

# LAGE RENTES: HOE GAAN VERZEKERAARS DE UITDAGING AAN?

Door Sander Gerritsen en Pieter van den Hoek

**De renteverlagingen van de Europese Centrale Bank (ECB) en haar Quantitative Easing-programma (QE) duwden de yields op euro-obligaties nog verder omlaag. Voor het aanhouden van cash worden beleggers bestraft en het effectief rendement van meer dan een derde van de euro-staatsobligaties is negatief.**

Afgelopen maart kondigde de ECB verdere maatregelen aan om de kredietverlening aan bedrijven te stimuleren, inclusief een uitbreiding van QE naar bedrijfsobligaties. Als gevolg hiervan zijn de *investment grade credit spreads* nog verder gekrompen. Beleggers worden nu niet meer voldoende beloond voor de risico's van spread-widening en default,

noch voor illiquiditeit. Ze doen er daarom goed aan de diversiteit van hun beleggingen te vergroten en deze meer dynamisch te beheren.

Intussen stijgt het risico van een verslechtering van de marktomstandigheden. Verzekeraars met langlopende verplichtingen moeten daarom opnieuw kijken naar de afdekking van hun verplichtingen, de bescherming tegen neerwaartse marktbevingen, het genereren van alpha en de diversificatie van hun beleggingen. Met het vooruitzicht op historisch lage rendementen moeten zij afscheid nemen van 'dode beleggingen' (waarbij beleggers niet voldoende worden beloond voor het nemen van risico) en onnodige kosten reduceren.

## GEVOLGEN VAN QUANTITATIVE EASING

Verzekeraars gebruiken voor de renteafdekking veelal een mix van staatsobligaties en bedrijfsobligaties. Een aantal gebruikt ook swap overlays om de duration van beleggingen en verplichtingen beter op elkaar aan te laten sluiten. Het QE-programma heeft de grootste impact op de korte en middellange rentes van de rentetermijnstructuur doordat de aankopen zijn gericht op obligaties met een middellange looptijd. De lange rentes worden niet direct beïnvloed door de ECB-

aankopen. Doordat QE de steilheid en vorm van de rentecurve beïnvloedt, is het belangrijk hier bij de renteafdekking goed aandacht aan te besteden.

Verzekeraars maken veelal gebruik van risicovrije rentecurves op basis van swaprentes voor de waardering van verzekeringsverplichtingen, bijvoorbeeld bij het vaststellen van de solvabiliteit onder Solvency II. Nu de yields op staatsobligaties zeer laag of negatief zijn, is de mismatch ervan met deze waarderingsrentes fors geworden. Om dit gat te overbruggen, zijn er twee mogelijkheden voor beleggers, die de volgende uitdagingen kennen:

### 1 Switchen van fysieke obligaties naar

**swap overlays.** Dit moet echter met zorg worden beheerd omdat de leverage in de balans hierbij groter wordt en er meer blootstelling is naar problemen die de terugtrekking van banken uit de swapmarkt en een stijging van de clearing-kosten met zich meebrengen.

### 2 Meer kredietrisico nemen door van staatsobligaties naar bedrijfsobligaties te switchen. Dit kan echter leiden tot een verdere mismatch met swaprentes.

De beoogde beleggingsdoelstelling van de verzekeraar is in de huidige markt een



Sander Gerritsen

steeds grotere uitdaging. Om de waarderingsrentes te realiseren, is beleggen in de meest kredietwaardige staatsobligaties onvoldoende. Bovenstaande switches kunnen in dit geval uitkomst bieden. Indien het ook een doel is om extra rendement te genereren om de toekomstige solvabiliteitspositie te verbeteren, zijn andere oplossingen nodig.

### WAAR LIGGEN DE KANSEN?

Verzekeraars zullen hun asset liability management eerst op het hoogste niveau willen herzien voordat ze veranderingen doorvoeren in hun vastrentende beleggingen. Ook zullen beleggers hun beleggingsportefeuilles willen doorlopen om te beoordelen of aanpassingen nodig zijn als gevolg van de nieuwe situatie in de euro-obligatiemarkt. Dit kan het goede moment zijn om beleggingen te switchen naar hoger renderende segmenten van de (bedrijfs)obligatie markt, op een of meer van de volgende manieren:

**1. Roteer naar non-euro-bedrijfsobligaties** via óf wereldwijde mandaten óf USD bedrijfsobligatiemandaten, onder afdekking van het valutarisico naar euro's. Deze rotatie zorgt ervoor dat balansen robuuster worden wanneer euro-obligaties onder druk komen te staan. Daarnaast zijn rendementen hoger en beleggingen beter gediversifieerd. De impact van een switch tussen de twee grootste obligatiemarkten (euro en US dollar) op de Solvency Capital Requirement (SCR) is gering. Enerzijds verschilt de renteschok amper: de duration van de creditportefeuille blijft vrij kort (circa 6,5 jaar) en de korte rente is laag voor alle ontwikkelde landen. Anderzijds is er weinig verschil in spreadrisico: de gemiddelde credit rating en duration van euro- en Global-bedrijfsobligaties zijn vergelijkbaar. Er zal voor de SCR ook rekening gehouden moeten worden met valutarisico, maar als dit bij de switch wordt afgedekt, is deze impact nihil.

**2. Groter gebruik van skill:** een review van de bestaande bedrijfsobligatie-

portefeuille laat zien hoeveel rendement en risico kan worden toegevoegd. Switchen naar alternative credit verbetert de diversificatie. Ook kunnen verzekeraars hierdoor alloceren aan gespecialiseerde vermogensbeheerders. Beide effecten verhogen de alpha-potentie van de portefeuille. Door een barbell-benadering te kiezen (meer expliciete afdekking enerzijds gecombineerd met de hoger rendement zoekende alternative credits anderzijds) verbetert de risico-rendementsverhouding van de beleggingen. De impact van deze switch op de SCR hangt vooral af van de netto verandering van het spreadrisico. Door zorgvuldige analyse kan deze impact worden beperkt en kunnen producten met een te hoge risico-opslag worden voorkomen.

### 3. Accepteer geringere liquiditeit voor een hoger rendement:

door deels te switchen van liquide naar illiquide investment grade-beleggingen. Bijvoorbeeld door een allocatie naar gestructureerde beleggingen of een allocatie naar hoger renderende illiquide beleggingen, met als doel het verbeteren van diversificatie en rendementen.

Door de disintermediatie van banken groeien zowel de structured credit-markten als direct lending door institutionele beleggers. Door de hoge toetredingsbarrières zal voorlopig het voor leningnemers beschikbare krediet naar verwachting schaars blijven, en de spreads derhalve attractief. Voor langetermijnbeleggers liggen hier mogelijkheden als zij de juiste governance organiseren die het beleggen in closed-end credit pools vergt. Anders dan bij liquide beleggingen is het doorgaan niet mogelijk om een dergelijke switch op korte termijn te effectueren. Beleggers moeten eerst hun langetermijnbehoeftes definiëren en vervolgens selectief zijn wanneer zich beleggingsmogelijkheden voordoen. Verzekeraars met een geringer governancebudget kunnen een deel van de taken uitbesteden. Het analyseren van de SCR-impact is opnieuw van belang. Het gebruik van een intern model zal in



Pieter van den Hoek

dit geval toegevoegde waarde hebben doordat gestructureerde beleggingen in het standaard model veelal worden benadeeld ten opzichte van directe beleggingen met dezelfde kredietwaardigheid.

Verzekeringsmaatschappijen bezitten traditioneel gezien grote portefeuilles van eurostaatsleningen en bedrijfsobligaties. Hierbij geldt dat de effectieve rendementen momenteel laag zijn en dat deze beleggingen derhalve niet of nauwelijks bijdragen aan solvabiliteitsverbetering en bedrijfsresultaat. De niet-renderende 'dode' beleggingen die de solvabiliteit onder druk zetten, vormen op lange termijn het grootste risico voor de verzekeraar. Het accepteren van een zekere mate van complexiteit en illiquiditeit is dan ook noodzakelijk om de uitdaging van de lage rentes te overwinnen. «

Dit artikel is geschreven door Sander Gerritsen, Senior Investment Consultant en Pieter van den Hoek, Senior Consultant bij Willis Towers Watson.