

## Het managen van renterisico

Als mensen vragen welk werk je doet, en je vertelt dat je werkzaam bent in het vastrentende team van een vermogensbeheerder, wordt het al snel uitdagend om de aandacht vast te houden. Zodra woorden als 'obligaties' en 'basispunten' worden genoemd gaan de ogen van de meeste gesprekspartners al naarstig op zoek naar een vluchtmogelijkheid, maar als je iemand echt weg wilt jagen is het aan te raden om een term als 'convexiteit' of 'liquiditeitsrisico' te laten vallen...

Toch is het voor bestuurders van pensioenfondsen en verzekeraars cruciaal om kennis te hebben van deze termen die allemaal gerelateerd zijn aan het voor hen grootste risico bij het beleggen om aan toekomstige verplichtingen te voldoen: het renterisico, oftewel de rentegevoeligheid van beleggingen versus verplichtingen.

### Het swapspreadrisico

Met de opkomst van marktwaarde-denken en bijbehorende ALM-studies, LDI-oplossingen en matching- of rendementsportefeuilles, hebben bijna alle partijen hun renterisico, al dan niet onder druk van de toezichthouders, op orde gekregen. Een belangrijk onderdeel van het renterisico dat vaak nog onderbelicht blijft, komt voort uit de zogenaamde 'swapspread': het verschil tussen staats- en swaprentes. Voordat we ingaan op de historische bewegingen in de swapspread, de verwachte ontwikkelingen en praktische manieren om risico's te beperken, is het belangrijk om te begrijpen waarom het swapspreadrisico bestaat en wat de impact kan zijn op dekkingsgraden of solvabiliteitsratio's.

### Swaprentes

Alle pensioenfondsen en verzekeraars beleggen om verschillende redenen een gedeelte van hun portefeuille in staatsobligaties. De rentegevoeligheid van de staatsobligaties is over het algemeen fors lager dan de rentegevoeligheid van de pensioen- of verzekeringsverplichtingen. Ook als de rentegevoeligheid van beleggingen in bedrijfsobligaties, hypotheek en andere meer risicovolle vastrentende beleggingen wordt opgeteld bij de rentegevoeligheid van de staatsobligaties, resteert in het algemeen een onderweging in rentegevoeligheid. Deze onderweging wordt, als dat vanuit strategisch oogpunt verstandig is, vaak verkleind met derivaten waarvan de waardering gekoppeld is aan 'swaprentes'. Swaprentes komen voort uit de interbancaire markt waar vaste en variabele renteafspraken werden uitgeruild, oftewel "geswapped".

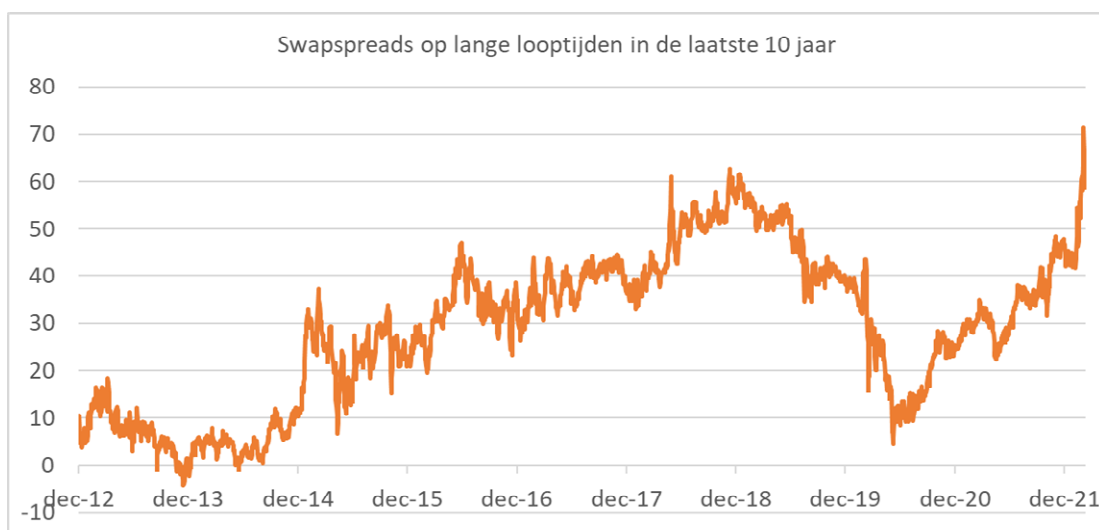
Hoewel op deze manier de rentegevoeligheid van beleggingen en verplichtingen in lijn kan worden gebracht, betekent het niet dat beide hierdoor identiek bewegen bij wisselende rentestanden. De rentegevoeligheid en waardering van verplichtingen wordt, zoals voorgeschreven door toezichthouders, volledig bepaald door bewegingen in swaprentes terwijl de beleggingsportefeuille afhankelijk is van zowel staats- als swaprentes.

### Een getallenvoorbeeld

“So what”, zal de nog niet afgehaakte lezer nu denken. Een voorbeeld maakt het duidelijk: we nemen een fictief pensioenfonds dat al zijn rentegevoeligheid afdekt, maar dit doet met een 50-50% verdeling over staatsobligaties en renteswaps bij een gemiddelde looptijd van de verplichtingen van 15 jaar. Als staats- en swaprentes identiek bewegen is er niks aan de hand, maar stel dat er 40 basispunten verschil ontstaat? Dit leidt dan op totaalniveau tot  $50\% \times 15 \text{ jaar} \times 40 \text{ basispunten} = 3\%$  verschil in de waarde van beleggingen en verplichtingen. Als staatsrentes 40 basispunten lager zijn dan swaprentes betekent dit een 3% toename van de dekkingsgraad en vice versa.

*De getallen in bovenstaand voorbeeld zijn niet willekeurig gekozen*

In de grafiek hieronder is de swapsread op lange looptijden (bepaald via futures op Duitse staatsobligaties) sinds begin 2012 weergegeven. Eind 2014 kondigde de ECB aan haar opkoopprogramma te starten per maart 2015, dit had direct gevolgen voor swapsreads. Het is duidelijk dat bewegingen van enkele tientallen basispunten in de swapsreads, en daarmee meerdere procenten beweging op balans- of dekkingsgraadniveau, regelmatig voorkomen. Het beheersen van dit risico zou daarmee onderdeel moeten zijn van strategisch renterisicobeleid.

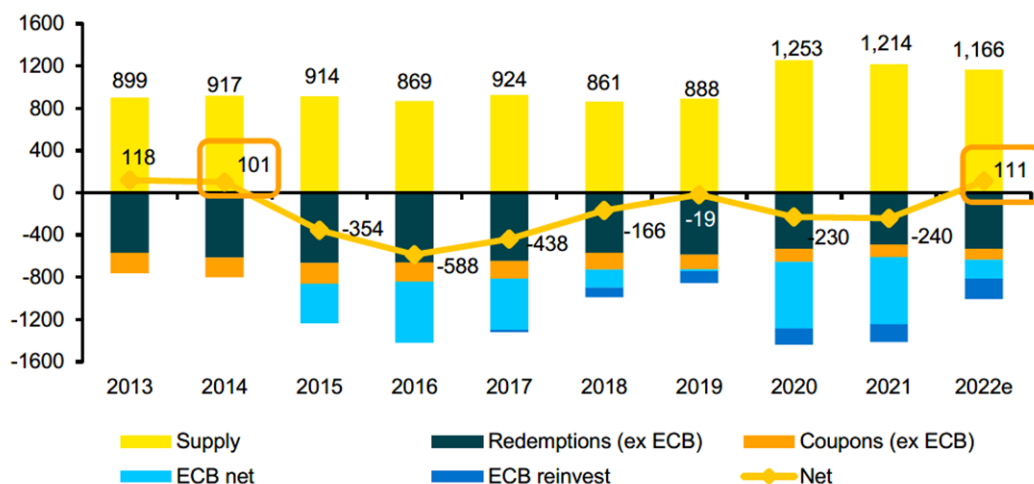


### Net supply

Er zijn veel factoren die het niveau van swapsreads beïnvloeden, maar de op langere termijn meest belangrijke de afgelopen jaren was in onze ogen de zogeheten ‘net supply’: het verschil tussen nieuw uitgegeven leningen en aflossingen na aftrek van centrale bank aankopen. Met toenemende groei en een gebalanceerde begroting neemt staatsschuld, gemeten in nominale bedragen, ieder jaar iets toe. Omdat met toenemende groei ook meer geld wordt verdiend en er meer geld beschikbaar komt voor investeringen, kunnen beleggers dit opvangen en is vraag en aanbod redelijk in balans.

Sinds de ECB is begonnen met het opkoopprogramma in 2015, is de net supply in alle jaren negatief geweest. De ECB kocht meer dan er netto werd uitgegeven door overheden. Dit heeft rentes op staatsobligaties onder swaprentes gebracht, met name in de jaren dat net supply zeer negatief was

(2016-2017). Met het afbouwen van het opkoopprogramma in 2019 leek de swapspread op weg naar niveaus van voor 2015, maar vooral de coronacrisis, waarin de ECB weer ruimhartig begon met opkopen, heeft de swapspreads weer doen stijgen. De meest recente sprong is direct te herleiden naar de oorlog in Oekraïne en bijbehorende vlucht naar veilige obligaties.



Bron: Commerzbank

### Een blik op de toekomst

Vooruitkijkend is onze verwachting dat swapspreads de komende jaren terug zullen bewegen richting de niveaus van voor 2015. Dit komt door een combinatie van blijvend hogere begrotingstekorten en het centrale bankenbeleid dat in principe niet meer zo ruimhartig zal zijn. Net supply wordt en blijft hierdoor positief de komende jaren. Dit betekent dat de winst op de staatsobligaties versus op swaprentes gebaseerde verplichtingen moet worden veilig gesteld. Maar zoals we in de afgelopen weken hebben gezien is het doen van voorspellingen vrij lastig, zeker als het over de toekomst gaat.

### Liquiditeitsmanagement

Bij a.s.r. is het vastrentende team verantwoordelijk voor het implementeren van het renterisicobeleid voor diverse klanten. Daarnaast is het team ook sparringpartner bij het maken van strategische keuzes voor de verzekeringsbalans. Afhankelijk van met klanten gemaakte afspraken wordt gebruik gemaakt een reeks verschillende derivaten en/of obligaties met een "swap-achtig" karakter. Hiermee bedoelen we obligaties die meer in lijn bewegen met swaprentes dan met staatsobligaties.

Cruciaal onderdeel bij het werken met derivaten is liquiditeitsmanagement. Na jarenlang geloof dat rentes nooit meer zouden stijgen, zijn veel institutionele partijen steeds meer opgeschoven richting illiquide beleggingen. Dat is heel begrijpelijk in de zoektocht naar rendement, maar wij raden aan om liquiditeitsrisico (dat vervelende woord om mensen mee weg te jagen) serieus te nemen. Dat kan bijvoorbeeld door naast kasgelden, waar mogelijk, gebruik te maken van meerdere types onderpand. Voor de kenner: wie naast kasgelden ook nog obligaties als onderpand mag leveren in

derivatencontracten, raden we aan om deze optie zo lang mogelijk te blijven koesteren. Maar ook door open te staan voor het gebruik van repo-transacties en liquiditeitsfaciliteiten te openen voordat deze schaars en daarmee duur worden.

Lees meer over [onze vastrentende beleggingen](#)