



Er is een bel gegaan

Moeten pensioenfondsen (en andere asset owners) met spoed het beleggingsbeleid aanpassen?

Management samenvatting

We zien dit jaar extreme bewegingen op de rente, inflatie en valutamarkten. Het is de vraag of lange termijn beleggers het beleggingsbeleid daarop aan moeten passen¹.

Beleggers stellen vaak dat er “geen bel gaat” wanneer markten de top of het dal hebben bereikt. Daar zijn wij het mee eens, maar tegelijkertijd constateren we dermate grote ontwikkelingen op de markten dat het ons verstandig lijkt dat besturen zich in elk geval buigen over de vraag of het beleid daarop moet worden aangepast. Al is het maar om over een paar jaar te kunnen uitleggen waarom het beleid destijds niet is aangepast. Wat ons betreft is er wel degelijk een bel afgegaan dit jaar.

Zoals altijd beginnen we met de disclaimer dat wij ook niet zeker weten hoe de financiële markten zich vanaf nu zullen ontwikkelen. We zien het echter als onze rol om de discussie aan te zwengelen en onze relaties te wijzen op de kansen en de gevaren die we zien. Dit document is een startpunt voor de discussie in de Beleggingscommissie en het Bestuur.

In concreto zien we vier mogelijke beleidswijzigingen voor onze relaties²:

1. Rente-hedge verhogen?
2. Asset allocatie: van aandelen naar obligaties?
3. Valuta-hedge verhogen?
4. Meer ruimte in LDI?

In dit document trachten we zo compact mogelijk weer te geven welke argumenten wij zien voor (en tegen) een beleidswijziging. We hopen met deze nieuwsbrief handen en voeten te geven aan de discussie in uw pensioenfonds. De marktinformatie in deze nieuwsbrief is gebaseerd op de financiële markten per 30 september 2022.

We formuleren bewust scherp in deze nieuwsbrief om de discussie ook scherp aan te zetten. Als altijd stellen we uw feedback op deze nieuwsbrief zeer op prijs en neem gerust contact op om hier verder over te discussiëren.

martijn.euverman@sprekelsenverschuren.nl 06 - 20965685

ewout.schotanus@sprekelsenverschuren.nl 06 - 33058903

bertjan.kobus@sprekelsenverschuren.nl 06 - 43820597

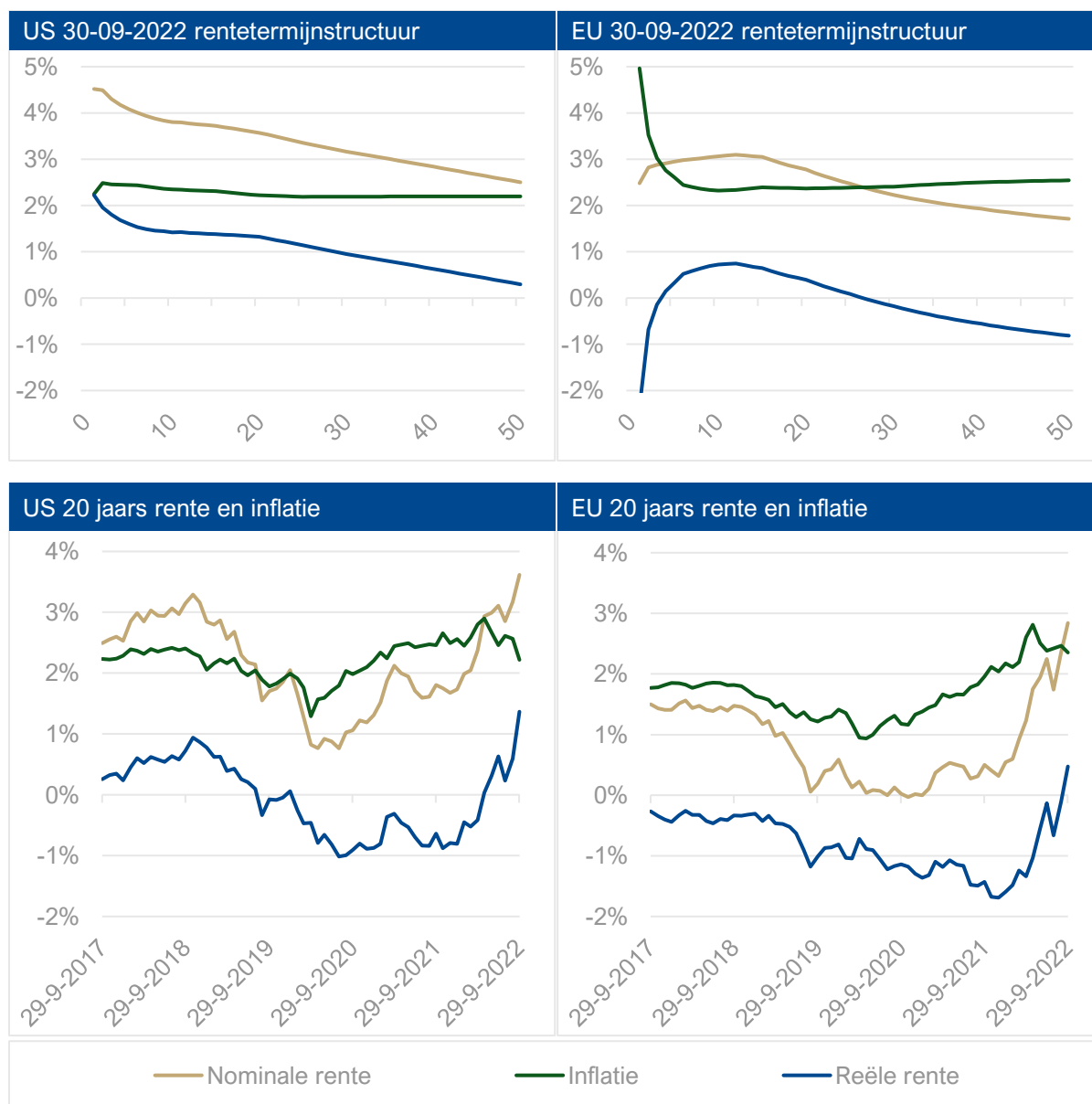
¹ In deze nieuwsbrief gaan we uit van Pensioenfondsen maar hetzelfde geldt voor verzekeraars, charitatieve instellingen, family offices en andere lange termijn beleggers.

² Uiteraard is elke relatie anders en zijn de mogelijke beleidswijzigingen volledig afhankelijk van doelstellingen, risicohouding en beleid dat het betreffende fonds voert. Het betreft hier een generieke nieuwsbrief.

Extreme beweging (alles tot en met eind september)

Voordat we de vier mogelijke beleidswijzigingen bespreken geven we aan de hand van een aantal grafieken wat duiding bij de ontwikkelingen op de financiële markten. Daarbij hebben wij de volgende observaties:

- De rente staat op een “all time high”.
- De rente is (net als in 2008) zeer inverse.
- De kranten staan vol over inflatie, maar de lange inflatie is dit jaar nauwelijks gestegen.
- De reële rente staat op een all time high terwijl iedereen spreekt over een aanstaande recessie.
- Het renteverskil met de US neemt af.
- Obligaties hebben veel hardere klappen gekregen dan aandelen.



1. Rente-hedge verhogen?

Wij hebben jarenlang argumenten aangedragen om voorzichtig te zijn met een hoge mate van afdekking en met (langlopende) swaps³. Argumenten daarbij waren de ongewenste focus op de korte termijn (dekkingsgraad is een liquidatiewaarde), de verstoorde markt (vanwege het ECB ingrijpen alsmede vanwege de scheve vraag-aanbodverhouding) en de onnatuurlijk lage rente van (onder de) 0%. Deze argumenten zijn momenteel minder van toepassing. De 20-jaars rente staat op 3% en de ECB is momenteel grotendeels gestopt met het verstoren van de markt. Voor een lange termijn belegger is een risicovrije investering van 3% naar ons oordeel een aantrekkelijk niveau. Zeker aangezien de 20-jaars inflatie lager is dan die 3%. Voor een gemiddeld pensioenfonds becijferen wij het benodigd rendement⁴ op ca. 3,5%. Dat maakt een risicovrije belegging van 3% interessant. De positieve lange reële rente is wat ons betreft eveneens een aanleiding om het beleid te herzien. Daarbij bevreemdt het ons dat - juist als een recessie op komst is - de reële rente zo sterk verbetert. We hebben daar vanuit de vermogensbeheerders en fiduciairs ook (nog) geen logische verklaring voor gekregen. Waarom zou de lange rente niet terug kunnen naar 1%? Waarom zou de lange reële rente niet terug kunnen naar -1%?

Voorts zien wij een aantal redenen waarom het renterisico op dit moment een stuk groter is dan begin 2021:

- De rente kan harder dalen als ze zich op een hoger niveau bevindt (vanaf 3% kan de rente harder omlaag dan vanaf 0%).
- Vorig jaar nog werd door de meeste fiduciairs een 'langer laag' scenario voor de rente als meest waarschijnlijk aangemerkt. Is dat wereldbeeld nu fundamenteel gekanteld? Zo niet, dan zouden we kunnen terugveren naar een 'langer laag' wereld.
- De reële rente staat op een 'all time high', terwijl (mogelijk) een recessie op komst is. Bij een recessie past een daling van de reële rente en dat kan ofwel door een oplopende inflatie ofwel door een dalende rente.
- De hogere rente maakt herfinanciering voor landen en bedrijven lastig of onbetaalbaar. Het is niet ondenkbaar dat de ECB (nadat de inflatiestorm is verdreven) weer gaat opkopen om het renteniveau naar beneden te brengen.

Daarnaast zijn een paar beleidsmatige argumenten te geven om een hogere rente-afdekking ten minste te onderzoeken:

- Het benodigd rendement (voor de geïndexeerde verplichtingen) bedraagt voor een gemiddeld fonds zo'n 3,5% en is slechts beperkt hoger dan hetgeen risicovrij kan worden vastgelegd (de 15-jaars rente staat op 3%).
- De mate van rente-afdekking is (voor veel fondsen) vastgesteld bij een rente van 0%. De "optimale" rente-afdekking bij een rente van 3% is mogelijk niet onderzocht.
- Het renterisico wordt veelal gezien als een onbeloond risico, terwijl een groot deel van het (dekkingsgraad)risico bestaat uit renterisico.
- Ook in het nieuwe stelsel kan het passend en logisch zijn om voor een gepensioneerde de 20-jaars obligatie aan te schaffen met een rendement van 3%.
- De open rentepositie heeft zijn rol vervuld als inflatiehedge, maar de markten zijn nu genormaliseerd.

³ Zie reflector juni 2020, 2012 en 2011.

⁴ Het rendement dat nodig is om de nu opgebouwde geïndexeerde pensioen uit te keren (zonder rekening te houden met FTK regels en (onnodige) buffers). Deze maatstaf wordt in het nieuwe stelsel van een nog groter belang.

- De dekkinggraad ligt een stuk hoger dan bij het vaststellen van de optimale renteafdekking, en het surplus is niet afgedekt waardoor per saldo het renterisico is toegenomen.
- Er is minder risico nodig om de geïndexeerde pensioenen te kunnen nakomen, omdat het benodigd rendement⁵ redelijk stabiel is gebleven terwijl de risicovrije rente is gestegen.
- Een hogere renteafdekking draagt bij aan het zekerstellen van de “invaardekkingsgraad”.

Per saldo zien we vanuit het toegenomen verwachte rendement op staatsobligaties en swaps, vanuit het toegenomen risico op een daling van de rente en vanuit het beleidskader en de huidige financiële positie van pensioenfondsen voldoende aanknopingspunten om een hogere rente-afdekking te onderzoeken.

Tegenargument

In het nieuwe stelsel is wellicht geen rente-afdekking nodig (of wenselijk) voor jongeren. Daarnaast is de huidige rentecurve sterk inverse: de 50-jaars swap rente staat ongeveer een procent lager dan de 20-jaars swap rente. Wij adviseren daarom nog steeds om voorzichtig te zijn met de zeer langlopende swaps (vanaf 30 jaar). Een zogenaamde curve positie (meer afdekken voor looptijden tot 20 jaar en minder daarna) kan aan deze tegenargumenten tegemoet komen (zie ook paragraaf 4).

2. Asset allocatie: van aandelen naar bedrijfsobligaties?

Er lijkt in de markt een brede consensus te bestaan dat er een recessie op komst is. Traditioneel leidt dat tot grote klappen op de aandelenmarkten. Wij constateren dat aandelen zich op eenzelfde niveau begeven als begin 2021 dus de vraag is of in die huidige aandelenkoersen al een recessie is ingeprijsd. Tegelijkertijd zien we dat credit spreads verdubbeld zijn ten opzichte van de niveaus van begin 2021. Daar lijkt de recessie dus al veel meer ingeprijsd. Dat maakt een beweging van aandelen naar vastrentende bedrijfsobligaties potentieel interessant.

Daarbij adviseren wij onze relaties altijd om eerst te focussen op de directe rendementen en daarna pas de indirecte rendementen te beoordelen. De directe rendementen zijn immers veel zekerder dan de indirecte rendementen. Die directe rendementen voor obligaties bestaan uit de coupons en die zijn aanzienlijk aantrekkelijker geworden omdat de rente begin 2021 op 0% stond en nu op 3% staat. Deze verhoging van het directe rendement op obligaties zien we niet terug in de dividendrendementen op aandelen. Jarenlang zijn de coupons op obligaties lager geweest dan het dividendrendement op aandelen. Dat heeft obligaties jarenlang minder aantrekkelijk gemaakt. Het directe rendement was lager dan het directe rendement op aandelen. Daarnaast was het opwaarts potentieel (het indirecte rendement) op obligaties eveneens zeer laag vanwege de lage spreads hetgeen obligaties tot een onaantrekkelijke categorie maakten met een ‘scheve verdeling’; weinig upside en veel downside⁶.

⁵ Zie reflector Een uitlegbaar beleggingsbeleid (kijkt verder dan de dekkinggraad) 2011 voor meer informatie over het benodigd rendement.

⁶ In eerdere uitingen hebben we daar ook op gewezen en aangegeven dat dit obligaties minder aantrekkelijk maakten, zie bijvoorbeeld: moeten pensioenfondsen hun langstlopende swaps verkopen van 22 februari 2021.

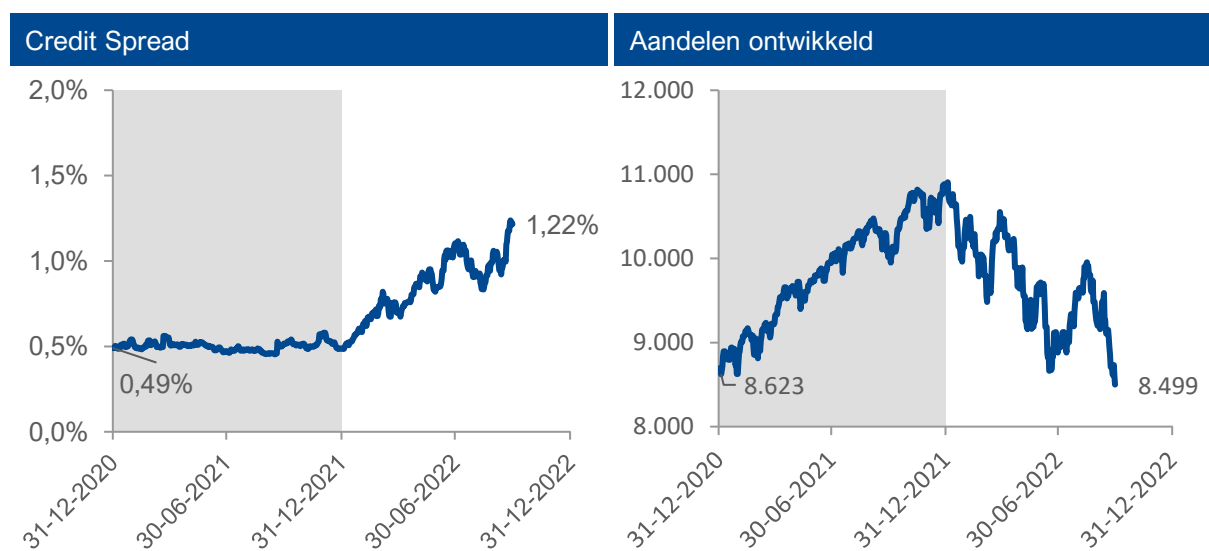
Op basis van de huidige aandelenkoersen becijferen we dat de verwachte risicopremie (het verwacht rendement minus de risicovrije rente) op het laagste niveau staat van de afgelopen 10 jaar⁷.

Dat wil zeggen dat de verwachte meerwaarde van aandelen dus beperkter is dan ooit tevoren. Daarbij zien we tegelijkertijd dat de onzekerheid van de aandelenmarkten (niet terugkijkend maar vooruitkijkend) zeer hoog is. Dus wellicht hebben aandelen nu juist die scheve verdeling met een beperkte upside en veel downside.

De huidige hoge rente en hoge spread bieden de obligatiebelegger een kussen tegen slechte tijden. Wij vragen ons af welk kussen een aandelenbelegger heeft.

Tegenargumenten

De hoge rente leidt voor bedrijven die een hoge mate van leverage toepassen tot een mogelijk herfinancieringsprobleem. Het adagium “geld lenen kost geld” is eindelijk weer opportuun hetgeen tot de (misschien wel gezonde) situatie leidt dat bedrijven beter op hun huishoudboekje moeten letten en ook failliet kunnen gaan.



Figuur: Spread staat fors hoger dan begin 2021. Aandelen staan circa op het niveau van begin 2021.

Beleggingscategorie	Verwacht rendement		Relatieve aantrekkelijkheid	
	30-06-2022	30-09-2022	30-06-2022	30-09-2022
5 YR Duitse Staatsobligatie	1,1%	2,0%	Basis	
20 YR Duitse Staatsobligatie	1,6%	2,2%	3	2
Hypotheken	1,7%	2,3%	1	1
Credits	3,1%	4,1%	10	10
EMD	4,9%	6,1%	9	9
High Yield	7,2%	8,3%	9	9
Aandelen ontwikkelde markten	6,0%	6,4%	4	3
Aandelen opkomende markten	8,8%	9,4%	4	4

Figuur: Aandelen scoren een 3, waar bedrijfsobligaties een 10 scoren.

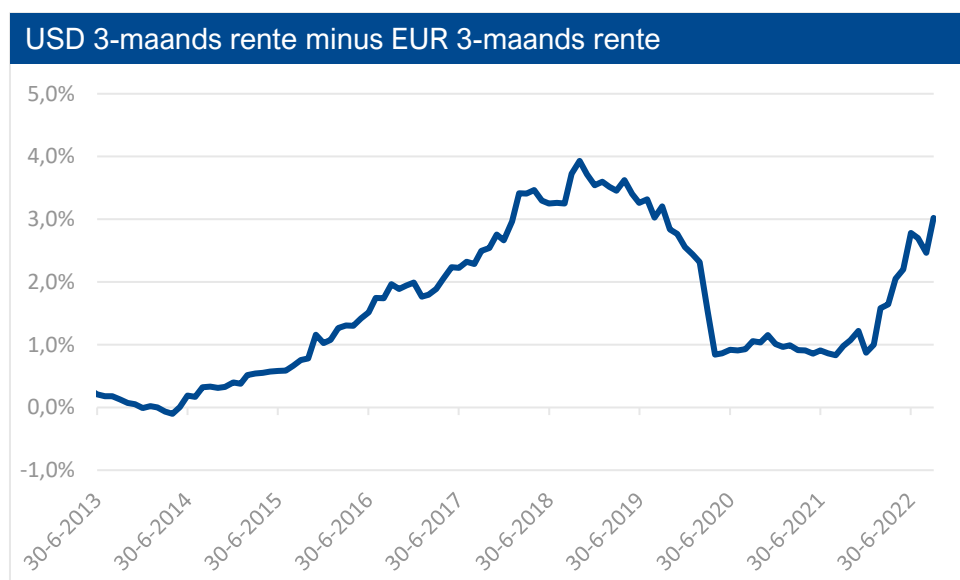
⁷ Zie onze marktduiding per 30-9 in de bijlage bij deze nieuwsbrief.

3. Valuta-hedge verhogen?

Ook op de valutamarkten zien we extreme bewegingen dit jaar. De dollar is gestegen tot een “all time high”. Dat roept de vraag op of een hogere afdekking van de dollar opportuun is. Vanuit een mean reversion gedachte kan dat verstandig zijn. We merken hierbij wel op dat het vaststellen van een mean reversion niveau voor de EUR-USD koers nog veel ingewikkelder is dan het vaststellen van een mean reversion niveau voor de lange rente.

Daarbij zien we (wederom) dat de dollar als safe haven zijn werk heeft gedaan. Bij neergaande aandelenkoersen versterkt de dollar. Aandelen zijn dit jaar met 20% gedaald en de dollar is 20% sterker geworden (afgeronde percentages). Dat is en blijft een belangrijk argument voor een open dollar positie. Het beschermt de zakelijke waarden portefeuille bij neergaande markten⁸.

Het renteverskil tussen de dollar en de euro (de zogenaamde yield differential) is ook nog steeds een valide argument voor een open dollar positie. We zien daar echter wel een geleidelijke verandering in optreden met name voor de wat langere looptijden. Het verschil in de 3-maands rente (waarop de valutacontracten veelal zijn gebaseerd) bedraagt nog steeds 3,0% (dollar rente boven euro rente), terwijl het verschil in de 10-jaars rente nog slechts 0,7% bedraagt.



Een laatste argument kan zijn dat een pensioenfonds de huidige dekkingsgraad wil “zekerstellen” richting het nieuwe stelsel. Daar past een (mogelijk tijdelijk) hogere valuta-afdekking bij.

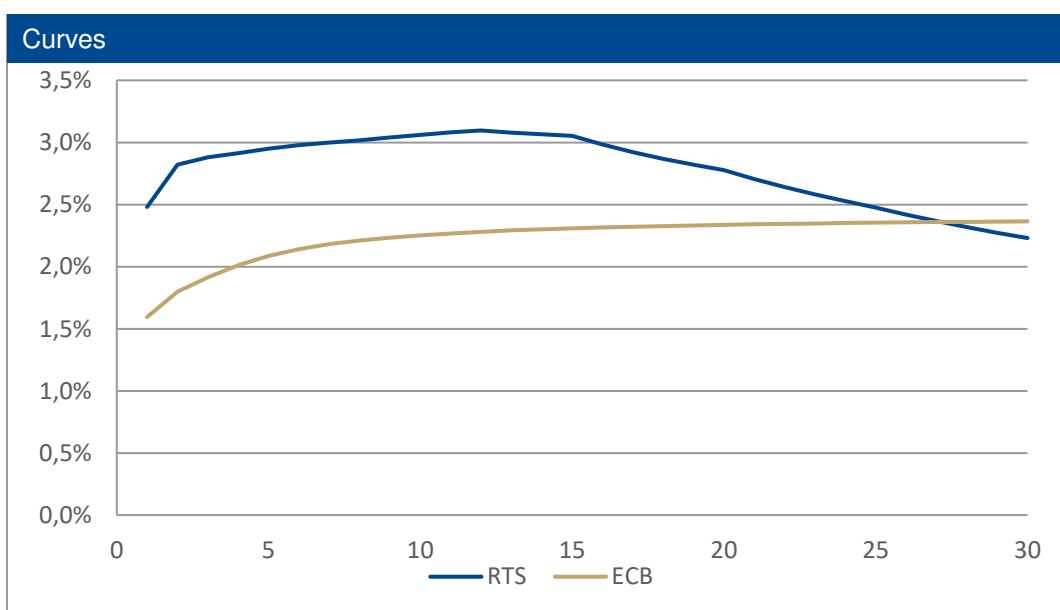
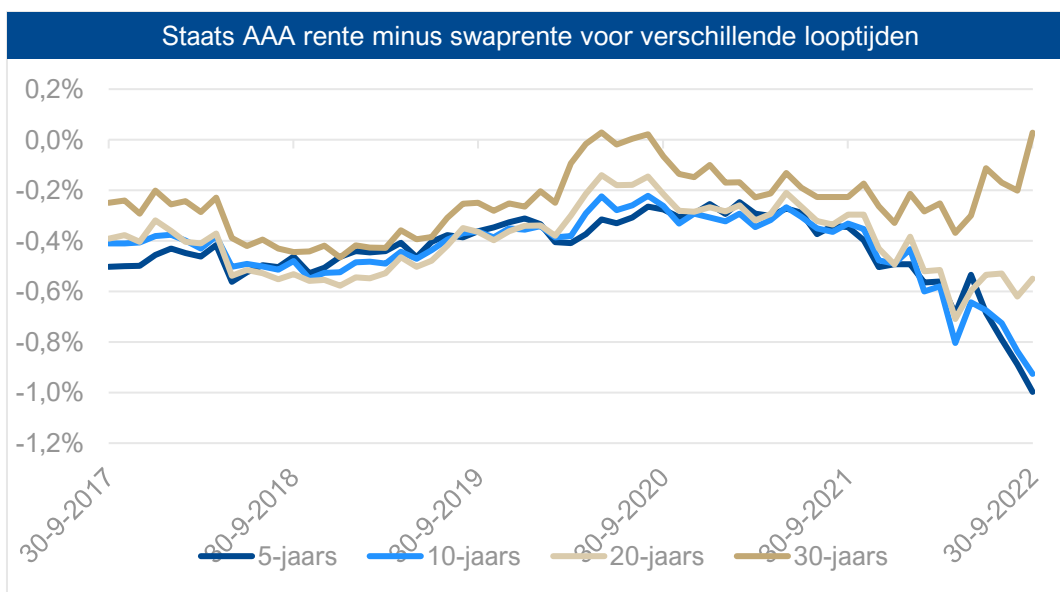
Per saldo zien wij dat bij dit vraagstuk de argumenten “voor” en “tegen” elkaar meer in evenwicht houden dan dat dit de afgelopen jaren het geval was

⁸ Dit in tegenstelling tot het VEV-model waarbij een dollar exposure altijd als extra risico wordt gezien.

4. Meer ruimte in LDI?

Tot slot zien we dat het verschil tussen de rente op veilige AAA-staatsobligaties en swaps (de zogenaamde swap spread) sterk varieert. Er kan worden beargumenteerd dat de risico's tussen swaps en staatspapier vergelijkbaar zijn (risico vrij) en dan bieden renteversillen kansen voor lange termijn beleggers. Wij ervaren dat daar bij de meeste LDI beheerders niet op in wordt gespeeld, omdat de restricties daar geen ruimte voor bieden. De verhouding tussen swaps en staatsobligaties ligt min of meer vast. Tegelijkertijd zien we dat de swap spread met een 30-jarige looptijd in april nog -40 bps bedroeg, op dat moment leverde een swap dus meer dan 40 bps op ten opzichte van een AAA-staatsobligatie (30-jaars). Per 30-9 zien we weer een heel ander beeld waarbij de 30-jaars staatsrente zelfs boven de swap ligt.

Dit is wel erg afhankelijk van de looptijd, zoals ook blijkt uit onderstaande figuren. De inverse curve die we bij swaps zien, zien we namelijk niet bij staatsobligaties waardoor langlopende staatsobligaties wellicht aantrekkelijker zijn dan swaps (voor de kortere looptijden geldt het omgekeerde).





Waar de instrumentkeuze binnen een LDI mandaat veelal beperkt wordt door strakke restricties geldt dat voor de curve positie vaak nog veel meer. Er wordt “blind” gehandeld omdat aan de curve restricties moet worden voldaan. Wij “vrezan” dat bij het overgaan naar het nieuwe stelsel de langstlopende swaps niet meer nodig worden geacht, hetgeen tot een verkoopgolf leidt waardoor de curve minder inverse wordt. In dat scenario kun je maar beter de eerste zijn die afscheid neemt van de langstlopende instrumenten. Daarnaast kun je je af vragen waar nu het echte risico zit: in een daling van de 20-jaars rente of in een daling van de 50-jaarsrente (die al meer dan 1% lager ligt dan 20-jaars rente).

Ook hier is de vraag of de beheerder mogelijk meer ruimte moet krijgen om marktomstandigheden mee te laten wegen in de portefeuille⁹. Wij achten het verstandig om in elk geval dat gesprek aan te gaan.

Tegenargument: curve posities en spread posities leiden per definitie tot een dekkingrisico voor de korte termijn. Dat kan mogelijk onwenselijk zijn richting het nieuwe contract. Daarnaast leidt meer ruimte voor de LDI beheerder potentieel tot hogere transactiekosten.

5. Tot slot

Het is en blijft de uitdaging om bij het maken van beleid vooruit te kijken. Het gevaar dreigt dat beleid wordt gemaakt vanuit de achteruitkijkspiegel. Dat (bijvoorbeeld) pensioenfondsen met een hoge rente-afdekking, vanuit een soort spijt denken dat de rente wel verder zal doorstijgen. Er kunnen (helaas) geen terugwerkende-kracht transacties meer worden ingelegd dus daarom gaan wij altijd uit van de huidige situatie op de financiële markten en vragen ons daarbij af wat vooruitkijkend logisch is en waar de kansen en risico's liggen. Plat gezegd: bij een rente van 0% zien en zagen wij aanleiding om voorzichtig te zijn met rente-afdekking. Bij een rente van 3%, en een benodigd rendement van 3,5%, zien wij dat anders.

Wij zijn aanhanger van een lange termijn beleggingsbeleid en laten ons niet snel van de wijs brengen door wijzigende marktomstandigheden of toezichtsregels. Naar onze mening is nu echter een bel gegaan. De financiële markten zijn in korte termijn dermate significant veranderd dat we adviseren om het strategisch beleid te heroverwegen. Ook om later te kunnen verantwoorden waarom nu bepaalde keuzes wel of niet worden gemaakt. Dat gaat echt over de hoofdblokken van het beleid: de rente- en valuta-afdekking en de allocatie naar aandelen.

Dat gezegd hebbende: de situatie is bij elk pensioenfonds anders. Deze nieuwsbrief beoogt geen generiek advies te geven maar poogt aan de hand van vooruitkijkende argumenten een bijdrage te leveren aan de bestuurlijke discussie over de hoofdzaken van het beleggingsbeleid.

Wij gaan er graag met u over in gesprek en staan (zeer) open voor andere inzichten, want daar wordt de argumentatie en de besluitvorming alleen maar beter van.

⁹ Een andere mogelijkheid is natuurlijk dat het fonds zelf het besluit neemt tot een strategische curve positie hetgeen waarschijnlijk ook goed past bij het nieuwe stelsel.

S&V Marktduiding

Welke beleggingscategorieën zijn relatief aantrekkelijk?

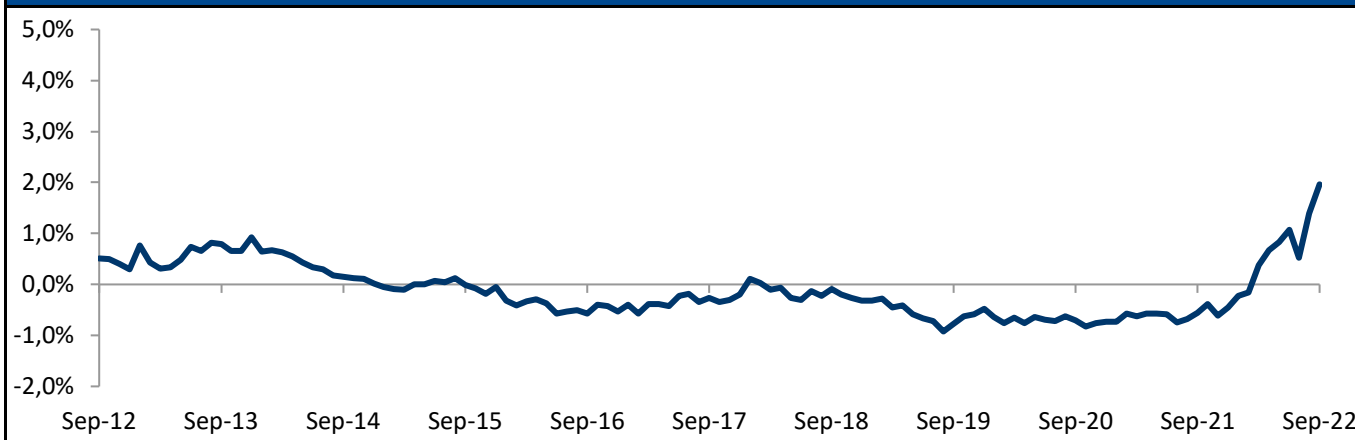
Datum: 30-09-2022



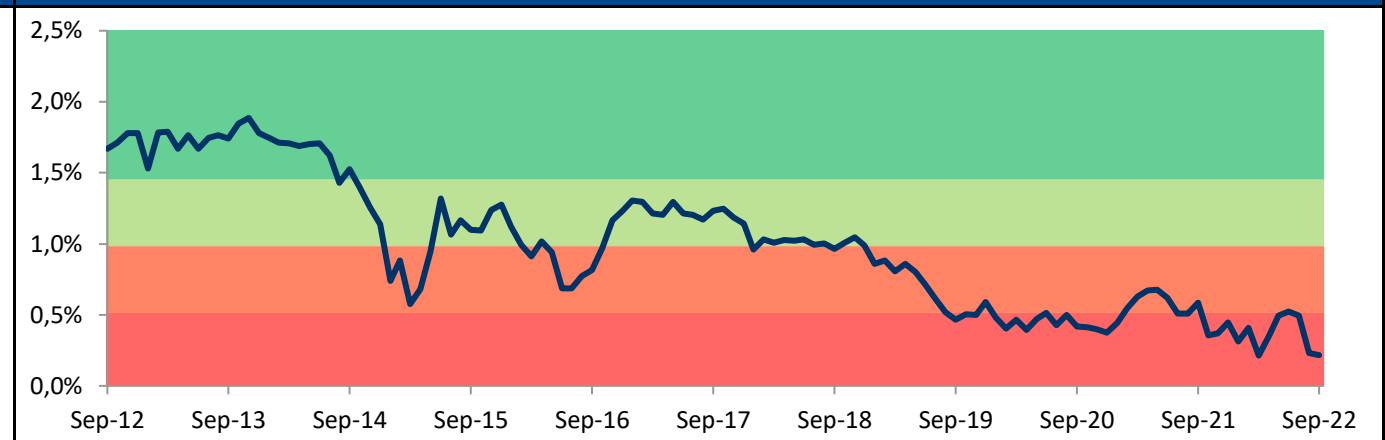
Beleggingscategorie	Verwacht rendement		Relatieve aantrekkelijkheid	
	30-06-2022	30-09-2022	30-06-2022	30-09-2022
5 YR Duitse Staatsobligatie	1,1%	2,0%	Deze risicovrije investering is de basis	
20 YR Duitse Staatsobligatie	1,6%	2,2%	3	2
Hypotheke	1,7%	2,3%	1	1
Credits	3,1%	4,1%	10	10
EMD	4,9%	6,1%	9	9
High Yield	7,2%	8,3%	9	9
Aandelen ontwikkelde markten	6,0%	6,4%	4	3
Aandelen opkomende markten	8,8%	9,4%	4	4

Legenda
> 1 standaard deviatie
gemiddelde < ... ≤ 1 standaard deviatie
-1 standaard deviatie < ... ≤ gemiddelde
≤ -1 standaard deviatie

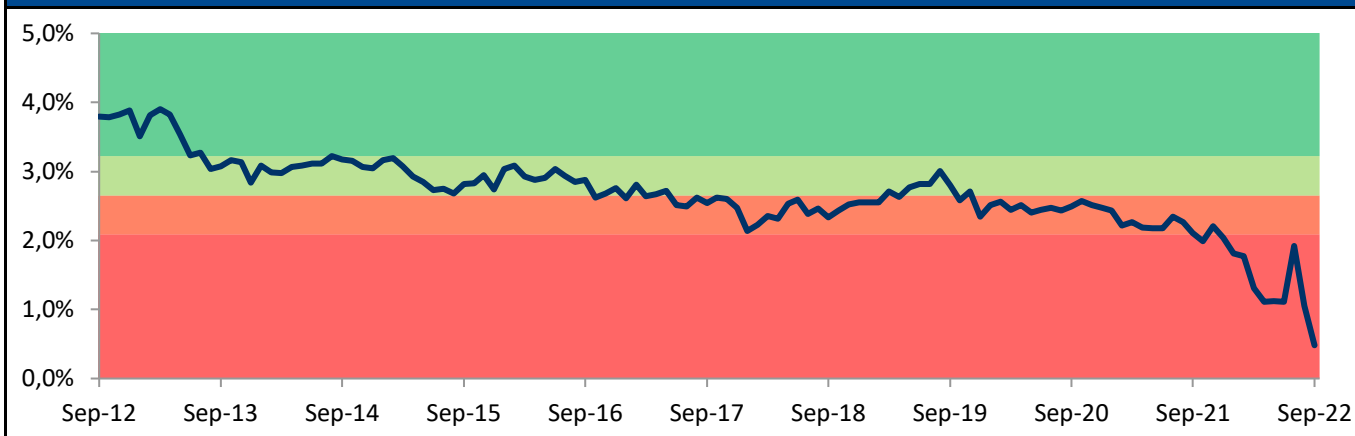
Figuur 1: 5 YR Duitse Staat



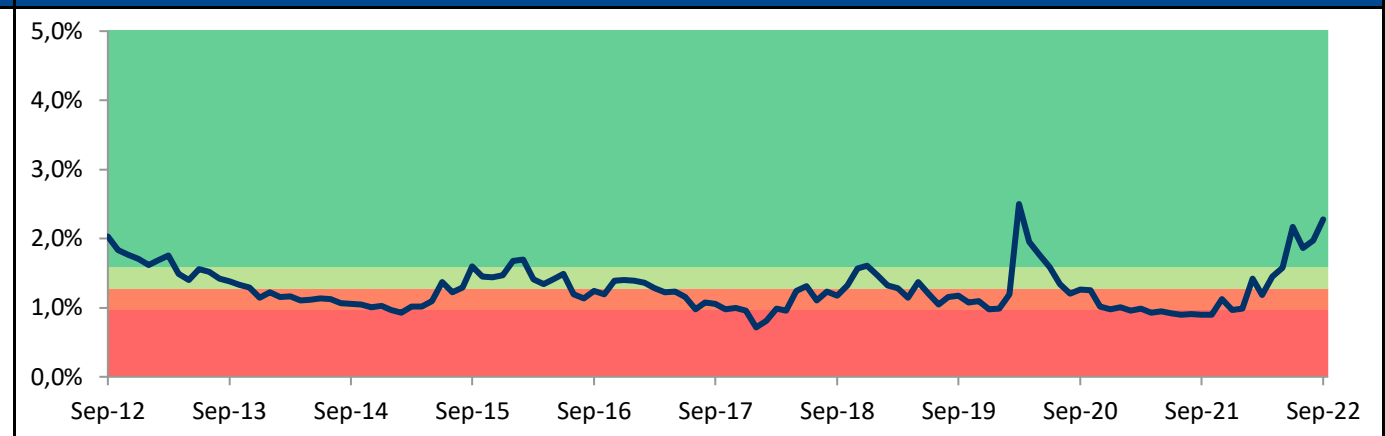
Figuur 2: Relatieve aantrekkelijkheid 20 YR Duitse Staat



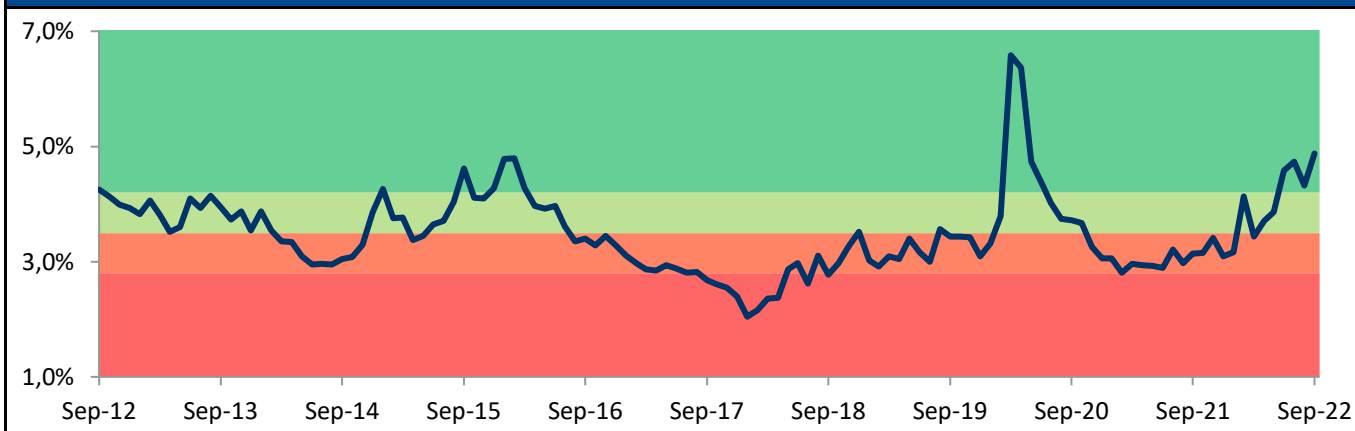
Figuur 3: Relatieve aantrekkelijkheid Hypotheken



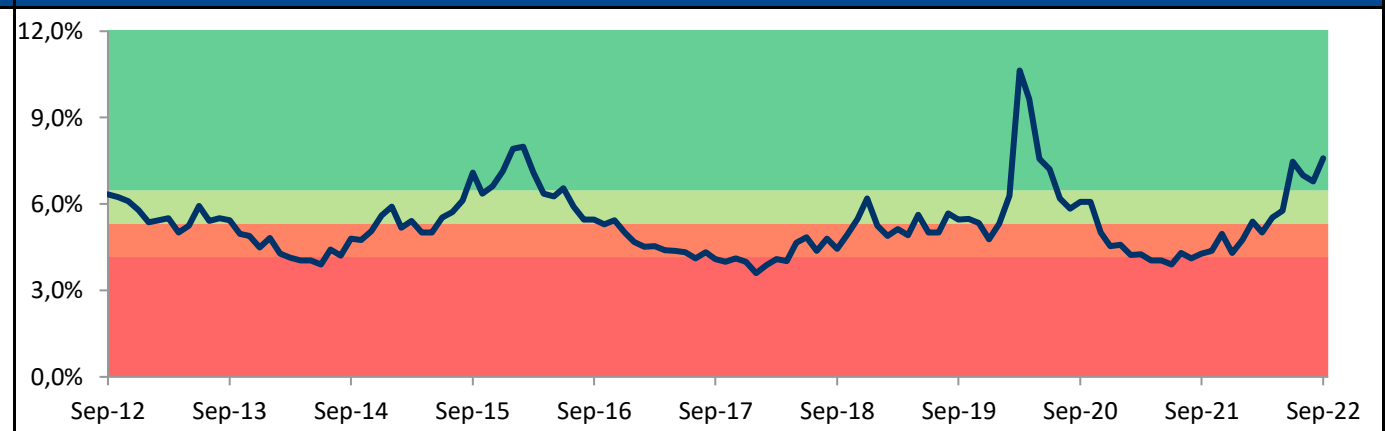
Figuur 4: Relatieve aantrekkelijkheid Credits



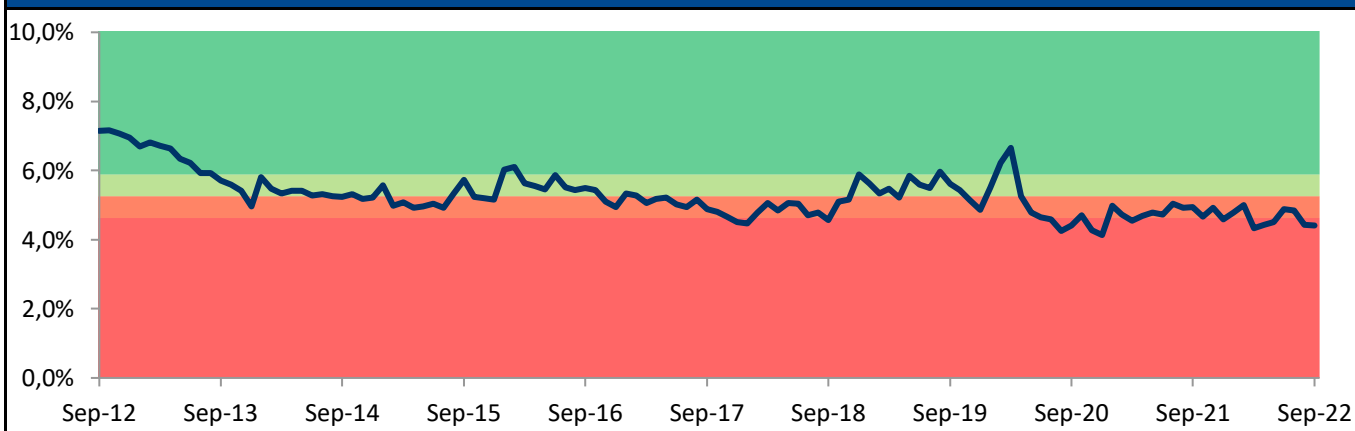
Figuur 5: Relatieve aantrekkelijkheid EMD



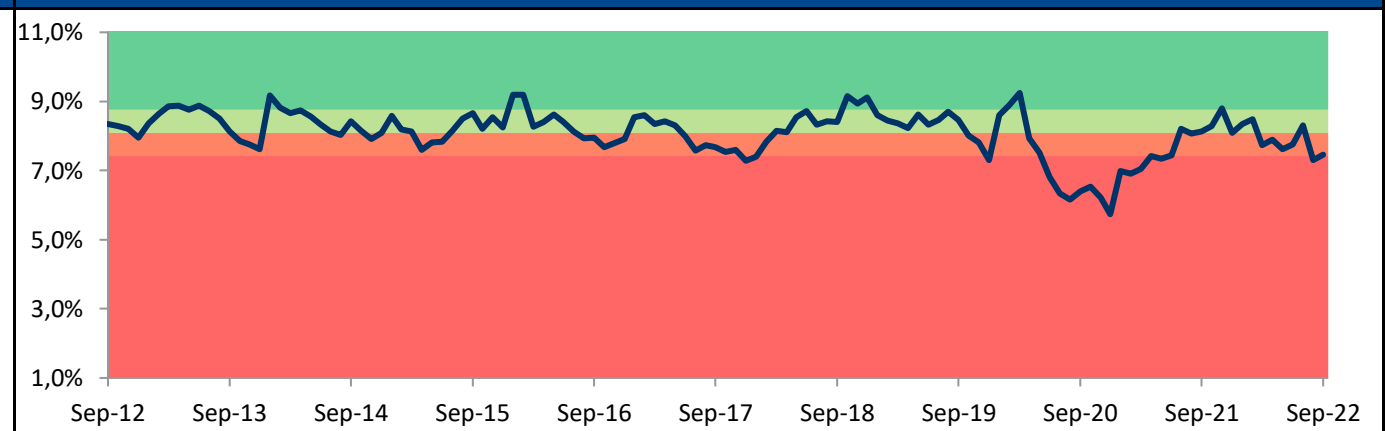
Figuur 6: Relatieve aantrekkelijkheid High Yield



Figuur 7: Relatieve aantrekkelijkheid Aandelen ontwikkelde markten



Figuur 8: Relatieve aantrekkelijkheid Aandelen opkomende markten



- Figuur 1: De yield (vergoeding) op een 5yr Duitse staatsobligatie
- Figuur 2: De extra yield (vergoeding bovenop 5yr Duitse staat) op een langlopende (20yr) Duitse staatsobligatie. Niet bedoeld om te beoordelen of een fonds renterisico moet afdekken.
- Figuur 3: De extra yield (vergoeding bovenop 5yr Duitse staat) op een mandje Nederlandse particuliere hypotheke (DNB, nieuwe verstrekkingen 1-10 yr, 1 maand vertraagd)
- Figuur 4: De extra yield (vergoeding bovenop 5yr Duitse staat) op een mandje investment grade bedrijfsobligaties (Barclays Euro Aggregate)
- Figuur 5: De extra yield (vergoeding bovenop 5yr Duitse staat) op een mandje obligaties in opkomende landen (Barclays EMD Hard Currency Aggregate, USD Hedged)
- Figuur 6: De extra yield (vergoeding bovenop 5yr Duitse staat) op een mandje high yield bedrijfsobligaties (Barclays Global High Yield, USD Hedged)
- Figuur 7: De extra yield (earnings yield minus de yield op 5yr Duitse staat) op de MSCI World Index (USD Hedged)
- Figuur 8: De extra yield (earnings yield minus de yield op 5yr Duitse staat) op de MSCI Emerging Markets Index (Unhedged)

Een nadere toelichting op de systematiek achter de marktduiding is te vinden in de [Reflector 'Buy Low, Sell High'](#)

Mocht u vragen hebben of u willen aanmelden voor de kwartaalijks e-mailservice, dan kunt u ons bereiken via investments@sprekelsenverschuren.nl of www.sprekelsenverschuren.nl

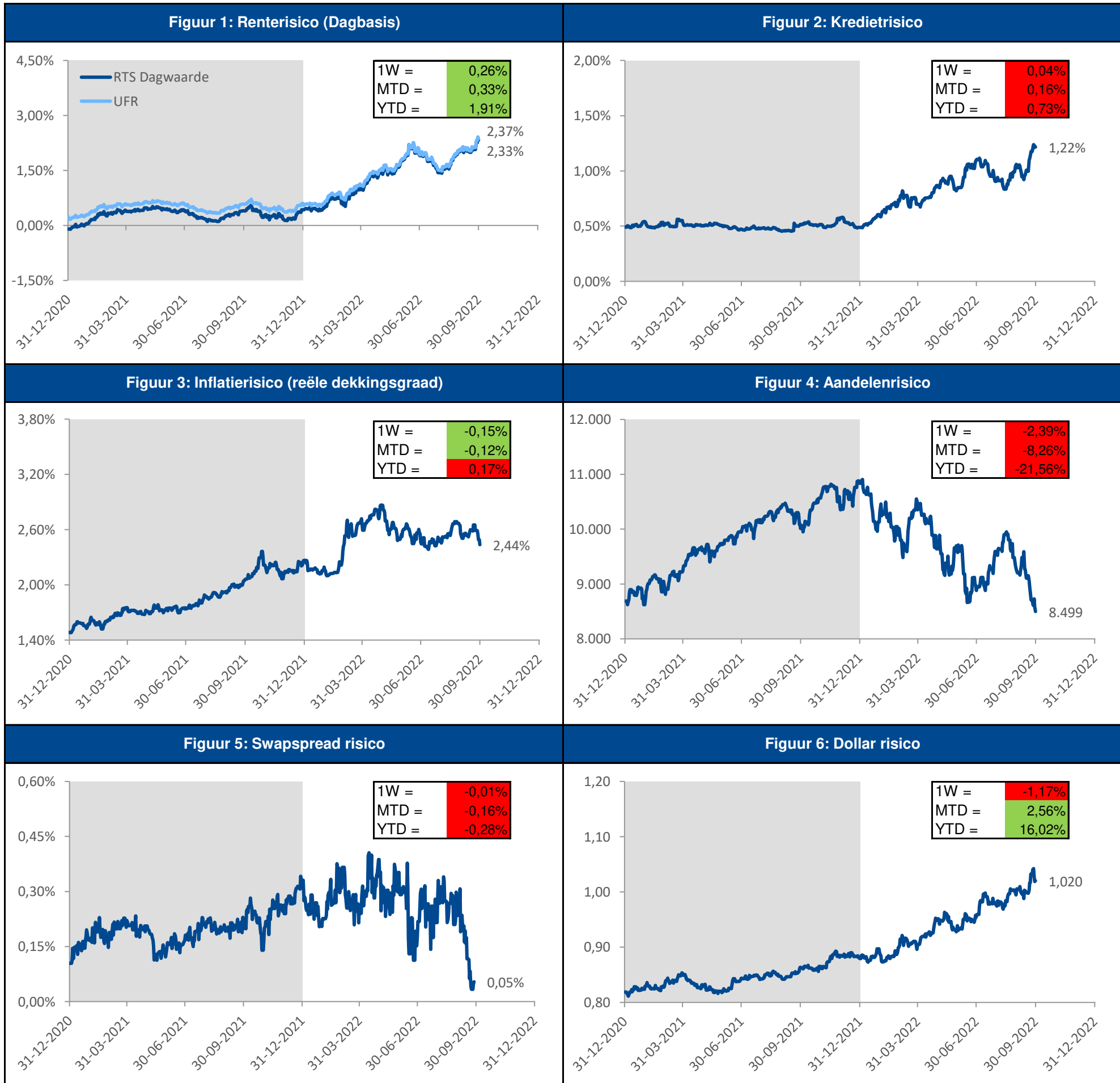
S&V Financiële Markten Pensioenfondsen

Welke risico's werden beloofd?

Datum: 30-9-2022 (Einde Dag)

Groen = Gunstige ontwikkeling voor dekkingsgraad
 Rood = Ongunstige ontwikkeling voor dekkingsgraad

1W = verandering over de laatste week
 MTD = verandering sinds het begin van de maand
 YTD = verandering sinds het begin van het jaar



Figuur 1: De gewogen rente uit de 'zuivere' swapcurve en de DNB-UFR curve voor een gemiddeld pensioenfonds.
 Figuur 2: De kredietopslag van investment grade obligaties (50% US en 50% EU).
 Figuur 3: De gewogen gemiddelde inflatie uit de Europese inflatieswapcurve voor een gemiddeld pensioenfonds.
 Figuur 4: De MSCI World Index gehedged naar EUR.
 Figuur 5: De gewogen rente uit de 'zuivere' swapcurve minus de gewogen rente uit de ECB-AAA curve (methodiek conform figuur 1)
 Figuur 6: De waarde van één USD in EUR.

Mocht u vragen hebben of mocht u zich willen aanmelden voor de wekelijkse e-mailservice, dan kunt u ons bereiken via investments@sprekelsenverschuren.nl of www.sprekelsenverschuren.nl