

BREDERE BLIK OP RENTEAFDEKKING BEWIJST ZIJN WAARDE

Door Jan Willemsen

Veel pensioenfondsen staan voor de opgave het rendement te verhogen en tegelijkertijd het risico ten opzichte van de verplichtingen te minimaliseren. Integraal beheer van staatsleningen en swaps kan daarbij helpen.

Renteafdekking is meer dan alleen het matchen van de duratie van verplichtingen. Een optimale aanpak leidt allereerst tot voorspelbare uitkomsten, waarbij ook curve- en convexiteitsrisico's effectief worden beheerst.

Daarnaast is het belangrijk om enerzijds de portefeuille kostenbewust te beheren, dus zonder onnodig veel transacties te doen, en anderzijds oog te hebben voor rendement en flexibiliteit om te kunnen inspelen op veranderende marktcondities. De Buy & Maintain-strategie, met zowel kenmerken van passief als actief beheer, past daar naar onze mening het beste bij. Idealiter wijkt het rendement op de lange termijn niet te veel af van swaps, wat best een uitdaging is aangezien de Duitse en Nederlandse rentes lager zijn dan de swaps. Het spreekt tot slot

voor zich dat ESG-criteria integraal in het beleggingsproces worden verwerkt. Als in de portefeuille swaps en staatsleningen geïntegreerd worden beheerd, krijgt een pensioenfonds meer grip op al deze aspecten, onder meer door het beleggingsuniversum te verbreden en dit selectiever in te zetten in de verschillende looptijdsegmenten. Bij geïntegreerd beheer vormen pensioenverplichtingen de enige benchmark.

BEHEER TEN OPZICHTE VAN EEN MARKTINDEX: DE NADELEN VAN EEN TRADITIONELE AANPAK

Bij traditioneel (niet-geïntegreerd) beheer wordt de staatsleningenportefeuille afzonderlijk beheerd, los van een marktindex. Renteswaps worden separaat gemanaged als een overlay. Deze komen

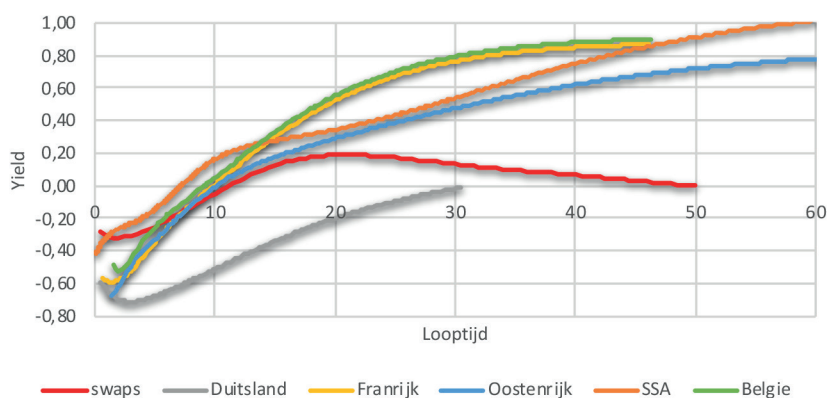
bovenop de risicokarakteristieken van de staatsleningen en de minder liquide componenten van de matchingportefeuille: credits en hypotheke.

Er kleven echter enkele nadelen aan deze aanpak. Zo wordt een marktindex regelmatig ververs op basis van de uitstaande staatsleningen in de markt (voor obligaties gebeurt dit iedere maand). Een gevolg van het gebruik van een marktindex is derhalve dat er in de portefeuille frequent herbalancerings-transacties plaatsvinden die geen relatie hebben met de verplichtingen van een pensioenfonds.

Een tweede nadeel is dat marktindices marktgewogen zijn, waardoor de kans groot is dat leningen die goed in het verplichtingenprofiel passen, slechts een beperkt gewicht hebben in de portefeuille. Figuur 1, waarin de rode lijn de swapcurve weergeeft, illustreert dit.

Te zien is dat er vooral voor de langere looptijden alternatieven zijn voor swaps met een hogere rente (Frankrijk, België, Oostenrijk). Deze leningen komen ook voor in marktindices, maar met een integrale benadering kan de beheerder gericht naar deze leningen alloceren. Verder is het in de traditionele aanpak lastiger om in te spelen op veranderingen in de marktcondities, zoals spreadontwikkelingen. Dit kan in de praktijk alleen door de benchmark van de staatsleningen aan te passen – door er meer of minder emittenten in op te nemen of door de looptijd of de landengewichten aan te passen. Dan wordt veranderen een

Figuur 1: Swap curve ten opzichte van de markt



Bron: Barclays live, per 1 april 2020

strategisch vraagstuk voor het pensioenfondsbetuur, terwijl dit ook (binnen door het bestuur vastgestelde kaders) prima op het niveau van de implementatie uitgevoerd kan worden.

GROENE SSA'S MET HOGER RENDEMENT

Een laatste nadeel van de 'traditionele aanpak' is dat de aantrekkelijke en relatief veilige categorie overheidsgerelateerde obligaties – de SSA (Supranationals, Subsovereigns en Agencies) – niet in deze benchmarks wordt meegenomen. Voorbeelden van SSA's zijn de leningen van de Duitse deelstaten, de Europese Investeringsbank en de Nederlandse Waterschapsbank. SSA-leningen zijn een aantrekkelijke categorie in LDI-portefeuilles, omdat het rendement dicht bij de swap ligt dan het geval is bij traditionele staatsleningen, terwijl er een sterkere correlatie met pensioenverplichtingen bestaat dan bij de Nederlandse of Duitse staatsleningen. De voornaamste oorzaak van het hogere rendement ligt in het feit dat de leningen minder liquide zijn en een hoger kredietrisico kennen dan reguliere staatsleningen. De totale omvang van het SSA-universum omvat bijna de helft van de omvang van de staatsleningen van de AAA-AA-landen. Het is dus een grote en diepe markt.

Van twee SSA-emittenten worden de schulden bovendien volledig, onvoorwaardelijk en onherroepelijk gegarandeerd door overheden. Daardoor zijn deze vrijgesteld van kapitaalbeslag binnen het vereist eigen vermogen. Dit betreft momenteel emittenten KfW en Rentenbank. Dit vormt een extra reden voor opname in de portefeuille. In het SSA-universum is bovendien aan een aantal SSA's het label Green Bond toegekend, waardoor de aanpak goed te combineren valt met het opbouwen van een Green Bond-allocatie in de portefeuille. Ten slotte scoort een aantal SSA's (denk aan de Europese Investeringsbank) goed op ESG-criteria. Het beleggingsuniversum is overigens altijd klantspecifiek.

TUSSENVORM PASSIEF EN ACTIEF BEHEER

De manier waarop wij een integrale LDI-portefeuille samenstellen, komt voort uit onze beste ideeën over het implementeren van een strategische matchingportefeuille.

Er geldt daarbij een beleggingshorizon voor de middellange termijn (twee tot drie jaar), waarmee de aanpak zich duidelijk onderscheidt van actieve strategieën. Swaps versus obligaties, de landenverdeling en overheidsgerelateerd papier zijn voorbeelden van allocaties die in het beleggingsproces eerst worden vastgesteld. De portefeuille wordt vervolgens geoptimaliseerd binnen de met de klant overeengekomen landen, emittenten en ratingrestricties.

De strategie laat zich het beste omschrijven als Buy & Maintain. Naar onze mening past deze aanpak goed bij de doelstellingen van veel Nederlandse pensioenfondsen. Bij de Buy & Maintain-aanpak ligt de nadruk op lage kosten, een lage omzet en gedegen onderhoud aan de portefeuille binnen strak gedefinieerde restricties.

Deze strategie is een beheervorm tussen passief en actief beheer in. Het is enerzijds een vorm van actief keuzes maken, omdat er in instrumenten wordt belegd die niet in de verplichtingenbenchmark zitten; zelfs met swaps ontstaan er in enige mate afwijkingen. Maar het is in de uitvoering meer een vorm van passief beheer, vanwege het strategische karakter en de lage omzet in de portefeuille. Een lage omzet betekent overigens niet dat er tussentijds helemaal geen wijzigingen worden doorgevoerd. Buy & Maintain-portefeuilles worden continu geëvalueerd in het licht van relatieve rendementsverschuivingen en nieuwe obligatie-uitgiftes. Bovendien zijn er regelmatig herbalanceringen nodig (onder meer van de renteafdekking, curveposities en het onderpand), die wij gebruiken om naar de ideale portefeuille toe te bewegen.

FLEXIBEL INSPELEN OP MARKTONTWIKKELINGEN

Deze aanpak stelt ons in staat flexibel in te spelen op marktontwikkelingen, zoals het scherp oplopen van spreads in verband met de coronacrisis. Wij waren op het moment van schrijven (begin april) nog voorzichtig met het voornemen om meer in staatsleningen te beleggen ten opzichte van renteswaps. De omvang van de fiscale expansie om de gevolgen van de coronacrisis op te vangen, was nog te onzeker om daar vol op in te zetten, in

Foto: Archief BMO GAM



Jan Willemsen

plaats van op swaps. Bovendien was de liquiditeit afgenomen en waren transactiekosten toegenomen. Maar voor de langere termijn denken wij dat de ECB volop steun zal verlenen door de aankoop van obligaties. Daardoor zijn de risico's op het verder uitlopen van de spreads beperkt.

VOORDELEN BREDERE AANPAK

- Focus op wat werkelijk belangrijk is: de pensioenverplichtingen. Dit betekent afscheid nemen van het keurslijf van traditionele benchmarkindices;
- Beter gebruikmaken van het beleggingsuniversum, zoals door het toevoegen van SSA's, met meer aandacht voor ESG-aspecten;
- Nadruk op efficiënt portefeuillebeheer met een lage omzet, maar wel met de flexibiliteit om in te spelen op veranderende marktcondities.

Dit artikel is geschreven door Jan Willemsen, Client Portfolio Manager Liability Driven Investment, BMO Global Asset Management

Belangrijke informatie

Deze informatie is afkomstig van BMO Global Asset Management, maar is noch een aanbod noch een uitnodiging tot het kopen of verkopen van specifieke beleggingsproducten of -diensten of specifieke ondernemingen die in dit document worden genoemd. De informatie, meningen, schattingen en/of verwachtingen in dit document zijn afkomstig van bronnen, waarvan redelijkerwijs wordt aangenomen dat ze betrouwbaar zijn en die op ieder moment kunnen wijzigen. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De waarde van beleggingen kan fluctueren. Het is mogelijk dat beleggers hun inleg niet (volledig) terugkrijgen. © 2020 BMO Global Asset Management. Alle rechten voorbehouden. BMO Global Asset Management is een handelsnaam van BMO Asset Management Netherlands B.V., in Nederland gereguleerd door de Autoriteit Financiële Markten (AFM). 940846 NL