

LDI-portefeuille heeft baat bij diversificatie met hypotheke

Pensioenfondsen zien liability-driven investments als de robuuste bouwstenen van hun beleggingsportefeuilles. Staatsobligaties en swaps zijn hierin de afgelopen 10 jaar veelal aangevuld met corporate credits en Nederlandse woning-hypotheke. Wat zijn de gevolgen van de snel gestegen rente, de veranderende regulering en het ECB-beleid op deze beleggingen? En wat betekent dit voor de samenstelling van LDI-portefeuilles?

Door *Evelien van Hilten* en *Matthieu Vos*

Liability-driven investments (LDI) spelen een kernrol in de strategieën van pensioenfondsen en institutionele beleggers doordat ze een brug slaan tussen hun assets en hun verplichtingen. LDI-beleggingen hebben een hoge correlatie met de risicovrije rente, waardoor de portefeuille meebeweegt met verplichtingen die hierop gewaardeerd worden. De hoofdrol binnen de LDI-portefeuille is daarom vaak weggelegd voor vast-rentende waarden zoals staatsobligaties, vanwege

hun voorspelbare kasmomenten, hoge correlatie met de risicovrije rente en relatief lage risico.

Een goede LDI-portefeuille bestaat uit verschillende beleggingen met een hoge kredietwaardigheid. We belichten hieronder kort de belangrijkste categorieën en de ontwikkelingen die hebben plaatsgevonden in de afgelopen jaren.

Swaps

Swaps zijn de natuurlijke hedge om pensioenverplichtingen te waarborgen. Ze zijn gestandaardiseerd, liquide, ruim beschikbaar en matchen perfect met de verplichtingen. De gevolgen van de invoering van nieuwe regelgeving na de kredietcrisis zijn echter groot. De centrale clearing van renteswaps heeft tot een verhoogde standaardisatie van het product geleid, maar vereist ook meer liquide middelen in de vorm van cash als onderpand. Hier zijn weliswaar oplossingen zoals repo's voor, maar deze zijn nog niet gemeengoed en ook niet altijd beschikbaar. Met name in crisissituaties kan liquiditeit nodig zijn én kunnen dit soort instrumenten minder goed beschikbaar zijn.

tingen te waarborgen. Ze zijn gestandaardiseerd, liquide, ruim beschikbaar en matchen perfect met de verplichtingen. De gevolgen van de invoering van nieuwe regelgeving na de kredietcrisis zijn echter groot. De centrale clearing van renteswaps heeft tot een verhoogde standaardisatie van het product geleid, maar vereist ook meer liquide middelen in de vorm van cash als onderpand. Hier zijn weliswaar oplossingen zoals repo's voor, maar deze zijn nog niet gemeengoed en ook niet altijd beschikbaar. Met name in crisissituaties kan liquiditeit nodig zijn én kunnen dit soort instrumenten minder goed beschikbaar zijn.

Staatsobligaties

Staatsobligaties zijn logische beleggingen binnen een LDI-portefeuille. Het risico is laag en de correlatie met de swap is hoog (93% voor AAA). Aan liquiditeit en hoge kredietkwaliteit is geen gebrek, mits men in het koudere gedeelte van Europa blijft. De trek naar veilig beschouwde landen, zoals Duitsland en Nederland, heeft echter in de voorbije jaren het rendement negatief beïnvloed. Obligaties van die landen prijzen gemiddeld 40 basispunten lager dan swaps¹.

Deze negatieve spread fluctueert, maar volhardt.

Naast tegenvallende rendementen valt binnen de Wet toekomst pensioenen (Wtp) de gunstige behandeling van veilige staatsobligaties binnen het FTK-regime weg. Dit is ook reden om deze asset class opnieuw te evalueren in de komende jaren.

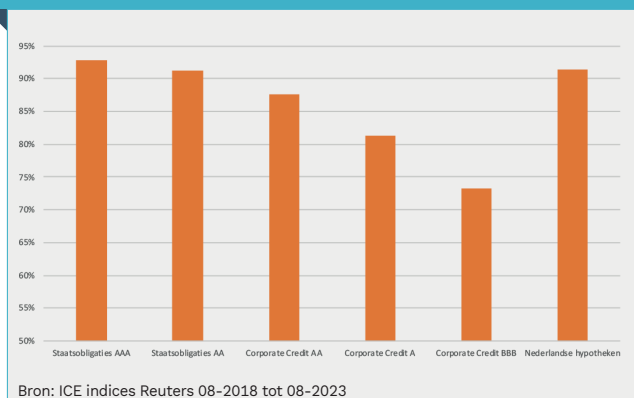
Corporate credits

Corporate credits hebben dankzij het hogere rendement in steeds meer LDI-portefeuilles een plek verworven. Dit rendement is echter ook een reflectie van het hogere (krediet)risico. Door de lage rente en de tegenvallende economische groei is de kredietkwaliteit de afgelopen jaren verslechterd (49% BBB² in 2023 tegenover 22% in 2010). Door de stijgende rente en de daarmee gepaarde hogere herfinancieringskosten, is het een punt van overweging welke downgraderisico's dit met zich meebrengt. Wat wel met zekerheid te zeggen is: de correlatie met swaps neemt af bij een lagere rating (87,6% bij AA en 73,2% bij BBB).

Deze lagere kredietkwaliteit is de afgelopen jaren samengegaan met langer lopende

‘Naast tegenvallende rendementen valt binnen de Wtp de gunstige behandeling van veilige staatsobligaties binnen het FTK-regime weg.’

FIGUUR 1: CORRELATIE TUSSEN 10-JAAR SWAP EN DE ASSET CATEGORIEËN



leningen. Die passen beter binnen een LDI-portefeuille, omdat de verplichtingen ook lang zijn. Op dit moment loopt de duratie van de credit benchmark echter terug door de gestegen rente (5,5 in 2021 naar 4,4 in 2023). De teruggelopen duratie, het hogere kredietrisico en, als gevolg daarvan, de lagere correlatie met swaps zijn redenen om deze asset class te heroverwegen.

Nederlandse hypotheke

Nederlandse hypotheke zijn gegroeid tot ruim 5%³ van de portefeuille van een gemiddeld Nederlands pensioenfonds. Deze groei heeft bijgedragen aan de professionalisering en standaardisering van de beleggingscategorie. De kredietkwaliteit is bijzonder goed: de kredietverliezen gedurende de financiële en huizenmarktcrisis in 2008-2013 waren zeer beperkt. Sindsdien is het risico verder afgenomen door strengere regulering, zoals het beperken van de maximale LTV tot 100% en strengere inkomensstoetsen. De correlatie met swaps is ongeveer 91%, 12%-punt meer dan corporate credits en vergelijkbaar met AA-staatsobligaties. Dit is logisch, aangezien de prijsstelling van hypotheke veelal gebaseerd is op de swaprente. Terwijl kredietrisico's voor hypotheke laag zijn, is het risico van vervroegd aflossen juist een risico dat bewust moet worden gelopen en dat wordt gecompenseerd door een hoger rendement.

Beleggingen in hypotheke zijn van nature illiquide, maar hebben sinds 2014 een toegenomen omvang en standaardisatie. Er is nu een actievere secundaire markt

ontstaan. Zo hebben in de tweede helft van dit jaar op ons eigen platform al drie portefeuilletransacties plaatsgevonden. De beleggingscategorie blijft illiquide, maar het verschil met bijvoorbeeld corporate credits is afgenomen. Dit komt mede doordat de broker-dealers zich steeds meer hebben teruggetrokken uit de secundaire corporate creditmarkt, waardoor hier juist een buy-and-holdmarkt is ontstaan.

De spread op hypotheke is in de afgelopen vijf jaar vrij stabiel gebleven. Tegelijkertijd is de duratie teruggelopen. Het voordeel is dat met een lagere duratie de kosten van vervroegd aflossen ook afnemen⁴. Omdat het kredietrisico laag blijft en credit spreads minder door kapitaalmarkten en meer door de reële economie worden bepaald, is er – in tegenstelling tot staatsobligaties en corporate credits – slechts beperkte volatiliteit in credit spreads. Dit draagt bij aan de diversificatievoordelen en de hogere correlatie met swaps van Nederlandse hypotheke.

Belang van diversificatie

LDI-portefeuilles kunnen zeer divers zijn. Investeerders kunnen kiezen tussen beleggingen in leningen aan bedrijven, overheden of privépersonen en tussen publieke en private beleggingen. Door diverse beleggingscategorieën te combineren wordt de volatiliteit van de credit spread verlaagd, met name in periodes van marktstress.

Ook wordt de waarde van private beleggingen door andere factoren beïnvloed dan bij publieke. Voor private beleggingen geldt dat deze voornamelijk

gebaseerd zijn op de intrinsieke kwaliteit van de lening, terwijl publieke leningen in de waardering in hoge mate beïnvloed worden door marktverwachtingen. Het resultaat is een hogere volatiliteit van de waardering van publieke leningen. Het combineren van private en publieke beleggingen zorgt daardoor voor een demping in de volatiliteit.

Conclusie

In het afgelopen decennium heeft de lage renteomgeving, in combinatie met aangepaste regelgeving en ECB-beleid, een grote impact gehad op vastrentende markten. De rendementen op staatsobligaties en swaps, de traditionele bouwstenen van een LDI-portefeuille, staan onder druk. Aanvullingen met corporate credits en hypotheke zouden logisch zijn, ook vanuit diversificatieperspectief.

Bij het implementeren van deze aanvullingen is het verstandig om de combinatie van additioneel rendement, duratie en kredietkwaliteit in het oog te houden. Deze kunnen namelijk door de tijd heen veranderen, waardoor een lagere correlatie met de verplichtingen wordt gerealiseerd dan wenselijk is. Zo is de correlatie tussen corporate credits en swaps de afgelopen jaren teruggelopen door een verslechtering van het kredietprofiel, terwijl hypotheke juist eenzelfde correlatie hebben als staatsobligaties. Het is dan ook verstandig deze elementen continu te monitoren en de LDI-portefeuille hier mogelijk op aan te passen. ■



Evelien van Hilten

Head of Portfolio Management,
DMFCO



Matthieu Vos

Senior Portfolio Manager,
DMFCO

IN HET KORT

Staatsobligaties en swaps hebben in LDI-portefeuilles de afgelopen 10 jaar gezelschap gekregen van corporate credits en Nederlandse hypotheke.

Diversificatie van de LDI-portefeuille vermindert de volatiliteit van de credit spread, met name in periodes van marktstress.

Verdere aanvulling van corporate credits en hypotheke is logisch, ook vanuit diversificatieperspectief.

Hypotheke hebben daarbij een vergelijkbare correlatie met swaps als staatsobligaties, terwijl bij corporate credits de correlatie recentelijk is afgenomen door de verslechtering van het (verwachte) kredietrisicoprofiel.

1 Over de afgelopen 5 jaar

2 ICE EUR corporate benchmark

3 Exelering, 2023

4 De kosten van vervroegde aflossingen worden weerspiegeld als de misgelopen rente. Deze kosten worden bepaald door het verschil tussen de huidige rente en de rente op de lening.