

Dilemma's bij lage rente

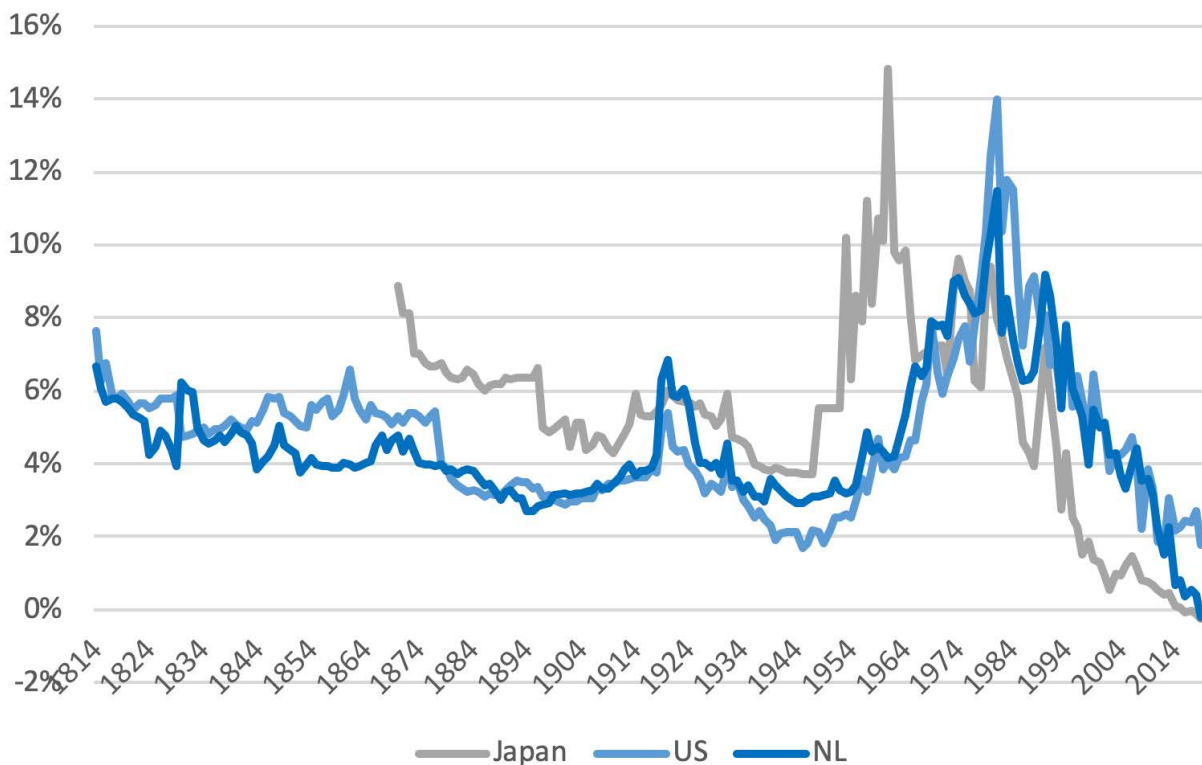
De rente is historisch op het laagste punt ooit. Per eind december 2019 was de 10 jaars rente -0.05% in Nederland.

Door Sacha van Hoogdalem

De rente is historisch op het laagste punt ooit. Per eind december 2019 was de 10 jaars rente -0.05% in Nederland. Het dieptepunt werd bereikt in de zomermaanden van 2019. De dalende trendlijn van rentes lijkt ingezet sinds begin jaren 80, waarin de 10 jaars rente in Nederland nog boven de 11% uitkwam.

De aanhoudend dalende rente leidt ertoe dat ook de consensus verwachtingen t.a.v. de renteontwikkeling dalen. Een van de scenario's die opkomt is dat we in Europa Japan achternagaan. In Japan is al sinds eind jaren '90 spraken van een rente onder de 2%, waarbij de rentes de laatste 10 jaar ook gedaald zijn naar 0%. De marktconsensus tendeeert naar een scenario waarin er langere tijd sprake is van lagere economische groei en rentes. De vraag naar geld neemt af, onder andere doordat overheden hun staatschuld terugbrengen of beperken, bedrijven minder leverage hebben en de technologische ontwikkelingen minder grote investeringen vergen. Daarnaast drukt het opkoopprogramma van ECB de rente nog verder.

Nominale 10 jaars rente



bron: Global Financial Data en Bloomberg

Wat betekent dit voor het rentehedge beleid van pensioenfondsen?

Pensioenfondsen hebben een lange termijn beleggingshorizon. De verplichtingen zijn uitkeringen die het fonds op lange termijn moet doen. De risicovrije beleggingsstrategieën die bij deze verplichtingen doelstelling horen zijn een matchende bond portefeuille, of een kaspositie aangevuld met renteswaps, zodanig dat het kasstroomprofiel gelijk is aan de uitkeringenstroom. Toch beleggen veel fondsen niet volledig in deze matchende portefeuilles.

De belangrijkste reden hiervoor is dat het pensioenfonds een indexatiedoelstelling heeft en hiervoor een deel van het vermogen in risicodragende beleggingen aanhoudt. De verwachting is dat de hogere opbrengsten gebruikt kunnen worden om de nominale pensioenverplichtingen te indexeren.

De aanname dat nominale rente en inflatie gecorreleerd zijn, wordt als argument aangedragen om de renteafdekking onder de 100% te houden. Immers een stijging van de rente, gaat gepaard met een stijging van de verwachte inflatie, en daarmee van de ambitiedoelstelling. Door het renterisico volledig dicht te zetten, leidt een rentestijging tot een daling van het vermogen, terwijl de waarde van de geïndexeerde verplichtingen stijgt door de toename van de inflatie.

Een ander veel gehoord argument voor een renteafdekking onder de 100% is dat het renterisico bij lage rentes lager is, omdat de rente bij lage niveaus minder volatiel is of omdat rentes niet verder kunnen dalen dan de 0%. Deze argumenten zijn zelfs verankerd in de methodiek van de standaard formule voor het vereiste eigen vermogen. Ondertussen weten we dat de rente wel degelijk onder de 0% kan komen, en is ook gebleken dat de volatiliteit bij de huidige rentes niet echt is afgenomen.

Een argument dat minder wordt uitgesproken, maar in het achterhoofd meespeelt, is dat de rente op dit moment zo laag is, dat het nemen van renterisico (door het renterisico niet volledig af te dekken) in verwachting rendement oplevert: namelijk de dekkingsgraadwinst bij een rentestijging doordat het renterisico niet volledig is afgedekt.

Dynamische rentehedge staffel

Onder andere gesteund door de hiervoor genoemde argumenten hebben veel Nederlandse Pensioenfonds een rentehedge beleid dat afhankelijk is van het niveau van de rente. De aanpak die hierin wordt gevolgd is dat er een evenwichtsrente wordt benoemd. De dynamische rentehedge staffel wordt zodanig ingericht dat de renteafdekking rondom de evenwichtsrente hoger ligt dan bij lagere rentes.

Toch zijn er ook verschillen tussen rentestaffels. Dit verschil zit met name in de mate van de renteafdekking bij de evenwichtsrente en de breedte van de staffel, ofwel het verschil tussen de rente afdekking bij lage rentes en hoge rentes.

In ALM-analyses leiden dynamische rentestaffels al snel tot betere ALM uitkomsten dan een statische rentestaffel. Vooral als het aangenomen rentepad naar de toekomst aansluit bij het spilniveau van de rentestaffel.

Dynamische rentestaffels werken niet alleen goed door het veronderstelde rentepad, maar ook door de aanname in de modellen dat lage rentes een hogere kans hebben om te stijgen dan te dalen, en andersom. Door dan bij lage rentes minder af te dekken in combinatie met een grotere kans op een rentestijging, wordt gemiddeld op het goede moment de rente afdekking verlaagd. En andersom bij hoge rentes, op het goede moment verhoogd.

Onder de aanname van een stijgende rente en het geloof in een evenwichtsrente waardoor rentes tenderen naar dit evenwichtsniveau, is een dynamische rentestafel die hierop is ingericht een logisch gevolg.

Helaas is het zo dat de rentes de afgelopen 40 jaar een dalende trend hebben laten zien. Fondsen die de afgelopen jaren hun renteafdekking laag hebben gehouden in verband met de lage rente en de rentestafel, hebben geconstateerd dat de lage renteafdekking mede bijgedragen heeft aan de huidige lage dekkingsgraad. De rente is verder gedaald, terwijl de rente afdekking gericht was op een rentestijging.

Op de bestuurstafel leidt dit tot discussies. De belangrijkste aanleiding is dat rentes nu toch wel heel laag zijn geworden en de consensus gedachte over de evenwichtsrente tendeert naar een lager niveau, en het tempo waarin dit niveau bereikt zal worden ook lager ligt.

Logischer wijs betekent een lagere evenwichtswaarde een lagere spilrente in de rentestafel, en de realisatie dat rentes ook onder de 0% kunnen komen, leidt ertoe dat er een goede basis is voor het verhogen van de rente afdekking ook bij de huidige renteniveaus.

Fondsen staan op lage dekkingsgraden en willen het risico beperken. Onder de aanname dat het downside risico van de rente groter is dan eerder aangenomen en dat de waarschijnlijkheid van een rentestijging minder groot is, is het verhogen van de rente afdekking een logische gedachte.

Tegelijkertijd ontstaat er dan vaak een onbehagelijk gevoel. Immers: het verhogen van de rente afdekking betekent dat we het pensioengeld gedeeltelijk gaan vastzetten op een lage tot negatieve rente! Klopt dit met het doel van beleggen, en kunnen we dit naar de achterban uitleggen?

Dit is een lastig dilemma waar pensioenfondsbesturen nu voor staan, en waar ook geen eenduidig antwoord op te geven is. Wat we wel weten, is dat het weinig zin heeft om terug te kijken, en dat er forward looking een goede afweging gemaakt moet worden.

Besturen moeten de afweging maken tussen:

- Wat is het investment belief ten aanzien van rente: is de forwardrente de beste voorspelling of gaat men uit van een lange termijn waarde?
- Hoeveel balansrisico kan en wil men lopen bij het huidige niveau van de dekkingsgraad?
- Over welke risicobronnen (rente, aandelen, etc.) wil men het gekozen risicobudget verdelen?
- In welke mate wil men het inflatie potentieel ruimte geven?
- Is het uitlegbaar dat beleggingen vastgezet worden op lage of negatieve rentes?

Hierbij zullen besturen het beslissingsproces goed moeten doorlopen en vastleggen. Zodat vooraf en achteraf onderbouwd is welke afwegingen en keuzes er gemaakt zijn bij de beslissing over de renteafdekking. Hierbij zal het bestuur er voor moeten zorgen dat de keuzes geborgd zijn bij de achterban. Goede communicatie is hierbij cruciaal.

Meer informatie?

Voor meer informatie over Dilemma's bij lage rente kunt u contact opnemen met Sacha van Hoogdalem



Sacha van Hoogdalem

+31 10 700 9631

Sacha.vanHoogdalem@ortec-finance.com

Rotterdam

Boompjes 40
3011 XB Rotterdam
The Netherlands
Tel. +31 10 700 50 00

Amsterdam

Naritaweg 51
1043 BP Amsterdam
The Netherlands
Tel. +31 20 700 97 00

London

Bridge House
181 Queen Victoria Street
London EC4V 4EG
United Kingdom
Tel. +44 20 3770 5780

Zurich

Poststrasse 4
8808 Pfäffikon SZ
Switzerland
Tel. +41 55 410 38 38

Toronto

250 University Avenue #200
Toronto, ON M5H 3E5
Canada
Tel. +1 416 736 4955

Hong Kong

Unit 211, Building 12W
Phase 3 Hong Kong
Science Park
Shatin, Hong Kong
Tel. +852 2477 9288

contact@ortecfinance.com www.ortecfinance.com