

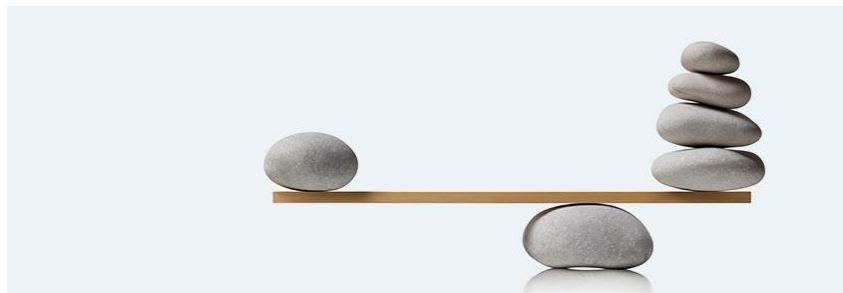
Asset Liability Management; een nuttig instrument voor de lange termijn belegger

Door Ralph van Daalen, 26/11/2015.

Asset Liability Management – afgekort ALM, niet te verwarren voor de afkorting AML, wat staat voor Anti Money Laundering – is in de institutionele vermogensbeheerwereld een veelgebruikt hulpmiddel bij het samenstellen van de strategische beleggingsportefeuilles. Pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen maken en masse gebruik van dergelijke studies, die in de regel een horizon kennen van 15 tot 30 jaar. In deze notitie gaan wij dieper in op de betekenis van deze lettercombinatie, wat erbij komt kijken en hoe het gebruikt kan worden. Ook trachten wij een brug te slaan van het gebruik voor institutionele beleggers, naar het gebruik voor een breder publiek.

Zoals de term al suggereert, gaat ALM in op het beheer of Management van zowel Assets (beleggingen), als Liabilities (verplichtingen). Het woord ‘zowel’ is daarin erg belangrijk, omdat het aangeeft dat het hier het *integrale* beheer van de balans betreft. Een tweede dimensie is vervolgens dat ALM zich niet beperkt tot het hier en nu, maar gegeven de hierboven geschetste horizon, de balansgevoeligheden in kaart brengt op de middellange, lange en soms zelfs ultralange horizon. Het is een hulpmiddel voor het optimaliseren van het beleggingsbeleid, dat vaak ten doel staat van het doen van toekomstige uitkeringen en / of uitgaven.

Een veel gehoorde kritiek op ALM is “garbage in, garbage out”, ofwel, “wat je erin stopt, komt er ook weer uit”. In zekere zin is dat ook zo, maar het dekt zeker niet de lading. Het zorgvuldig bepalen van de input is cruciaal voor de



kwaliteit van de uitkomsten, waarbij de gebruiker zichzelf vooraf ook vooral de vraag dient te stellen waarom het überhaupt een ALM-studie uitvoert?

Pensioenfondsen zijn zonder uitzondering lange termijn beleggers. In eerdere notities hebben wij al eens geschetst dat een duratie (of gemiddelde, rentegewogen looptijd) van hun verplichtingen al snel zo’n 25 (jaar) bedraagt. Besturen van pensioenfondsen krijgen normaliter van hun sociale partners de opdracht om een pensioenregeling uit te voeren. Daartoe staan hen verschillende sturingsinstrumenten tot hun beschikking; een premiebeleid, een toeslagen- of indexatiebeleid en een beleggingsbeleid. De premie dient een correcte weergave te zijn van de contante waarde van de jaarlijkse pensioenopbouw, aangevuld met een opslag voor uitvoeringskosten en een opslag gelijk aan de vereiste dekkingsgraad. De premies worden vervolgens belegd, met een bepaalde risicohouding, die aansluit bij de toeslag- of indexatieambitie van het pensioenfonds in kwestie. Het toeslagen- of indexatiebeleid is vervolgens een instrument dat ervoor dient te zorgen dat de eventueel beschikbare middelen voor indexatie evenwichtig door de tijd heen en over verschillende generaties uitgesmeerd worden.

Een Asset Liability Management studie is bij uitstek het instrument waarbij alle bovenstaande elementen bijeenkomen en waarin op basis van *stochastische* economische scenario’s een kansonzeker beeld van de toekomst(ige financiële positie van het pensioenfonds) geschetst wordt.

Een ALM-model beschikt in de regel over 2 belangrijke invoerstromen; allereerst de informatie omtrent de verwachte verplichtingen. Dat kunnen verwachte pensioenverplichtingen zijn, die in sommige (theoretische) gevallen decennia ver in de toekomst kunnen liggen, maar ook verwachte schade-uitkeringen, daar waar het een schadeverzekeraar betreft. Dergelijke informatie wordt over het algemeen tot stand gebracht door een actuaaris. Een actuaaris – of verzekeringswiskundige – beschikt ingeval van een pensioenfonds over een deelnemersbestand op enig moment en over een set met overgangskansen. Die laatste bestaat uit overlevingskansen, ontslagkansen, arbeidsongeschiktheidskansen (de zogenaamde schadekansen), gehuwdheidsfrequenties en de verwachte salarisstijgingen. Het deelnemersbestand wordt gegroepeerd naar geslacht en geboortjaar en er worden salarissen en opgebouwde aanspraken in opgenomen. Er wordt dus ook ‘gediscrimineerd’ naar geslacht, daar waar dat in de (levens)verzekeringswereld niet is toegestaan. Met al deze inputvariabelen – in combinatie met de geldende pensioenregeling – stelt de actuaaris een verwacht verloop van de toekomstige pensioenverplichtingen samen.

Een voorbeeld; een mannelijke deelnemer is bij aanvang actief (dus niet slapend, of gepensioneerd), maar loopt al meteen in het eerste jaar van de projectie het risico om of te overlijden, om met ontslag te gaan of ontslagen te worden, of om arbeidsongeschikt te raken. In alle andere gevallen, blijft de deelnemer ‘gewoon’ actief deelnemen aan de pensioenregeling.

In het eerste geval (overlijden), wordt aan de hand van de gehuwdheidsfrequentie een nabestaandenpensioen toegekend en verandert in de regel ook het geslacht van de betreffende deelnemer (de man komt te overlijden en dus krijgt het pensioenfonds daar een vrouwelijke, gepensioneerde deelnemer voor terug) en wordt er al dan niet gecorrigeerd voor de leeftijd (in dit geval een verlaging, omdat in de regel de vrouw iets jonger is dan de man, binnen een huwelijk of geregistreerd partnerschap).

Ingeval van ontslag, wordt er een aanname gedaan over een eventuele waardeoverdracht, over de vervangingsfrequentie en over de vervangingsleeftijd. In bepaalde sectoren worden ontslagen medewerkers, of medewerkers die uit vrije wil vertrekken, niet meer vervangen, of slechts in beperkte mate. Bovendien kan het beleid zijn van de onderneming dat de werkgever alleen nog maar schoolverlaters aanneemt. Allemaal zaken die op lange termijn van invloed zijn op de hoogte van de toekomstige pensioenverplichtingen.

Ingeval van arbeidsongeschiktheid, wordt de pensioenopbouw in veel gevallen doorgezet, maar wordt er geen premie meer ontvangen, maar dient de actieve deelnemer wel vervangen te worden.

Al met al dus een complex geheel aan berekeningen, om uiteindelijk te komen tot een verwachting rondom toekomstige pensioenverplichtingen. Omdat de variabiliteit van bovengenoemde schadekansen, gehuwdheidsfrequenties en salarisstijgingen zich binnen een onderneming of sector over het algemeen redelijk goed laat voorspellen, wordt dit gedeelte vaak *deterministisch* ingestoken. Dat wil zeggen dat er geen rekening gehouden wordt met eventuele afwijkingen ten opzichte van deze verwachte kansen.

U kunt zich wellicht voorstellen dat bovenstaande voorbeeld van een pensioenfonds (in feite een levensverzekeraar), in aangepaste vorm ook opgaat voor een schade- of zorgverzekeraar. De kansen zijn anders en de uitkeringen ook, maar in de basis wordt hetzelfde soort projecties gemaakt.

De tweede invoerstroom betreft de economische variabelen. Omdat deze veel onzekerder zijn, wordt deze module *stochastisch* ingestoken. Dat wil zeggen dat er met “kansonzekerheid” rekening wordt gehouden; een aandelenportefeuille levert niet jaar in jaar uit 7% rendement op, maar in het ene jaar is dat 4% en in het andere 10%. Een jaar later een min van 5%, om weer een jaar later 19% te genereren. Gemiddeld genomen 7%, maar dus zeker geen garanties van jaar tot jaar. Bovendien wordt er niet uitgegaan van één meerjarige prognose, maar van een veelvoud daarvan. De aanpakken lopen uiteen, maar tenminste 1.000 prognoses per jaar zijn eerder regel dan uitzondering. In combinatie met een horizon van 15 jaar, resulteert dat dus in bijvoorbeeld 15.000 schattingen voor het rendement op aandelen. Al naar gelang het toelaatbare beleggingsuniversum, worden er voor een groot aantal beleggingscategorieën dergelijke projecties gemaakt.

Het zijn vervolgens de uitslagen rondom een gemiddelde, die de volatiliteit bepalen. En hoe onzekerder de rendementen van een beleggingscategorie, hoe groter deze afwijkingen. De prognose beperkt zich voorts niet tot rendementen, maar betreft tevens economische ‘fundamentals’. De rente is er zo één, net als de inflatie. De rente wordt voorts opgeknipt in een reële rente (vaak gezien als indicatie voor de economische groei) en de nominale rente. Inflatie valt uiteen in verwachte prijs- en looninflatie. Vervolgens worden risicopremies geprojecteerd, die samen met de projecties van de nominale rente, resulteren in verwachte rendementen op beleggingscategorieën.

Samengevat: de analyse begint grofweg met een verwachting van de reële rente. Daarbij wordt de inflatieverwachting opgeteld, alsmede een inflatierisicopremie, om te komen tot de verwachte nominale (risicovrije) rente. Vervolgens worden daar allerhande aandelenrisico- of kredietrisicopremies bij opgeteld, om te komen tot verwachte rendementen op de betreffende categorieën. Daarbij dient benadrukt te worden dat het doel allerminst is om de toekomst te voorspellen. ALM dient ingezet te worden als hulpmiddel en dient handvatten en inzichten aan te reiken voor de strategische asset allocatie, zonder de pretentie te hebben om absolute waarheden te verkondigen.

Het blijft echter niet bij verwachte rendementen. Risico's en correlaties zijn immers minstens even belangrijk. Met risico's bedoel ik de eerder genoemde standaarddeviaties (ofwel de verwachte afwijkingen van het gemiddelde verwachte rendement). De correlaties (of onderlinge samenhang) zijn belangrijk in het streven naar een gespreide portefeuille. Deze inputvariabelen worden in de regel ontleend aan de markthistorie, waarbij soms een zwaarder gewicht wordt toegekend aan de recente historie.

In deze fase van de studie is het als eindgebruiker belangrijk om betrokken te zijn. Immers in deze fase kun je als belegger op je klompen aanvoelen dat als je bijvoorbeeld modelleert dat direct vastgoed een heel hoog rendement op zal leveren, met een relatief beperkt risico en dat deze categorie ook nog eens een lage correlatie vertoont met andere categorieën, dat dan deze belegging oververtegenwoordigd zal zijn in de uiteindelijke optimale portefeuille(s). Het is zaak daarvoor te waken, door goed en grondig de uitgangspunten vast te stellen, liefst zo min mogelijk doorspekt met allerhande visies en tevens gebaseerd op passief beheer van de categorieën (indien mogelijk). Daarom ook dat er vaak een beroep wordt gedaan op benchmarkinformatie.

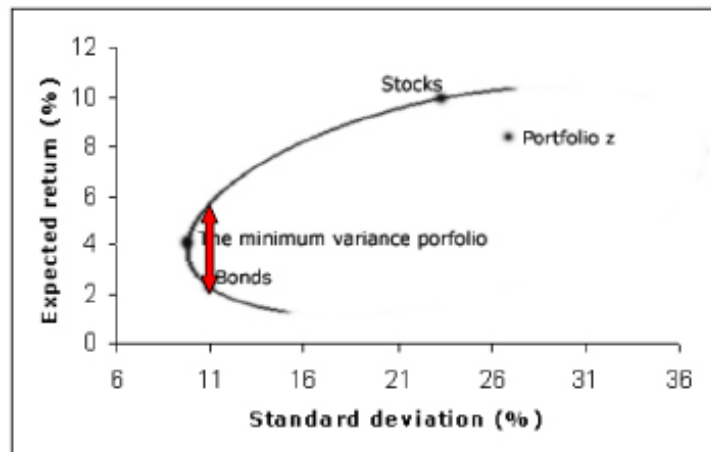
Zoniet moeilijker is het voor institutionele beleggers om een renteverwachting te formuleren. Omdat institutionele pensioen- en verzekeringsverplichtingen gewaardeerd worden op basis van marktrente, is dat ook meteen het grootste balansrisico dat beheer(st)(d) dient te worden. Een eventuele verwachte stijging van de rente, zal van grote invloed zijn op de uiteindelijke optimale vormgeving van het beoogde strategische beleggingsbeleid. Daarom wordt vaak de stelling

aangehangen dat ‘de huidige rentestand de beste voorspeller van de toekomst is’ en er in de modellering dus geen stijging, of daling van de rente wordt doorberekend.

Om de besluitvorming niet louter op te hangen aan één enkel (weliswaar) stochastisch basisscenario, is er de afgelopen jaren in toenemende mate geïnvesteerd in scenarioanalyses. In dergelijke ‘Wat, als ...’ scenario’s wordt de gevoeligheid van de balans van het pensioenfonds, of van de verzekeringsmaatschappij geanalyseerd in scenario’s als deflatie, stagflatie, of wordt een historische economische crisis nagebootst. Het doel daarbij is om te onderzoeken hoe groot de gevoeligheid voor dergelijk economisch onheil is en om te bezien of er een beleggingsbeleid is dat in dergelijke scenario’s beter ‘overeind blijft’ dan een andere beleidsvorm. Robuustheid van het beleggingsbeleid is waar naar gezocht wordt.

Ongemerkt zijn we in het voorgaande al overgegaan op de uitkomsten van het feitelijke ALM-model. Enigszins gechargeerd kun je dit vergelijken met een trechter, waarin de actuariële invoer samenkomt bij de economische invoer. Daarbij worden dan ook – ingeval van een pensioenfonds – het geldende premie- en toeslagenbeleid gemodelleerd alsmede varianten voor het beleggingsbeleid, om uiteindelijk te komen tot uitkomsten voor wat betreft de financiële positie van het pensioenfonds (lees de verwachting omtrent de dekkingsgraad), de verwachte premie voor de werkgever en werknemers (indien die afhankelijk is van de financiële positie en / of economische situatie), maar vooral ook de toeslag- of indexatie-resultaten.

Afhankelijk van de risicobereidheid of het risicobudget van het bestuur van een pensioenfonds of verzekeringsmaatschappij, worden de relevante afwegingen gemaakt. Een risicovoller beleggingsbeleid kan wellicht leiden tot een betere financiële positie en gemiddeld genomen betere indexatie-



resultaten en een lagere premie, maar kan in tijden van aanhoudende economische neergang ook leiden tot het versneld afstempelen van opgebouwde pensioenaanspraken. Een zeer defensief beleid daarentegen kan ertoe leiden dat de deelnemers niet of nauwelijks uitzicht hebben op enige vorm van indexatie. Het zijn dit soort afwegingen die gemaakt worden binnen besturen van pensioenfondsen. Een plaatje zoals hierboven geschetst kan daarbij erg nuttig zijn. Het toont een zogenaamde efficiënte grenslijn (de kromme); alle portefeuilles op deze lijn zijn tot stand gekomen na een optimalisatieproces en zijn optimaal in die zin dat ze bij het getoonde risico – op de horizontale as – de beste verhouding tussen rendement en risico opleveren. Afhankelijk van de risicobereidheid van de belegger – die bij wijze van spreken een punt op de horizontale as kan prikken – hoort daar een optimale portefeuille bij. Uit bovenstaande plaatje wordt tevens duidelijk dat een portefeuille met alleen aandelen (‘Stocks’) een hoger verwacht rendement oplevert dan aan een portefeuille met louter obligaties (‘Bonds’). Laatstgenoemde portefeuille is bovendien inferieur, omdat er tevens een samengestelde portefeuille is die bij hetzelfde risico, een hoger verwacht rendement oplevert (aangeduid met de rode pijl).

Door al in de ALM-studie rekening te houden met klantspecifieke criteria, kan bovenstaande generieke grenslijn, verder verfijnd worden voor de betreffende belegger. Door bijvoorbeeld bepaalde beleggingen wel of niet mee te nemen, of door uit te gaan van minimale gewichten voor

een beleggingscategorie, kan bovenstaande grenslijn voor elke belegger op basis van zijn of haar eigen richtlijnen, gespecificeerd worden en dienen als ondersteuning bij de uiteindelijke besluitvorming.

Vergelijkbare situaties met pensioenfondsen, komt men tegen bij (schade)verzekeraars. Daar zijn de verplichtingen over het algemeen korter, maar zijn de solvabiliteitseisen strenger en is er vaak ook nog een winst- en verliesrekening waarmee rekening gehouden dient te worden. Maar ook in die situaties wordt er door de directie van de verzekeraar in kwestie een afweging gemaakt tussen risico en rendement en de gevolgen die beiden hebben op de onderliggende balans.

Asset Liability Management is een nuttig hulpmiddel bij het samenstellen van het meerjarige strategische beleggingsbeleid. Onderzoek wijst immers uit dat deze keuzes zo'n 80% van het uiteindelijke rendement bepalen. Waar veel beleggers dus aan voorbij gaan, is dat de keuze voor actief of passief beheer, of een verdere verfijning binnen een bepaalde beleggingscategorie, uiteindelijk maar een beperkte bijdrage levert aan het totale rendement. In dit document is ALM toegelicht aan de hand van een pensioenfonds. ALM wordt in de financiële wereld echter op veel meer plekken toegepast; bij verzekeraars en banken bijvoorbeeld. In de particuliere en / of familiale sfeer zou een ALM-studie wellicht ook uitkomst kunnen bieden. Het is daarbij zaak om een balans vast te stellen, met enerzijds de beleggingsportefeuille en anderzijds de verplichtingen. Die kunnen voor een individu eenduidig zijn, bijvoorbeeld een jaarlijkse uitkering ten behoeve van pensioen, of bijvoorbeeld een periodieke schenking. Dan is het voorts belangrijk om te bepalen hoe hoog de risicobereidheid is. Die zal onder andere afhangen van de leeftijd / levensfase, maar ook van het surplus waarover men beschikt ten opzichte van de geschatte verplichtingen.

Inzicht in het toekomstige uitgavenpatroon is derhalve cruciaal. Dat, in samenhang met een economische verwachtingen, stelt ons in staat om toekomstprojecties van de financiële positie te maken, op basis waarvan de belegger voorts inzicht krijgt en de relevante afwegingen kan maken voor zijn of haar beleggingsportefeuille. Bij Andreas Capital moedigen wij onze klanten dan ook aan om een dergelijke inschatting te maken. Hoe ziet het toekomstige uitgavenpatroon er naar verwachting uit? Welk deel van het vermogen is daarvoor bestemd? Andreas Capital is uniek in het toepassen van institutionele technieken bij het vormgeven van het strategische beleggingsbeleid voor haar cliënten. Daar hoort wat ons betreft een ALM-aanpak bij.

Andreas Capital is een betrokken vermogensbeheerder die graag met u meedenkt over deze zoektocht naar het optimale strategische beleggingsbeleid. Op het gebied van vermogensbeheer leveren wij maatwerk in een geïntegreerde totaalaanpak. Zo stellen wij in gezamenlijkheid de randvoorwaarden voor het portefeuillebeheer met u vast. Waarom? Omdat ons commitment precies hetzelfde is als het uwe.

Disclaimer:

All opinions and estimates expressed in this document are subject to change without notice. This document does not purport to be impartial research and has not been prepared in accordance with legal requirements designed to promote the independence of investment research, and is as such not subject to any prohibition. Andreas Capital S.A. does not accept any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from the use of this document. This document is for information purposes only and is not, and should not be construed as, an offer to buy or sell any securities or related derivatives, invest in any funds, or enter into any transaction with Andreas Capital S.A or any of its affiliates. The information contained in this document has been compiled from sources believed to be reliable, and is published for the assistance of the recipient, but is not to be relied upon as authoritative or taken in substitution for the exercise of judgement by the recipient.