

Het instapmoment voor het FTK – Een duivels dilemma

Volgens de huidige planning wordt voor pensioenfondsen per 1 januari 2007 het nieuwe Financieel Toetsingskader (FTK) ingevoerd. Zoals bekend houdt dit onder meer in dat de verplichtingen niet meer op 4% worden verdisconteerd maar op een marktrente; meer specifiek, de rentetermijnstructuur die geldt op het moment van waardering. Deze 'marktwaardering van de verplichtingen' brengt een mismatch aan het licht tussen de duration (rentegevoeligheid) van de beleggingen en de verplichtingen.¹ Het gevolg van deze duration gap is dat de dekkinggraad volatieler wordt dan voorheen met als resultaat voor de meeste pensioenfondsen een grotere kans op onderdekking. Een oplossing om de duration gap weg te nemen is matching van het renterisico. Bij het openlaten van de gap wordt er een renterisico gelopen dat vermijdbaar is en waarvoor geen vergoeding wordt verkregen. Maar: vanwege de huidige lage rente hebben sommige pensioenfondsen weinig trek om zich vast te leggen op dit laag geachte niveau. Velen verwachten immers dat de rente gaat stijgen hetgeen

tot een stijging van de dekkinggraad zou leiden als het renterisico niet was afgedekt. Zie hier het duivels dilemma waarvoor bestuurders zich zien gesteld.

Het uitgangspunt in dit stuk is dat de duration op strategische gronden wordt verlengd, maar de vraag is wanneer, een vraagstuk dus van timing. Wij gaan in op een aantal invalshoeken om hier beleidsmatig mee om te gaan.

In figuur 1 wordt dit Duivels Dilemma zichtbaar gemaakt. De afweging betreft nú versus (nog) niet implementeren van de durationmatch. Als er nu wordt geïmplementeerd en de rente daalt, is achteraf gezien de juiste beslissing genomen omdat de match bescherming heeft geboden tegen het stijgen van de verplichtingen door de gedaalde rente. Als de rente echter was gestegen, is er sprake van een opportunity loss: zonder implementatie had men geprofiteerd van een daling van de verplichtingen. Hier staat tegenover dat als de rente was gedaald,

Joeri van Alphen,
senior ALM consul-
tant, Towers Perrin



Figuur 1: Duivels Dilemma diagram

	Rente daalt	Rente stijgt
Nu implementeren	"Gelukkig!"	Opportunity loss
Niet implementeren	Daadwerkelijk verlies	"Zie je wel!"

het openlaten van de gap had geleid tot een daadwerkelijk dekkingsgraadverlies.

Redenen om wel of niet in te stappen

Volgens sommige (noem het rationele) inzichten zou een pensioenfonds nu, direct moeten overgaan tot implementatie. De huidige (forward) rente is de beste (meest objectieve) inschatting van de rente. Er wordt nu een renterisico gelopen, dat dus nu moet worden gedicht. Waarom zijn er dan toch zoveel fondsen die (nog) niet daadwerkelijk actie hebben ondernomen? In het algemeen kunnen theorieën uit de behavioral finance een verklaring geven voor (schijnbaar) irrationeel gedrag. Wij gaan hier in op drie concepten uit de behavioral finance.

De eerste is "Anchoring". Dit heeft te maken met de idee dat het het meest veilig lijkt om niets te doen. Bovendien zijn voor velen swaps en swaptions onbekend terrein en blijft men ervan weg, men wil zich er niet in verdiepen. Het heeft ook te maken met het bekennen van ongelijk, wat in feite gebeurt als er nu wordt geïmplementeerd: blijktbaar is er dan tot nu toe iets niet goed gedaan. Immers ook in de huidige situatie wordt er renterisico gelopen ook al is dat niet direct zichtbaar. Een ander concept uit de behavioral finance is "Hurdling". Het is heel menselijk om te kijken naar wat anderen doen. Er is inderdaad nog geen melding van massale durationverlenging onder pensioenfondsen. Hiermee hangt samen peer group risk: andere dingen doen dan degenen met wie je je vergelijkt, terwijl dit mogelijk juist slecht uitpakt, is niet iets waar bestuurders op zitten te wachten. Een laatste concept dat we lenen uit de behavioral finance (op enigszins experimentele basis) is

"Loss aversion". De huidige situatie met de gedaalde rente doet denken aan een bekend experiment uit de behavioral finance: als mensen gesteld worden voor de keuze om met zekerheid \$50 in te leveren, of met een munt te gaan gooien, waarbij kop een verlies van \$100 impliceert, en munt geen verlies (\$0), laten de meeste mensen een munt opgooien. Met andere woorden, mensen gaan speculeren als ze zich geconfronteerd zien met een verlies. Analoog hieraan is het verlies door de reeds gedaalde rente, en dat men gaat speculeren op een hogere rente in plaats van het verlies te incasseren, met het risico van een nog groter verlies.

Alvorens in te gaan op de invalshoeken, staan we eerst nog even stil bij een aantal observaties ten aanzien van de te maken keuze.

- Onmiddellijke implementatie verlaagt het vereiste eigen vermogen. Voor een gemiddeld pensioenfonds daalt het vereiste eigen vermogen voor de solvabiliteitstoets met circa 8 procentpunten. In dit geval gaat de reserve voor het renterisico (S_1) naar nul. Ingeval van een reservetekort verlaagt dit bovendien de te betalen premie vanwege de lagere opslag. De lagere volatiliteit van de dekkingsgraad levert ruimte in het risicobudget op die vervolgens kan worden ingezet voor een hogere indexatieambitie.
- Bij implementatie ontvangt men initieel de spread tussen lang en "middellang" (deze spread is positief bij een normale curve).
- De rente fluctueert momenteel op een laag niveau in de recente historie, maar niet noodzakelijk in de langere historie. Velen redeneren dat de rente nu op een uniek laag niveau staat (en dus wel moet gaan stijgen), maar deze situatie is bepaald niet uniek indien gekeken wordt naar een periode over de afgelopen 200 jaar.

Verschillende invalshoeken om het instapmoment te bepalen

1. 'Minimum risk'

De methode die op korte termijn het minste risico met zich meebrengt is om direct en volledig tot afdekking van het renterisico over te gaan.

2. 'Minimum regret'

De 'minimum regret' aanpak biedt een zekere bescherming maar ook potentieel, een soort tussenweg. Bij-

voorbeeld: 50% nu en laat rest open. Bij een rentedaaling is het verlies beperkt en er kan deels geprofiteerd worden van een rentestijging. Een andere mogelijkheid is gefaseerd te implementeren: ongeacht het renteniveau in een aantal stappen gedurende een bepaalde periode.

3. 'Opportunistic'

Bij deze benadering wordt er (voorlopig) niets gedaan. De redenering is dat als de rente verder daalt, veel pensioenfondsen een probleem hebben, en dat de toezichthouder dan niet zal ingrijpen omdat dit macro-economisch te grote repercussies zou hebben. Er wordt als het ware geconformeerd aan het

peer-group gedrag. Als de rente stijgt, wordt hiervan ten volle geprofiteerd en kan men eventueel alsnog instappen.

4. Actieve rentevisie

4A. Inpassen in beleggingsbeleid

Een fonds kan ervoor kiezen een actieve rentevisie in te zetten om de timing te bepalen, dat wil zeggen de timing baseren op basis van voorspellingen wat de rente gaat doen. Deze visie kan bijvoorbeeld gebaseerd zijn op fundamentele factoren (zoals inflatie en economische groei) en visie op vraag en aanbod. In de praktijk kunnen vele partijen een actieve rentevisie hebben: Bestuur, Strategie, Fixed Income Portfolio Manager, TAA Manager. Het bestuur bepaalt het strategisch beleid. Tactische implementatie wordt aan specialisten overgelaten, c.q. de uitvoerder met adviseurs. Stel dat de uitvoerder van het (tactisch) beleggingsbeleid kan worden belast met de timing. De benchmark is dan een liability-driven benchmark en de uitvoerder krijgt het mandaat om uitgaande van de huidige portefeuille (met korte duration) een zo goed mogelijke performance te halen. Hierbij spelen de volgende problemen:

- Het verschil in duration tussen de obligatieportefeuille en de verplichtingen impliceert een tracking error van circa 7%; dit is een zeer ruim mandaat waarmee vele beheerders zich niet comfortabel zullen voelen vanwege de grote kans en mogelijk grote mate van underperformance;
- Alleen gespecialiseerde vermogensbeheerders hebben "bewezen" goed te kunnen timen; er zijn weinig beheerders die een hoge informatie-ratio scoren op het gebied van durationbeleid.

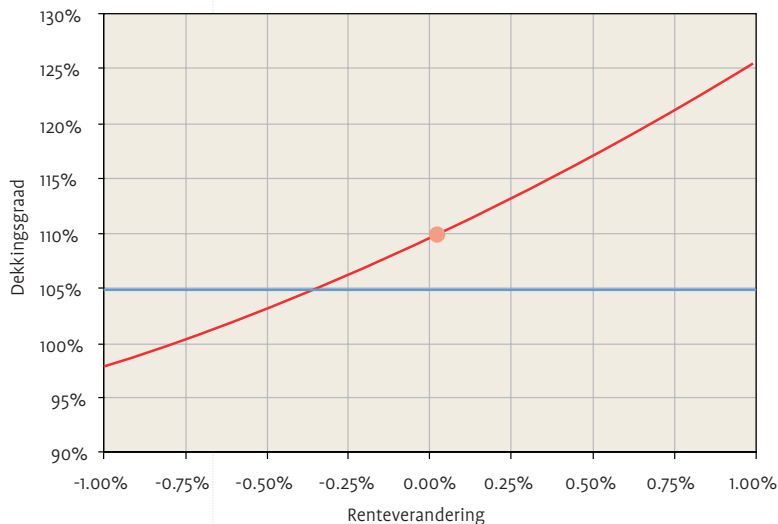
Onze conclusie is dat het instapmoment voor het FTK lastig is in te passen in het reguliere beleggingsbeleid of TAA-beleid.

4B. Op basis van het risicobudget

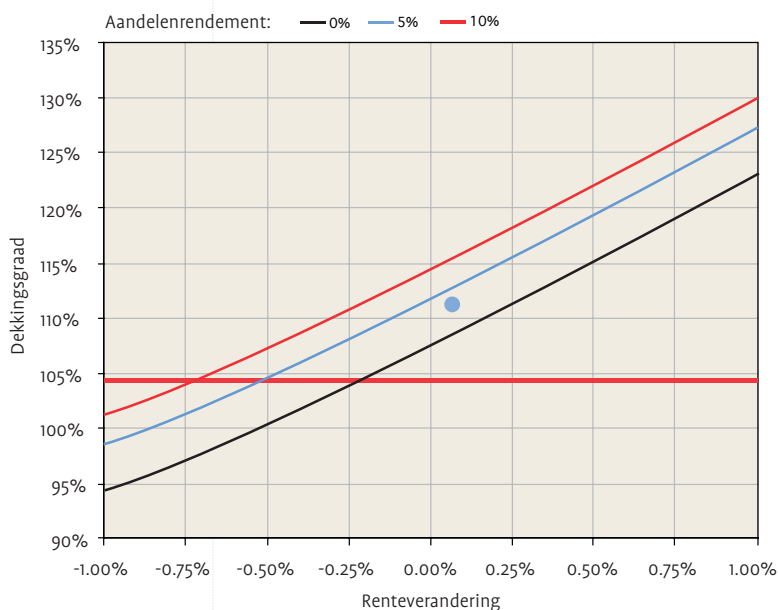
Als het bestuur de opportunity loss te groot vindt zoals die volgt uit het zich nu vastleggen op de laag geachte rente (en dus impliciet dan wel expliciet een rentevisie heeft), kan men nog een andere weg bewandelen: de timing baseren op de besteding van het beschikbare risicobudget.

Het risicobudget kan gedefinieerd worden als het percentage dat de rente maximaal kan dalen, voor-

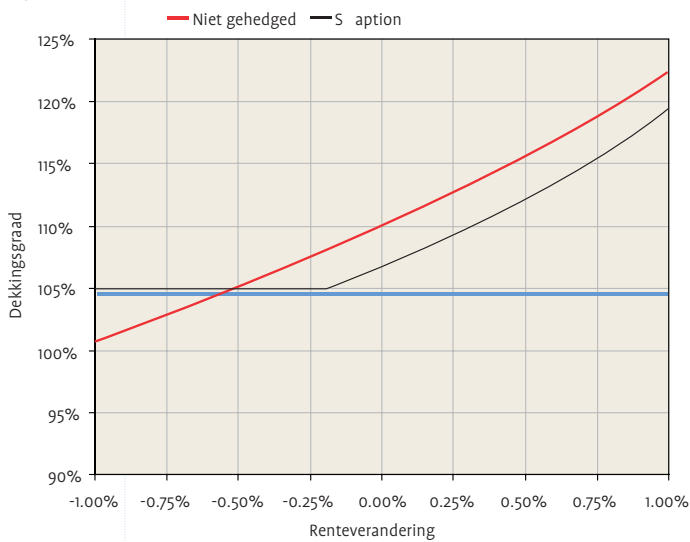
Figuur 1



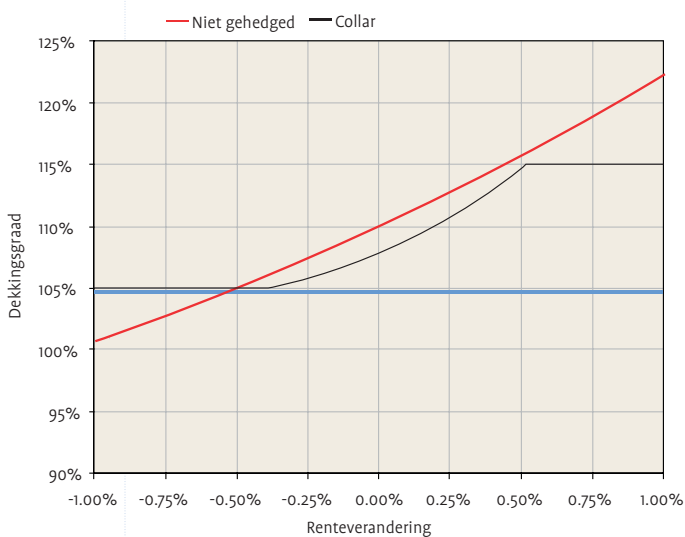
Figuur 2



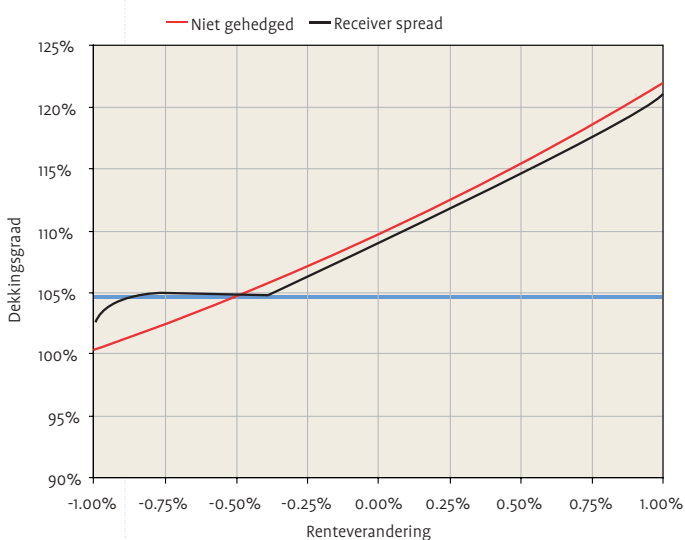
Figuur 3



Figuur 4



Figuur 5



dat de dekkingsgraad zakt onder (bijvoorbeeld) 105%, analoog aan portfolio insurance methoden. Een mogelijke aanpak is dan om de duration te gaan verlengen op het moment dat dit dreigt te gebeuren. Dit wordt grafisch weergegeven in figuur 1.

De grafieken in figuur 1 en figuur 2 zijn voor een pensioenfonds dat een asset mix hanteert van 50% obligaties (duration 5) en 50% aandelen. De dekkingsgraad in de uitgangssituatie is 110%. In de risicobudgetbenadering kan het fonds een rentedaling opvangen van circa 0,4% alvorens de 105% dekkingsgraad wordt bereikt. Figuur 2 maakt duidelijk dat men hiermee moet uitkijken want het beschikbare risicobudget wordt ook gebruikt voor aandelenrisico. Als in dit geval aandelen in dezelfde waarnemingsperiode 10% rendement opleveren, kan een rentedaling van 0,7% worden opgevangen. Als aandelen echter 0% renderen, kan een rentedaling van slechts 0,25% worden opgevangen. Anderzijds, als er geen issue was rond het instapmoment, zou het fonds natuurlijk ook aandelenrisico lopen.

Een andere mogelijkheid is gebruik te maken van een risicobudget is door een swaption te kopen. Dit is een optie op een swap en geeft het fonds het recht om 'in te stappen' op het moment dat de rente onder een bepaald niveau daalt. Als de rente onder de uitoefenrente daalt krijgt de swaption een waarde die het tekort onder de 105% dekkingsgraad neutraliseert. Aan het einde van de looptijd van het optie-recht kan de waarde van de swaption cash worden afgewikkeld. Als de rente stijgt boven de uitoefenrente heeft de swaption geen waarde, maar zullen de verplichtingen wel in waarde dalen, zodat er positief effect op de dekkingsgraad is. Het effect is in Figuur 3 schematisch weergegeven.

Per saldo lijkt een swaption dus hét geëigende middel om ingedekt te zijn tegen een rentedaling en tegelijkertijd te kunnen profiteren van een rentestijging. Het nadeel is de kosten: de premie die betaald moet worden voor een swaption is, als percentage van de verplichtingen, relatief hoog – uiteraard afhankelijk van looptijd en uitoefenprijs. Wij noemen twee mogelijkheden om deze premie te verlagen:

- Tegelijk met het kopen van een swaption, een andere swaption met een hogere uitoefenrente verkopen; dit heet een collar. Het idee is dat als de rente boven een bepaald niveau komt, de

- dekkingsgraad hoog genoeg wordt geacht (zie Figuur 4)
- Als een fonds het niet nodig vindt om ingedekt te zijn voor extreem grote rentedalingen (dus rentedalingen onder een zeker niveau), kan er een swaption worden verkocht die negatieve waarde krijgt voor het fonds als de rente onder dit lage niveau zakt. Deze constructie heeft een receiver spread (zie Figuur 5). De motivering voor deze aanpak kan zijn dat het fonds een daling onder een bepaald niveau onwaarschijnlijk acht, en het niet nodig vindt zich hiertegen in te dekken.

Een mogelijke derde invalshoek zou kunnen zijn om de timing met scenario-analyses te bepalen (ALM-studie). ALM is echter meer geschikt om de effecten op langere termijn te onderzoeken van een beslissing nu. Voor de timing van het instapmoment (bijvoorbeeld nu of over 6 maanden of een jaar) is het minder geschikt.

Conclusie

Onmiddellijke implementatie verkleint de risico's, verlaagt vereiste buffers en premie en doet het verwachte rendement stijgen. Voorts leidt het verlaagde dekkingsgraadrisk tot ruimte in het risicobudget die vervolgens gebruikt kan worden om de indexatieambitie te verhogen. Het lijkt derhalve logisch om bij afwezigheid van een rentevisie (eventueel in stappen) de durationmatch direct te implementeren. Wij hebben tevens een aantal verklaringen gegeven voor de observatie dat dit (nog) niet bij alle pensioenfondsen gebeurt. Wellicht is het inzien van dat men irrationeel handelt een opmaat voor een heroverweging van het afwachten.

Bij de visie dat de rente zal stijgen, is er sprake van een opportunity loss als men nu implementeert. Er zijn manieren om het neerwaarts risico af te dekken en toch te profiteren van een rentestijging: bijvoorbeeld een stop-loss benadering, of met behulp van swaptions. In vergelijking met de 'minimum regret' en 'opportunistische' benadering is de risicobudgetbenadering de meest logische omdat men in ieder geval actie onderneemt en een onderbouwd besluit neemt dat aansluit bij de specifieke risico's voor het pensioenfonds.

Noten

1. De duration van de vastrentende waarden is traditioneel in overeenstemming van de markt van euro obligaties, en bedraagt ongeveer 5,5. De duration van aandelen laten wij hier in het midden, maar in iedere geval bieden aandelen op korte termijn geen geschikte bescherming voor renteveranderingen. De duration van de verplichtingen voor het 'gemiddelde' Nederlandse pensioenfonds is ongeveer 15.