

Samenvatting van RBA-scriptie: Performance attribution voor reserve- beheer met bevroren posities

Auteur

Ted Heemskerck¹

Het onconventionele monetair beleid van centrale banken in de vorm van de *Asset Purchase Programmes* kan impact hebben op het investeringsuniversum van het reservebeheer. Omdat monetair beleid prioriteit heeft, kan worden besloten om assets voor het reservebeheer te bevriezen, waarmee wordt bedoeld dat zij geen aan- of verkopen meer mag verrichten in bepaalde marktsegmenten. Het bevriezen van posities heeft impact op de keuzevrijheid van het reservebeheer en moet dus ook worden meegenomen in de performance attribution van het reservebeheer. Wanneer in dit geval gebruik gemaakt wordt van standaard performance attribution methodologie, zijn de uitkomsten niet consistent met de werkelijk genomen beslissingen. In mijn onderzoek laat ik voor een aantal Brinson-type attributie modellen zien hoe deze consistentie wel kan worden gerealiseerd, namelijk door gebruik te maken van de two-tier attributie methode.

In het onderzoek zijn, ter selectie van de performance attributie modellen, de voor reservebeheer meest relevante investeringsbeslissingen bepaald, te weten: allocatie naar assetclass, valuta compositie (inclusief hedging) en duration. Deze volgen uit het beleggingsuniversum dat, volgens questionnaires, voor de gemiddelde reservebeheerder bestaat uit intern-beheerde vastrentende posities in meerdere valuta, welke geheel of gedeeltelijk worden gehedged naar de basisvaluta, en één of meerdere extern-beheerde posities in bijvoorbeeld aandelen of ABS'en. De keuze voor de performance attribution modellen is als volgt: Voor allocatie naar assetclass wordt gebruik gemaakt van het marktstandaard Brinson model. Voor valuta compositie en hedging beslissingen wordt gebruikt gemaakt van een aangepaste versie van het Singer en Karnosky model, waarin het effect



van de cross-currency basis returns wordt weergegeven, omdat dit effect sinds het begin van de financiële crisis in 2007 een belangrijke return component is voor gehedged portefeuilles. Voor de duration beslissing wordt gebruik gemaakt van zowel het Campisi als van het Van Breukelen model, omdat beide een alternatieve blik geven op de genomen beslissingen; Campisi attribueert allocatie aan de hand van marktwaardes, Van Breukelen aan de hand van partial durations.

Voor de geselecteerde performance attribution modellen wordt in het onderzoek een methode gepresenteerd om de bevroren posities te incorporeren: de two-tier attribution methode. In deze methode wordt de attributie in twee stappen berekend: eerst de attributie van de bevroeringsbeslissing, vervolgens de attributie van de keuzes van het reservebeheer. Voor de attributie van de bevroeringsbeslissing worden de actieve gewichten van

de bevroren assets gelijk gesteld aan de portefeuille gewichten en worden voor de overige gewichten geschaalde benchmark gewichten gebruikt, zodat het totaal gewicht gelijk blijft. De actuele returns worden gelijk gesteld aan de benchmark returns met uitzondering van de bevroren posities waar de werkelijke behaalde return wordt gebruikt. Voor de attributie van de keuzes van het reservebeheer bestaat de benchmark uit de actieve gewichten en returns van de attributie van de bevroeringsbeslissing. De resultaten die deze methode geeft, wijken af van de resultaten die zouden worden verkregen indien de bevroren posities als een apart segment in de standaard attributieberekeningen worden meegenomen. De gepresenteerde methode is echter meer in lijn met de investeringskeuzes. Voor de vastrentende modellen (Campisi en Van Breukelen) blijkt de impact van de bevroeringsbeslissing af te hangen van het gekozen model. Dit geeft het belang aan van de consistentie tussen de investeringskeuzes en het attributiemodel, omdat het resultaat afhankelijk is van het gekozen model. Tot slot presenteer ik in mijn scriptie een alternatieve manier om de totaal resultaten van de two-tier attribution methode te verkrijgen, namelijk door de zogenaamde Fachler gewichten aan te passen in bovengenoemde attributie modellen. Deze manier vereist maar één rekenstap, echter hierbij gaat wel informatie over de individuele attributie componenten verloren. ■

¹ Ted Heemskerck MSc RBA is Risk Manager bij de Nederlandsche Bank. Dit artikel is geschreven op persoonlijke titel.