

Risicomanagement 3.0

DOOR HARRY GEELS

Na de kredietcrisis veranderde de focus van risicomangers van mandaatcompliance naar expertanalyses en what if-scenario's. Het vakgebied is nu zover dat pensioenfondsbesturen dagelijkse scenarioanalyses en portefeuillesimulaties kunnen draaien en meer in control zijn. De coronacrisis heeft daaraan nog enkele nieuwe inzichten toegevoegd, bijvoorbeeld over het ineens opdrogen van de liquiditeit, stellen Loranne van Lieshout van Ortec Finance en Harm Verhoeven van Achmea Investment Management.

Wat verstaan jullie onder het begrip risicomanagement?

Loranne van Lieshout: 'Het is verstandig om dit meteen goed af te bakenen. Risicomanagement is een breed begrip, waaronder ook bedrijfscontinuïteits- en reputatierisico's vallen. Ik denk dat we het in dit interview vooral moeten hebben over de financiële risico's op de hele balans, ofwel de dekkingsgraad bij pensioenfondsen. Maar bedrijfscontinuïteit kan door een grote schok zoals de coronacrisis natuurlijk wel een groot financieel issue worden. Ik had aan het begin van de corona-uitbraak overigens veel meer problemen verwacht met het op grote schaal thuiswerken. Dat er bijvoorbeeld te weinig bandbreedte zou zijn bij het digitaal vergaderen, of dat we vanuit huis niet bij bepaalde bestanden zouden kunnen komen. Als de pandemie twintig jaar geleden plaats had gevonden, waren de gevolgen niet te overzien geweest.'

Harm Verhoeven: 'Uiteindelijk is er één financieel risico en dat is dat je niet aan de verplichtingen kunt voldoen. Tijdens een crisis, zoals nu met corona, praten we vooral in what if-scenario's, met als belangrijkste vraag: moet er iets gebeuren? Daarbij is het belangrijk de lange termijn in het achterhoofd te houden. De verleiding is altijd groot om op korte termijn iets te gaan doen. Maar als we terugkijken op alle crises, blijkt vasthouden aan het langetermijnbeleid bijna altijd de beste keuze te zijn. Een pandemie is een operationeel risico. Thuiswerken verliep inderdaad relatief vlekkeloos. In Londen gingen wel de spreads omhoog. De reden die de handelshuizen daarvoor gaven, was dat er veel thuis moest worden gewerkt en dat dit afstemmingsproblemen veroorzaakte. Traders bouwden eigenlijk een veiligheidsmarge in. In ons draaiboek hadden we dit risico niet uitgeschreven. Die grotere spread is weliswaar een financieel risico, maar de oorzaak was operationeel. We hebben het dus inderdaad over financieel risicomanagement, maar we kunnen dit niet helemaal los zien van operationeel risicomanagement.'

Er is dus een verschil tussen de korte en de lange termijn?

Van Lieshout: 'Bij scenario-analyses maken we onderscheid tussen de impact op de korte en op de lange termijn. Aan het begin van de coronacrisis waren er zorgen over de liquiditeit in de markt. In de tweede helft van maart moesten veel pensioenfondsen herbalanceren. Er waren door de volatiliteit veel bandbreedtes in de asset-allocatie overschreden. De belangrijke vragen waren toen of er voldoende liquiditeit was en of er gezien de onzekerheid überhaupt moest worden geherbalanceerd. Ons advies is altijd om ondanks eventuele stress in de markt te herbalanceren, rekening houdend met de illiquiditeit, door bijvoorbeeld het herbalanceren te spreiden in de tijd. Voor de langere termijn moet bij een crisis als die van corona de vraag gesteld worden of er echt iets wezenlijks is veranderd waardoor de huidige portefeuille niet meer passend is. Pensioenfondsen krijgen hierover advies van hun fiduciair manager, ALM-adviseur en/of risicomanager.'

Verhoeven: 'Vanuit de tweede lijn adviseren wij niet, dat is



Foto: Archief Ortec Finance

LORANNE VAN LIESHOUT

De verleiding is altijd groot om op korte termijn iets te gaan doen. Maar achteraf blijkt vasthouden aan het langetermijnbeleid bijna altijd de beste keuze te zijn.

iets dat bij de eerste lijn thuis hoort. Maar we geven pensioenfondsen wel inzichten om zelf de juiste 'calls' te kunnen maken. We worden steeds vaker uitgenodigd door besturen, dus ik denk dat we erin slagen hen de juiste tools aan te reiken. Wij toetsen vooral de huidige ontwikkelingen en de impact daarvan op bijvoorbeeld de dekkingsgraad. De ALM-studies staan daar eigenlijk boven. Die geven de uitgangspunten voor de lange termijn. De ALM speelt geen rol bij de beslissing om bijvoorbeeld wel of niet te herbalanceren.'

Van Lieshout: 'Er zijn wel twee situaties waarbij ALM een rol kan spelen. De eerste is als er strategische risicolimieten zijn overschreden. In dat geval kan er eventueel een nieuwe ALM-studie worden gedaan om te kijken hoe het nu verder moet. Als dan blijkt dat bijvoorbeeld niet meer aan de indexatie-ambitie kan worden voldaan, zou er met de stakeholders om de tafel moeten worden gezeten. Een tweede aanleiding om een nieuwe ALM-studie te doen, is als de aannames achter de ALM niet meer actueel zijn of geen draagvlak meer hebben binnen het pensioenfonds. Deze issues treden meestal niet in de eerste twee weken van een crisis op, maar met het voortduren van de crisis zien we dat pensioenfondsen hun langetermijnbeleid wel heroverwegen.'

Even een stap terug in de tijd. Risicomanagement heeft in de kredietcrisis nogal wat kritiek gekregen. Het zou niet toereikend zijn geweest. Daarna heeft risicomanagement een enorme vlucht genomen. Hoe is dat te verklaren?

Verhoeven: 'Pre-kredietcrisis betrof risicomanagement vooral het kwantitatief checken van de gemaakte risicoafspraken, zeg maar de rode of groene stoplichtjes. Na de kredietcrisis heeft risicomanagement veel meer een kwalitatieve rol gekregen: de risicomanager als sparring partner. Vanuit klantperspectief waren pre-kredietcrisis de vinkjes ook voldoende. Tegenwoordig hebben we veel meer discussie met klanten. Niet alleen over de modeluitkomsten, maar ook over de modellen zelf. Het risicobewustzijn is over alle geledingen nu veel groter dan vroeger. Daarom is het zo belangrijk om een actueel dashboard te hebben waarin alle portefeuille-componenten en hun onderlinge relaties verwerkt zitten. Alleen dan kun je een volledig beeld creëren van alle financiële risico's en real time what if-scenario's maken, zodat helder is wat bijvoorbeeld consequenties zijn op het gebied van valuta-, inflatie- of renterisico.'

Van Lieshout: 'Eens. Er is veel meer aandacht gekomen voor de datakwaliteit en het gebruik van risicomodellen, daar waar we voor de kredietcrisis nog weleens zagen dat er rücksichtslos data in modellen werden gestopt. De kwaliteit en kwantiteit van data werden in die gevallen onvoldoende gecheckt. Modellen worden gelukkig niet meer gezien als glazen bollen. Er is veel meer bewustzijn gekomen over de aannames achter en eventuele beperkingen van de modellen. Er is verder ook meer aandacht gekomen voor de risicogovernance. Er is bij pensioenfondsen onderscheid gemaakt tussen de eerste, tweede en derde lijn van risicomanagement. Denk bijvoorbeeld aan het aanstellen van een bestuurder met verantwoordelijkheid voor risicomanagement. Tot slot is natuurlijk ook de kennis vanuit de kredietcrisis verwerkt in de risicomodellen. Als we nu kijken naar de bewegingen op de financiële markten ten gevolge van de coronacrisis, dan vallen die binnen de marges van de modellen. De coronacrisis geeft dus geen schommelingen die ons verrassen, al zijn de recente kortetermijnontwikkelingen wel gebeurtenissen waarvan de kans laag is dat ze zich voordoen.'

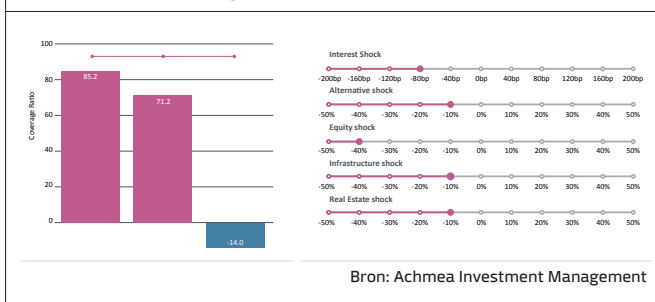
Heeft de coronacrisis invloed gehad op risicomanagement?

Van Lieshout: 'Zoals gezegd vallen de bewegingen door de coronacrisis binnen de marges. Dit komt mede doordat we door de kredietcrisis de modellen hebben aangepast. Er wordt nu meer rekening gehouden met dikstaartigheid en sterk oplopende correlaties tussen beleggingscategorieën in tijden van crises. De mate waarin de bewegingen binnen de marges vallen, hangt wel af van de horizon waarnaar we kijken. De recente kortetermijnontwikkelingen zijn evident heel extreem



Foto: Archief Cor Salverius

HARM VERHOEVEN

Figuur 1: Simulatie van veranderingen in beleggingsportefeuilles zodat een integraal beeld ontstaat van alle financiële risico's

geweest. Maar uit onze financiële modellen ten aanzien van de coronacrisis hebben we kunnen zien dat, rekening houdend met de modeluitkomsten van eind 2016, de gerealiseerde waarde van de portefeuille nog binnen de marges van de scenario's blijft. We zitten zelfs nog niet eens aan de onderkant van de scenario's. De daling was inderdaad heftig, maar vergeet niet dat er ook mooie beleggingsjaren aan vooraf zijn gegaan. Overigens is door de gedaalde rente het effect op de dekkingsgraad veelal wel negatiever dan op de waarde van de portefeuille.'

Verhoeven: 'Toen de coronacrisis uitbrak, ontstond er in eerste instantie een erg hoge volatiliteit, vergelijkbaar met die in 2008 na de val van Lehman Brothers. We hebben dit dus eerder gezien. Er was wel een groot verschil met toen: de liquiditeit in liquide markten droogde op bepaalde momenten op. In de creditmarkten zagen we in het heetst van de strijd maar fracties van de volumes die we gewend waren. Als de modellen moeten worden aangepast, dan is het niet op het vlak van volatiliteit, maar op het vlak van liquiditeit.'

Zelfs staatsobligaties hebben moeilijke tijden gehad, hoewel die gelukkig maar enkele dagen hebben geduurd. De lastige markt voor staatsobligaties viel net samen met het moment van herbalanceren. Daardoor sprong het gebrek aan liquiditeit natuurlijk nog meer in het oog. Het herbalanceren is hierdoor overigens niet stopgezet, maar uitgesteld of uitgesmeerd over een langere periode. Sommige fondsen hebben niet volledig naar het midden van de bandbreedte geherbalanceerd, maar bijvoorbeeld alleen naar de buitenband. Verder zijn er natuurlijk nog wat bijzondere omstandigheden voorbijgekomen, zoals een negatieve olieprijs of grote bied-laot spreads, waar bepaalde actieve strategieën wel erg veel last

Als we nu kijken naar de bewegingen op de financiële markten ten gevolge van de coronacrisis, dan vallen die binnen de marges van de modellen.

van kunnen hebben gehad. Tot slot is het ook geen eerlijke crisis. Er zijn sectoren die profiteren, zoals technologie, maar andere sectoren, zoals de luchtvaart, zijn de facto uitgeschakeld. We zien daardoor onder factorbeleggers ook grote resultaatverschillen.'

Van Lieshout: 'De wijze waarop beleggingsprocessen en de governance bij pensioenfondsen zijn ingericht, leiden ertoe dat ze weinig concrete acties kunnen ondernemen. Op de beslissingen over herbalanceren na worden de actieve beleggingsbeslissingen alleen nog maar door de gekozen managers genomen. Wellicht dat sommige fondsen in deze crisis tactisch willen ingrijpen, bijvoorbeeld met andere sector- of factorwegingen, maar dat is eigenlijk niet meer mogelijk. Wellicht worden vooral kwantitatieve strategieën na de crisis nog een keer onder de loep genomen. Deze crisis is overigens nog lang niet over. Er lopen nu zeer grote ondersteuningsprogramma's, monetair en vanuit overheden, maar straks moeten de economieën het weer zelf, zonder ondersteuning, overnemen. We moeten als risicomangers hier ook toekomstscenario's voor kunnen schetsen; zeg maar meer expertopinion dan modeluitkomsten op basis van historische data.'

Verhoeven: 'Er wordt tegenwoordig een andere skill set van de risicomanager gevraagd. Klanten zitten meer op interactie te wachten. Verbale vaardigheden en meer analytisch denkvermogen met het oog op what if-scenario's zijn belangrijk geworden. Mandaatcompliance blijft nodig, maar neemt tegenwoordig minder tijd in beslag.'

Wordt er ten aanzien van risico's nu ook sneller geschakeld?

Van Lieshout: 'Ja, er worden bijvoorbeeld sneller what if-analyses opgevraagd, of zelfs crisisteam opgericht. Er wordt ook op meerdere niveaus geschakeld, bij besturen, pensioenbureaus en beleggingscommissies en bij vermogensbeheerders zelf. Regulier overleg is niet altijd genoeg. Een pensioenfonds kan bijvoorbeeld een extra overleg inplannen met de fiduciair manager en/of de risicomanager om te bespreken welke opties er zijn bij het herbalanceren in minder liquide markten.'

Verhoeven: 'Het schakelen gaat tegenwoordig veel sneller dan vroeger. Voorheen stelden wij maandelijks een risicorapport op. Tegenwoordig draait alle informatie live en is deze gemakkelijk voor alle partijen inzichtelijk in dashboards. Zelfs what if-scenario's, bijvoorbeeld een correlatie die voor alle beleggingscategorieën naar 1 gaat, of een hedgeratio die van 70% naar 80% wordt gezet, kunnen met een druk op de knop inzichtelijk worden gemaakt. Portefeuilles simuleren dus. Systemen zijn volledig flexibel en scenario's kunnen op de specifieke omstandigheden van een pensioenfonds worden doorgerekend. Besturen hebben nu veel meer begrip van de risico's en zijn veel meer in control dan voorheen.'