

De toekomst van staatsobligaties in pensioenportefeuilles

Vastrentende waarde zijn de hoeksteen van de beleggingsportefeuilles voor pensioenfondsen. Afhankelijk van aannames, kan momenteel circa de helft van het Nederlandse pensioenkapitaal van meer dan EUR 1500mrd worden toegerekend aan LDI. Deze portefeuilles dienen ertoe het dominante renterisico van pensioenfondsen te mitigeren. Het grootste deel van deze portefeuilles wordt ingevuld met een combinatie van rentederivaten en staatsobligaties. Niet alleen de Nederlandse staat (schuld van ca. EUR 400mrd), maar ook belangrijke agentschappen als BNG en NWB financieren hiermee hun schulden. Het is in het belang van jongeren dat in Wet Toekomst Pensioen (WTP) de balans niet doorslaat naar derivaten.



Waar bij de start van het huidige regime (FTK) de renterisico's voortkomend uit de verplichtingen nog veelal werden afdekt met de obligatieportefeuille, is daar door sommige pensioenfondsen ook een steeds verder groeiende rentederivatenstrategie aan toegevoegd. Na de eurocrisis van 2012 zagen veel pensioenfondsen dat de rationale voor het integraal beheer van obligaties en renteswaps steeds sterker werd, en is de integraal beheerde LDI-portefeuille ontstaan.

Expert



Rik Klerkx
CIO bij
Cardano

Voordelen LDI

Deze integraal beheerde LDI-portefeuille kent een aantal voordelen. Bijvoorbeeld het reduceren van transactiekosten en -risico's wanneer er obligaties worden gekocht of verkocht. De LDI-manager kan immers gelijktijdig de swapportefeuille aanpassen, om het renterisico (of -afdekking) constant te houden. Ten tweede dient de LDI-portefeuille als belangrijke bron van liquiditeitsbeheer. Niet alleen heeft de LDI-manager de meest directe inzichten in de liquiditeitseisen voortkomend uit derivaten, ook de benodigde liquiditeitsoplossingen kunnen uit deze portefeuille gegenereerd worden. Bijvoorbeeld via beleggingen in geldmarktfondsen, liquide staatsobligaties, en gebruik van repo's. Ten derde kan door middel van integraal beheer dynamisch ingespeeld worden op de niveaus van swapspreads (verschillen van obligatierendementen vis-a-vis swaprentes). Zo kan er op ieder moment – en dus afhankelijk van marktomstandigheden – gekozen worden of de swapspread het swapspreadrisico rechtvaardigt. De LDI-manager beoordeelt dit risico met een aanpak die voorspelbare uitkomsten biedt, op middellange termijn.

Van LDI naar Beschermingsportefeuille

Verandert de inrichting van de LDI-portefeuille, die onder WTP beschermingsportefeuille gaat heten, met de komst van WTP? Nee, de drie kernvoordelen blijven bestaan zoals hierboven beschreven. De rationale voor integraal beheer wordt zelfs sterker. De rendementsverschillen tussen obligaties en renteswaps zullen onder WTP niet verdeeld worden over alle deelnemers. In de Solidaire Premiereregeling (SPR) zijn er twee varianten. In de directe variant blijven de rendementsverschillen in de beschermingsportefeuille. Hoewel deze dus niet gelijk over alle deelnemers worden gespreid, is er dus geen sprake van herverdelingseffecten.

Vooraf wegens beperkte operationele en administratieve capaciteit bij uitvoerders, zien wij dat het merendeel van de fondsen gaat voor de indirecte variant van SPR. Bij de indirecte variant zijn de rendementsverschillen veelal voor de jongere deelnemer, een potentiële bron van waardeoverdrachten tussen generaties. Dit dient beheerst en gemonitord worden, vindt ook DNB. De verleiding is dan ook groot om het basisrisico zo klein mogelijk te maken. Dit kan theoretisch door enkel kasgeld en derivaten in de beschermingsportefeuille op te nemen, en alle obligaties te verkopen. Het nadeel daarvan is dat een risicovrije beschermingsportefeuille niet zonder kosten kan worden gemaakt.

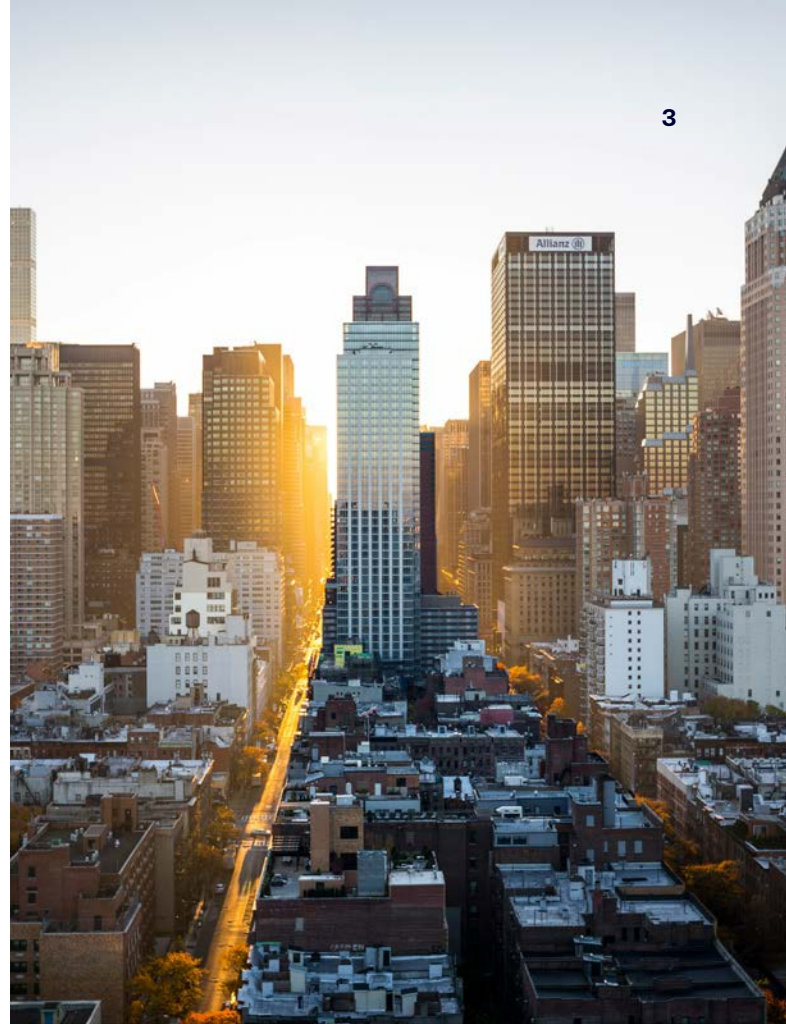
Hoe verder

Een manager kan net als nu als opdracht meekrijgen om – op middellange termijn – spreadrisico in te zetten wanneer het rendement dat rechtvaardigt. Wanneer het rendement niet opweegt tegen het risico, dient het te worden vermeden. Bijvoorbeeld ten tijde van de kwantitatieve verruimingsoperaties van de ECB. Toen waren obligaties duur en onaantrekkelijk. Maar wanneer er regimes ontstaan waarin de compensatie voor spreadrisico positief en substantieel is, dient dit juist te worden opgezocht. Zo kan door verschillende cycli heen (ofwel middellange termijn) een aantrekkelijke rendementsbron voor jongeren worden aangeboord, die bovendien diversifiërend werkt met zakelijke waarden. De omvang van het risicobudget in de beschermingsportefeuille verschilt per fonds en hangt ook sterk af van de mate van de allocatie naar de Beschermingsportefeuille en de leeftijdsopbouw.

Het verdwijnen van vereist eigen vermogen (VEV) in WTP betekent dat er meer instrumenten in scope komen. Een manager van een integraal beheerde beschermingsportefeuille kan hiermee het instrumentarium vergroten en meer diversificatie opzoeken.

Invaren

Tot slot enige woorden over “invaren” bij huidige marktomstandigheden. De macro-economische context anno 2025 levert een obligatierente op die hoger is dan de door DNB gestelde rentetermijnstructuur (RTS), welke gebaseerd is op swaprentes. Dit wordt onder andere veroorzaakt door overheidstekorten en dus een verhoogd aanbod op de obligatiemarkt. Voor een beheerder van een beschermingsportefeuille een ideale kans om spreadrisico op te bouwen. Naarmate de obligaties dichter bij einddatum lopen zal namelijk het overrendement ten opzichte van rentederivaten gerealiseerd worden. Dit kan wel betekenen dat in de tussentijd het rendement volatieler wordt. Dat is uiteraard geen probleem voor een langetermijnbelegger zoals de jongere generaties van een pensioenfonds.



Alleen derivaten

Wanneer het fonds echter besluit bij invaren alle obligaties te verkopen om naar een beschermingsportefeuille met enkel derivaten over te stappen, dan worden eventuele verliezen direct gerealiseerd. Hoewel hier vanuit beperking van risico's voor gekozen kan worden, verdient deze keuze ook de mogelijke nadelen ter overweging, met een mogelijk oneerlijke verdeling tussen jong en oud. Bovendien zal een dergelijke strategie een grote blootstelling naar derivatenwederpartijen en geldmarktfondsen vereisen. Iets dat zeker goed moet worden beheerd en gespreid over verschillende aanbieders. Maar het belangrijkste is nog dat deze strategie met grote zekerheid achterblijft bij het door DNB gestelde beschermingsrendement. Dit achterblijvende rendement zal door jongeren aan ouderen moeten worden vergoed, iets dat niet in de geest van WTP zou moeten kunnen gebeuren.