



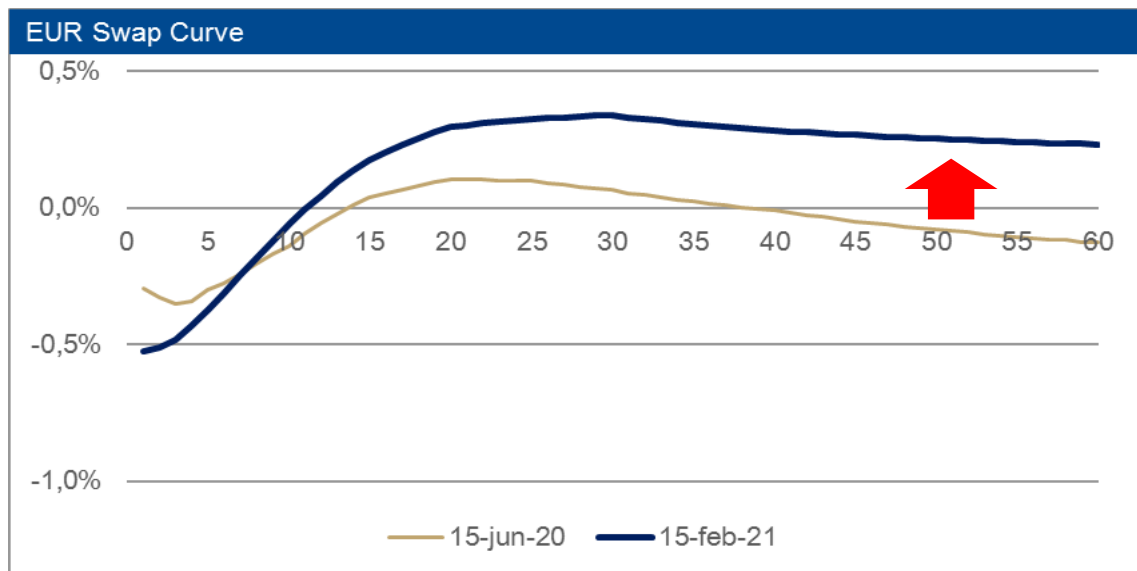
Nieuwsflits – Verkoopgolf lang(st) lopende swaps

Is de verkoop van lang(st)lopende swaps begonnen?
22 februari 2021

1. Samenvatting

In het nieuwe pensioenstelsel zijn (wellicht) minder zeer langlopende swaps nodig. Wij hebben onze klanten daar medio vorig jaar reeds op geattendeerd in onze uiting “beleggen in het nieuwe pensioenstelsel”. Daarbij gaven wij aan dat voor veel vraagstukken fondsen rustig de tijd kunnen nemen, maar dat er wellicht voor de lang(st)lopende swaps wat meer haast moet worden gemaakt. Immers, als veel partijen de lang(st)lopende swaps willen verkopen dan kun je beter de eerste zijn.

In de grafiek hieronder laten wij zien hoe de swap curve zich heeft ontwikkeld tussen medio juni 2020 en medio februari 2021:

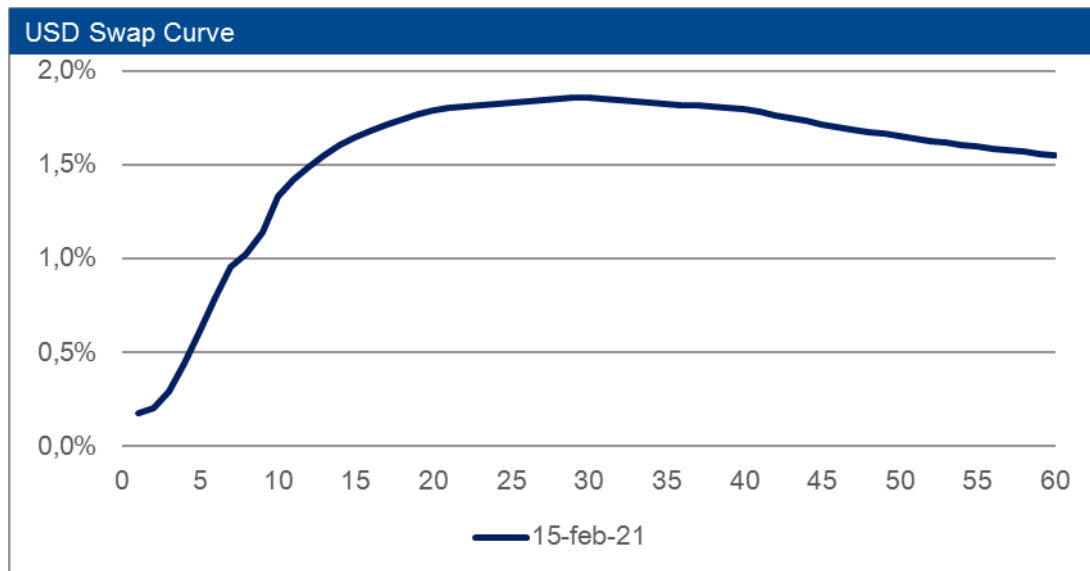


Het door ons geschetste “risico” lijkt zich te manifesteren. De zeer lange rente (50-jaars) is bijna 15 bps méér gestegen dan de 20-jaars rente. Daardoor is de curve “normaler” geworden in de zin dat de curve minder inverse is geworden. De waarde van de lang(st)lopende swaps is als gevolg daarvan afgenomen.

De dekkingsgraadimpact hiervan is ca. 0,5%¹.

¹ Als een fonds de lang(st)lopende swaps heeft ingeruild voor korter lopende swaps (met dezelfde overall rente-afdekking) dan heeft dat fonds nu een 0,5% hogere dekkingsgraad (uitgaande van een rente-afdekking van 50%). Bij een hogere afdekking of bij een jonger fonds is het effect groter, bij een lagere afdekking of een ouder fonds is het effect kleiner

Het is de vraag of de curve nog verder kan versteilen als Nederlandse Pensioenfondsen collectief afscheid nemen van de zeer langlopende swaps. Enerzijds lijkt dat niet ondenkbaar gezien de omvang van de Nederlandse pensioenfondsen op het lange eind van de swap markt. Anderzijds is de curve nu nauwelijks meer inverse waardoor de vraag rijst wat een “normale” curve is. Het valt ons in elk geval op dat de USD swap curve nog behoorlijk inverse is. Daar is de 50-jaars rente 14 basispunten lager dan de 20-jaars rente. In Europa is dat verschil nog slechts 4 basispunten.



Een deel van het “momentum” is dus voorbij. Toch achten wij het logisch om dit vraagstuk nog niet volledig van tafel te halen, maar om daarover in de beleggingscommissie van gedachten te blijven wisselen.

2. Onze eerdere analyse (juni 2020)

In juni 2020 hebben wij de reflector “beleggen in het nieuwe pensioencontract” uitgebracht waarin wij hebben aangegeven wat de mogelijke gevolgen zijn van het nieuwe stelsel op het beleggingsbeleid. Daarbij kwamen wij tot onderstaande samenvatting:

Tabel 1. samenvatting van de mogelijke wijzigingen in het beleggingsbeleid in nieuw stelsel

Mogelijke wijziging in portefeuille	Conclusie	Haast maken?
1. Inrichting naar Matching en Return.	Ja dit wijzigt mogelijk in kort-lang.	Nee
2. Mate van rente-afdekking.	Ja dit wijzigt mogelijk voor jonge fondsen met een hoge afdekking..	Nee
3. Curve positie binnen de rente-afdekking.	Ja minder lang(st)lopende swaps	Ja
4. Mate van valuta-afdekking.	Wijzigt alleen indien de VEV restrictie leidend is in de huidige afdekking.	Nee
5. Mate van afdekking van het inflatierisico.	Meer ruimte voor inflatie-gerelateerde obligaties.	Nee
6. Allocatie naar zakelijke waarden.	Voor jonge fondsen mogelijk reden voor substantiële wijziging.	Nee

Wij zagen slechts één mogelijke wijziging waar pensioenfondsen relatief snel over zouden moeten nadenken: de allocatie naar zeer langlopende swaps in portefeuille. Dit betreft een relatief illiquide markt met een scheve vraag/aanbod verhouding.

De swap markt is een markt van vraag en aanbod. De hoogte van de lange rente wordt daarmee bepaald door vraag en aanbod. Als de vraag toeneemt dan neemt de rente af, als de vraag afneemt dan neemt de rente toe.

Indien een groot aantal Nederlandse pensioenfondsen binnen afzienbare tijd de langlopende swaps van de hand doen, dan zou dat wel eens kunnen leiden tot een hogere swaprente. Als dat het geval is dan kun je als pensioenfonds maar beter de eerste zijn die afscheid neemt van de swaps, eenvoudigweg omdat de swaps veel waarde verliezen bij een stijgende rente. Dit pakt zeer nadelig uit voor het nieuwe contract, waarin de waarde van het pensioenvermogen van groter belang is (en niet de dekkingsgraad).

Wij voorzagen daarbij het volgende risico-scenario:

In concreto is het “gevaar” voor pensioenfondsen dat de wijzigende regelgeving leidt tot een verkoopgolf van de langstlopende swaps waardoor de 30-50-jaars swap rente zal stijgen ten opzichte van de kortere looptijden. De curve zal daardoor normaliseren (niet langer inverse zijn).

