

Renteswaps introduceert



Max Verheijen

De huidige rentes op staatsobligaties zijn laag. Pensioenfondsen moeten een belangrijk deel in hoger renderende vermogenstitels (zoals aandelen) beleggen om pensioen enigszins betaalbaar te houden. Aandelen reageren echter niet op dezelfde manier op renteveranderingen als de pensioenverplichtingen. Het gevolg is dat de dekkingsgraad afhankelijk is van de rente. Veranderingen van de waarde van verplichtingen door renteveranderingen worden niet 1-op-1 gecompenseerd door waardeveranderingen van de bezittingen.

Renteswaps zijn gemeengoed geworden voor pensioenfondsen om dit renterisico te beheersen. De voordelen van renteswaps zijn dat ze geen investering vereisen. De noodzakelijke lange looptijden zijn voorhanden (> 40 jaar) en er vindt een levendige handel in renteswaps plaats. Daarmee kan het renterisico voor elk fonds op maat worden beheerst met renteswaps.

Cash voor clearingplicht

Deze instrumenten kennen één nadeel. Omdat het contractuele afspraken zijn tussen twee partijen, dient de naleving ervan te worden afgedwongen door de uitwisseling van onderpand. Pensioenfondsen gebruikten hiervoor in het verleden staatsobligaties. Tegenwoordig wordt steeds vaker geëist dat dit onderpand in de vorm van cash is. Als de in Europese wetgeving (EMIR) vastgelegde clearingplicht straks ook voor pensioenfondsen gaat gelden, is cash zelfs het enig geaccepteerde soort onderpand. Voor een pensioenfonds is het aanhouden van cash alleen interessant als er geen alternatieve investeringen voorhanden zijn die een betere risico-rendementsverhouding opleveren. Bij de huidige negatieve rentes op cash wil geen enkel pensioenfonds veel cash aanhouden. Daarmee introduceert de verplichting om cash onderpand uit te wisselen

een liquiditeitsrisico waarvan de omvang afhankelijk is van de swaprentes. Pensioenfondsen zullen dan binnen één dag cash moeten kunnen genereren.

Repomarkt met staatsobligaties

De meest voor de hand liggende oplossing is gebruik te maken van de repomarkt, waar staatsobligaties worden verkocht met de verplichting deze op termijn weer terug te kopen. Hiermee ontstaat feitelijk een lening met de verkochte obligatie als onderpand waarbij het tegenpartijrisico minimaal is. Hierdoor kan benodigde liquiditeit tegen de laagst mogelijke rente worden verkregen. Nederlandse pensioenfondsen hebben voor rond 900 miljard euro aan staatsobligaties in bezit. Deze kunnen worden aangeboden in de repomarkt om goedkoop cash te lenen. Maar is dat voldoende en kan de repomarkt de potentieel gevraagde volumes aan?

De huidige (contante) waarde van de verplichtingen van Nederlandse pensioenfondsen bedraagt ongeveer 1.600 miljard euro. Als de rente met 0,01% daalt, dan stijgt deze met circa 4 miljard euro. Daarom is het renterisico het dominante risico voor een pensioenfonds. Een gemiddeld pensioenfonds dekt dit risico voor 60% af. Dat wil zeggen, zij willen dat de waarde van de bezittingen met 2,4 miljard euro

Repomarkt
biedt soelaas

liquiditeitsrisico

MAX VERHEIJEN, DIRECTOR FINANCIAL MARKETS CARDANO

(60% van 4 miljard euro) stijgt als de rente met 0,01% daalt. Een deel van de bezittingen, namelijk de (staats) obligatieportefeuille, stijgt in waarde als de rente daalt. De 900 miljard euro aan staatsobligaties worden plusminus 1,4 miljard euro meer waard als de rente daalt met 0,01% (uitgaande van een gemiddelde rentegevoeligheid van staatsobligaties in bezit van pensioenfondsen - de "duration" - van ongeveer 15). Swaps dienen de resterende 1,0 miljard euro te compenseren als de rente daalt met 0,01%.

De keerzijde is dat pensioenfondsen 1 miljard euro aan onderpand moeten storten bij een stijging van de rente met 0,01%. Cijfers van DNB geven aan dat medio 2021 de positieve waarde voor pensioenfondsen op renteswaps 60 miljard euro is. Daarmee kan een rentestijging van 0,60% worden opgevangen met reeds ontvangen onderpand. Pas daarna zullen fondsen zelf cash moeten gaan genereren.

Uit het rapport van de International Capital Markets Association (ICMA) van maart 2021 blijkt dat het uitstaand volume aan repo's een stijging heeft laten zien van circa 2.000 miljard euro in 2001 tot 7.000 miljard euro in 2020. Dagelijks wordt tegenwoordig zo'n 1.700 miljard euro aan repo's gehandeld. Het typisch onderpand onder deze repo's zijn het soort staatsobligaties die pensioenfondsen in bezit hebben. De getallen van ICMA tonen aan dat de repomarkt de latente vraag vanuit de pensioenfondsen aankan. Daarbij komt dat het ontvangen cash als onderpand vaak zijn weg terugvindt naar de repomarkt, waardoor de liquiditeit op peil blijft.

Risico reverse-repo's

Toch is er soms nog scepsis over het gebruik van de repomarkt. Deze zou niet altijd goed functioneren, met name in tijden van stress of op speciale rapportagedatums.

Banken zouden zich aan het eind van het jaar terugtrekken uit deze markt om de balans zo kort mogelijk te houden. Dit om de kapitaalratio's te verhogen. Hierbij past echter een aantal nuanceringen.

1. Met name reverse-repo's, waar een pensioenfonds geld uitleent met onderpand, werken nadelig uit voor banken aan het eind van het jaar. Reverse-repo's verlengen net als schulden de bankbalans. Repo's hebben deze nadelige eigenschap niet. Dat zie je onder andere aan de extreem lage tarieven waarvoor geld kan worden geleend op de repomarkt aan het eind van het jaar. Pensioenfondsen zitten als vragers van cash aan de juiste kant van de repomarkt.
2. De ervaring heeft geleerd dat een dreigend tekort aan liquiditeit zal worden aangevuld door de centrale banken. Deze staan voor stabiliteit, en die is zeker van belang in de grootste liquiditeitsmarkt ter wereld. Zo heeft de Federal Reserve in 2020 de repomarkt bijgestaan met liquiditeit toen de vraag naar cash opeens zeer groot was in Amerika.
3. Risico's op liquiditeitstekorten kunnen ook door het pensioenfonds zelf worden beheerd door de looptijden van de repo's goed te spreiden. Daarmee worden zij minder gevoelig voor beschikbare liquiditeit op één moment.

Een kanttekening hierbij: ondanks alles kan de repomarkt op slot gaan door onvoorziene omstandigheden. Daarbij past de opmerking dat er dan sprake is van 'right-way-risk'. Pensioenfondsen zullen cash nodig hebben als de rente stijgt. In dat geval gaat het hoogstwaarschijnlijk beter met de economie en zal er minder sprake zijn van stress op de liquiditeitsmarkt.

Conclusie

Renteswaps zijn voor pensioenfondsen een uitstekend middel om renterisico te hedgen. De trendbreuk is dat cash in plaats van obligaties als onderpand wordt gebruikt. Belangrijk aandachtspunt is de dagelijkse monitoring van de noodzakelijke cashbuffer. Deze moet voldoende groot zijn om plotselinge vraag naar cash als onderpand op te kunnen vangen. De repomarkt biedt een prima uitweg om goedkoop aan cash te komen. Als zodanig blijven de obligaties gebruikt als onderpand, alleen nu via de repomarkt. ←

Clearing-
plicht levert
liquiditeits-
risico