

December/Januari 2007

INHOUD

HOME

NIEUWS

BRIEF UIT DEN HAAG

COMMENTAAR

INTERVIEWS

IN DE PRAKTIJK

FEATURES

SPOTLIGHT

MARKTEN ONDER DE LOEP

ONDERZOEK

BIJLAGE

NPN Dossier

Duratie-dilemma

Gepubliceerd op: 29 Maart 2007 (Februari/Maart 2007)



Het verschil in rentegevoeligheid tussen beleggingen en verplichtingen speelt menig pensioenfonds parten. Over de vraag of het durationgat nu wel of niet gedicht moet worden, wordt in pensioenland heel verschillend gedacht. To match or not to match, that's the question. *Mariska van der Westen* verdiepte zich voor u in het duratie-dilemma.

Slag om de arm

Het nFTK brengt het verschil in rentegevoeligheid tussen activa en verplichtingen van pensioenfondsen scherp in beeld. De 'duration mismatch' tussen beleggingen en verplichtingen staat voor veel pensioenfondsen dan ook bovenaan de agenda. Maar al bezorgt het renterisico menig pensioenfonds hoofdbreken, dat wil nog niet zeggen dat iedereen staat te springen om de durationkloof te dichten. Uit een npn-onderzoek onder 25 pensioenfondsen in het najaar van 2006 bleek slechts 24% volledig gematcht te zijn; 64% heeft in het afgelopen jaar geen stappen ondernomen om het looptijdgat te dichten of is daarbij terughoudend te werk gegaan.



— Gerard Roelofs, partner bij consultant Watson Wyatt, vergelijkt 'matchen' met een levensverzekering.

Dit kan ten dele worden verklaard uit het feit dat met name het gebruik van derivaten om specialistische kennis vraagt die nog niet bij alle pensioenfondsen aanwezig is.

"Als pensioenfondsen besluiten om het rente-mismatchgat te dichten kunnen ze dit niet zomaar uit handen geven aan een zakenbank of vermogensbeheerder. Men heeft hierin immers een bestuurlijke verantwoordelijkheid. Voordat men stappen onderneemt zal het bestuur zichzelf dus educatief naar een hoger niveau willen tillen, en dat kost tijd," zegt Gerard Roelofs, partner bij consultant Watson Wyatt. "Wij geven de laatste tijd veel uitleg over swaps, swaptions en wat dies meer zij. Ik denk dat dit bij veel collega-consultants niet anders is. Pensioenfondsen zijn op dit punt bezig met een inhaalslag."





Dit proces is al enige tijd aan de gang en men merkt dat het kennisniveau flink aan het stijgen is. Zo vertelt Alexander van Aken, hoofd Liability Driven Investments van Fortis Investments: “Het heeft even geduurd, maar pensioenfondsen hebben nu duidelijk meer slagkracht. Veel fondsen hebben zich georiënteerd en hebben nu een helder idee van hoe ze het renteprobleem willen aanpakken.”

Ondanks die grotere slagkracht houdt een fors aantal fondsen nog een slag om de arm. Maar niets doen is ook een keuze:

“Als je geen stappen neemt om de duration van de beleggingen te verlengen, neem je wel degelijk een bepaalde positie in. En die moet je kunnen verantwoorden,” zegt Hans Rademaker, directeur fiduciair beheer bij Kempen Capital Management.

Van Aken's collega, Fortis Investments Netherlands-CEO Jan Lodewijk Roebroek, voegt toe: “Als fondsen de durationkloof voorlopig niet of alleen stapsgewijs dichtten, wordt dat niet langer ingegeven door een gebrek aan kennis. Het gaat eerder om een weloverwogen beslissing.”

Hoe vol is het glas?

Hoewel fondsen zich rekenschap geven van het renterisico en hun expertise daaromtrent bijspijkeren, kiest men er niet en masse voor om de mismatch op te heffen.

“Over de vraag in hoeverre men het durationgat moet dichtten wordt heel verschillend gedacht,” vertelt Erik Martens, directeur van het bedrijfstakpensioenfonds voor de Agrarische en Voedselvoorzieningshandel (AVH). “De uitgangspositie in termen van dekkingsgraad en de draagkracht van de sector spelen daar een belangrijke rol in.”

Het toezichtsregime richt zich primair op nominale zekerheid, en als de dekkingsgraad te laag wordt, laat De Nederlandsche Bank pensioenfondsen geen andere keuze dan de nominale verplichtingen af te dekken. Arme fondsen met een dekkingsgraad van rond de 100%, een vergrijzend pensioenfondsbestand en een zwakke sponsor zijn daarom extra kwetsbaar als ze het looptijdengat openhouden. “In die gevallen kan durationmatching er voor zorgen dat het fonds niet in een armoedeval terechtkomt,” zegt Hans Rademaker.

Men zou dan ook denken dat fondsen met een dergelijke zwakke uitgangspositie eerder aan een nominale rentehedge zullen denken. Toch liggen de zaken niet zo eenduidig, vertelt Martens:

“Veel hangt af van de opvatting van de beleidsmakers binnen het fonds. Zo kan dezelfde uitgangssituatie door verschillende fondsen heel anders worden geïnterpreteerd. Een fonds kan bijvoorbeeld redeneren: ‘Als onze dekkingsgraad laag is, mogen we dit renterisico niet lopen en moeten we het durationgat dus dichtgooien.’ Maar met hetzelfde recht zou men kunnen redeneren: ‘Bij een lage dekkingsgraad hebben we opwaarts potentieel nodig; we willen dan mee kunnen veren met de rente en moeten dus juist niet gaan matchen’,” legt Martens uit.

Ook bij een hoge dekkingsgraad zijn er zowel argumenten die er voor pleiten om de durationmismatch weg te werken, als om dit juist niet te doen. “Men kan beslissen om het looptijdgat volledig af te dekken omdat men zich dit dankzij de hoge dekkingsgraad wel kan veroorloven; anderzijds kan men ook beslissen dat niet te doen, omdat men wel tegen een rentestootje kan,” zegt Hans Rademaker.

“Je kunt het vergelijken met de bekende vraag of het glas half vol is of half leeg,” zegt Martens. “Het antwoord hangt er maar net vanaf hoe men er tegenaan kijkt.”

Rentevisie

Om precies te zijn, het hangt er maar net vanaf hoe men tegen de renteontwikkeling aankijkt.

“In feite is de keuze om al dan niet te matchen op korte termijn een kwestie van rentevisie,” zegt Gerard Roelofs. “Het gaat erom in hoeverre men vindt dat de markt inefficiënt is en meent de markt te kunnen verslaan.”

Het renteniveau is historisch gezien zo laag dat veel adviseurs en beleggingsdeskundigen menen dat de rente op de korte termijn alleen maar kan stijgen. Die benadering is niet zonder gevaar, vindt Roelofs. “Uit ALM-studies blijkt dat het rentemismatchrisico een risico is waar niets tegenover staat. Er is dus geen enkel argument om dat risico strategisch te lopen. Er zijn echter deskundigen die zeggen, dat kan wel zo zijn, maar op korte termijn kunnen we het relatieve niveau van de rente wel voorspellen. En waarom zouden we het rentegat helemaal dichtmaken als er op korte termijn wel iets te voorspellen – en dus mee te genieten - valt? Er is dus een ‘mismatch’ tussen strategie en tactiek.”

Roelofs kan zich voorstellen dat men zich laat verleiden door dit kortetermijndenken, maar het lijkt hem geen solide basis om strategische beslissingen op te baseren: “Het absolute niveau van de rente kan eenvoudigweg niet met voldoende zekerheid worden voorspeld voor een dergelijke grote bet.”

Rademaker is het daar niet mee eens. “Als je ervan uit gaat dat er niets zinnigs valt te zeggen over hoe de rente zich zal ontwikkelen, kun je net zo goed stellen dat er van geen enkele van de financiële markten iets zinnigs te zeggen is. Dat is niet zo,” meent hij. “Natuurlijk is de gedachte dat de rente alleen maar kan stijgen te kort door de bocht. In Japan is de 10-jaars rente op gegeven ogenblik zelfs onder de 1% geraakt, dus een verdere daling kan wel degelijk. Maar je kunt best een rentevisie hebben op basis van macro-economische ontwikkelingen, toename van arbeidsproductiviteit en inflatie. Er is niets verkeerd aan het hebben van een rentevisie, zolang je die visie maar kunt staven met steekhoudende argumenten.”

Nominaal versus reëel

Naast rentevisie is ook indexatie een belangrijke afweging in de beslissing om niet of slechts gedeeltelijk te matchen. Het argument hierbij is dat looptijdverlenging aan de beleggingkant ten koste gaat van de indexatieruimte.



Sikko van Katwijk, bestuursvoorzitter van het Citigroup-pensioenfonds

Sommigen vinden dit echter onzin.

“In veel gevallen komt de indexatieruimte juist in het geding door het nominale risico open te laten,” zegt Gerard Roelofs. “Fondsen met een dekkingsgraad van rond de 125% riskeren door de grotere rentegevoeligheid immers al snel een reservetekort. Bovendien gaat dit argument voorbij aan het feit dat de wortelformule van het nFTK pensioenfondsen beloont voor durationmatching. Voor fondsen die pas indexeren vanaf 110% van de vereiste buffers, of op basis van een reële dekkingsgraad, ligt de situatie iets anders. Maar veel pensioenfondsen gaan indexeren op het moment dat hun buffers gevuld zijn. Als men de looptijden voor 75% matcht is men belangrijk minder gevoelig voor renteschommelingen, en gaan de vereiste solvabiliteitsbuffers fors omlaag. Dat betekent dus dat je als fonds juist eerder kunt gaan indexeren.”

Roderick Munsters, directeur beleggingen bij ABP, denkt er anders over. Hoewel ABP's pensioenverplichtingen een looptijd hebben van om en nabij de 16 jaar, heeft het ambtenarenfonds de looptijd van de obligaties in het najaar van 2006 slechts verlengd van vijf naar acht. “Daar voelen we ons comfortabel bij,” zegt Munsters. “Waarom? Omdat de mismatch nominaal is, terwijl onze ambitie reëel is. We willen looninflatie compenseren. En dat doe je niet door de lange rente op 4,4% vast te leggen.”

Als men zich vastlegt op een nominale rente van zo'n 4,25% kan men slechts een inflatie van 1,25% financieren, rekent men bij ABP voor. Als de inflatie hoger uitvalt komen de geïndexeerde rechten in het geding. Dat is een risico wat ABP niet wil nemen.

“Het streven voor veel pensioenfondsen is toch om een welvaartsvast pensioen te kunnen bieden. Dan kun je niet alleen rekening houden met de nominale context van het nFTK,” vindt ook Justus van Halewijn, hoofd Investment Strategy Research bij Blue Sky Group, de fiduciair manager van onder andere de KLM-pensioenfondsen.

Indexatiezorgen zijn volgens Roelofs echter geen sluitende reden om niet te matchen. “Je hebt een matchingportefeuille en je hebt je rendementzoekende portefeuille. Als durationmatching je indexatieruimte dreigt te beperken dan moet je je rendementzoekende portefeuille maar anders invullen, en misschien wat agressiever maken.” Het afdekken van het nominale renterisico creëert daartoe naar zijn idee ook de nodige ruimte: “Door rentematching haal je een stuk risico weg wat niet loont en dat kan je ergens anders alloceren waar het hopelijk wel wat oplevert.”

Volgens Van Halewijn ligt het niet zo simpel. “Als je als fonds bijvoorbeeld puur nominale swaps inzet om het renterisico af te dekken, verplicht je je tot een uitruil van rentekarakteristieken. Je betaalt de korte rente, terwijl je de lange rente ontvangt. De kosten van de swap – dat wil zeggen, de korte rente – worden betaald uit de rendementen die men verdient met de rendementsportefeuille, ofwel alle beleggingen die niet in obligaties luiden, zoals aandelen en vastgoed. Als de inflatie nu stijgt, gaat de korte rente omhoog. Dan draait de rendementsportefeuille dus op volle toeren om de nominale swaps te betalen, in plaats van de indexatie te bekostigen. Op de korte termijn zie ik niet gebeuren dat de korte rente door de 4 of 5% heen schiet, maar op de lange termijn is dat wel een risico.”

Lieve duit

Het nFTK drukt pensioenfondsen met de neus op de nominale feiten, maar daarmee zijn de fondsen het inflatiespook nog niet vergeten. Reden dus om terughoudend te zijn bij het aanleggen van een nominale hedge.

Daarbij komt dat afdekking van het nominale renterisico een lieve duit kost. De beurzen zijn niet goed genoeg gevuld om alle wensen waar te maken en dat stelt fondsen voor een moeilijke keuze. “Je moet dan kiezen tussen nominale zekerheid, of indexatieruimte,” zegt Rademaker. “Want mede door de trendmatig gedaalde rente is matchen op dit moment een kostbare operatie.”

Bovendien hebben grote partijen hun uitwerking op de markt niet gemist. "Grote fondsen zijn al eerder gaan matchen. Door de vraag naar lang papier is de curve aan het lange eind gedrukt," vertelt Rademaker. Dat vertaalt zich in een aanzienlijk hoger prijskaartje: "4% voor 30-jaars swaps is heel duur. Kleine partijen zullen, als ze zich dat tenminste kunnen veroorloven, dus liever nog even wachten."



Hans Rademaker, directeur fiduciair beheer bij Kempen Capital Management

Kosten spelen inderdaad een grote rol, vertelt Erik Martens. "Langlopende obligaties zijn vaak niet goedkoop, of je loopt het risico dat het papier aan het einde van de rit niet veel meer waard is." Derivaten vallen al evenzeer prijzig uit. "Zo kun je er voor kiezen om de onderkant van de dekkingsgraad af te dekken door middel van swaptions. Die keren bijvoorbeeld geld uit als de rente beneden de 3,3% of 3,5% komt. Maar ook dat kost nogal wat - als je er een paar koopt ben je als pensioenfonds toch al snel een miljoen euro kwijt. En als de rente stijgt, zijn ze waardeloos."

Toch wijzen veel deskundigen het kostenaspect van de hand als reden om terughoudend om te gaan met matching. Rademaker: "Als mijn huis niet afbrandt, ben ik de kosten van mijn brandverzekering kwijt. Dat lijkt me niet iets om te betreuren. Als het wat kost heeft het ook wat opgeleverd."

Roelofs vult aan: "Voor een levensverzekering vindt men het heel normaal om een premie te betalen. Als je dan blijft leven, zeg je ook niet: 'Dat is zonde van het geld.' Het is pas zonde van het geld als je meer betaalt dan de marktconforme prijs."

Meer dan een prijskaartje

In het kostenverhaal spelen meer factoren een rol dan alleen het prijskaartje. Zo kan het voor middelgrote en kleine fondsen een dure grap zijn om zelf hun rentehedge samen te stellen. "Grote fondsen beschikken zelf al over een goed toegerust platform om hun eigen producten te kopen en zelf te zorgen voor het onderpandbeheer. Voor kleine fondsen betekent dit echter een forse investering om de benodigde expertise in huis te halen en front- en backoffice te bekostigen," zegt Rademaker.

Men haalt zich bovendien de nodige zorgen op de hals. "Zo moet men zich een goed beeld kunnen vormen van de tegenpartij, diens kredietwaardigheid en ongerealiseerde winst. Ook het onderpandbeheer vergt veel aandacht. En als je als pensioenfonds zelf swaps op de boeken neemt, is het oppassen geblazen dat niet je hele pensioenfondsvermogen als onderpand wordt genomen. Als er dan een foutje wordt gemaakt bij de contracten, ben je alles kwijt," waarschuwt Rademaker. "Voor kleinere partijen is het dan ook vaak beter om te kiezen voor een fondsstructuur waarbij het onderpandbeheer wordt uitbesteed. "Een fondsstructuur is wel duurder, maar dat moet je incalculeren."

Om de kosten in het gareel te houden raden veel deskundigen aan om geen toeters en bellen te kopen. "Het is in dit opzicht vaak beter recht-toe-recht-aan duration te kopen: lang papier en swaps, in plaats van swaptions," aldus Rademaker.

De vraag is echter niet alleen 'wat kost het', maar ook: 'krijgt men waar voor zijn geld?'

Met dat argument kunnen ook de hoge kosten van maatwerkoplossingen worden gerelativeerd. Jan Lodewijk Roebroek: "Standaardoplossingen kosten wat minder, maar de echte uitdaging zit 'm in de verpakking op maat, waarbij de oplossing wordt toegesneden op de fondsspecifieke situatie. Men betaalt voor de extra inspanning, maar men krijgt daar als fonds dan ook wel wat voor terug."

Sticky business

Met name aanbieders zoals vermogensbeheerders en custodians vinden dat matchingoplossingen over het algemeen niet te duur zijn. Als aanbieders een pensioenfondspet opzetten blijkt men echter toch wel bedenkingen te hebben. Zo zegt Sikko van Katwijk, managing director bij Citigroup Global Transaction Services en daarnaast tevens bestuursvoorzitter van het Citigroup-pensioenfonds:

"Het verbaast me niets dat aanbieders de prijzen niet te hoog vinden. Maar vanuit ons pensioenfondsperspectief vinden we het huidige matchinginstrumentarium toch vrij kostbaar. Wat dat betreft hoeft je visie als zakenbank en aanbieder natuurlijk niet noodzakelijkerwijs overeen te komen met je pensioenvisie."

Volgens Roelofs verdient het kostenaspect enerzijds nuancering, terwijl pensioenfondsen anderzijds wel kritisch moeten kijken naar de prijzen van sommige producten. "Het is bijvoorbeeld logisch dat men meer betaalt voor swaptions. De swaptionmarkt is vele malen illiquider en nieuwer dan de swapmarkt. Een swaption is een optie op een swap: Men koopt het recht - en niet de plicht - om te kunnen afdekken. Voor dat recht betaalt men nu eenmaal een premie." Anderzijds moet men juist bij dit soort instrumenten op zijn tellen passen: "Swaptions brengen een extra moeilijkheidsgraad met zich mee. Men dekt een negatief risico af en de formules die daarbij gehanteerd worden zijn niet eenvoudig. Er zijn aanbieders die van de gelegenheid gebruik maken door een oplossing aan te dragen die complexer en duurder is dan strict genomen nodig is. Het is dus zaak om juist bij nieuwe en illiquide producten goed de diverse mogelijkheden met elkaar te vergelijken."

Ook ten aanzien van 'duration buckets' levert Roelofs tegelijkertijd nuancering en kritiek. "Men vindt bucketoplossingen vaak duur, omdat men denkt dat het hier om passief beheer gaat. De gedachte is dan: 'De aanbieder belegt gewoon in een obligatie met een gemiddelde looptijd van vijf jaar en kijkt daar verder niet meer naar, dus waarom moet ik daar als pensioenfonds 25 à 30 basispunten voor neertellen?' Er gebeurt echter wel degelijk veel in die buckets. Je moet er als manager best veel voor doen om die gemiddelde looptijd op vijf jaar te houden. En aan het lange einde vind je geen obligaties met een duration van 20, dus dan ontkom je er niet aan om met derivaten te gaan werken. Die moet je monitoren en herbalanceren: Derivaten vergen dagelijks onderhoud. Dat er een actieve fee wordt gevraagd vind ik dus begrijpelijk," zegt Roelofs. "Alleen dat die vergoeding zo hoog moet zijn, dat begrijp ik niet."



Justus van Halewijn, hoofd Investment Strategy Research bij Blue Sky Group

De levensduur van de gemiddelde vermogensbeheerder ligt tussen de vier à zes jaar, legt Roelofs uit. Matchingmandaten hebben in potentie echter een veel langere duur, want pensioenverplichtingen hebben een schier oneindige tijdshorizon. "In tegenstelling tot andere, meer vluchtige klandizie, is pensioenfondsenbusiness 'sticky'. Het zou aanbieders dan ook wat waard moeten zijn om die business aan zich te binden. Dus zeg ik, beste vermogensbeheerder, doe maar wat aan je fees."

Markt in aanbouw

Ook het beschikbare instrumentarium speelt mee in de beslissing het durationgat nog even te laten voor wat het is. Uit de overweldigende hoeveelheid LDI-seminars van de laatste tijd kan men afleiden dat aanbieders zich massaal op deze markt gestort hebben. Maar daarmee is niet gezegd dat de markt van aanbiederszijde al 'volwassen' is.

"Het instrumentarium breidt zich steeds verder uit," zegt Erik Martens. "Er zijn legio aanbieders die steeds nieuwe oplossingen ontwikkelen."

Zakenbanken, assetmanagers en custodians hebben zich allen in het strijdgewoel gestort. In het gekrakeel is het niet eenvoudig om te bepalen welke partij de beste oplossingen en voorwaarden biedt.

Volgens Van Katwijk is de markt nog volop in ontwikkeling. Als een pensioenfonds zich dit kan veroorloven, loont het volgens hem om de kat nog even uit de boom te kijken. "Wij hebben een draagkrachtig fonds met een jong deelnemersbestand. We wachten dus rustig af tot de markt wat meer volwassen is geworden."

Het halve werk is een goed begin

Rentevisie, indexatieruimte, kostenplaatje en aanbod zijn redenen om de durationkloof ten minste gedeeltelijk open te laten. Bovendien blijken er gegronde redenen te zijn om de helft van het renterisico af te dekken en de andere helft open te houden.

"Het is wel een typisch Nederlandse polderoplossing om in het midden te gaan zitten. Als de rente dan stijgt, profiteer je daarvan gedeeltelijk mee; gebeurt dat niet, dan heb je toch tenminste de helft van het risico afgedekt," zegt Rademaker. "Maar er zijn ook meer steekhoudende argumenten om een middenpositie in te nemen. Ik ben groot voorstander van een holistische benadering, waarbij men naast het renterisico ook andere risicobudgetten in ogenschouw neemt. Vanuit dat oogpunt heeft 'alles dicht' weinig spreidingsvoordelen. Een optimalisatiestudie komt dan ook vaak uit op 50% - 60%."

"Voor een deel is de keuze om slechts voor de helft te matchen een kwestie van gevoel. Maar er zijn ook wel rationele argumenten voor," zegt ook Roelofs. "Uit ALM-studies blijkt dat het afdichten van de eerste 0-50% van de durationmismatch de meeste effecten sorteert. Daarna neemt het marginaal nut af. Strategisch gezien zou men naar mijn idee moeten streven naar 100% looptijdmatching, maar ik zie ook wel dat het effect met name in de eerste 50% wordt bereikt."

Bovendien is het in praktische zin relatief eenvoudig om het durationgat voor de helft te dichten. Roelofs: "Voor een gemiddeld pensioenfonds met een dekkingsgraad van 125% en een assetmix van 50% vastrentend, 40% aandelen en 10% vastgoed, ziet de pensioenfondsbalans eruit zoals weergegeven in figuur 1. Door nu de gemiddelde looptijd van de vastrentende waarden te verlengen van vijf naar 15 jaar kan men het renterisico voor 50% afdekken, zonder dramatische veranderingen in de portefeuille." Dat lijkt hem een goed begin.

Wil men meer dan de helft van het renterisico wegwerken dan zijn ingrijpendere maatregelen vereist, zegt Roelofs: "Dan moet er worden gesleuteld aan de verhoudingen in de assetmix, of men moet een overlay van swaps of andere derivaten inzetten. Dat is toch iets gecompliceerder."



Roderick Munsters, directeur
beleggingen bij ABP

Roebroek tekent hierbij aan: "Tegenwoordig zijn er echter alternatieven die een bepaalde mate van vreemd vermogen gebruiken. Als een pensioenfonds de helft van de activa inzet kan daarmee met behulp van leverage niet 50%, maar 100% van het nominale renterisico worden afgedekt. Zonder extra kapitaalbeslag of ingrijpende wijzigingen."

Van Halewijn waarschuwt dat de optimale nominale hedge bovendien in hoge mate afhankelijk is van de situatie van het fonds: "Wij hebben klanten met zeer hoge dekkingsgraden die de helft van hun vermogen in obligaties hebben belegd; deze fondsen hebben hun nominale verplichtingen feitelijk al goeddeels gematcht."

Bezint eer ge begint

'To match or not to match, that's the question'. Het antwoord op deze vraag blijkt af te hangen van zeer diverse factoren. Het duratie-dilemma vraagt een zorgvuldige afweging van de risico's, kosten en voordelen.

pensioenfondsbalans			
activa		verplichtingen	
vastrentend	62,5	voorziening pensioenverplichtingen	100
aandelen	50	reserve	25
onroerend goed	12,5		
	125		125

Figuur 1: Gemiddeld pensioenfonds: goede uitgangssituatie om 50% van het renterisico af te dekken

“De optimale afdekking van het renterisico hangt heel erg af van het risicoprofiel van het fonds en van de vraag of men een sponsor heeft die af en toe een klap kan helpen opvangen,” zegt Van Halewijn.

Rademaker voegt toe: “Men moet zich bovendien niet blindstaren op het renterisico alleen. Het is beter om de verschillende risicobudgetten in hun samenhang te bekijken. Men heeft per slot van rekening ook te maken met een aandelenrisico – dat wordt nog wel eens uit het oog verloren.”

Om de juiste afweging te maken is het raadzaam hier de nodige tijd en energie in te steken. “Pensioenfondsen hebben het daar vaak te druk voor. Men moet iets met de levensloopregeling aanvangen, het indexatiebeleid komt er bij, men heeft net een nieuwe regeling gemaakt... dan heeft men gewoon geen tijd om een overlay te implementeren,” zegt Roelofs. Hij adviseert daarom een partij in te schakelen die als klankbord kan fungeren en die kan helpen met implementatie van de afdekking. “Of dat nu een consultant is of een andere partij doet er niet zo veel toe, zolang het maar iemand is die zich uitsluitend met deze kwestie bezig houdt, en daarop ook afgerekend wordt.”

De deskundigen adviseren voorts om diverse producten grondig te onderzoeken alvorens een keuze te maken. “Daarbij gaat het niet zozeer om de prijs, maar meer om de structuur van het product,” zegt Roelofs. “Het is van belang om aandacht te schenken aan zaken als liquiditeit, mate van matching, leverage in de bucket, hoeveel derivaten er worden ingenomen, mate van monitoren en herbalanceren en type rapportage.”

Erik Martens: “Er wordt bijvoorbeeld vaak voor bucketoplossingen gekozen ‘voor het gemak’: Je koopt als het ware een stuk duration en je bent van het collateral management af; je hoeft geen ingewikkelde contracten meer door te werken en te tekenen. Maar de vraag is wat er nu precies in die buckets zit, of dat wel bij je pensioenfonds past en hoe dat acteert met andere parameters binnen het fonds.”

“Hoe complexer het product, hoe minder transparant,” voegt Rademaker toe. Dat geldt vooral voor gestructureerde producten met een alfa-component. “Bezint eer ge begint, want bij dit soort producten is het niet gemakkelijk om uit te stappen. En als het niet bevalt kun je ook niet zeggen: ‘Ik wil alleen de duration en laat die alfa maar zitten.’”

Hoewel het duratie-dilemma geen pasklare oplossing heeft, is men het er in het algemeen wel over eens dat het, zeker gezien het nieuwe toetsingskader, de hoogste tijd is om het renterisico onder handen te nemen. “Bezint eer ge begint. Maar doe het wel,” besluit Roelofs.