




# S&V Reflector

## Dienen de pensioenfondsen hun langlopende swaps te verkopen?

Een risicomanagement discussie

Juni 2011



Sprenkels & Verschuren wil met dit document haar bijdrage leveren aan een verantwoord en uitlegbaar beleggingsbeleid voor pensioenfondsen. Wij zijn geen vermogensbeheerder en hebben geen glazen bol. Wel willen wij dat pensioenfondsen de belangrijkste beleggingsbeslissingen weloverwogen nemen en de argumentatie in bijgaand document dient om de geesten van pensioenfondsbesturen te scherpen en hen daarmee te helpen in het maken van keuzes.

## Inleiding

---

Pensioenfondsen beleggen sinds de invoering van het financieel toetsingskader in langlopende swaps. Dat heeft de fondsen geen windeieren gelegd, want de swaps zijn enorm in waarde gestegen door de gedaalde rente. De swaps hebben ervoor gezorgd dat het vermogen van de pensioenfondsen ondanks de crisis op de financiële markten groter is dan ooit tevoren. Nu is het echter tijd om die positie in langlopende swaps te heroverwegen. Niet op basis van ingewikkelde financiële modellen en ALM studies, maar op basis van gezond verstand. Er zijn vijf argumenten voor pensioenfondsen om de langlopende swaps te verkopen. Er is maar één argument om dat niet te doen.

## **Argument 1. De 50-jaars rente is 0,5% lager dan de 20-jaars rente**

Indien het pensioenfonds in 50-jarige swaps belegt dan is het jaarlijks rendement ongeveer 0,5% lager dan wanneer het pensioenfonds in 20-jarige swaps belegt. Dit economisch onlogische fenomeen wordt puur gedreven door de grote vraag naar 50-jarige swaps. Beleggingstechnisch lijkt het een stuk interessanter om in de 20-jaars rente te beleggen, want dat levert 0,5% extra rendement op voor de eerste 20 jaar. Toch beleggen de meeste fondsen die de rente afdekken ook in 50-jarig papier omdat ze exact willen matchen. Bij exact matchen wordt de portefeuille geconstrueerd op basis van een model in plaats van gezond verstand. Beleggingstechnisch is het enkel verstandig om in 50-jarig papier te beleggen als de expliciete verwachting is dat de rente sterk zal dalen (met meer dan 0,5%) en men herbeleggingsrisico wil voorkomen, immers bij 20-jarig papier moet na 20 jaar worden geherfinancierd.

## Argument 2. De swaps leiden tot inflatierisico, en dat is het echte lange termijn risico voor pensioenfondsen

---

Een stijgende rente leidt tot een daling van het pensioenvermogen. Omdat in langlopende instrumenten wordt belegd is de impact groot. Een stijging van de rente met 1% leidt voor een gemiddeld fonds tot een daling van het vermogen met 10%. Uit dat vermogen dient het pensioenfonds de toekomstige uitkeringen te financieren, dus een daling van het vermogen is ongunstig voor het pensioenfonds. Daar komt bij dat een stijging van de rente veelal hand in hand gaat met een stijging van de inflatie. Ter illustratie: in het eerste kwartaal van 2011 is de lange rente met 0,5% gestegen en de inflatieverwachting ook met 0,5% gestegen. Aangezien pensioenfondsen ernaar streven om geïndexeerde pensioenen uit te keren, leidt deze hogere inflatie ertoe dat de toekomstige (geïndexeerde) uitkeringen die het fonds wil doen zullen toenemen. Na deze rentestijging moet het pensioenfonds dus met een lager vermogen hogere uitkeringen financieren. Het rendement dat benodigd is om dat te kunnen realiseren neemt toe (zie voor een verdere uitwerking van het benodigd rendement ons *White Paper “een uitlegbaar beleggingsbeleid”*, van januari 2011).

Pensioenfondsen wordt nogal eens voorgespiegeld dat ze zich moeten wapenen tegen een zogenaamd Japan scenario waarin rentes dalen, inflatie laag is en aandelen slecht renderen. Het is maar zeer de vraag of dit voor de lange termijn het meest risicovolle scenario is. In een Japan scenario nemen de vermogens toe door de dalende rente en de uitkeringen zijn lager dan verwacht door de lage inflatie. Het enige vervelende is dat het vermogen daalt als het pensioenfonds veel in aandelen heeft belegd.

Het meest risicovolle scenario voor de lange termijn is het zogenaamde stagflatiescenario. In dat geval gaan de slecht renderende aandelen hand in hand met een stijgende rente, gedreven door een hoge inflatie. Het vermogen wordt dubbel hard geraakt, door de stijgende rente en de dalende aandelenkoersen, terwijl de uitkeringen toenemen door de hogere inflatie. Het rendement dat jaarlijks benodigd is om de uitkeringen uit de pot te kunnen financieren neemt zo sterk toe (tot 8% à 9%) dat het pensioenfonds zich kan afvragen of het pensioencontract nog haalbaar is.

Het is zeer de vraag of pensioenfondsen het beleggingsbeleid enkel moeten richten op de dekkingsgraad. Deze dekkingsgraad is een prima korte termijn maatstaf die meet hoe het pensioenfonds ervoor staat indien het nu zou liquideren. Te veel sturen op deze korte termijn risico's leidt juist tot risico's op de lange termijn. De pensioenfondsen zijn, mede op verzoek van DNB, doorgeslagen in het managen van korte termijn risico's door het aankopen van langlopende swaps.

### Argument 3. Het renterisico kan wel een beloond risico zijn

---

Het is voor pensioenfondsen onontkoombaar om een visie te hebben op de financiële markten. Zo gebruikt vrijwel elk pensioenfonds de visie dat aandelen meer opleveren dan obligaties. Dit is zelfs onderdeel van de wetgeving: in de regeling parameters pensioenfondsen is opgenomen dat het rendement op zakelijke waarden hoger is dan het rendement op vastrentende waarden. De ontwikkeling van de lange rente is zeker zo bepalend voor de ontwikkeling van de financiële positie van het pensioenfonds. Het renterisico wordt evenwel vaak afgeschilderd als een onbeloond risico waar het pensioenfonds geen visie op heeft. In de DNB- herstelplannen mag geen rekening worden gehouden met een stijgende rente. Vermogensbeheerders en ALM consultants hanteren veelal een gelijkblijvende rente als aanname. Dan is het niet meer dan logisch dat het ALM model of een risicobudgetstudie als uitkomst geeft dat de rente maar beter kan worden afgedekt. Immers input=output. De veel gehoorde redenering is: als we het renterisico afdekken dan maken we risicobudget vrij en kunnen we met hetzelfde risico meer in aandelen beleggen waardoor we gemiddeld meer kunnen verdienen.

Het is maar de vraag of het renterisico op dit moment een onbeloond risico is. De lange rente staat momenteel lager dan 3,5%, terwijl de economen van bijvoorbeeld CPB en OESO over 5 jaar een lange rente verwachten van 4,5% à 5%. Als een pensioenfonds die visie deelt dan lijkt het verstandig om de duratie van de beleggingen te verkorten.

## Argument 4. Het nieuwe pensioenstelsel heeft een omgekeerd renterisico

---

In de uitwerking van het pensioenakkoord worden de verplichtingen van een pensioenfonds gewaardeerd tegen een vast rendement (het verwachte rendement). Dat betekent dat, in die nieuwe wereld, de verplichtingen niet meer fluctueren met de rentetermijnstructuur. De beleggingen blijven wel op marktwaarde gewaardeerd. Dit leidt er per saldo toe dat de dekkingsgraad in de nieuwe wereld daalt bij een stijgende rente, waar de dekkingsgraad nu nog stijgt bij een stijgende rente.

**Tabel 1. Het omgekeerde renterisico in het nieuwe pensioencontract**

	Vermogen	Voorziening <sup>1)</sup>	Dekkingsgraad	Rente +1% Vermogen	Rente +1% Voorziening	Rente +1% dekkingsgraad
<b>Nu</b>	625 mln.	569 mln.	<b>110%</b>	561 mln.	471 mln.	<b>119%</b>
<b>Straks?</b>	625 mln.	605 mln.	<b>103%</b>	561 mln.	605 mln.	<b>93%</b>

Note <sup>1)</sup> De nominale voorziening in het huidige kader is voor dit gemiddelde pensioenfonds gebaseerd op de RTS per 10 juni 2011 (gemiddeld ca. 3,5%) terwijl de reële voorziening in het nieuwe kader is gebaseerd op een vaste rente van 3,2% (verwacht rendement minus inflatieverwachting)

Het fictieve fonds hierboven heeft een belegd vermogen van € 625 mln. en een (nominale) dekkingsgraad van 110%. Het fonds heeft het renterisico voor 60% afgedekt. Als de rente stijgt met 1% dan neemt de dekkingsgraad voor dit fonds toe met 9% naar 119%. Dit komt omdat de voorziening (marktwaarde) harder daalt dan de beleggingen (marktwaarde).

In de nieuwe wereld heeft het fonds een (reële) dekkingsgraad van 103%. Als de rente stijgt met 1% dan neemt de dekkingsgraad voor dit fonds juist af met 10% naar 93%. Dit komt omdat de voorziening niet daalt (ongevoelig voor renteveranderingen), terwijl de beleggingen wel dalen. Mocht de uitwerking van het pensioenakkoord tot wetgeving leiden dan is het zeer de vraag hoe pensioenfondsen omgaan met de langlopende swaps. Langlopende swaps zullen dan resulteren in een zeer volatiele dekkingsgraad. De dekkingsgraad zal dan juist stabiel zijn bij een hele korte duratie van de beleggingsportefeuille. Dat zou tot gevolg kunnen hebben dat pensioenfondsen de langlopende swaps verkopen. Aangezien de swaprente gedreven wordt door vraag en aanbod zal de verkoop van de langlopende swaps leiden tot een oplopende lange rente. De pensioenfondsen die met de langlopende swaps blijven zitten zijn daarvan de dupe want deze nemen dan sterk in waarde af waardoor het vermogen van die fondsen daalt.

## Argument 5. Er zit een aantal nadelen aan swaps

---

In het algemeen kan worden gesteld dat swaps complexere instrumenten zijn dan obligaties en daarom meer inhoudelijke en juridische kennis vergen van het bestuur. Daarnaast zijn er wat minder voor de hand liggende financiële risico's bij het gebruik van swaps:

- Een stijging van de rente leidt ertoe dat het pensioenfonds op korte termijn grote bedragen (procenten van het belegd vermogen) moet kunnen overmaken (verpanden) naar de tegenpartij van de swap.
- Een daling van de rente leidt ertoe dat het pensioenfonds juist grote bedragen aan onderpand ontvangt. Deze onderpandgelden worden mogelijk ook weer belegd met eventuele (krediet) risico's van dien.
- In een swap betaalt het pensioenfonds halfjaarlijks een korte rente (6-maands Euribor) terwijl het jaarlijks de vaste betaling ontvangt.
- Het pensioenfonds kan niet risicovrij 6-maands Euribor verdienen.
- Er is een economische samenhang tussen het niveau van de 6-maands Euribor en de inflatie. Een stijgende inflatie leidt daarmee tot een hogere verplichting voor het pensioenfonds.



## Tegenargument 1: Het pensioenfonds in liquidatie

---

Indien het pensioenfonds geen tijd van leven heeft, omdat het bijvoorbeeld overweegt om het fonds te liquideren en onder te brengen bij een verzekeraar, dan is dat voor het fonds een goede reden om veel meer te kijken naar de korte termijn risico's. Het korte termijn risico is dan wel degelijk een verder dalende lange rente. De verzekeraar waardeert het pensioenfonds immers tegen de risicovrije rente en als die rente daalt, dan vraagt de verzekeraar een hogere koopsom voor het overnemen van de aanspraken.

Een veel gehoord oneigenlijk tegenargument is dat het verkopen van de langlopende swaps niet zou mogen van DNB omdat het pensioenfonds in een herstelplan zit. Het is waar dat DNB niet *zonder meer* toestaat dat het risicoprofiel wordt verhoogd ten opzichte van het risicoprofiel dat is 'overeengekomen' in het herstelplan, maar:

- Indien het huidige risicoprofiel lager is dan overeengekomen in het herstelplan, dan heeft het fonds binnen het herstelplan, in principe, nog ruimte om risico's te nemen (lees langlopende swaps te verkopen of de rentegevoeligheid van de beleggingen af te bouwen).
- Indien die ruimte er niet is, dan heeft het fonds de mogelijkheid om verschillende risico's uit te ruilen.
- Het belangrijkste is dat het fonds een eigen verantwoordelijkheid heeft en het staat het fonds vrij om met goede argumenten de discussie richting DNB aan te gaan. Zelfs als dit zou leiden tot een hoger risicoprofiel dan conform herstelplan. Het risicoprofiel in de nieuwe wereld (FTK2), zou wel eens heel anders kunnen worden vastgesteld dan in de huidige wereld (FTK1).

## Conclusie

---

Het huidige FTK is sterk gebaseerd op de liquidatiegedachte. Een dekkingsgraad van 100% wil zeggen dat de nu opgebouwde pensioenen met een hoge mate van zekerheid kunnen worden uitgekeerd. Deze dekkingsgraad is in lijn met de marktprijs die verzekeraars vragen voor het verzekeren van het risico. Daarmee is die dekkingsgraad dus een prima inschatting van de marktwaarde van het pensioenfonds (zie ook de argumentatie in ons *White Paper “een uitlegbaar beleggingsbeleid”*, van januari 2011). Het pensioenfonds met een lange termijn focus zal zich niet primair en enkel moeten laten leiden door die liquidatiewaarde, maar zal meer moeten kijken naar de going concern waarde van het pensioenfonds. Vanuit dat lange termijn perspectief is er een aantal argumenten die pleiten voor verkoop van de langlopende swaps en (een stap verder) afbouw van de renteafdekking.

Het nieuwe FTK, voor zover dat al doorgaat, heeft meer aandacht voor de lange termijn. Dat onthoudt het pensioenfonds er niet van om ook nog steeds naar de korte termijn risico's te kijken. Het beleggingsbeleid van het pensioenfonds zou daarmee redelijk onafhankelijk moeten zijn van het toezichtskader.

Het is de uitdaging voor pensioenfondsen om niet af te wachten tot het pensioenakkoord tot wetgeving heeft geleid, maar met het juiste beleggingsbeleid voorop te lopen in deze ontwikkeling. Daarbij moet het pensioenfonds zich niet verschuilen achter de toezichthouder.