

Wtp-beleggen vereist meer flexibiliteit en liquiditeit

Met de invoering van lifecycle-beleggen onder de Wtp gaan pensioenfondsen meer tijdsdruk ervaren in het beleggingsproces. Pensioenfondsen kunnen zich hierop voorbereiden door een slimme portefeuilleconstructie en door een degelijke 'liquiditeitswaterval' te implementeren.

Door *Martin Sanders*

Naarmate de Nederlandse samenleving vergrijst, worden steeds meer pensioenfondsen cashflow-negatief: zij krijgen minder premies binnen dan ze aan uitkeringen spenderen. De overgang van het FTK naar de Wtp versnelt dit proces, omdat nu ook een deel van de buffers uitgekeerd gaat worden. Een andere verandering is dat er onder de Wtp meer in illiquide asset classes belegd gaat worden vanwege de te verwachten hogere rendementen. Ten

opzichte van de huidige situatie betekent dit dat er minder liquide beleggingen in de portefeuille zullen zitten. Ten slotte zal er onder de Wtp veel vaker een herbalancering van de portefeuille plaatsvinden, waarschijnlijk op maandbasis. Dit vereist een slimme constructie van de strategische portefeuille. De simpelste oplossing is om structureel een cashpositie aan te houden, bijvoorbeeld in geldmarktfondsen, om ervoor te zorgen dat er altijd

voldoende liquiditeiten in huis zijn om pensioenen uit te keren en aan overige kortetermijnverplichtingen te voldoen. Om de strategische assetmix op peil te houden, passend bij de risicoprofielen van de verschillende cohorten, kan er op topniveau naast elke illiquide categorie een liquide proxy-categorie worden aangehouden. Bijvoorbeeld naast private equity, listed equity en naast private debt, high yield (zie Figuur 1).

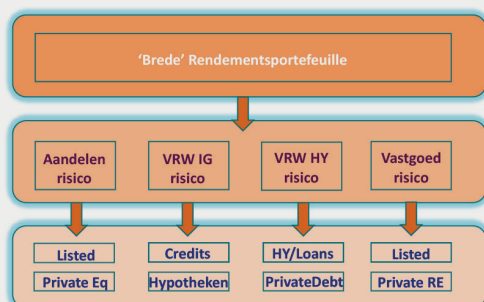
Door liquide en illiquide categorieën aan elkaar te koppelen, kan er eenvoudiger geherbalanceerd worden wanneer dit nodig is, bijvoorbeeld op maandultimo's, of wanneer het strategisch minimum of maximum wordt benaderd of overschreden. Ook kunnen de liquide assets dienen als bron voor nog op te vragen commitments. Een fonds dat een strategische positie wil gaan aanhouden in de Wtp in bijvoorbeeld private debt, kan deze allocatie meteen op peil brengen door eerst in 'high yielding' obligaties te gaan beleggen en langzaamaan, bij elk commitment dat wordt opgevraagd, hieruit te putten. Evenzo kan dit met investment grade

credits en hypotheeklen, en met beursgenoteerde aandelen en private equity-beleggingen. Een fonds dat juist een illiquide categorie wil afbouwen – en dat kan jaren duren – kan deze overweging voorlopig compenseren met een onderweging in de liquide proxy-assets. Op deze manier kan op een betrekkelijk eenvoudige wijze worden voldaan aan het gewenste risicoprofiel van de deelnemers in elk cohort.

Operationeel liquiditeitsmanagement

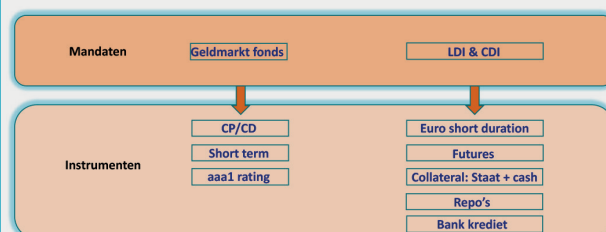
Naast de strategische blik op de liquiditeit van een portefeuille is er ook een operationele kant van liquiditeitsmanagement. Die zien we vooral terug in het beheer van de beschermingsportefeuille, maar ook bij het gebruik van derivaten en cashmanagement. Om met dit laatste te beginnen: onder het FTK nemen pensioenfondsen zelden een strategische allocatie naar geldmarktfondsen op. Liquide middelen zijn vaak een resultante van de beleggingen, 'frictie kas'. In de LDI-portefeuille is de laatste jaren echter steeds meer cash geslopen met de komst van 'cleared' renteswaps. Deze cash wordt vaak

FIGUUR 1: VOORBEELD VAN EEN STRATEGISCHE ASSETMIX



Bron: AXA Investment Managers

FIGUUR 2: MANDATEN EN INSTRUMENTEN



Bron: AXA Investment Managers

aangehouden in kortlopende, triple A-geldmarktfondsen met ESTR als benchmark. De uitdaging is om, na kosten, de zesmaands Euribor-rente te halen, die in swapcontracten gebruikt wordt. Met een ESTR-rente die recent (en normaal gesproken) onder deze benchmark ligt door de renteverlagingen van de ECB, wordt dit lastig.

Een aantal marktpartijen heeft om die reden een deel van de geldmarktfondsen ingeruild voor een allocatie naar short duration euro bonds. Deze geven een yield boven Euribor. Een nadeel is dat deze obligaties niet 'overnight' beschikbaar zijn om cash collateral te storten, maar in bilaterale swapcontracten kunnen ze wel worden gebruikt om aan de variation margin te voldoen.

Andere liquide instrumenten die in een LDI- of CDI-portefeuille gebruikt kunnen worden, naast de traditionele staatsobligaties, zijn investment grade credits voor een extra spread, bund futures en obligaties ETFs. Deze instrumenten handelen in verschillende markten met verschillende actoren en worden doorlopend in grote volumes verhandeld. Bij gebruik van

bund futures moet er ook collateral cash beschikbaar zijn. Dat is niet het geval bij ETFs, maar die kunnen weer niet gebruikt worden om als collateral te dienen, zoals staatsobligaties.

Ten slotte is het pensioenfondsen aan te raden om repo-contracten beschikbaar te hebben om in geval van extreme marktomstandigheden snel cash tegen onderpand van obligaties beschikbaar te maken. Er moeten dan nog wel voldoende staatsobligaties in de portefeuille zitten om deze te kunnen gebruiken. Indien een fonds alleen nog cleared swapcontracten gebruikt en geen staatsobligaties meer heeft als onderpand, dan is een repo-contract niet mogelijk en beperkt dat hen in liquiditeit. Dit vergroot het risico dat het swapcontract ontbonden wordt en de rentehedge verloren gaat in extreme marktomstandigheden. Het is ook mogelijk om een banklening achter de hand te houden. Zorg er dan wel voor dat dit een 'committed' krediet is, anders zal er in tijd van nood geen beroep op de bank kunnen worden gedaan. Dit betreft wel een relatief dure vorm van liquiditeit.

De-risken voor en na de transitiefase

Met het oog op het transitiemoment naar de Wtp is behoud van flexibiliteit en daarmee liquiditeit belangrijk. In de fase van voorsorteren kan al gewerkt worden aan de liquiditeit van de strategische asset allocatie. Voor veranderingen in de strategische mix zal veel tijd moeten worden ingeruimd, ook na de transitie. De combinatie van liquide en illiquide proxies houdt het gewenste risicoprofiel op peil, terwijl de transitie geleidelijk vorm krijgt. Ook kan de LDI-portefeuille al aangepast worden naar een meer liquide samenstelling voor de transitie. Dit laatste zal helpen om kort voor of na de transitie de rentehedge snel in overeenstemming te brengen met de gewenste positionering. ■

Disclaimer

Dit artikel is uitsluitend bedoeld voor professionele beleggers in de zin van MiFID (2014/65/EU). Het is geen financiële promotie, zoals gedefinieerd door de financiële toezichthouder, en is uitsluitend bedoeld ter informatie. Op basis van de verstrekte informatie dienen geen financiële beslissingen te worden genomen. Dit artikel vormt geen aanbod tot koop of verkoop van enig product of enige dienst van de groep bedrijven die onder AXA IM vallen ('de Groep') en dient niet te worden beschouwd als uitnodiging of aanbeveling om tot enige beleggingstransactie over te gaan. Bovendien moet de informatie in dit document vanwege de vereenvoudiging als subjectief en niet volledig worden gezien. De standpunten in dit artikel zijn geen beleggingsadvies, komen niet per se overeen met de standpunten van enig bedrijf binnen de Groep en kunnen wijzigingen ondergaan zonder voorafgaande kennisgeving, hoewel AXA IM daartoe niet verplicht is. Ofschoon de grootst mogelijke zorgvuldigheid is betracht, wordt geen garantie gegeven, uitdrukkelijk of stilzwijgend, (inclusief aansprakelijkheid jegens derden) met betrekking tot de nauwkeurigheid, betrouwbaarheid en volledigheid van de hier gepresenteerde informatie.



Martin Sanders

Head of Pension Investments,
AXA Investment Managers

IN HET KORT

Pensioenfondsen moeten onder de Wtp flexibeler en meer liquide worden vanwege een grotere allocatie naar illiquide, hoger renderende assets en maandelijks herbalancering.

Dit kan door liquide proxy's te definiëren naast illiquide beleggingen.

Operationeel moet er meer liquiditeit worden aangehouden, vooral door het toenemende gebruik van 'cleared' renteswaps.

Het is raadzaam om ook bilaterale 'OTC' swaps te behouden om aan liquiditeitsbehoeften te voldoen.

Met het oog op het transitiemoment naar de Wtp is behoud van flexibiliteit en daarmee liquiditeit belangrijk.

FIGUUR 3: OVERZICHT TRANSITIEPERIODE

