

Oplossing nodig voor spread target onder Wtp

Veel pensioenfondsen zoeken binnen de Wtp naar efficiënte matchingoplossingen. Door een structurele spreadbehoefte van circa 35bps zijn bouwstenen nodig die een hogere spread, een lage spread duration en een beperkte tracking error bieden.

Door Jan Willem van Stuijvenberg en Marco Granskog

De meeste pensioenfondsen hebben gekozen voor de solidaire premieregeling, waarbij de matchingportefeuille en de returnportefeuille collectief worden belegd en de rendementen worden toebedeeld. In lijn met het lifecycle-principe hangt de exposure naar beide portefeuilles af van de leeftijd. Jongeren hebben een lange horizon en een hoge risicotolerantie, en dus een relatief grote exposure naar de returnportefeuille. Bij ouderen is de horizon korter, de risicotolerantie lager, en ligt de nadruk meer op de matchingportefeuille.

Voor de toedeling van het rendement van de matchingportefeuille hanteren de meeste pensioenfondsen de zogenaamde 'theoretische variant'. Dit betekent dat deelnemers niet het feitelijke matchingrendement krijgen, maar een theoretisch rendement dat berekend wordt aan de hand van de af te dekken kasstromen en DNB's RTS-verdisconteringscurve. Afwijkingen tussen het feitelijke en het theo-

retische rendement worden verrekend met de returnportefeuille. Omdat jongeren vooral exposure hebben naar de returnportefeuille en ouderen vooral naar de matchingportefeuille, is er kans op ongewenste herverdeling. Om dat te voorkomen, proberen fondsen de matchingportefeuille zo in te richten dat de tracking error versus het theoretische rendement laag is en het verwachte rendement voldoende.

Een matchingportefeuille met enkel cash en swaps heeft de laagste tracking error, maar het rendement is ontoereikend. Dit komt doordat de DNB RTS-curve gebaseerd is op euribor swap rates, waardoor er een interbancaire risicopremie in verwerkt zit van ongeveer 15bps. Omdat pensioenfondsen deze risicopremie niet ontvangen met alleen cash en swaps, is deze constructie – ondanks de lage tracking error – geen optie. Het matchingrendement zal immers voortdurend lager zijn dan het theoretische rendement,



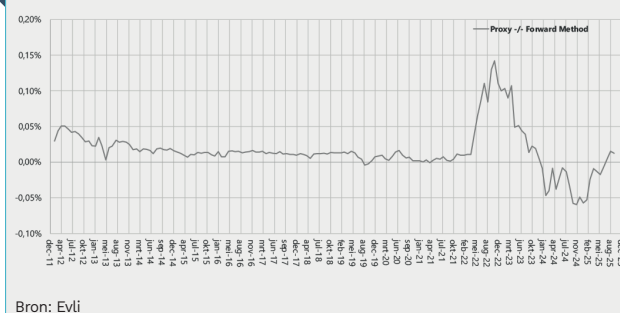
hetgeen tot een structurele herverdeling leidt van jong naar oud. Fondsen ontkomen er daarom niet aan om spreadproducten in te zetten.

Nordic credits vormen hier een verstandige keuze, omdat deze asset class een goede verhouding kent tussen spread en spread duration.¹ De spread geeft het benodigde extra rendement en de spread duration het onvermijdbare additionele risico. Omdat veel fondsen lange treasuries in de matchingportefeuille hebben met een beperkte spread en een hoge spread duration, kan worden betoogd om deze te

vervangen door swaps en Nordic credits, waardoor het verwachte rendement per saldo stijgt, terwijl de tracking error zelfs daalt.

Het blijft in veel gevallen echter niet bij de rendementsbehoefte van 15bps, en dat komt door de manier waarop het theoretische matchingrendement doorgaans wordt berekend. Dat rendement bestaat uit twee componenten: het 'rendement voor het verstrijken van de tijd' en het 'rendement ten gevolge van curvemutaties'. Dit is een gangbare opdeling van het rendement op fixed income-portefeuilles, die nu

FIGUUR 1: VERSCHIL THEORETISCH RENDEMENT TUSSEN 'PROXY' METHODE EN 'FORWARD' METHODE



ook wordt toegepast op de af te dekken kasstromen onder de Wtp.

Het 'rendement voor het verstrijken van de tijd' is niets anders dan het rendement dat behaald zou worden wanneer enkel de tijd verstrijkt en er verder niets verandert. In dat geval komen de kasstromen een maand dichtbij en muteert de curve naar de forward curve zoals die aan het begin van de maand al was ingeprijsd. Het rendement dat hieruit resulteert, is het 'rendement voor het verstrijken van de tijd'. Wanneer markten niet bewegen en de forwards komen uit, dan is dit het rendement dat men bij aanvang van de maand mag verwachten op de af te dekken kasstromen.

Omdat markten bewegen en forward rentes niet altijd uitkomen, resulteert er uiteindelijk meestal een ander rendement, dat wordt veroorzaakt door de tweede component: 'rendement ten gevolge van curvemutaties'. Dat kan eenvoudig berekend worden door de af te dekken kasstromen te waarderen tegen de daadwerkelijke curve aan het einde van de maand en tegen de forward curve. Het verschil tussen beide geeft direct het 'rendement ten gevolge van curvemutaties'. Wanneer deze attributie accuraat wordt uitgevoerd, dan geldt per definitie dat het totale theoretische rendement gelijk is aan 'rendement voor het verstrijken van de tijd' + 'rendement ten gevolge van curvemutaties'.

Het berekenen van beide rendementscomponenten is onder de Wtp complexer dan onder normale omstandigheden. Dit komt

doordat er met de DNB RTS-curve moet worden gerekend. Omdat die geen marktcurve is, maar een 'regulatory curve', kan je er niet direct een forward curve uit destilleren. De forward DNB RTS-curve moet dan ook als volgt worden berekend: neem de marktcurve aan het begin van de maand, bereken daar de forward curve van en gebruik die forward marktcurve om de forward DNB RTS-curve te berekenen. Zeer voor de hand liggend wanneer je dit zo leest, maar toch iets waar makkelijk aan voorbij wordt gegaan in de praktijk.

Onder de Wtp is het usance om voor het 'rendement voor het verstrijken van de tijd' 1/12e van de 1-jaars DNB RTS-rente te hanteren. Deze proxy is praktisch, rekent snel en heeft als voordeel dat iedere leeftijds-groep in procenten hetzelfde rendement toucheert voor het verstrijken van de tijd. Intuïtief lijkt dit een handige, realistische benadering, maar helaas heeft deze een bias. Wanneer het 'rendement voor het verstrijken van de tijd' op deze manier wordt berekend, resulteert er een te hoog theoretisch matchingrendement.

Om dit aan te tonen, hebben wij de huidige DNB RTS-curve gemodelleerd over een periode van 2011 tot heden. Voor iedere maand in deze periode hebben wij het 'rendement voor het verstrijken van de tijd' en het 'rendement ten gevolge van curvemutaties' berekend, waarbij voor het 'rendement voor het verstrijken van de tijd' twee varianten werden toegepast: op basis van de 1-jaars DNB RTS-rente en op basis van forwards. Figuur 1 toont over deze

periode het maandelijkse verschil in theoretisch rendement. Bij de 'proxy' methode is voor het 'rendement voor het verstrijken van de tijd' de 1-jaars DNB RTS gebruikt, terwijl bij de 'forward' methode de hiervoor uitgelegde op forwards gebaseerde methodiek is toegepast.

In vrijwel alle maanden geeft de 'proxy'-methode een hoger theoretisch rendement. Het gemiddelde verschil is 20bps op jaarbasis. Dit lijkt gering, maar samen met de 15bps die er aan spread moet worden verdiend ten gevolge van de interbancaire risicopremie, resulteert er nu een totaal benodigde spread van 35bps. Dit is 40% van de 90bps spread op reguliere investment grade credits, met een typische spread duration van 4.5. Omdat slechts een gedeelte van de matchingportefeuille kan worden belegd in spread-producten, zullen reguliere IG-credits dit 35bps probleem niet kunnen oplossen.

Nordic credits zijn een betere optie, omdat die ongeveer 200bps aan spread geven tegen een geringere spread duration van 2.5, hetgeen een lagere tracking error contributie geeft. Naast Nordic credits kunnen ook andere spreadproducten worden ingezet, zoals ABS, hypotheek en – in beperkte mate – Europees High Yield. Idealiter resulteert zo een matchingportefeuille met een nette verwachte outperformance tegen een acceptabele tracking error, waarbij onnodige herverdeling tussen jong en oud wordt voorkomen. ■

1 Nordic credits als slimme matching-bouwsteen onder de Wtp, Financial Investigator 05-2025



Jan Willem van Stuijvenberg

Investment Consultant en eigenaar, Van Stuijvenberg Financial Services



Marco Granskog

Director International Business Development, Evli Bank Plc

IN HET KORT

Een matchingportefeuille met enkel cash en swaps komt 15bps spread tekort t.g.v. de interbancaire risicopremie.

Door een bias in de standaard berekening van het 'rendement voor het verstrijken van de tijd' kan dit tekort oplopen tot 35bps.

In veel gevallen zullen in dat geval de reeds aanwezige credits en hypotheek net niet genoeg spread toevoegen en kan een allocatie naar Nordic Credits, ABS en een vleugje HY uitkomst bieden.

Hiermee kan ongewenste, structurele herverdeling worden voorkomen terwijl de matching error in veel gevallen zelfs daalt.