de een grondige kennis van zaken dienen gebruikt te worden. Banken waken daarover door deze producten enkel aan te bieden aan zogeheten “*Professionals under MiFID*” en dan nog slechts mits grondige analyse van de bestaande onderliggende inflatierisico’s. Meer nog, de boekhoudkundige en fiscale impact van dergelijke inflatieswaps dient voorafgaandelijk goed afgetoetst worden, zodat er zich ook op dat vlak geen onaangename verrassingen voordoen.

En tenslotte dient ook vermeld te worden dat er momenteel enkel in zogeheten “Europese” inflatie een voldoende liquide markt beschikbaar is. De meest gebruikte index is de zogeheten HICP – *ex-food and tobacco*, een geharmoniseerde inflatiemeter voor de Eurozone. Aangezien Belgische salarissen allemaal op één of andere manier geïndexeerd worden met als basis de Belgische Gezondheidsindex, én aangezien er enkel swaps beschikbaar zijn die de HICP als basis gebruiken, is het denkbaar dat deze indexen zich niet steeds op dezelfde manier gedragen en dat er daarin op bepaalde momenten een andere dynamiek kan te zien zijn. Correlatiestudies tonen aan dat er in het verleden een zeer hoge correlatie bestond tussen beide indexen, maar dat neemt niet weg dat er zich af en toe toch wel afwijkingen kunnen voordoen. Een indekking van een Belgische loonmassa via een “Europese” inflatieswap kan dan ook enkel als een “*proxy-hedge*” aanzien worden, een indekking die de realiteit dus wel heel goed benadert, maar niet helemaal afdekt.

Besluit

Ondanks de alarmerende evolutie van de inflatie tijdens het laatste jaar, stellen we vast dat bedrijven zich, toch minstens gedeeltelijk, tegen een aantal van dergelijke evoluties hebben kunnen beschermen door gebruik te maken van indekkingsproducten die in de meeste gevallen relatief gemakkelijk toe te passen zijn, mits het bedrijf in kwestie de goede gewoonte aanneemt om deze risico's in kaart te brengen. Een indekkingsstrategie bepalen en correcte budgetprijzen introduceren en dan ook ten gepasten tijde, voor een redelijke tijdshorizon binnen het bedrijf, daar ook effectief naar handelen, kan helpen om dergelijke schokken op te vangen. Niet elke economische activiteit laat het toe om zeer ver vooruit te plannen, maar afhankelijk van welk deelaspect men indekt kunnen indekkingen toch voor een bepaalde duurtijd ademruimte creëren en het bedrijf in kwestie de mogelijkheid geven om moeilijke tijden beter te overbruggen. Het lijkt ons altijd beter om voorafgaandelijk te weten waar je als bedrijf aan toe bent en misschien een aantal gunstige meevallers te moeten missen, eerder dan half of helemaal onbeschermd door woelige en zeer volatiele tijden te moeten navigeren.

DISCLAIMER: BNP Paribas Fortis NV met maatschappelijke zetel Warandeborg 3, 1000 Brussel, België (de 'Bank'), is verantwoordelijk voor het opstellen en verspreiden van dit document. Dit document vormt geen aanbod of uitnodiging tot het doen van een aanbod tot de verkoop van, koop van of inschrijving op enig financieel instrument in enige jurisdictie en dit document vormt geen prospectus als bedoeld in de op het aanbieden of toelaten tot de handel van financiële instrumenten toepasselijke regels. De Bank noch enige andere partij heeft actie ondernomen in enige jurisdictie waarin deze actie zou zijn vereist om de in dit document beschreven financiële instrumenten aan het publiek te mogen aanbieden. Dit document is niet goedgekeurd noch onderschreven en zal niet worden goedgekeurd noch onderschreven door een toezichthouder in welke jurisdictie dan ook. Het is uitsluitend bestemd voor personen die handelen in een professionele hoedanigheid. Dit document bevat geen beleggingsadvies of een beleggingsaanbeveling. Dit document beoogt niet een volledige beschrijving te geven van de financiële instrumenten noch van de uitgevende instelling daarvan en evenmin van de mogelijk toepasselijke risico's. Hoewel de Bank redelijke maatregelen heeft genomen om ervoor te zorgen dat de informatie opgenomen in dit document juist, duidelijk en niet misleidend is, aanvaardt noch de Bank, noch de aan haar gelieerde vennootschappen, directeuren, adviseurs of werknemers, enige aansprakelijkheid voor enige onjuiste, onvolledige of ontbrekende informatie of voor enige directe of indirecte schade, verliezen, kosten, vorderingen, aansprakelijkheden of andere uitgaven die op enigerlei wijze voortvloeien uit het gebruik van of het zich beroepen op de in dit document vermelde informatie, tenzij in geval van opzet of ernstige tekortkoming. De Bank behoudt zich het recht voor de informatie in dit document zonder aankondiging te wijzigen en is niet verplicht (potentiële) beleggers over een dergelijke wijziging te informeren. De in dit document beschreven financiële instrumenten zijn mogelijk niet in alle jurisdicties beschikbaar. Een beleggingsbeslissing in deze financiële instrumenten dient niet uitsluitend te worden gebaseerd op dit document en dient slechts te worden genomen na een zorgvuldige analyse van alle kenmerken en risico's van het financiële instrument (zoals beschreven in [het Global Markets Product Risk Book] alsmede na het inwinnen van alle nodige informatie en adviezen van professionele adviseurs (waaronder fiscale adviseurs). Bij het verlenen van diensten aan cliënten kan de Bank provisies, commissies of andere niet-geldelijke voordelen betalen aan of ontvangen van derden. De Bank is verplicht om maatregelen te treffen om belangenconflicten tussen haarzelf en haar cliënten en tussen andere cliënten te beheersen. De Bank handelt in overeenstemming met haar beleid inzake belangenconflicten, waarin de Bank die situaties heeft geïdentificeerd die tot een belangenconflict zouden kunnen leiden, alsmede de stappen die genomen zijn om dat conflict te beheersen. Indien de maatregelen op grond van ons beleid inzake belangenconflicten niet voldoende zijn om een specifiek geval te beheersen, zal de Bank de betreffende cliënt informeren omtrent de aard van het conflict opdat de cliënt een weloverwogen beslissing kan nemen. BNP Paribas Fortis NV staat onder het prudentieel toezicht van de Nationale Bank van België, de Berlaumontlaan 14, 1000 Brussel, onder de controle inzake beleggers- en consumentenbescherming van de Autoriteit van Financiële Diensten en Markten (FSMA), Congresstraat 12-14, 1000 Brussel en is ingeschreven als verzekeringsagent onder FSMA nr. 25879 A.