

# Pensioenakkoord

## – nu reeds voorsorteren met de renteafdekking?



**Jitzes Noorman**  
Portfolio Manager  
& Delegated CIO,  
Fiduciary NL, BMO GAM



**Jan Willemsen**  
LDI Client Portfolio  
Manager, BMO GAM



**Arthur Stroj**  
LDI Client Portfolio  
Manager, BMO GAM



**Trondur Rothengatter**  
Client Director,  
BMO GAM

### Inleiding

Veel pensioenfondsen worstelen momenteel met de vraag in hoeverre zij in hun huidige beleggingsbeleid al moeten voorsorteren op het nieuwe Pensioenakkoord. Daarbij gaat het er vooral om, of aanpassingen gewenst zijn ten aanzien van de implementatie van de renteafdekking wat betreft het (ultra) lange eind van de renteswapcurve (die momenteel invers is). Mogelijkheden hiertoe zijn onder andere kortere looptijden van gehanteerde instrumenten, meer obligaties versus swaps of swaptions.

Dit is geen vraagstuk waar een makkelijk antwoord of eenduidig advies op kan worden gegeven. Allereerst is de behoefte om überhaupt voor te sorteren per pensioenfonds verschillend. Dit is afhankelijk van onder andere de 'going concern' in steek, de beleggingsovertuigingen, het beschikbare financiële budget, het risico- en governance-budget alsook de eventuele visie. Daarnaast zijn er meerdere oplossingsrichtingen, elk met specifieke voor- en nadelen.

Wij denken wel dat van de mogelijke oplossingen het verkorten van de looptijden (bij een gelijkblijvende afdekking) te prefereren valt boven een verschuiving uit renteswaps naar obligaties. Dit mede door de beperkte omvang van de obligatiemarkt in het ultra-lange eind. Voor fondsen met een ruim governance budget en fondsen die over enige financiële ruimte beschikken zijn ook swaptions geschikt.

In een eerdere publicatie<sup>1</sup> over het Pensioenakkoord<sup>2</sup> hebben wij op hoofdlijnen de beleggingsimplicaties van het 'nieuwe pensioencontract' geschetst ten aanzien van de indeling van de beleggingsportefeuille, het renterisico, het projectierendement, het risicoprofiel, de beleggingscategorieën en het valutarisico. De focus lag op de brede kwestie hoe pensioenfondsen onder het nieuwe pensioencontract in de toekomst dienen te beleggen. Deze marktvisie beperkt zich zoals gezegd tot het smallere vraagstuk van de renteafdekking.

## Contact

BMO Global Asset Management,  
Nederland  
Jachthavenweg 109E  
1081 KM Amsterdam  
Netherlands

+31 (0)20-582 3758  
Gerben Borkent

gerben.borkent@bmogam.com

<sup>1</sup> <https://www.bmogam.com/nl-nl/institutional/news-and-insights/beleggingsimplicaties-van-het-pensioenakkoord/>

<sup>2</sup> <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/kamerstukken/2020/06/22/aanbieding-documenten-uitwerking-pensioenakkoord>

## Wel/niet voorsorteren?

Graag gaan wij eerst in op de primaire vraag of pensioenfondsen überhaupt nu al wijzigingen dienen door te voeren en zo voor te sorteren op het nieuwe Pensioenakkoord. Het uiteindelijke antwoord is afhankelijk van meerdere perspectieven en verschilt tevens per pensioenfonds:

- Strikt genomen kennen pensioenfondsen één officieel mandaat, namelijk het zo goed mogelijk waarmaken van de pensioentoezeggingen binnen het huidige toezichtregime. Dit dient de focus te zijn van het beleggingsbeleid, dus niet een mogelijk toekomstig regime. Anders gezegd, er dient geacteerd te worden vanuit een “going concern” gedachte op basis van de huidige wet en regelgeving;
- Beleggingsovertuigingen spelen echter ook een belangrijke rol bij deze vraag. Deels komt de vraag ten aanzien van voorsorteren neer op visie; bijvoorbeeld de visie/vrees dat het lange eind van de swapcurve gaat “versteilen” door aanpassingen in wet en regelgeving. Een pensioenfonds dat als beleggingsovertuiging heeft dat financiële markten zich moeilijk laten voorspellen, kan/zal hier minder op inspelen dan een pensioenfonds met beleggingsovertuigingen die ruimte bieden voor tactisch beleid;
- Een reden om niet te acteren is dat er nog sprake is van grote onzekerheid. Zo moet het wetgevingstraject nog worden afgerond voor 2022 en dienen -zoals het CPB aangaf<sup>3</sup> - nog vele fondsspecifieke keuzes gemaakt te worden door sociale partners en pensioenfondsbesturen t.a.v. de premiestelling, het beleggingsbeleid, het toedelen van behaalde rendementen aan deelnemers, het vullen en uitdelen van de solidariteitsreserve, en de invulling van de uitkeringsfase om er maar een paar te noemen.
- Hoewel de contouren van de beleggingsimplicaties langzaam duidelijk beginnen te worden, zijn er nog veel vragen over hoe het beleid er exact uit gaat zien. Daarmee is de eventuele impact ook nog geen zekerheid, wat het moeilijk maakt om reeds voor te sorteren;
- Naast het Pensioenakkoord zijn er nog vele andere factoren die de prijsvorming op de financiële markten beïnvloeden. Het gaat bijvoorbeeld om economische groei, inflatie, beleid van centrale banken en overheden, spaargedrag van consumenten, risicoaversie, demografie, technologie, klimaat. Daarnaast speelt het gedrag van andere institutionele beleggers zoals verzekeraars, vermogensbeheerders en pensioenfondsen in verschillende Eurozone landen zoals Ierland en Duitsland een belangrijke rol;
- Het duurt nog vele jaren voordat pensioenfondsen daadwerkelijk overgaan op een nieuw contract: uiterlijk 2026 en realistisch gezien niet veel eerder dan 2024 (aldus geluiden uit de markt). Dat is minstens zo lang als de gebruikelijke 3-jaars cyclus van een ALM-studie;
- De financiële situatie van een pensioenfonds in combinatie met het risicobudget zal ook bepalend zijn. Een pensioenfonds in onderdekking of met een reservetekort zal minder ruimte hebben om voor te sorteren dan fondsen die er goed voorstaan. Zo kan een beleidswijziging als wenselijk wordt gezien vanuit het Pensioenakkoord, maar vanuit het huidige kader juist ongewenste risico's toevoegen; bijvoorbeeld resulteren in een hogere tracking error ten opzichte van de verplichtingen of resulteren in een hoger VEV;
- Transactiekosten zijn in veel beleggingscategorieën beperkt. Daarmee zou het geen probleem moeten zijn om nu een beleggingshandeling uit te voeren die mogelijk tegengesteld is aan eventuele beleidsaanpassingen te zijner tijd als gevolg van het Pensioenakkoord. Daarbij is het van belang een goede afweging te maken tussen het verwachte rendement en/of een lager risicoprofiel enerzijds in de jaren voorafgaand aan het nieuwe contract en kosten van een tegengestelde (“unwind”) transactie anderzijds.
- Om tot slot tot een goed besluit te kunnen komen zijn diepgaande kwantitatieve analyses nodig, o.a.:
  - De impact op huidige risicomaatstaven (zoals TE, basisrisico en VEV) en toekomstige risico sturingsparameters;
  - Scenarioanalyses (bijvoorbeeld wat de dekkingsgraadimpact is van curve-scenario's);
  - Inschattingen van transactiekosten (bijvoorbeeld om te helpen bij beleidsacties die nu worden ingevoerd, maar met het Pensioenakkoord mogelijk teruggedraaid worden).

“ ”

Er is nog sprake van grote onzekerheid en er moeten nog vele fondsspecifieke keuzes worden gemaakt door sociale partners en pensioenfondsbesturen.

<sup>3</sup> <https://www.cpb.nl/nieuwe-pensioenregels>

## Wat te doen met het lange eind van de swapcurve?

Dat is precies de vraag die pensioenfondsen ons het meest stellen. Moeten er op korte termijn al aanpassingen in de matchingportefeuille worden doorgevoerd, omdat het Pensioenakkoord zijn schaduw vooruit zou kunnen werpen? De beantwoording van deze vraag is gebaseerd op een aantal aspecten.

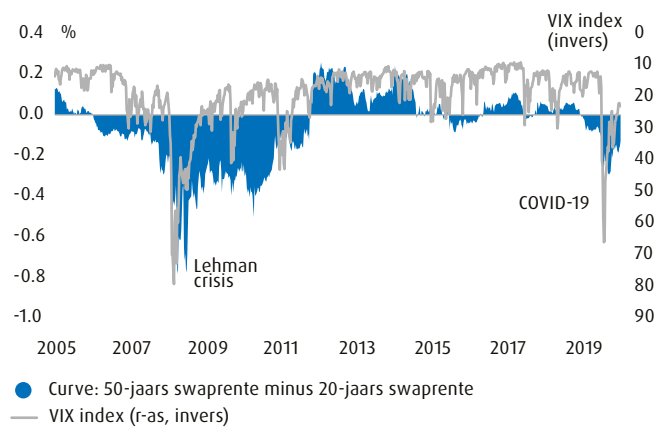
### Wat gaan de lange swaprentes doen?

De vrees is dat door het nieuwe pensioenakkoord het lange eind van de renteswapcurve zal versteilen (lange rentes stijgen ten opzichte van korte rentes) en de liquiditeit zal afnemen in de markt voor lange renteswaps. Samengevat zijn hiervoor een aantal argumenten (zie voor meer details onze voorgaande Marktvisie):

- Het nieuwe stelsel kent geen pensioenverplichtingen meer, noch rekenrente. De swapcurve verliest zijn functie als discountcurve. Daarmee zou de noodzaak tot hedgen op basis van rentegevoeligheid afnemen alsook de relatieve aantrekkelijkheid van renteswaps ten opzichte van staatsobligaties (welke nu basisrisico bevatten versus swap);
- Hoewel ook in het nieuwe pensioenstelsel nog renterisico afgedekt zal worden, zal dat leeftijdscohort-specifiek zijn, waarbij de verwachting is dat met name het renterisico voor oudere cohorten wordt afgedekt en in mindere mate van jongeren. Daarmee zou de looptijd van matchingportefeuilles gemiddeld korter kunnen worden;
- De vrees voor een versteiling van het lange eind van de swapcurve wordt nog extra gevoed doordat de euro swaprentetermijnstructuur momenteel invers is in het 20-50 jaars segment; de 50-jaars swaprente is 9 bps lager dan de 20-jaars rente. Dit betekent dat het verlengen van de rentegevoeligheid op dit moment extra geld kost. Daar tegenover staat dat 50-jarige swaps over een veel hogere convexiteit beschikken dan kortere swaps, wat extra bescherming biedt bij grote rentedalingen en minder geld kost bij een forse rentestijging. Vooral bij lage rentes speelt het convexiteitseffect een rol en is een belangrijke reden waarom de curve langdurig invers kan blijven;
- Naar verluidt zijn hedge funds al positie aan het innemen op een versteiling van de rentecurve;
- Deze rente spread is geen constante. Zo was het renteverskil in de periode 2012-2019 gemiddeld licht positief, terwijl ten tijde van de Lehman crisis ook sprake was van een significante inversie, tijdelijk zelfs -85 bps. Zoals onderstaande figuur aangeeft doet een inverse curve zich vaak voor ten tijde van onrust en hoge volatiliteit, mede gedreven door een 'flight-to-

quality' en vraag naar langlopende vastrentende waarden. Hoewel er vele andere factoren invloed uitoefenen – zoals centrale banken, groei en inflatie, demografie, en gedrag van consumenten en bijvoorbeeld verzekeraars -, is het geen vreemde gedachte dat de rentetermijnstructuur weer zal versteilen en normaliseren indien de rust terugkeert op de financiële markten als de COVID-19 pandemie achter de rug is.

### Renteverval: 50-jaars euro swaprente minus 20-jaars euro swaprente



Bron: BMO GAM, Bloomberg, 31 augustus 2020

Tegelijkertijd zijn er ook argumenten die aangeven dat er niet (op korte termijn) afscheid genomen hoeft te worden van (ultra) lange renteswaps:

- Renterisico blijft ook met het pensioenakkoord bestaan (zie voor meer details onze vorige Marktvisie). Het is bovendien helemaal niet zeker dat ieder pensioenfonds de renteafdekking zal verlagen. Veel zal afhangen van het risicobereidheidsonderzoek dat per cohort zal worden uitgevoerd. Als daaruit een lage risicobereidheid blijkt voor jongere cohorten, zal de renteafdekking mogelijk helemaal niet worden verlaagd;
- Renteswaps verschaffen leverage waardoor meer ruimte overblijft voor return categorieën, met name voor de jongere cohorten;
- De overheidsdocumenten spreken over mandjes van vastrentende waarden voor de individuele deelnemers met looptijden die specifiek voor deze deelnemers zijn gekozen<sup>4</sup>. Dat impliceert dat voor jonge deelnemers nog steeds zeer lange looptijden worden ingezet;

<sup>4</sup> <https://www.cpb.nl/nieuwe-pensioenregels>

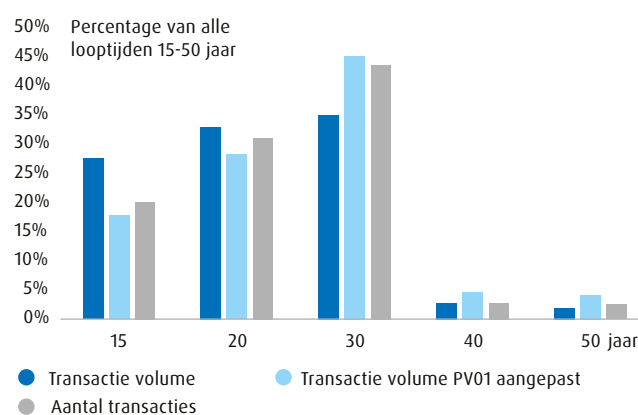
- De Nederlandse pensioensector is omvangrijk, maar zeker niet de enige speler met lange verplichtingen en renterisico dat afgedekt dient te worden. Zo is de Europese verzekeringssector nog vele malen groter en kent ook deze sector langlopende verplichtingen waarvan het renterisico – zowel vanuit marktperspectief als vanuit het toezicht – afgedekt dient te worden. Ook voor verzekeraars wordt door de “European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA)” een discontocurve gehanteerd gebaseerd op euro swaprentes. In lijn met de recent aangekondigde UFR-wijziging in Nederland voor pensioenfondsen, werkt EIOPA ook aan een voorstel waarbij de UFR voor verzekeraars pas ingrijpt vanaf het 30-jaar segment in plaats van 20-jaar en waarbij het gewicht van marktrentes in de langere looptijden zal toenemen;
- De verwachting is dat pensioenfondsen niet veel eerder dan 2024/2025 overstappen op een nieuw pensioencontract. Daarmee kan het nog lang duren voordat daadwerkelijk een impact waarneembaar is in de swapmarkt;
- Daarnaast is het de vraag wat de precieze impact zal zijn, aangezien veel technische details van het Pensioenakkoord nog niet bekend zijn en nog uitgewerkt moeten worden;
- In de periode 2021-2024 zal DNB stapsgewijs overstappen van de huidige UFR naar de nieuwe UFR<sup>5</sup>, die onderdeel was van het Advies van de Commissie Parameters in juni 2019. Pensioenfondsen die het curve-profiel afdekken op basis van de officiële rentetermijnstructuur (RTS) van DNB inclusief de UFR, en deze RTS blijven volgen, zullen in de komende vier jaar de looptijden van hun matchingportefeuille stapsgewijs dienen te verlengen. Die beweging zou in theorie juist een tegenovergesteld effect kunnen hebben op de rentetermijnstructuur aan wat nu wordt gevreesd wegens het Pensioenakkoord;
- Het lange eind van de swapcurve wordt ook beïnvloed door internationale krachten. Hoe langer de looptijd, hoe hoger de correlatie is tussen eurorentes en Amerikaanse rentes. De ontwikkeling van de Amerikaanse economie zal daarom ook van invloed zijn op de richting waarin lange euro swaprentes zich bewegen in de komende jaren.

### Omvang swapmarkt

Om een idee te krijgen van de omvang en liquiditeit in de verschillende looptijdsegmenten in de euro swapmarkt, toont onderstaande figuur het relatieve transactievolume van euro renteswaps en het aantal transacties in de afgelopen zes maanden voor verschillende looptijden. De data is afkomstig van de Depository Trust and Clearing Corporation (DTCC) en gebaseerd op transacties met een omvang van minimaal EUR 100 mln. Swaphandelaren zijn tegenwoordig verplicht om transacties te registreren bij zogenoemde ‘Swap Data

Repositories (SDR), waar DTCC er een van is. De figuur illustreert dat het 30-jaars segment veruit het meest actieve segment is. Het gezamenlijke volume in het 40- en 50-jaars segment bedraagt circa 20% van dat in het 30-jaars segment. Hierbij dient wel opgemerkt te worden dat in langere looptijden mogelijk meer sprake is van strategische lange termijn posities, waardoor het belang van deze segmenten op basis van transactievolumes in plaats van uitstaande posities wordt onderschat.

### Transactievolume per looptijdsegment in de euro swapmarkt



Bron: BMO GAM, DTCC, BNP, augustus 2020

### Drie samenhangende renterisico's en vier mogelijke oplossingen

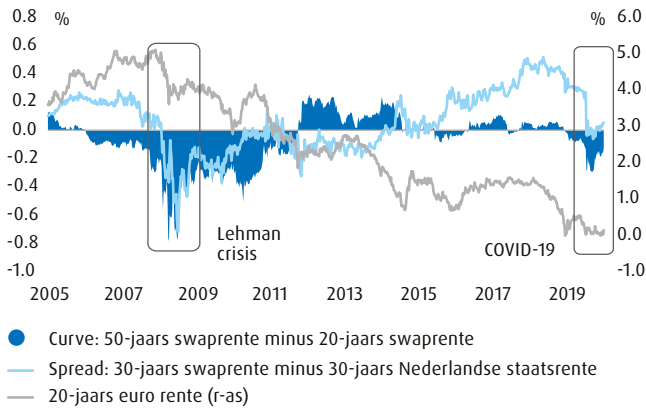
Sec gezien zijn er drie renterisico's die sterk met elkaar samenhangen, maar in principe los van elkaar benaderd kunnen worden:

- Het risico dat de rente gaat stijgen;
- Het risico dat het lange eind van de rentetermijnstructuur gaat versteilen;
- Het risico dat swaprentes gaan stijgen ten opzichte van obligatierentes (al zou het tegenovergestelde ook kunnen optreden als gevolg van toenemende overheidsschulden).

Onderstaande figuur illustreert dat er periodes zijn waarin deze risico's een duidelijke samenhang tonen, maar dat de relatie niet altijd stabiel is. Tijdens de Lehman crisis daalde het renteniveau, werd het lange eind van de euro swapcurve invers en daalden swaprentes ten opzichte van staatsrentes. Na verloop van tijd, toen markten tot rust kwamen en economieën geleidelijk herstelden, versteilde de curve weer in een omgeving van stijgende rentes, waarbij swaprentes ook stegen in relatieve zin ten opzichte van staatsrentes.

<sup>5</sup> <https://www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archief/persberichten-2020/dnb389973.jsp>

**Curve steilheid, renteniveau en swapsread**



Bron: BMO GAM, Bloomberg, 31 augustus 2020

Er zijn verscheidene oplossingsrichtingen mogelijk die in verschillende mate één of meerdere van deze risico's mitigeren (zie onderstaande tabel) en ieder specifieke voor- en nadelen kennen:

- A. Het verlagen van de renteafdekking;
- B. Het verkorten van de looptijd van de gehanteerde instrumenten, maar met een ongewijzigd renteafdekkingspercentage;
- C. Minder renteswaps gebruiken en meer (staats)obligaties gebruiken in de matchingportefeuille, met een ongewijzigd renteafdekkingspercentage en een ongewijzigd curveprofiel;
- D. Het gebruik van swaptions; i.e. opties op renteswaps.

Mogelijke renterisico's a.g.v. Pensioenakkoord en mogelijke oplossingen

(✓ = directe mitigatie, √ = indirecte mitigatie)

Bovenstaande tabel is zowel vanuit een direct perspectief (de groene vinkjes) als een indirect perspectief (de grijze vinkjes) ingevuld. Indirect kan namelijk ook sprake zijn van risicomitigatie. Zo kan bijvoorbeeld een versteiling van de curve samengaan met het afnemen van het renteverskil tussen staatsrentes en renteswaps (in het lange eind zijn staatsrentes momenteel hoger dan swap). Vanuit die optiek zal een matchingportefeuille met relatief veel staatsobligaties mogelijk minder geraakt worden dan een portefeuille met veel renteswaps als de curve versteilt, al zou het omgekeerde zich ook voor kunnen doen wegens oplopende staatsschulden.

Mocht een pensioenfonds een aanpassing wensen te maken (mede afhankelijk van de eerdergenoemde overwegingen zoals beleggingsovertuigingen), dan zal de gekozen oplossing van een aantal zaken afhangen:

- Doel: welke van deze risico's wenst het fonds specifiek af te dekken?
- Risicobudget: is er ruimte om het balansrisico (TE of VEV) te verhogen?
- Rendementsimplicaties en beschikbaar budget (i.g.v. opties zal een premie betaald moeten worden)
- Governance-budget: de oplossingen variëren wat betreft complexiteit

**Ad A. Het verlagen van de renteafdekking**

Wij spreken slechts kort over deze oplossingsrichting, omdat pensioenfondsen voornamelijk de vrees uiten dat er een versteiling komt en niet zozeer een algemene rentestijging (al zal een lagere totale renteafdekking ook gunstig uitpakken indien de curve versteilt, omdat de afdekking in het lange eind dan ook pro rata verlaagd zal zijn). Ook zou dit een wijziging van het strategisch beleid vereisen, wat eerst geborgd dient te worden door een ALM-studie -voor fondsen zonder rentestaffel althans- alvorens het jaarlijkse Beleggingsplan aangepast

		Risico		
		Stijgende rente	Versteiling lange eind curve	Stijgende swaprente vs staat
Oplossing	Lagere renteafdekking	✓✓✓	√√	√
	Kortere looptijden	√	✓✓✓	√
	Meer obligaties / minder renteswaps	√	√	✓✓✓
	Swaption strategieën	√√	✓✓✓	√

Bron: BMO GAM, september 2020

kan worden. Tevens zien wij bij deze variant met name een obstakel vanuit de 'going concern' gedachte en zal deze oplossingsrichting de grootste VEV-stijging tot gevolg hebben, wat voor veel pensioenfondsen momenteel geen optie is.

### Ad B. Het verkorten van de gemiddelde looptijd (ongewijzigd renteafdeckingspercentage)

Deze variant beschermt primair tegen een versteiling van de rentecurve, door te beleggen in kortere looptijden, waar de rente minder zal stijgen in dat scenario.

Om te zorgen dat het totale renteafdeckingspercentage niet wijzigt (i.e. duratie-neutraal verkorten), zal wel een grotere hoofdsom moeten worden aangekocht van obligaties, of meer 'notional' swapexposure aangegaan moeten worden.

De rendementsimpact staat niet op voorhand vast. Indien de renteswaps worden verkort, zal er sprake zijn van een hogere 'carry' (inkomen), doordat de 20-jaars swaprente momenteel hoger is dan de langere swaprentes en het volume aan renteswaps sterk toeneemt (er zijn immers veel meer swaps nodig om tot dezelfde renteafdekking te komen). Wel zullen er dan extra swaps worden aangekocht om de afdekking gelijk te houden.

Wordt verkort via obligaties dan zal de 'carry' dalen, omdat rentetermijnstructuren van staatsobligaties nog positief zijn: 20-jaars staatsrentes zijn lager dan 50-jaars staatsrentes. Indien een fonds besluit om geen extra swaps aan te gaan maar om een grotere obligatieportefeuille aan te houden om de afdekking gelijk te houden, dan dient ook de impact op de totale balans in ogenschouw genomen te worden. Als de totale omvang van de matchingportefeuille toeneemt, zal er minder ruimte zijn voor hoger renderende returncategorieën. Dat brengt opportuiniteitskosten met zich mee op totaal balansniveau.

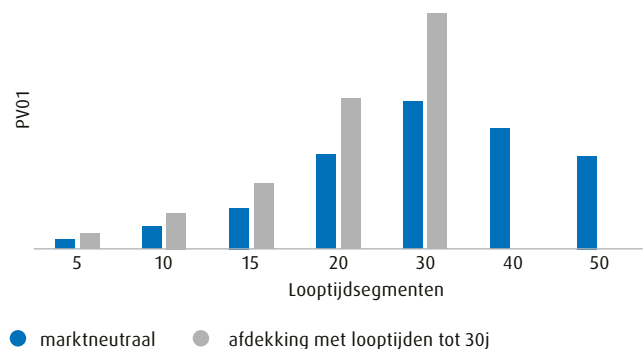
Doordat het basisrisico toeneemt als gevolg van een afwijkende curvepositie ten opzichte van het verplichtingenprofiel, zal vanuit een marktperspectief de tracking error van de beleggingen ten opzichte van de verplichtingen toenemen. Ruwweg stijgt deze tracking error van een gemiddeld pensioenfonds met 50% renteafdekking met circa 1%-punt als gevolg van de aangepaste renteafdekking. De VEV impact zal beperkt zijn, aangezien het totale renteafdeckingspercentage niet wijzigt in deze variant. Wel is van belang via welke instrumenten wordt verkort. Als dit uit renteswaps is naar obligaties met een AA-rating of lager dan zal dit VEV-verhogend uitpakken, omdat renteswaps en AAA-obligaties vrijgesteld zijn van de kredietschok (S5), terwijl AA-obligaties wel een VEV-penalty kennen. Vindt de verkorting plaats uit obligaties naar obligaties, of uit renteswaps maar naar staatsobligaties met een AAA-rating, dan zal dit niet resulteren in een hoger VEV.

Deze oplossingsrichting resulteert in een iets hogere governance vereiste. Hoewel geen nieuwe instrumenten

worden toegepast (louter een verschuiving van lang naar kortlopend), zal wel aandacht moeten worden besteed aan de gewenste curvepositie. Voor veel fondsen geldt een curveverdeling op basis van marktrentes als vertrekpunt. Hierbij vormen de verplichtingen eenvoudigweg het mikpunt. Bij een afwijking hiervan dient een pensioenfonds echter expliciet te kiezen hoe het looptijdenprofiel er dan wel uit dient te zien. Dat vergt analyse en tijd van een bestuur, en de uiteindelijke keuze voor bijvoorbeeld 15-jaars, 20-jaars of 30-jaars looptijden is arbitrair, wat meer vergt van het governance budget.

Ter illustratie een scenario-analyse: als de vorm van de rentecurve verandert, loopt het pensioenfonds extra risico's wanneer er korter wordt belegd. Een fonds met een verplichtingenduratie van 20 jaar, die 50% van het renterisico afdekt, zou bij de twee curveposities zoals afgebeeld in de figuur verschillend reageren op een curveschok. De figuur toont de rentegevoeligheid van de Matchportefeuille verdeeld over de verschillende looptijden.

### PV01-verdeling over looptijdsegmenten: Marktneutraal versus een kortere LDI-portefeuille



Bron: BMO GAM, 2020

Bij een curveversteiling waarbij de 50-jaars rente met 25bps stijgt ten opzichte van de 20-jaars rente, wint het pensioenfonds circa 1% dekkingsgraad. Als de curve verder invertteert (25bps daling 50-jaars rente versus 20-jaars), verliest het fonds een dekkingsgraadpunt.

### Ad C. Minder renteswaps en meer staatsobligaties, (ongewijzigd hedgepercentage en curveprofiel)

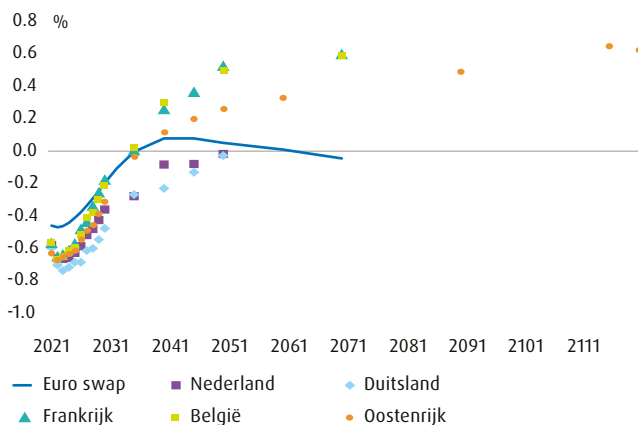
Een andere oplossingsrichting is het afbouwen van renteswaps ten gunste van staatsobligaties in de matchportefeuille. De vrees is met name dat het lange eind van swapcurve gaat versteilen. Tevens leeft in de markt de perceptie dat het risico van een versteiling van rentetermijnstructuren van staatsobligaties geringer is. De reden is dat de staatscurve reeds positief is daar waar de swapcurve invers is in het lange eind. Ook speelt mee dat renteswaps het voordeel kwijtraken als discountcurve in het huidige nFTK.

Deze oplossingsrichting zou daarmee het risico (direct) mitigeren van een relatieve stijging van swaprentes ten opzichte van staatsrentes alsook het risico (indirect) mitigeren van een versteiling van de curve in het lange eind.

We beschrijven graag enkele karakteristieken.

**Liquiditeit en beschikbaarheid:** Het probleem is wel dat relatief weinig ultralange staatsobligaties beschikbaar zijn. De meeste overheden geven 30-jaars obligaties uit. Slechts Frankrijk (50-jaars) en België (50-jaars) en Oostenrijk (50-jaars, 70-jaars en zelfs 100-jaars) hebben enkele langere obligaties uitgegeven. In totaliteit bedraagt de omvang van de euro staatsobligatiemarkt met een AAA-AA- rating in het segment langer dan 30 jaar slechts EUR 76 mrd, wat niet toereikend is voor de renteafdekking door Nederlandse pensioenfondsen. Omdat ze minder liquide zijn, bestaat ook het risico dat bij een sell-off van de lange looptijden de spread niet inkomt maar juist toeneemt ten opzichte van renteswaps.

#### Rentetermijnstructuur eurorentes



Bron: BMO GAM, Bloomberg, 9 september 2020

**Rendement en portefeuille diversificatie:** De rendementsimpact staat niet op voorhand vast. Rentes variëren per overheid. Zo liggen Nederlandse en Duitse staatsrentes in alle looptijden onder de swapcurve: circa -8 bps in het 30-jaars segment. Frankrijk daarentegen handelt vanaf 8-jaar boven de swapcurve: in het 50-jaars segment zelfs maar liefst +65 bps.

**Rente en solvabiliteitsrisico:** Het basisrisico zal iets toenemen doordat staatsrentes niet perfect correleren met swapsrentes die als discontovoet worden gehanteerd voor de pensioenverplichtingen. Vanuit een marktperspectief zal de tracking error van de beleggingen daarom beperkt toenemen ten opzichte van de verplichtingen. Het soort obligaties (staatsleningen AAA en AA, SSA's) en de looptijd (lange obligaties voegen meer risico toe) en uiteraard de mate

waarin verschoven wordt, zal bepalend zijn voor de mate waarin de tracking error toeneemt. Bij een 10% hogere afdekking met AAA en AA-staatsleningen, ten koste van swaps, kan de tracking error tot 0,5%-punt toenemen.

De VEV impact zal afhangen van de kredietwaardigheid van de obligaties die worden aangekocht. In het geval van staatsobligaties met een AAA-rating geldt een vrijstelling voor het kredietrisicoscenario in de VEV formule (S5). In dat geval is er geen VEV-impact. Indien obligaties met een AA-rating of lager worden gekocht zal dit wel VEV-verhogend uitpakken, ten opzichte van renteswaps die geen VEV-penalty kennen.

**Kredietrisico:** Ook neemt in deze variant het kredietrisico vanuit een marktperspectief iets toe. Obligaties, ook met een AAA-rating, zijn niet risicovrij. Zo steeg bijvoorbeeld de Credit Default Swap (CDS) op 10-jaars Nederlandse staatsobligaties in 2011 tijdelijk tot 164 basispunten. Momenteel noteert de 10-jaars CDS op Nederlands staatspapier weer aanzienlijk lager: 22 bps (9 september 2020). Dit is de premie die beleggers op jaarbasis bereid zijn te betalen om zich te verzekeren tegen een eventuele wanbetaling van de Nederlandse overheid. Renteswaps daarentegen zijn zo goed als risicovrij, zeker onder central clearing. De hoofdsom wordt niet uitgeruild en het tegenpartijrisico gekoppeld aan de marktwaarde wordt gemitigeerd middels onderpand en in het geval van central clearing ook door 'netting' van verschillende posities.

**Governance:** Het draaien van swaps naar staatspapier resulteert niet in een hogere governance vereiste. Er worden geen nieuwe instrumenten toegepast, noch wordt de curvepositie aangepast. Louter de verdeling tussen renteswaps en obligaties wijzigt.

#### Ad D. Gebruik maken van swaptions

Als een pensioenfonds inspeelt op het nieuwe pensioenakkoord door lange renteswaps of afdekking af te bouwen, loopt het een groter risico onder het huidige regime. Vice versa loopt het pensioenfonds door het handhaven van de huidige afdekking het risico zich "te laat" aan te passen aan het nieuwe regime waardoor aanzienlijke waarde op bestaande swapposities eventueel wordt uitgehold door een (mogelijke) stijging van de lange swaprente of een versteiling van de rentecurve.

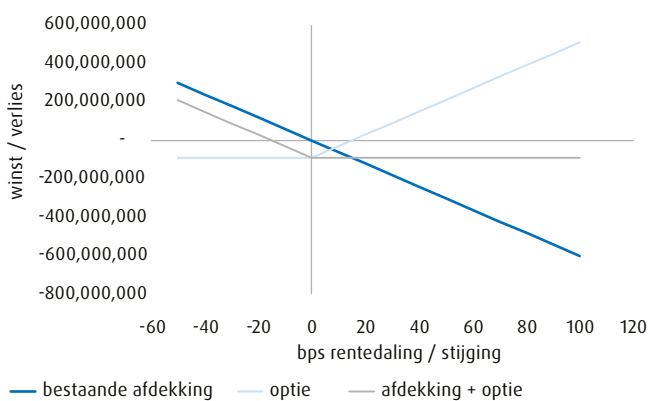
Een manier om dit dilemma het hoofd te bieden is door gebruik te maken van swaptions. De bestaande afdekking kan dan intact blijven voor het oude regime, terwijl met swaptions wordt ingespeeld op de risico's die gepaard gaan met de overgang naar het nieuwe regime. Dit is dus een instrument dat tijdelijk, in de overgangsfase naar het nieuwe pensioenregime, gebruikt kan worden.

Swaptions zijn de facto opties op swaps. Het zijn niet-lineaire instrumenten die - net als aandelenopties - in bepaalde scenario's een pay-off opleveren, maar in andere scenario's zonder waarde aflopen. Dit is een nuttig kenmerk, omdat het een pensioenfonds in staat stelt zich te beschermen tegen (of anders gezegd; te profiteren van) een stijging van

de lange rente, terwijl het fonds middels de bestaande renteswapposities beschermd blijft in geval van een dalende rente.

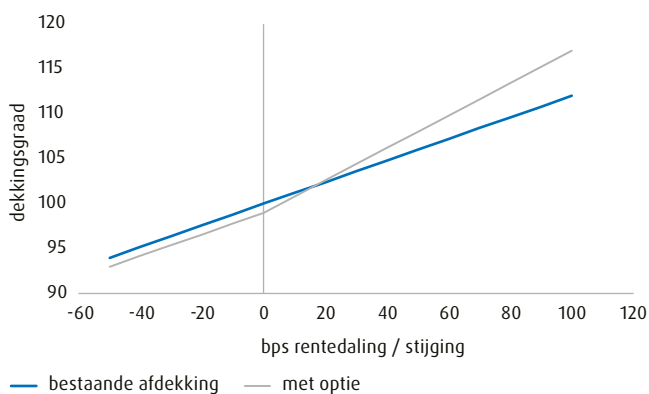
Hieronder wordt een gestileerd voorbeeld getoond van een swaptionstrategie die inspeelt op het risico van een hogere rente, terwijl de bestaande renteafdekking intact blijft.

### Winst/verlies bij renteverandering



Bron: BMO GAM, 2020

### Dekkingsgraad bij renteverandering



Bron: BMO GAM, 2020

In de bovenste grafiek is te zien dat de swaption (lichtblauwe lijn) een positieve waarde krijgt bij een rentestijging, en daarmee het verlies van de bestaande afdekking compenseert. Bij een rentedaling verliest het fonds de optiepremie, maar zorgt de bestaande afdekking dat het fonds is beschermd. In de tweede grafiek is het effect op de dekkingsgraad zichtbaar.

Swaptions zijn beschikbaar met verschillende expiraties waardoor de koper van de optie kan profiteren van bescherming, zelfs als het precieze tijdstip van een toekomstige gebeurtenis onzeker is. Dit is een aantrekkelijk kenmerk gezien de onzekerheid omtrent de implementatietijdslijnen van het nieuwe pensioenakkoord. Bovendien kunnen verschillende

swaplooptijden worden gekozen, waardoor een pensioenfonds een positie kan innemen voor specifieke rentescenario's, bijvoorbeeld een curveversteiling, waarbij de lange rente meer stijgt dan de korte rente.

Het is daarnaast mogelijk in te spelen op louter een versteiling van de rentecurve (via een combinatie van swaptions; zowel "long" als "short"), of een combinatie van een rentestijging en een curveversteiling. Merk op dat de grafieken het effect tonen op de einddatum van de opties. In de tussentijd reageert de waarde van de optie veelal minder sterk op rentebewegingen en heeft de optie een positieve waarde.

Middels het aankopen als ook verkopen van swaptions kunnen de kosten bovendien beperkt worden. Het verwachte rendement zal in de basis echter negatief zijn. Indien rentes zich exact bewegen zoals de forwards nu inprijzen, dan zal deze strategie niet "in-the-money" eindigen. Het verlies staat gelijk aan de betaalde premie. Deze conclusie geldt overigens altijd voor opties: gemiddeld verliesgevend, maar rendementsverhogend of risicomitigerend indien bepaalde extreme (gevreese) scenario's zich voordoen.

Het VEV zal omhooggaan, het effect is echter beperkt, omdat het VEV wordt vastgesteld op basis van een scenario met een forse rentedaling en de effecten van deze swaptions pas bij rentestijging zichtbaar zijn. De (lineaire) renteafdekking daalt licht, omdat de PV01 omgekeerd is aan de verplichtingen (weliswaar alleen in een scenario met rentestijging) en de tracking error daardoor ook enigszins.

Deze strategie vergt wel het nodige van het governance-budget. Allereerst zijn swaptions complexer aangezien niet alleen een looptijd, maar ook een strike moet worden gekozen en de prijs afhankelijk is van de beweeglijkheid van de rente, zeker in het geval van een long/short strategie. Het ontwerp van de strategie zal tijd vergen wegens specifiek te maken keuzes ten aanzien van o.a.: looptijden van de optiecontracten, looptijden onderliggende renteswaps, uitoefenniveaus en omvang. Daarnaast vergt deze strategie actiever management door de tijd, aangezien sprake is van tijdswaarde en de rentegevoeligheid zal variëren als renteniveaus veranderen.

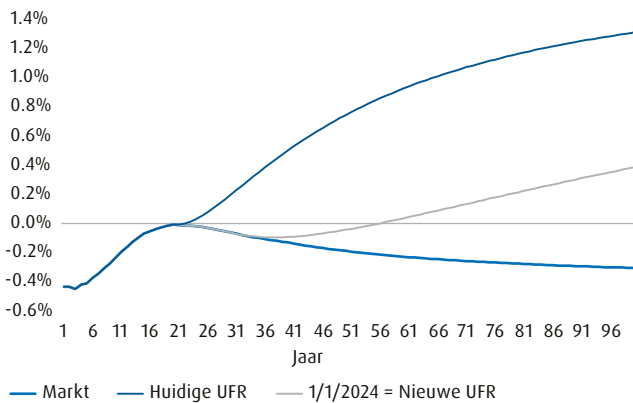


Swaptions zijn de facto opties op swaps. Het zijn niet-lineaire instrumenten die – net als aandelenopties – in bepaalde scenario's een pay-off opleveren, maar in andere scenario's zonder waarde aflopen.

## Stapsgewijze invoering nieuwe UFR 2021-2024

Tot slot vormt de invoering van de nieuwe UFR methodiek een extra complicerende factor voor pensioenfondsen die het curve-profiel van de renteafdekking baseren op de UFR-curve. Op 28 augustus 2020 maakte De Nederlandsche Bank (DNB) bekend de nieuwe UFR-methodiek vanaf 1 januari 2021 stapsgewijs in te voeren in vier gelijke stappen tot 2024.<sup>6</sup>

### Rentetermijnstructuren (rente per 31 juli)



Bron: BMO GAM, 31 augustus 2020

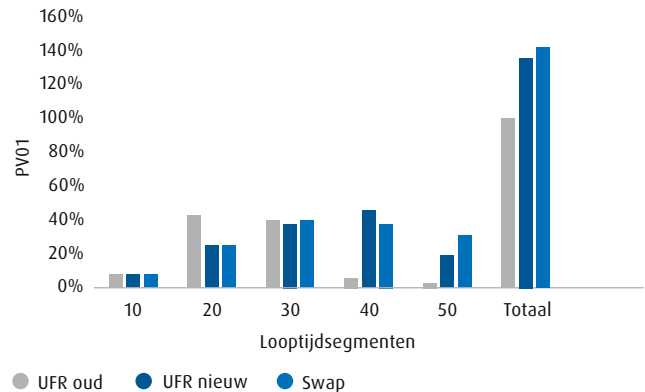
De nieuwe methodiek grijpt pas in vanaf het 30-jaars punt in plaats van het 20-jaars punt en deze groeit vervolgens langzamer van markt naar UFR. De RTS gebaseerd op de nieuwe UFR ligt dicht bij de marktcurve wat betreft renteniveaus alsook wat betreft rentegevoeligheid en looptijdverdeling.

### Belangrijke informatie

Dit financiële promotiemateriaal wordt in Nederland uitgegeven door BMO Global Asset Management en is uitsluitend bedoeld voor marketing- en informatiedoeleinden. De informatie die wordt verstrekt in het marketingmateriaal, is geen, of kan niet worden opgevat, als beleggingsadvies of een aanbeveling om te kopen, verkopen of anderszids transacties uit te voeren met betrekking tot de Fondsen. De informatie, meningen, schattingen en/of verwachtingen in dit document zijn afkomstig van bronnen, waarvan redelijkerwijs wordt aangenomen dat ze betrouwbaar zijn en die op ieder moment kunnen wijzigen. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De waarde van beleggingen kan fluctueren. Het is mogelijk dat beleggers hun inleg niet (volledig) terugkrijgen.

<sup>6</sup> <https://www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archief/persberichten-2020/dnb389973.jsp>

### Rentegevoeligheid pensioenverplichtingen (PV01) o.b.v. verschillende rentetermijnstructuren



Bron: BMO GAM, 2020

Een pensioenfonds dat de curve-afdekking zal blijven invullen op basis van de UFR-methodiek, zal stapsgewijs de renteafdekking in de komende vier jaar wat betreft looptijden moeten verlengen. Dat zou een actieve aankoop van lange renteswaps met zich meebrengen, daar waar pensioenfondsen met een afdekking op marktbasis geen aanpassingen hoeven te maken als gevolg van de nieuwe UFR-methodiek. Ter nuancering merken wij wel op dat de fondsen met een UFR-curveafdekking ook op basis van de nieuwe methodiek nog steeds relatief weinig 50-jaars swaps zullen bezitten in vergelijking met pensioenfondsen met een zuivere markt afdekking.

Met het oog op het Pensioenakkoord is het voor pensioenfondsen die op basis van UFR afdekken wel de vraag of verlenging van looptijden gewenst is. Een discussie over de gewenste afdekkingsmethodiek kan voor deze partijen dan ook op zijn plaats zijn.