

Verbeter de matching met Enhanced LDI

AUTEURS



Jeroen van Bezooijen
Hoofd EMEA Client Solutions



Patrick Dunnewolt
Hoofd Benelux & Nordics

Pensioenfondsen hebben een matching dilemma: Een groot deel van hun vermogen wordt in langlopende obligaties en swaps belegd om rente-risico af te dekken en de VEV binnen de perken te houden. Maar de yields op deze beleggingen liggen op historisch lage niveaus van 1-1,5%. Dit betekent dat het passief aankopen van deze instrumenten er op neerkomt dat je voor decennia een negatief reëel rendement vastlegt op een groot deel van je portefeuille.

Met actief beheer kun je betere resultaten bereiken. Onze Enhanced LDI-mandaten hebben het over de afgelopen 10+ jaar tussen de 0,5 en 1,5 procentpunten beter gedaan per jaar dan een passieve aanpak. In de huidige omgeving van lage rentes maakt dat een enorm verschil.

Maar, zullen velen zich afvragen, kan Enhanced LDI systematisch extra rendement genereren? Voegt dat geen risico toe aan het (matching)deel van onze portefeuille dat juist bedoeld is om risico te reduceren? En actief management hoort toch in de return- en niet in de matchingportefeuille thuis?

Onze ervaring is dat het mogelijk is systematisch alpha toe te voegen in LDI- en andere vastrentende portefeuilles; en dat Enhanced LDI weinig tot geen risico toevoegt aan de matchingportefeuille. Het maakt het zelfs mogelijk om asset-liability risico's te verlagen. Daarnaast zijn er unieke mogelijkheden om waarde toe te voegen aan LDI-portefeuilles op een manier die niet geïmplementeerd kan worden in de returnportefeuille. Enhanced LDI kan dus niet vervangen worden door actiever te beleggen in de returnportefeuille.

IS HET MOGELIJK SYSTEMATISCH WAARDE TOE TE VOEGEN AAN EEN MATCHINGPORTEFEUILLE?

Ja, onze ervaring is dat dit kan. Obligatiemarkten zijn inefficiënt, veel inefficiënter dan bijvoorbeeld aandelenmarkten. Hierdoor is het mogelijk om structureel extra rendement te verdienen op een matchingportefeuille. Daar zijn een aantal redenen voor, bijvoorbeeld dat ongeveer de helft van de participanten in vastrentende markten geen winstoogmerk heeft. Denk bijvoorbeeld aan centrale banken. Actieve beheerders kunnen hiervan profiteren, en hebben daardoor historisch gemiddeld genomen hun benchmarks verslagen. Dit in tegenstelling tot actieve aandelenmanagers, die gemiddeld genomen de markt niet verslaan.

Een goed voorbeeld is prijsvorming in Bund-futures. Op het moment zijn, mede door het 'Quantitative Easing'-beleid van de Europese Centrale Bank, Bunds goedkoper in de futures dan in de fysieke markt. Een actieve manager kan hiervan profiteren en 0,2-0,5% extra rendement halen, door Bunds niet fysiek maar via de futures markt aan te houden: dezelfde positie, maar meer rendement.

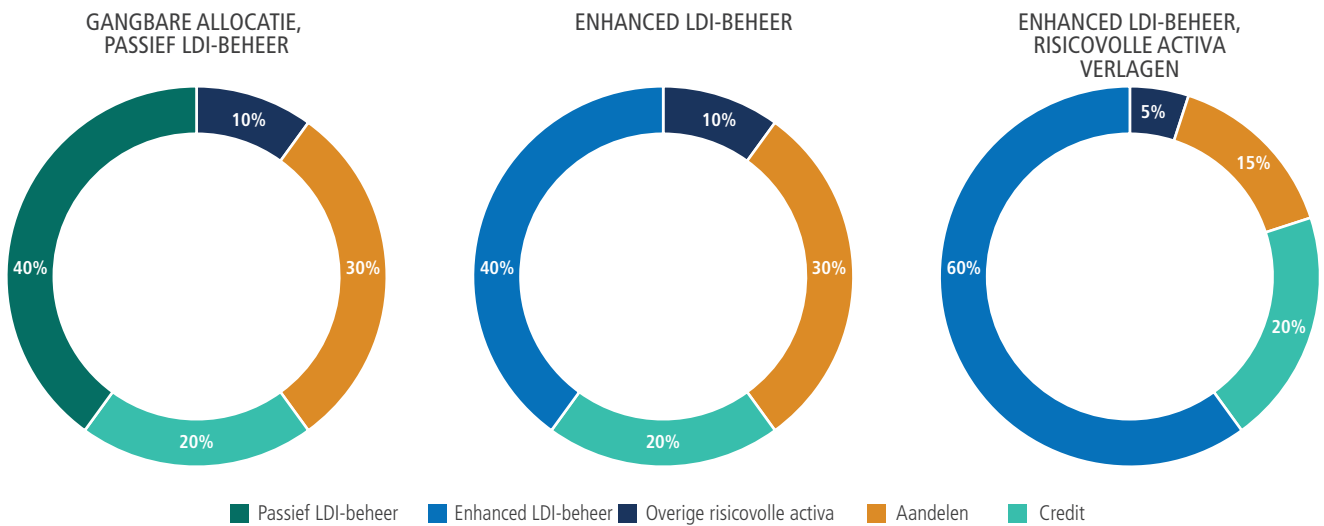
Andere bronnen van extra rendement zijn bijvoorbeeld inefficiënties rond emissies van nieuwe obligaties (en er zijn veel meer obligatie- dan aandelenemissies) en benchmark herbalancerings.

VOEGT ENHANCED LDI GEEN RISICO TOE AAN HET (MATCHING) DEEL VAN DE PORTEFEUILLE DAT JUIST RISICOREDUCTIE BEOOGT?

Nee. Ook van Enhanced LDI-portefeuilles blijft het primaire doel verplichtingen afdekken. In onze mandaten is rente daarom altijd de dominante risico-positie en zal de duratie

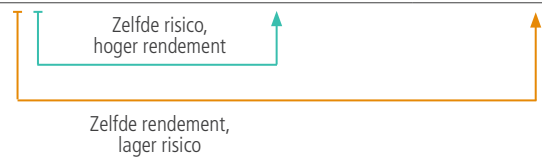
van de portefeuille nooit veel afwijken van de verplichtingen. Maar daarnaast is het mogelijk extra rendement te generen met een breed scala aan relatief kleine, gediversifieerde posities. Deze aanpak heeft tot gevolg dat de correlatie tussen onze LDI-alpha en de rest van de portefeuille laag is, zodat het rendement op de matchingportefeuille verhoogd kan worden met weinig of geen gevolgen voor het risico op fondsniveau. Het maakt het zelfs mogelijk om asset-liability risico's te verlagen door meer in matching, en minder in de return-portefeuille te beleggen, zonder rendement op te geven.

Enhanced LDI kan extra rendement genereren met weinig of geen gevolgen voor het risico op fondsniveau



	Beoogde rendement	Gangbare allocatie passief LDI-beheer	Enhanced LDI-beheer	Enhanced LDI-beheer risicovolle activa verlagen
Passief LDI-beheer	1.00%	40%		
Enhanced LDI-beheer	2.00%		40%	60%
Credit	1.50%	20%	20%	20%
Aandelen	4.00%	30%	30%	15%
Overige risicovolle activa	3.50%	10%	10%	5%
Totaal		100%	100%	100%

Beoogde rendement	2.3%	2.7%	2.3%
Mismatchrisico	8.0%	8.1%	5.8%



Bron: PIMCO
Voorbeeld alleen ter illustratie.

Het bovenstaande diagram illustreert dit. We gaan hierbij uit van de gemiddelde beleggingsmix van Nederlandse pensioenfondsen, met een afdekdoelstelling van 60% van de verplichtingen. Wij schatten de dekkingsgraad-volatiliteit op 8,0%, uitgaande van een passieve LDI-portefeuille. Als wij de passieve portefeuille vervangen met ons LDI track record, dan neemt de totale volatiliteit marginaal toe tot 8,1%. Maar daarbij gaat het verwachte rendement wel met 0,4% omhoog, uitgaand van een Matching allocatie van 40% en 1% alpha. Dus meer rendement, voor een marginale risicoverhoging.

Maar dit hogere rendement op de matchingportefeuille kan ook gebruikt worden om minder in de returnportefeuille te beleggen. Het extra rendement dat je op de matching maakt, hoef je niet meer op de returnportefeuille te verdienen. Dat betekent dat je meer in matching en minder in return kunt beleggen. Een meevaller in een tijd van lage credit spreads en hoge aandelenwaarderingen. Ons diagram laat zien dat 20% verschoven kan worden van return naar matching, wat het risico verlaagt van 8,0% naar 5,8%. Het komt paradoxaal over, maar Enhanced LDI beheer betekent in dit geval dus minder risico.

KAN HET ACTIEF BEHEER NIET IN DE RETURNPORTEFEUILLE INGEPAST WORDEN?

Nee. Vaak zijn de alpha-mogelijkheden uniek voor de LDI-portefeuille en kunnen de actieve posities niet in de returnportefeuille ingenomen worden. In sommige gevallen is

dat technisch onmogelijk. Zo kan je alleen Bunds vervangen door goedkopere Bund-futures als je Bunds in de portefeuille hebt. In matchingportefeuilles zijn vaak Bunds opgenomen, in returnportefeuilles normaal gesproken niet. Door het actieve risico breder in te zetten, verbetert het risico-rendementsprofiel van de totale portefeuille.

In andere gevallen zijn de posities alleen de moeite waard in een matching context. Een covered bond levert bijvoorbeeld een paar tienden van een procent extra yield op ten opzichte van een vergelijkbare staatsobligatie, voor weinig additioneel risico. Dat is de moeite waard in een laag renderende matchingportefeuille. Maar het is natuurlijk niet zinvol om in een returnportefeuille bijvoorbeeld aandelen of credit te vervangen door covered bonds. Dat kost namelijk rendement.

TOT SLOT

De strikte opsplitsing van pensioenportefeuilles in return en matching, waarbij matching puur en alleen op rente-afdekking gericht is, is ons inziens niet optimaal. Er zijn vele mogelijkheden om extra waarde toe te voegen aan LDI, zonder dat het risico op fondsniveau significant verandert. Door de matchingportefeuille harder te laten werken, creëer je een bredere rendementsbasis voor je portefeuille. Dit resulteert in een robuustere beleggingsstrategie en betere mogelijkheden om pensioenambities waar te maken. Welke bestuurder kan daar nu tegen opteren?

Alle beleggingen houden risico's in en kunnen in waarde dalen. Aan beleggen op de **obligatiemarkt** zijn risico's verbonden, waaronder het markt-, rente-, emittent-, krediet-, inflatie- en liquiditeitsrisico. De waarde van de meeste obligaties en obligatiestrategieën wordt beïnvloed door rentewijzigingen. Obligaties en obligatiestrategieën met een langere looptijd hebben in de regel een hogere rentevoeligheid en zijn volatieler dan schuldpapier met een kortere looptijd; meestal dalen de obligatiekoersen als de rente stijgt, en het huidige klimaat van lage rente verhoogt dit risico. **Aandelen** kunnen in waarde dalen als gevolg van zowel reële als vermeende omstandigheden op de markten in het algemeen, in de economie en in de industrie. Beleggen in **buitenlandse effecten en/of effecten die in een vreemde valuta luiden**, kunnen een hoger risico met zich meebrengen vanwege wisselkoersschommelingen en vanwege economische en politieke risico's die in **opkomende markten groter kunnen zijn**. De **kredietkwaliteit** van een bepaald effect of een groep effecten vormt geen garantie voor de stabiliteit of veiligheid van de totale portefeuille.

Hypothetische voorbeelden dienen uitsluitend ter illustratie. Hypothetische en gesimuleerde voorbeelden kennen veel intrinsieke beperkingen en zijn veelal gebaseerd op achteraf verkregen inzichten. Er treden vaak grote verschillen op tussen gesimuleerd en gerealiseerd rendement. Er zijn veel factoren met betrekking tot de markt in het algemeen en de uitvoering van een bepaalde beleggingsstrategie in het bijzonder waarvan de juistheid niet gegarandeerd kan worden ten tijde van het berekenen van het gesimuleerde rendement. Al deze factoren kunnen het gerealiseerde rendement negatief beïnvloeden. PIMCO verklaart niet dat rekeningen, producten of strategieën (waarschijnlijk) zullen leiden tot winsten, verliezen of resultaten die vergelijkbaar zijn met de weergegeven resultaten. Alfa is een naar risico gewogen maatstaf voor rendement die wordt berekend door de volatiliteit (prijsrisico) van een portefeuille te vergelijken met het naar risico gewogen rendement ten opzichte van een benchmark; alfa is het positieve rendementsverschil ten opzichte van de benchmark. De informatieratio is de ratio van enerzijds het positieve rendementsverschil tussen een portefeuille en zijn benchmark en anderzijds de volatiliteit van dat rendement. De tracking error meet de spreiding of volatiliteit van het positieve rendementsverschil ten opzichte van een benchmark.

Er is geen garantie dat deze beleggingsstrategieën onder alle marktomstandigheden werken of geschikt zijn voor alle beleggers; iedere belegger moet zelf beoordelen of hij in staat is om op lange termijn te beleggen, met name in perioden van een dalende markt. Deze publicatie is niet bedoeld en dient niet te worden gebruikt als boekhoudkundig, juridisch of fiscaal advies. Wij onderzoeken u daarvoor uw belasting- of juridisch adviseur te raadplegen.

Dit materiaal bevat de opinies van de beheerder, die zonder voorafgaande kennisgeving kunnen veranderen. Dit materiaal wordt uitsluitend ter informatie verspreid. Voorspellingen, ramingen en bepaalde informatie in dit document zijn gebaseerd op eigen onderzoek en mogen niet als beleggingsadvies of een aanbeveling van een bepaald effect, een bepaalde strategie of een specifiek beleggingsproduct worden beschouwd. Het is niet mogelijk om rechtstreeks in een niet-beheerde index te beleggen. De informatie in dit document is afkomstig van bronnen die als betrouwbaar gelden, maar daarvoor wordt geen garantie afgegeven.

PIMCO verleent uitsluitend diensten aan erkende instellingen en gekwalificeerde beleggers. Dit is geen aanbod voor personen in een rechtsgebied waar dit onwettig dan wel niet toegelaten is. | **PIMCO Europe Ltd** (ondernemingsnummer 2604517) en PIMCO Europe Ltd - Italy (ondernemingsnummer 07533910969) zijn erkend door en staan onder het toezicht van de Financial Conduct Authority (25 The North Colonnade, Canary Wharf, London E14 5HS) in het Verenigd Koninkrijk. De filialen in Italië staan bovendien onder het toezicht van de Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) in overeenstemming met artikel 27 van de Italiaanse CONSOB-wet. De diensten van PIMCO Europe Ltd zijn alleen beschikbaar voor professionele cliënten als bedoeld in het Financial Conduct Authority's Handbook en zijn niet beschikbaar voor individuele beleggers, die zich niet moeten verlaten op deze mededeling. | Niets in deze publicatie mag in welke vorm dan ook worden gereproduceerd, noch mag ernaar worden verwezen in andere publicaties, zonder uitdrukkelijke schriftelijke toestemming. PIMCO is in de Verenigde Staten en wereldwijd een handelsmerk van Allianz Asset Management of America L.P. © 2019, PIMCO.

Londen

PIMCO Europe Ltd
11 Baker Street
London W1U 3AH, England
+44 20 3640 1000

Hongkong

Milaan

München

Newport Beach Californië (hoofdkantoor)

New York

Rio de Janeiro

Singapore

Sydney

Tokio

Toronto

Zürich

nl.pimco.com