

Tijd om de matchingportefeuille ook voor inflatiebescherming in te zetten

DOOR HARRY GEELS

Pensioenfondsen moeten volgens Hanneke Veringa, Country Manager The Netherlands van AXA Investment Managers, veel meer kijken of ze het rendement-prijsverhouding van de portefeuille kunnen verbeteren door het relatief simpel uitruilen van beleggings-categorieën. De uitruil van gewone staatsleningen voor inflation-linked bonds in de matchingportefeuille is volgens haar een van de meest voor de hand liggende voorbeelden. Maar er zijn meerdere mogelijkheden.

Traditionele vormen van fixed income leveren te weinig op. Beleggers zijn op zoek naar alternatieven. Wat vindt u van innovaties als alternative fixed income?

‘Dat de vermogensbeheerwereld innoveert om oplossingen voor de lage yields te vinden, is een logische ontwikkeling. Wij hechten bij AXA Investment Managers ook veel waarde aan dergelijke innovatie. De beheerder die als eerste met een goed idee komt en ook de slagkracht heeft om daarmee de markt te laten bewegen, kan een beter rendement-prijsverhouding realiseren dan de beleggers die later aansluiten bij een reeds in gang gezette trend. Hoewel er regelmatig erg complex over institutioneel beleggen wordt gesproken, is het spel dat pensioenfondsen spelen in de basis eenvoudig. Namelijk – in het geval van obligaties – een zo hoog mogelijk rendement realiseren gegeven een bepaald kredietrisico en een bepaalde duration, rekening houdend met de dekkingsgraad. Gewoon je gezonde verstand gebruiken en tijdig innoveren kunnen daaraan een belangrijke bijdrage leveren.’

Tijdig beginnen met innoveren dus! Kunt u een voorbeeld geven?

‘Een mooi voorbeeld is senior secured debt, dat enkele jaren geleden alweer als veilig alternatief voor staatsleningen naar voren werd geschoven. Door de populariteit van de

De afweging zou nu moeten zijn om in plaats van in hypotheek in residential mortgage backed securities (RMBS) te beleggen.

afgelopen jaren zijn de spreads echter erg klein geworden, waardoor de rendement-prijsverhouding nu eigenlijk niet meer zo gunstig is. Bovendien is hier nog steeds sprake van een bepaald liquiditeitsrisico. Dat betekent dat de kans dat een pensioenfonds met een beleggingscategorie een beter rendement realiseert ten opzichte van peers op dezelfde kredietkwaliteit en duration, kleiner wordt. Zoals gezegd, de doelstelling van een institutionele belegger moet zijn om bij een vergelijkbaar kredietrisico of vergelijkbare duration een hoger rendement te behalen of voor een bepaald doelrendement het risicoprofiel te verbeteren, bijvoorbeeld door de kredietkwaliteit of de liquiditeit te verhogen. Een goed alternatief voor senior secured debt is nu private debt, dat iets minder goed verhandelbaar is, maar wel een aanmerkelijk hogere spread biedt bij een vergelijkbare kredietkwaliteit en vergelijkbare duration. De spread van private debt is nu zelfs tot wel drie keer hoger dan die van senior secured debt. Een ander voorbeeld is het beleggen in Nederlandse hypotheek. Tegenwoordig een populaire categorie, maar ook hier zijn de spreads hard gedaald. De afweging zou nu moeten zijn om in plaats van in hypotheek in residential mortgage backed securities (RMBS) te beleggen. Dat zijn dezelfde hypotheek die thans met een vergelijkbaar of zelfs hoger rendement een betere liquiditeit bieden en bovendien ook nog een rating hebben. Wij zijn momenteel erg positief over asset backed securities, waaronder RMBS, en dan vooral als alternatief voor of als aanvulling op een belegging in hypotheek.’

Maar hoe zit het dan met de investment beliefs van een pensioenfonds?

‘De investment beliefs gaan vaak hoog over. Moet de obligatieportefeuille simpel worden ingericht of mogen er ook complexe producten in zitten? Moet een bepaald deel

We denken dat pensioenfondsen meer met inflation linked bonds (ILB's) moeten doen.

van de portefeuille actief of passief ingevuld worden? Waar het in de praktijk om draait zijn vragen als wat de gemiddelde rating van de portefeuille is en wat daarop verdiend kan worden, hoe dit zich tot peers verhoudt en op welke wijze dit mogelijk verbeterd kan worden, eventueel met een nieuwe of innovatieve beleggingscategorie. In Nederland wordt altijd snel teruggegrepen op bijvoorbeeld het ALM-model. Past die nieuwe categorie daar wel in? En bij twijfels, moet er dan mogelijk een nieuwe ALM-studie worden gedraaid? Pensioenfondsen zouden veel praktischer en rationeler de ene vergelijkbare beleggingscategorie kunnen uitruilen tegen de andere als de duration en het kredietrisico vergelijkbaar zijn.'

Gelden die rationele vergelijkingen of het uitruilen ook voor zakelijke waarden?

'Ja, een mooi voorbeeld is de uitruil van beurs- en niet-beursgenoteerd vastgoed. Beide hebben op de lange termijn een vergelijkbaar rendement, maar bij beursgenoteerd vastgoed is het liquiditeitsrisico beduidend kleiner. De belegger weet ieder moment wat zijn vastgoed waard is. Bovendien is er frequenter uitgebreidere informatie beschikbaar. Beursgenoteerde vastgoedmaatschappijen moeten immers voldoen aan beursregels en periodiek aan verslaglegging doen. In ruil daarvoor moet de belegger overigens meer waardeschommelingen

in de portefeuille tolereren. Een andere afweging is die van high yield versus aandelen: de categorieën geven op de lange termijn een vergelijkbaar rendement, alleen heeft high yield een rating en een duration.'

Is er nog een interessante uitruil te maken met veilige staatsleningen die nu weinig opleveren?

'Ja, en hier hebben we recent de nodige aandacht voor gevraagd. We denken dat pensioenfondsen meer met inflation linked bonds (ILB's) moeten doen. Voor dezelfde kredietkwaliteit en duration als staatsleningen geven ILB's een vergelijkbare yield, alleen met de interessante toevoeging dat ze inflatiecompensatie bieden. In Nederland is altijd veel aandacht geweest voor de afdekking van het renterisico, maar het inflatierisico staat veel minder op de radar. Dat is opmerkelijk, want het is een van de belangrijkste risico's van een pensioenfonds. Een oplopende inflatie zet namelijk de indexatiekracht van een pensioenfonds onder druk. Het is dus een thema waar de fondsen zich mee bezig dienen te houden. Die onderbelichting van het inflatierisico heeft volgens mij drie oorzaken. Ten eerste heeft de regelgever het renterisico expliciet gedefinieerd. De stand van de rente komt rechtstreeks in de dekkingsgraad tot uiting. Dat geldt niet voor het inflatierisico. Ten tweede staat de rente historisch laag, hetgeen aan de bestuurstafels tot veel discussies over de toekomst van de rente heeft geleid. Ten derde waren, mede door die lage rente, de dekkingsgraden heel laag, waardoor pensioenfondsen vooral bezig waren met de vraag hoe kon worden voldaan aan de nominale verplichtingen. Het uit het oog verliezen van het inflatierisico was en is nog altijd zonde. Het is nog niet te laat, maar onze boodschap luidt wel: wees er snel bij, want de inflatie is nu nog laag en de verwachting is dat deze zal stijgen.'

Dus staatsleningen inruilen voor ILB's. Kunnen pensioenfondsen dat zomaar doen?

'Wij hebben onderzoek gedaan naar wat er bij zo'n uitruil met het risicoprofiel van een pensioenfonds gebeurt. En wat blijkt? Het risicoprofiel verandert hier niet of nauwelijks door. Als de helft van de staatsleningenportefeuille wordt omgezet naar ILB's dan worden de buffervereisten van DNB nauwelijks verhoogd. Vanuit ALM- en DNB-perspectief staat weinig een verschuiving naar ILB's dus in de weg. Meer in ILB's beleggen levert drie voordelen op. Ten eerste maken we expliciet hoeveel van het risicobudget er ingezet wordt om inflatie te hedgen. Dat kan met ILB's, omdat de inflatiecompensatie die ze bieden precies kan worden uitgerekend. Dat gaat veel moeilijker met andere instrumenten die ook een gedeeltelijke inflatiecompensatie kunnen bieden, zoals aandelen, vastgoed of grondstoffen. Ten tweede is bij veel pensioenfondsen die werken met een matching- en returnportefeuille de returnportefeuille relatief klein, omdat ze lage dekkings-



graden hebben. Daardoor biedt de returnportefeuille waarschijnlijk op de lange termijn te weinig rendement om bijvoorbeeld inflatiecompensatie te bieden of daarnaast nog iets extra's te kunnen doen. Door nu ILB's toe te voegen, kan niet alleen met de returnportefeuille, maar ook met de matchingportefeuille inflatiecompensatie worden nagestreefd. Er wordt als het ware een hulpmotortje voor dekking van het inflatierisico ingebouwd. Het derde voordeel is dat de rente en inflatie nu laag staan en in de toekomst eerder kans maken te stijgen dan te dalen. In geval van een stijging gaan ILB's meer rendement bieden dan gewone staatsleningen.'

De Nederlandse staat heeft geen ILB's uitgegeven. Verklaart dat wellicht ook het feit dat nog lang niet alle Nederlandse pensioenfondsen in ILB's beleggen?

'Wellicht speelt dat inderdaad, naast de drie eerder genoemde redenen, een rol. In Europa hebben vooral het VK en Frankrijk ILB's uitgegeven. Ook de VS heeft een grote ILB-markt. Duitsland heeft ook enkele leningen uitstaan. We raden aan het inflatierisico af te dekken met een 'global inflation'-mandaat en daarbij het valutarisico te hedgen. De ILB-markt is op dit moment groot en liquide genoeg. Pensioenfondsen die nu instappen, krijgen reële prijzen. Dat gezegd hebbende verdient het wel de aanbeveling dat de eurolanden, waaronder dus nadrukkelijk ook Nederland, meer ILB's gaan uitgeven, zeker als er meer pensioenfondsen in gaan beleggen. De reden waarom we in Nederland hebben gepleit voor meer ILB-uitgiften is dat er dan meer gelijkgeschakelde belangen tussen de overheid, spaarders en gepensioneerden ontstaan. Zo kunnen gepensioneerden toegang krijgen tot de Nederlandse inflatie. Het is opmerkelijk dat pensioenfondsen moeten dealen met een door de overheid bedacht complex regelkader, maar dat ze aan de andere kant van diezelfde overheid niet de simpele en doeltreffende beleggingsoplossingen, zoals ILB's, krijgen aangereikt.'

Moet er actief in ILB's worden belegd of kan dat ook passief?

'Wij raden aan om actief te beleggen in ILB's. Er kunnen bijvoorbeeld ook inflation swaps ingezet worden. Die kunnen bij tijd en wijle gunstiger geprijsd zijn dan de ILB's zelf. Daarnaast spelen relatieve waarde, liquiditeit en transactiekosten van de instrumenten een rol. Omdat het om grote bedragen gaat, moet er goed op transactiekosten worden gelet. Ook kunnen rente- en inflatie-instrumenten gecombineerd worden ingezet. Vaak wordt er actief per duration bucket gekeken welke instrumenten het beste kunnen worden ingezet. AXA Investment Management heeft, met een staat van dienst van meer dan vijftienvintig jaar in de ILB-markt, bewezen waarde toe te kunnen

voegen. Wij beheren nu meer dan € 19 miljard in ILB's, waarvan een belangrijk deel voor de AXA Group, die vergelijkbare issues heeft als de Nederlandse pensioenfondsen. De groep heeft voor eigen boek recent besloten de allocatie naar ILB's te verhogen, omdat er meer inflatie wordt verwacht.' «



CV

Hanneke Veringa is sinds augustus 2006 werkzaam bij AXA Investment Managers (AXA IM) als Country Manager The Netherlands. Voordat zij bij AXA IM in dienst trad was Veringa werkzaam bij ABN Amro Asset Management, als Senior Manager International Branches bij ING Investment Management en als Business Manager Financial Markets bij ING Barings. Zij begon haar carrière bij Deutsche Bank in Duitsland. Veringa was ook vier jaar als docent verbonden aan de Finance & Investments afdeling van de Erasmus Universiteit in Rotterdam. Veringa heeft een Master in Business Economics van de Rijksuniversiteit Groningen en een MBA in Finance and Information Technology van de Erasmus Universiteit Rotterdam en Columbia Business School.