

# Met swaptions inspelen op het nieuwe pensioenakkoord

December 2020



**Arthur Stroj**  
LDI Client Portfolio  
Manager, BMO GAM



**Jan Willemsen**  
LDI Client Portfolio  
Manager, BMO GAM

## Contact

BMO Global Asset Management,  
Nederland  
Jachthavenweg 109E  
1081 KM Amsterdam  
Netherlands

+31 (0)20-582 3758  
Gerben Borkent

gerben.borkent@bmogam.com

## Inleiding

Hoe kunnen pensioenfondsen met hun beleggingsbeleid voorsorteren op het pensioenakkoord? In enkele recente publicaties heeft BMO Global Asset Management de eerste contouren van het pensioenakkoord geanalyseerd en bovenstaande vraag gesteld. Uit die analyses kwam het instrument swaptions als één van de mogelijkheden naar voren, specifiek voor de overgangperiode waarin het bestaande pensioenstelsel nog van kracht is maar het nieuwe stelsel al wel zijn schaduw vooruit kan werpen op de financiële markten. Het instrument zal, gelet op de extra complexiteit, niet direct in de gereedschapskist van ieder pensioenfonds passen. Toch bieden swaptions interessante mogelijkheden.

## Het dilemma in de overgangsfase

De overgangperiode van het oude naar het nieuwe pensioenstelsel stelt pensioenfondsen voor een dilemma. Enerzijds moeten zij de bestaande renteafdekking behouden om onder het huidige regime het risico op dalende dekkinggraden of zelfs korten te beperken bij een verdere daling van de rente. Anderzijds lijkt in het nieuwe pensioenakkoord het afdekken van met name lang renterisico minder noodzakelijk te zijn. Ook lijkt het, gegeven de huidige lage renteniveaus, aantrekkelijk een kortere of lagere rente-afdekking nu al door te voeren.

Door de rentedaling is sinds de invoering van het gewijzigde financieel toetsingskader (nFTK) bovendien een aanzienlijke swapwaarde ontstaan: naar schatting bedraagt de swapwaarde per medio juni 2020 circa EUR 115 mrd, omgerekend 8% van de portefeuilles. Deze waarde is deels weer herbelegd in de returnportefeuilles, zoals aandelen en onroerend goed. Pensioenfondsen lopen door het handhaven van de afdekking het risico dat deze waarde verdampt door een (mogelijke) stijging van de lange swaprente of een versteiling van de rentecurve. Ook als het nieuwe pensioenakkoord helemaal niet doorgaat, geven de huidige renteniveaus van rondom het nulpunt aanleiding om te kijken naar strategieën waarmee deze swapwaarde beschermd kan worden.

## Waarom gebruik maken van swaptions?

Een geschikte en evenwichtige manier om het bovenstaande dilemma het hoofd te

bieden is door gebruik te maken van swaptions. De bestaande afdekking kan dan intact blijven in lijn met het bestaande regime, terwijl met swaptions wordt ingespeeld op de opwaartse renterisico's die gepaard gaan met de overgang naar het nieuwe regime.

Swaptions zijn de facto opties op swaps. Het zijn niet-lineaire instrumenten die – net als aandelenopties – in bepaalde scenario's een pay-off opleveren, maar in andere scenario's zonder waarde aflopen. Dit is een bijzonder nuttig kenmerk omdat het een pensioenfonds in staat stelt zich te beschermen tegen de stijging van de lange rente, terwijl het fonds middels de bestaande swapposities beschermd blijft in geval van een dalende rente. Het is mogelijk de verliezen op de swaptions te beperken tot maximaal de betaalde premie voor de optie, of een combinatie van gekochte en verkochte opties te kiezen zodat er geen of een lagere premie wordt betaald.

Swaptions zijn beschikbaar met verschillende expiraties waardoor de koper van de optie kan profiteren van bescherming, zelfs als het precieze tijdstip van een toekomstige gebeurtenis onzeker is. Dit is een aantrekkelijk kenmerk gezien de onzekerheid omtrent de implementatietijdslijnen van het nieuwe pensioenakkoord. Bovendien kunnen verschillende swap-looptijden worden gekozen, waardoor een pensioenfonds een positie kan innemen voor specifieke rentescenario's, bijvoorbeeld een curveversteiling, waarbij de lange rente meer stijgt dan de korte rente.

BMO GAM identificeert twee potentiële strategieën die geschikt kunnen zijn voor pensioenfondsen in verschillende situaties:

### Voorbeeldstrategie 1

#### Beschermen tegen scenario's waarbij de curve versteilt (duratie-neutraal)

Deze eerste strategie is geschikt voor pensioenfondsen met relatief lage hedge ratio's die onder het nieuwe Pensioenakkoord hun totale hedge ratio niet noemenswaardig verwachten aan te passen. Wel zullen zij mogelijk de verdeling van rentegevoeligheid over de curve veranderen, d.w.z. de afdekking zou verschoven worden naar kortere looptijden om de pensioenaanspraken van oudere deelnemers af te dekken terwijl er minder wordt afgedekt in de langere looptijden om de verminderde afdekkingsbehoefte van jongere deelnemers in het nieuwe regime te weerspiegelen.

Het huidige afdekkingsbeleid gaat doorgaans uit van een neutrale afdekking over alle looptijden. Hierdoor wordt deze categorie pensioenfondsen blootgesteld aan een curveversteilend scenario waarbij langer lopende swaps in de overgangsfase minder goed presteren dan korter lopende swaps.

Voor een dergelijke situatie kan de volgende strategie, in aanvulling op de bestaande afdekking (van zeg 20-30%), interessant zijn:

- Koop een EUR 100mm 5-jaars optie op een 30-jaars (payer) swap met een strike van 0,55% (0,5% boven de market forward);
- Verkoop een EUR 300mm 5-jarige optie op 10-jarige (payer) swap met strike van 0,65% (0,5% boven de market forward).

#### Tabel karakteristieken voorbeeldstrategie 1

	Instrument	Koop/ verkoop	Receiver/ payer	Valuta	Notional	Einddatum	Swap looptijd	Uitoefenrente	Forward	Premie	DV01
1	Swaption	Koop	Payer	EUR	100,000,000	20/11/2025	30y	0.55%	0.05%	7,117,875	80,930
2	Swaption	Verkoop	Payer	EUR	-300,000,000	20/11/2025	10y	0.65%	0.15%	-7,175,067	-84,030

Bron: Credit Suisse Locus, per 20.11.2020

De strategie is ruwweg premie- en duratieneutraal: het lagere volume van de aangekochte optie weegt op tegen de hogere duratie van de swap waarop de optie wordt afgesloten. De 30-jarige looptijd van de gekochte optie is gekozen als proxy voor een LDI-portefeuille in het huidige regime, terwijl 10 jaar de looptijd in het nieuwe stelsel voostelt. Er is gekozen voor een optie met een looptijd van 5 jaar omdat in de transitieperiode de belangrijkste duale renterisico's worden gelopen. De volumes in het voorbeeld zijn arbitrair gekozen en dienen geschaald te worden naar de specifieke situatie van een pensioenfonds.

**Scenario 1:** Als de rentes over 5 jaar onder de strikesniveaus liggen, dan is er verlies noch winst op de strategie. Maar dan zorgen de bestaande swaps in de portefeuille ervoor dat het fonds beschermd is tegen verdere rentedaling.

**Scenario 2:** Als de rentes in 5 jaar tijd boven de strikeniveaus uitkomen en het verschil tussen de 30 en 10 jaar swaprente hoger is dan -0,1%, dan zal de strategie een positieve pay-off opleveren met winsten van ongeveer EUR 310.000 (zijnde de swap DV01) voor elke 0,01% boven -0,1%. Dit compenseert de daling van de waarde van de swapportefeuille.

**Scenario 3:** Als de rentes in 5 jaar tijd boven de strikeniveaus uitkomen, maar het verschil tussen de 30 en 10 jaars swaprente lager is dan -0,1%, dan zal de transactie een negatieve pay-off opleveren met verliezen van ongeveer EUR 310.000 voor elke 0,01% onder -0,1%.

In dit laatste scenario kan het pensioenfonds de langer lopende afdekking echter afbouwen en vervangen door een kortere afdekking, zodat de verliezen kunnen worden gecompenseerd door de looptijd van de portefeuille op een aantrekkelijker niveau te herbalanceren. Bovendien blijkt uit onderstaande historische grafiek dat, behalve een korte periode tegen eind maart 2020, het verschil tussen de 30- en 10-jaars swaprente de afgelopen 10 jaar niet negatief is geweest. Dit betekent dat afgezien van het bieden van een nuttige afdekking tegen een versteiling van de curve, het instapmoment naar historische maatstaven aantrekkelijk is.

**Grafiek 1: verschil tussen 30 en 10 jaar swaprente:**



Bron: Bloomberg, per 30.09.2020

## Voorbeeldstrategie 2

### Beschermen tegen scenario's waarbij de rente stijgt en de curve versteilt (notional neutraal)

Deze mogelijkheid is geschikt voor de pensioenfondsen met een relatief hoge renteafdekking (50-100%) die onder de nieuwe Pensioenwet waarschijnlijk hun totale afdekking

zouden verlagen, vooral voor de langere looptijden.

Voor dit type pensioenfonds is het niet voldoende om zich alleen te beschermen tegen een curveversteilend scenario, maar verstandig om zich ook te beschermen tegen een algemene stijging van de lange rente, aangezien de bestaande, positieve swapwaarde waarschijnlijk een aanzienlijk deel van het vermogen van het pensioenfonds uitmaakt.

Voor een dergelijke situatie stellen wij het volgende voor (de volumes zijn opnieuw arbitrair gekozen en moeten worden geschaald naar de specifieke situatie van het pensioenfonds):

- Koop een EUR 300mn 7-jarige optie op 30-jarige swap met een strike van 0,55% (0,50% boven de markt forward).
- Verkoop een EUR 300mn 7-jarige optie op 10-jarige swap met een strike van 0,75% (0,50% boven de markt forward).

Er is gekozen voor payer-swaptions, d.w.z. dat je geld verdient als de rente boven de uitoefenrente uitkomt. De reden waarom de uitoefenrentes op een beduidend hoger niveau zijn uitgezet, is dat ze dan de bestaande renteafdekking niet teveel in de weg zitten.

De nettokosten van deze strategie bedragen 18 miljoen euro (6% van de hoofdsom van EUR 300 mm). De reden om in deze voorbeeldstrategie voor een langere expiratie te kiezen, is gelegen in het feit dat de waarde in de eerste paar jaar beduidend minder daalt dan in latere jaren. Hoewel de premie van 18 miljoen euro aanzienlijk is, behoudt de structuur na drie jaar bijna driekwart van de oorspronkelijke tijdswaarde (dit is de waarde bij onveranderde marktomstandigheden). Na 3 jaar kan het pensioenfonds vervolgens beoordelen of de strategie moet worden afgewikkeld en een deel van de bestede premie moet worden teruggehaald door verkoop van de swaptions, of dat het fonds de strategie langer moet laten staan om bescherming te bieden.

Deze flexibiliteit is vooral nuttig omdat de nieuwe Pensioenwet naar verwachting in 2022 in werking zal treden, met een overgangsperiode van vier jaar. Dit betekent dat er in de praktijk tussen 2023 en 2026 op elk moment wijzigingen kunnen optreden in de beleggingsmix en met name in de swapportefeuille.

**Tabel karakteristieken voorbeeldstrategie 2**

	Instrument	Koop/ verkoop	Receiver/ payer	Valuta	Notional	Einddatum	Swap looptijd	Uitoefenrente	Forward	Premie	DV01
1	Swaption	Koop	Payer	EUR	300,000,000	22-Nov-27	30y	0.55%	0.05%	28,057,929	248,739
2	Swaption	Verkoop	Payer	EUR	-300,000,000	22-Nov-27	10y	0.75%	0.25%	-10,003,537	-88,877

Bron: Credit Suisse Locus, per 20.11.2020

Als de markt tussen nu en 2023 ongewijzigd blijft, dan zijn de verliezen in elk jaar ongeveer:

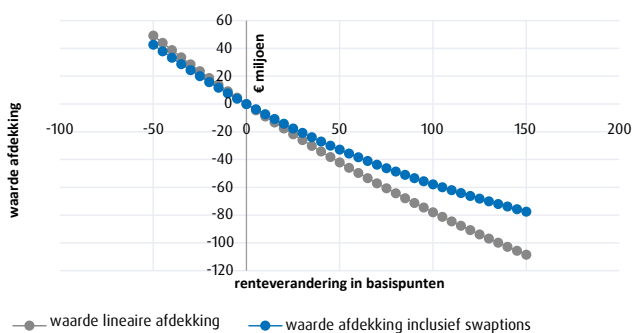
Jaar 1: - EUR 1,3mn (-0,44%)

Jaar 2: - EUR 1,6mn (-0,54%)

Jaar 3: - EUR 1,9mn (-0,63%)

Cumulatief komt dit overeen met EUR 4,8mn (1,6% van EUR 300mn nominaal). De onderstaande grafiek toont het effect van verschillende parallele renteverschuivingen in 3 jaar tijd op een EUR 300mn 30 jaar receiverswap (gele lijn) versus dezelfde swap inclusief de bovenstaande optiestrategie (blauwe lijn).

**Grafiek 2: waardeafdekking onder verschillende (parallele) renteverschuivingen na 3 jaar tijd**



Bron: BMO GAM, Credit Suisse Locus, per 20.11.2020

In het scenario waarin de rentetarieven met 1,50% stijgen, zou deze strategie de verliezen met meer dan 30% beperken in vergelijking met een lineaire afdekking onder het bestaande regime. De winst van de optiestrategie zou nog groter zijn als deze rentestijging gepaard zou gaan met een versteiling van de rentecurve, d.w.z. dat langer gedateerde rente meer dan korter gedateerde rente zou stijgen. Ook het scenario van een curveversteiling levert een voordeel op in deze strategie, terwijl de verliezen alleen groter zullen zijn dan de bestede premie, wanneer de curve nog beduidend verder inverteert (analoog aan de eerste strategie).

De strategie staat tussentijds bloot aan risico's zoals een dalende volatiliteit of een dalende rente. In het laatste geval zullen de bestaande receiverswaps van het pensioenfonds echter een groot deel van de verliezen uit de optiestrategie compenseren.

### Ook zonder Pensioenakkoord interessant?

De belangrijkste voordelen van de bovenstaande swaptionsstrategieën zijn dat deze een grotere bescherming bieden als de rente stijgt of de curve versteilt, en de verliezen op de bestaande, langlopende afdekkingsportefeuille zullen beperken. Verder kan de bestaande afdekking onveranderd gericht blijven op de risico's in het huidige kader.

Daarmee kan een pensioenfonds zich positioneren voor risico's die het specifiek in de overgangssperiode naar het nieuwe pensioenstelsel loopt. Gelet op de huidige lange rente dichtbij nul, een gedeeltelijk inverse rentecurve en de proactieve en inflatoire response van monetaire en fiscale autoriteiten op het Covid-pandemie, is deze positionering ook zonder pensioenakkoord zeker het overwegen waard.

### Belangrijke informatie

Dit financiële promotiemateriaal wordt in Nederland uitgegeven door BMO Global Asset Management en is uitsluitend bedoeld voor marketing- en informatiedoeleinden. De informatie die wordt verstrekt in het marketingmateriaal, is geen, of kan niet worden opgevat, als beleggingsadvies of een aanbeveling om te kopen, verkopen of anderszinds transacties uit te voeren met betrekking tot de Fondsen. De

informatie, meningen, schattingen en/of verwachtingen in dit document zijn afkomstig van bronnen, waarvan redelijkerwijs wordt aangenomen dat ze betrouwbaar zijn en die op ieder moment kunnen wijzigen. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De waarde van beleggingen kan fluctueren. Het is mogelijk dat beleggers hun inleg niet (volledig) terugkrijgen.