

De coronacrisis heeft nieuwe inzichten voor de LDI-portefeuille opgeleverd

DOOR HARRY GEELS

De volatiele rentes als gevolg van de coronacrisis leiden tot uitdagingen binnen Liability Driven Investments, ofwel LDI-portefeuilles. Liquiditeit wordt het aandachtspunt bij een nieuwe crisis, zo stelt Erik-Jan van Dijk, Head of Treasury, LDI Structuring & Trading van Achmea Investment Management.

Hoe ziet een gemiddelde LDI-portefeuille er bij een pensioenfonds uit?

'Iedere institutionele belegger heeft een grote portefeuille met vastrentende waarden, van staatsobligaties aan de meest defensieve kant tot EMD in lokale valuta als meest offensieve obligaties. Ook renteswaps maken deel uit van de vastrentende waarden. Ze dragen allemaal in meer of mindere mate bij aan de bescherming tegen stijgende pensioenverplichtingen door dalende rentes.

De LDI-portefeuille bestaat uit een groep vastrentende waarden die in zijn geheel wordt aangestuurd of beheerd. Het gaat dan in onze ogen over cash, staatsleningen en renteswaps. Het beheer bestaat onder andere uit de beslissingen om meer staatsleningen te hebben en minder swaps of juist andersom. Of meer Duitse staatsleningen versus Franse. Verder moeten de hoeveelheden cash en obligaties afgestemd worden op de liquiditeitsbehoeften van de portefeuille. Pensioenfondsden moeten immers voor derivaten onderpand storten als de rente omhoog gaat en krijgen onderpand als de rentes omlaag gaan. Er is wel discussie of investment grade corporates tot de LDI-portefeuille behoren. Wij vinden van niet, vanwege hun beperktere liquiditeit en de in- of uitlopende credit spreads.

De LDI-portefeuille en de andere vastrentende waarden leveren ten opzichte van de verplichtingen een bepaalde rentehedgeratio op. Als deze hedgeratio moet worden aangepast, zijn de LDI-portefeuille en andere obligaties communicerende vaten ten opzichte van elkaar. Het kan dan zijn dat de LDI-portefeuille groter of kleiner moet worden. Dat kan ook gebeuren als de strategische allocatie wijzigt, bijvoorbeeld door een ALM-studie.'

Lessen uit de coronacrisis: wat liep in de LDI-uitvoering anders dan was verwacht?

'Laten we liever het woord inzichten gebruiken dan lessen. Ten eerste is er het inzicht dat zelfs de meeste liquide markten, zoals Duitse staatsleningen, in tijden van stress illiquide kunnen worden. Op een bepaald moment leek het alsof iedereen cash wilde hebben. Er was vrijwel geen markt om iets te kunnen verkopen. Dit leidde tot uitdagingen bij de herbalancering van portefeuilles van pensioenfondsden, omdat de in waarde gestegen obligaties niet verkocht konden worden om de fors gedaalde aandelen bij te kopen.

Een tweede inzicht betreft de volatiliteit van de rentemarkt. In maart zagen we in een tijdsbestek van enkele dagen bewegingen van 50 basispunten. Dit kan leiden tot grote liquiditeitsrisico's in de LDI-portefeuille. In het midden van de crisis gingen de rentes eerst hard omlaag, waardoor onderpand werd verkregen. En toen de rentes weer hard omhoog gingen, moest er weer snel onderpand geleverd worden. Bij aanvang van de crisis hebben we voor onze klanten verhoogde dijkbewaking ingericht, zodat we, toen de rentes hard daalden, nog sneller konden zien of alle financiële tegenpartijen aan hun verplichtingen konden blijven voldoen.

De omvang van de onderpandstromen was erg groot, maar we hebben geen noemenswaardige issues ondervonden. Er zijn twee soorten swaps: bilaterale swaps, waarbij staatsleningen als onderpand worden gebruikt, en geclearde swaps, waar cash als onderpand wordt gebruikt. Als we op een bepaald moment veel cash binnenkrijgen, moet dat wel worden belegd, bijvoorbeeld in een liquiditeiten- of geldmarkt-fonds, omdat veel cash op de rekening ook weer risico's oplevert. Wij hebben een eigen liquiditeitsfonds dat geld uitleent aan lokale overheden in Nederland en Duitsland. Toen de rente weer omhoog ging, moesten we geld uit het

liquiditeitsfondsen onttrekken. Omdat ons fonds expliciet rekening houdt met schokken in onderpandbehoefte van onze klanten, waren we hier goed op voorbereid. Wat we in maart gezien hebben, kan overigens in de toekomst weer optreden en wellicht met een nog grotere renteschok. We bespreken met onze klanten hoe ze daar zo goed mogelijk op voorbereid kunnen zijn. Buffers moeten voldoende zijn om schokken op te kunnen vangen, maar absolute garanties kunnen niet worden gegeven. Er is altijd een renteschok denkbaar die groter is dan waarin de buffer kan voorzien. Met een juiste balans tussen bilaterale en geclearde swaps, en hopelijk in de toekomst ook een liquiditeitsfaciliteit waardoor pensioenfondsen (indirect) terecht kunnen bij de centrale bank, kan een hoop opgevangen worden.'

Creëert het opkoopbeleid van de centrale banken nog verstoringen of wellicht kansen?

'Ja, het opkoopprogramma van de ECB is een belangrijke reden geweest waarom de rentes op staatsleningen nog harder daalden dan de swaprentes. De vrees voor groeiende uitgifteprogramma's van overheden heeft ertoe geleid dat spreads de afgelopen tijd in tegengestelde richting hebben bewogen. Voor de dekkingsgraden van pensioenfondsen kunnen deze spreadbewegingen belangrijke consequenties hebben. De boodschap is dat met actief beleid op de spread tussen obligatie- en swapmarkten extra rendement kan worden behaald.

Meer in het algemeen zorgt het beleid van centrale banken natuurlijk voor een erg lage rente. Om de herstelkracht van pensioenfondsen te vergroten, zouden ze hierdoor wellicht meer naar risicovollere beleggingen als aandelen moeten alloceren, in welk geval met de aankoop van renteswaps de hedgeratio op peil wordt gehouden. Liquiditeitsrisico's nemen daardoor uiteraard wel verder toe. De vraag is ook wat de toekomst gaat brengen. In de VS liggen de treasury yields al veel langer boven de swaprentes. Dit zou in Europa eveneens kunnen gebeuren.'

Welke factoren spelen juist nu een rol bij de afdekking van het renterisico?

'Twee factoren die een belangrijke rol spelen, zijn enerzijds de stabiliteit in de correlatie of spreads tussen de obligatie- en swaprente en anderzijds de liquiditeit, ofwel het kunnen voldoen aan de margeverplichtingen, vooral in tijden van stress. Wij hanteren intern een raamwerk waarin Europese landen met elkaar worden vergeleken en waarbij landen met oplopende schulden minder gewicht krijgen in de LDI-portefeuille. Dit leidt ertoe dat er in rustiger tijden minder rendementsperspectief is, maar dat er in tijden van stress minder drawdowns en betere liquiditeit zijn. Overigens vinden we dat er een gezonde balans moet zijn tussen staatsleningen en swaps, hoe aantrekkelijk gewaardeerd de een of de ander op een bepaald moment ook is.'

Waar moeten we, tot slot, nog meer op letten?

'Er zitten nog diverse stukken regelgeving aan te komen, zoals de bilaterale uitwisseling van initial margin vanuit EMIR, waar nu voor bilaterale swaps nog alleen de uitwisseling van variation margin verplicht is. En natuurlijk is ook de transitie van rentebenchmarks in volle gang, van EONIA, LIBOR en EURIBOR naar alternatieven zoals €STR. Tot slot is er nog de Brexit, die van belang is omdat veel swaps via Londen worden verhandeld. Bij een harde Brexit zullen straks alle in Londen afgesloten swaps overgezet worden naar het continent, met een enorme papierwinkel tot gevolg. De Covid-19-pandemie zorgt overigens voor vertraging op veel dossiers.'

Eigenlijk is de nieuwe regelgeving niet zo heel spannend. De onzekerheid zit, mede door corona en de andere crises die daar nog op kunnen volgen, zoals een schulden- en eurocrisis, in hoe financiële markten zich gaan ontwikkelen. Daarbij vormen liquiditeit, en in het kielzog daarvan het kunnen voldoen aan marginverplichtingen, wat mij betreft het belangrijkste aandachtspunt. Cash is daarbij de enige échte vorm van liquiditeit, zo heeft de coronacrisis geleerd.' «



ERIK-JAN VAN DIJK