

Het lange eind van de rentecurve, economische krachten versus regelgeving



Inleiding

Velen gaan ervan uit dat het Nederlandse pensioenstelsel de richting bepaalt van vastrentende instrumenten met een langere looptijd. In deze publicatie staat het langere eind van de eurorentecurve centraal en geven wij onze visie op de gevolgen van wijzigingen in de pensioenregelgeving en beschrijven we andere factoren die van invloed kunnen zijn op het lange eind van de rentecurve.

Voordat we ingaan op de gevolgen van wijzigingen in de regelgeving, geven we eerst inzicht in de relatie tussen rentes en de economie. Ook lichten we de impact toe van marktontwikkelingen, zoals stijgende rentes of marktliquiditeit. Vervolgens staan we stil bij veranderingen in de regelgeving die van invloed zijn op Nederlandse pensioenfondsen en Europese verzekeraars en de mogelijke impact hiervan op de rentecurve.

Onze belangrijkste conclusie is dat een economisch herstel zal leiden tot enigszins hogere rentes en een lichte versteiling van de rentecurve. Regelgevende veranderingen zullen hoogstwaarschijnlijk een dempend effect hebben, maar we gaan ervan uit dat de impact beperkt zal zijn en zal worden uitgesmeerd over een langere periode.

Economische en marktontwikkelingen en de invloed op het lange eind van de rentecurve

De economie speelt een belangrijke rol voor de financiële markten. Groei- en inflatieverwachtingen en het begrotings- en monetaire beleid zijn de meest voorkomende economische factoren die van invloed zijn op de rentes en daarom belangrijk om in de gaten te houden. Bovendien is de economie altijd als een belangrijke kracht aanwezig, terwijl andere factoren vaak een tijdelijk effect op de rente hebben.

De markten in 2021

De belangrijkste redenen voor de rentestijging die we in het eerste deel van 2021 hebben gezien, zijn begrotingssteun, de uitrol van vaccinatieprogramma's, optimisme over de kracht van het economische herstel na het opheffen van de lockdownmaatregelen en de vrees dat het herstel van de economie, in combinatie met het nog zeer accommoderende begrotings- en monetaire beleid, zal leiden tot een hogere inflatie.

Als gevolg van deze stijgende rentes zijn de rentecurves steiler geworden. De lange rentes zijn gestegen, terwijl de korte rentes nauwelijks zijn veranderd omdat het zeer onwaarschijnlijk is dat de Europese Centrale Bank (ECB) de beleidsrente in de komende jaren zal verhogen. Ook de uitgifte van nieuwe langlopende obligaties heeft bijgedragen aan de steilere rentecurve. De 30-jarige eurorente, maar ook het verschil in rente tussen looptijden van 30 en 10 jaar (dat in maart 2020 instortte), is weer terug op het niveau van vóór COVID-19.

Andere bepalende factoren voor verschillende looptijdcategorieën

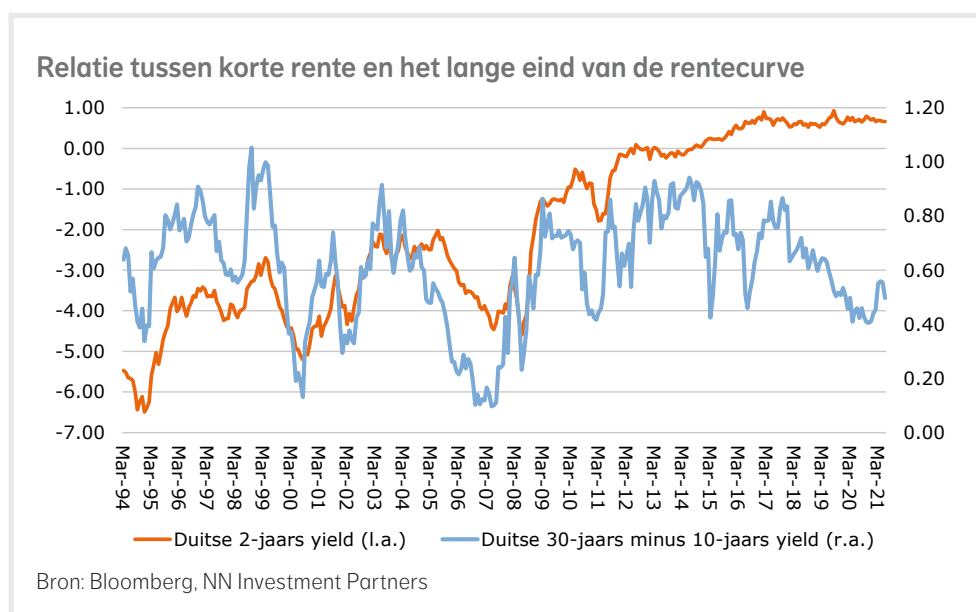
Als we het hebben over renteniveaus, kijken we vaak naar drie looptijdcategorieën: tot 7 jaar, van 7 tot 15

jaar en langer dan 15 jaar. Aan het korte eind van de curve worden de rentes vooral bepaald door de beleidsrentes van de centrale banken. Voor andere delen van de rentecurve spelen de marktverwachtingen voor de economische groei en inflatie een belangrijke rol.

De invloed van deze factoren is minder dominant voor de langste looptijden. Dit komt doordat het erg moeilijk is om specifieke groei- en inflatieverwachtingen te hebben voor periodes na ongeveer tien jaar. De markt gaat voor deze jaren daarom vaak uit van een soort evenwichtsniveaus. Dit betekent dat het lange eind van de curve fundamenteel wordt gedreven door wat al in de kortere rentes is ingeprijsd. Vanwege de minder specifieke impact van economische factoren op het lange eind van de curve, spelen markttechnische factoren, zoals vraag en aanbod en regelgeving, hier een belangrijkere rol dan bij kortere looptijden.

De impact van monetair beleid op de vorm van de rentecurve

Onderstaande grafiek laat de relatie zien tussen de korte rentes en de vorm van het lange eind van de rentecurve. Vóór 2015 was er een solide (negatieve) correlatie tussen de 2-jarige Duitse rente en het renteverskil tussen de Duitse 30- en 10-jarige rente. Anders gezegd: stijgende korte rentes gingen gepaard met een vervlakking van het 10-30-jarige deel van de curve en andersom. Sinds 2015 hebben buitengewone monetaire beleidsmaatregelen echter gezorgd voor een breuk in deze relatie. De centrale banken hebben keer op keer benadrukt dat ze de officiële rentetarieven laag zullen houden en de ECB koopt grote hoeveelheden obligaties op, wat zorgt voor een enorme verstoring van de normale verhouding tussen vraag en aanbod. Dit alles creëert een



situatie waarin de obligatiemarkten niet reageren volgens de historische normaliteit.

Het is onwaarschijnlijk dat het monetaire beleid in de eurozone binnen afzienbare tijd zal normaliseren. De ECB zal de rente op de depositofaciliteit de komende jaren op of rond het huidige niveau houden. We verwachten daarom niet dat er in de komende jaren weer sprake zal zijn van de historisch negatieve correlatie van de korte rente en de steilheid van de rentecurve. Het is echter waarschijnlijk dat het verwachte economische herstel en de stijgende inflatieverwachtingen zullen zorgen voor een matige opwaartse druk op de langere rentes en een zekere versteiling van de rentecurve (wat betekent dat het lange eind iets meer zal stijgen dan de rente voor kortere looptijden).



Ultralange deel van de rentecurve

Voor de waardering van het ultralange deel van de swapcurve (30+ jaar), de looptijden die pensioenfondsen nauwlettend in de gaten houden, verwachten we dat de twee bepalende factoren (curve 1-20 jaar en lage rente) niet veel zullen veranderen. Daarom lijkt het ons waarschijnlijk dat het verschil tussen de 30- en 50-jarige swaprentes negatief zal blijven (ongeveer -10 basispunten). We verwachten geen positieve swapcurve voordat we een significante versteiling van de rentecurve tot 20 jaar zien. In ons economische basisscenario is dit de komende jaren niet erg waarschijnlijk.

Marktliquiditeit

Marktliquiditeit is absoluut een onderwerp om rekening mee te houden. Aan het lange eind van de rentecurve (zowel voor obligaties als swaps) is de marktliquiditeit aanmerkelijk minder dan voor kortere looptijden. Dit houdt in dat eenzijdige aan- of verkoopdruk van invloed kan zijn op de bid-offer spread en de rentes zelfs in een bepaalde richting kunnen duwen. Deze aan- of verkopen kunnen worden veroorzaakt door (anticipatie op) wijzigingen

in de regelgeving en andere markttechnische factoren. Hoewel de totale omvang van de Nederlandse pensioenfondsen groot is, ook in vergelijking met de omvang van dit deel van de obligatiemarkt, is een blijvende impact alleen te verwachten als eenzijdige transacties geconcentreerd zijn in een relatief korte tijdsperiode. Belangrijk om rekening mee te houden is dat de opkoopprogramma's van de ECB niet zijn gericht op looptijden langer dan 30 jaar.

Conclusie macro-economisch scenario

De conclusie is dat het meest waarschijnlijke macro-economische scenario zal leiden tot iets hogere rentes voor de langere looptijden. Aangezien het korte eind van de curve is verankerd, zal dit ook leiden tot enige versteiling van de rentecurve. Omdat we verwachten dat de onderliggende inflatietrend op de langere termijn gematigd zal blijven en het aanbod van euro-obligaties in elk geval dit jaar nog negatief zal zijn (wat betekent dat de netto-uitgifte van staatsobligaties achterblijft bij de netto-opkopen), is de ruimte voor hogere langetermijnrentes beperkt. Voor de langere termijn zijn we onzekerder over de inflatieontwikkeling, want veel zal afhangen van de mate waarin de centrale banken prijsstabiliteit willen en kunnen naleven in het licht van opwaartse inflatiedruk en de regimewijzigingen die mogelijk hebben plaatsgevonden in de economie.

De transitieperiode voor Nederlandse pensioenfondsen en het effect op de lange looptijden

Naar verwachting zal de nieuwe Nederlandse pensioenwet per 1 januari 2023 in werking treden. De belangrijkste wijziging is dat alle nieuwe pensioencontracten beschikbare premieregelingen (DC) worden. Pensioenfondsen hebben tot 1 januari 2027¹ de tijd om over te stappen op het nieuwe pensioenstelsel. Het nieuwe stelsel zal waarschijnlijk een grote impact hebben op het beleggingsbeleid van Nederlandse pensioenfondsen. Voordat zij overgaan op het nieuwe stelsel, zullen zij hun dekkingsgraad nog binnen de gestelde grenzen moeten beheren.

Vóór de transitie moet de richtdekkingsgraad² ten minste 95% zijn ...

Vooruitlopend op de transitie naar het nieuwe pensioenprogramma hebben pensioenfondsen die eind 2020 een beleidsdekkingsgraad hadden van 90% of lager de pensioenen moeten korten³. Tijdens de

¹ De uiterste transitiedatum is vastgesteld op 1 januari 2026, maar aangezien de implementatie van de wet naar alle waarschijnlijkheid met een jaar wordt uitgesteld, zal de nieuwe uiterste transitiedatum naar verwachting worden vastgesteld op 1 januari 2027.

² De richtdekkingsgraad is de dekkingsgraad die benodigd is voor een verantwoorde, uitlegbare en evenwichtige overstap naar het nieuwe stelsel (bron: brief van de minister van sociale zaken en werkgelegenheid, nr 554).

³ Het is te verwachten dat de 90%-grens ook zal gelden vanaf eind 2021, gezien het uitstel van een jaar van de invoering van de nieuwe pensioenwet.

transitie-ftk dient de beoogde richtdekkingsgraad minimaal 95% te zijn. Bij een dekkingsgraad onder de 95% zou een pensioenfonds de pensioenen moeten korten. Eind mei lag de gemiddelde beleidsdekkingsgraad van de pensioenfonds rond de 100%. De eis van een richtdekkingsgraad van minimaal 95% tijdens de transitie heeft gevolgen voor het beleggings- en hedgingbeleid van pensioenfonds.

In de transitiefase verandert de methodologie voor de berekening van de UFR-curve ...

Een belangrijke factor die van invloed zal zijn op de dekkingsgraad is de aanpassing van de Ultimate Forward Rate-curve (UFR). Deze curve wordt gebruikt om de verplichtingen van pensioenfonds te waarderen. Op dit moment wordt de UFR maandelijks berekend als het gemiddelde over de afgelopen 120 maanden van de 1-jaars forwardrente over 20 jaar. Eind 2020 was de UFR 1,8%. Het verschil met de werkelijke swapcurve voorbij het laatste liquide punt (LLP) van 20 jaar is fors (ervan uitgaande dat de curve niet verder verandert). Om het verschil tussen de marktrente en de UFR-curve te verkleinen, worden de volgende wijzigingen doorgevoerd:

- Het LLP zal opschuiven van 20 jaar naar 30 jaar
- De UFR zal worden gebaseerd op de 1-jaars forwardrente over 30 jaar in plaats van 20 jaar

Op basis van deze aanpassingen had de UFR per eind december 2020 op 1,6% gestaan.



De nieuwe UFR zal bij gelijkblijvende omstandigheden leiden tot een lagere disconteringscurve ...

De Nederlandsche Bank (DNB) heeft besloten om deze wijzigingen in de periode 2021-2024 door te voeren. De invoering van de nieuwe disconteringscurve zal een negatief effect hebben op de dekkingsgraad van pensioenfonds, doordat de waarde van de verplichtingen zal toenemen. Daardoor kunnen we een verdere korting op de pensioenen niet uitsluiten. De verlaging van de disconteringscurve zal ook leiden tot een hoger renterisico. Pensioenfonds zullen voor de volgende vraag komen te staan: moet de rentedekking naar het oorspronkelijke niveau worden verhoogd, terwijl je tegelijkertijd het risico

loopt dat de dekkingsgraad niet kan worden verhoogd als de rentes stijgen? Indien de pensioenfonds besluiten om het renterisico verder af te dekken dan kan dit een neerwaarts effect hebben op het lange eind van de swapcurve.

Het beleggingsbeleid van pensioenfonds zal afhangen van meer dan één factor ...

Uit de laatste informatie blijkt dat de dekkingsgraad van de meeste pensioenfonds is gestegen en dat ze minder geneigd zijn om de dekking te verhogen. Anderzijds moeten we constateren dat een eventuele verlenging van de transitiefase extra risico met zich meebrengt voor pensioenfonds. We moeten daarom de ontwikkeling van de dekkingsgraden van pensioenfonds goed in de gaten houden.

Zodra we dichterbij het einde van de transitiefase komen, kunnen we een verandering verwachten in het beleggingsbeleid van pensioenfonds. Naarmate pensioenfonds overgaan op een lifecycle-beleggingsstrategie, zal de rentegevoeligheid van de beleggingsportefeuille waarschijnlijk afnemen en zullen zij overstappen naar meer risicovolle beleggingen. Daarom kan worden verwacht dat de swapcurve steiler zal worden naarmate pensioenfonds zullen overstappen van langer lopende staatsobligaties of renteswaps naar meer risicovolle beleggingen.

Al met al verwachten we op dit moment niet dat de curve sterk zal veranderen als gevolg van de invoering van de nieuwe Nederlandse pensioenwet. Dit kan echter anders worden zodra de dekkingsgraden beginnen te verslechteren. Tegen het einde van de transitiefase verwachten we een afname van de rentegevoeligheid van de beleggingsportefeuilles van pensioenfonds en daarmee een steilere curve tegen het einde van 2025/2026.

Solvency II Review en de impact op de rentecurve

De Solvency II-richtlijn vroeg om een review van de langetermijngarantiemaatregelen (LTG) per 1 januari 2021. Dit heeft geleid tot verschillende voorgestelde wijzigingen van Solvency II. Hierna gaan we kort in op drie van de voorgestelde wijzigingen. Deze veranderingen kunnen ook effect hebben op het langere eind van de eurorentecurve.

1. *Wijzig de methode voor het extrapoleren van risicovrije rentes*

De voorgestelde wijziging van de methode voor het extrapoleren van risicovrije rentes zal leiden tot een neerwaartse verschuiving (bij gelijkblijvende omstandigheden) van de disconteringscurve die wordt gebruikt voor de waardering van de verplichtingen van verzekeraars binnen het Solvency II-raamwerk. Dit zal leiden tot een hogere waarde van de ver-

plichtingen, een verlaging van de solvabiliteitsratio en een toename van het renterisico. Deze wijziging zal voornamelijk impact hebben op verzekeraars die het renterisico managen met gebruikmaking van de UFR curve⁴. Verzekeraars die bij het managen van het renterisico uitsluitend gebruik maken van de markswapcurve zullen hun afdekkingsbeleid naar alle waarschijnlijkheid niet wijzigen.

We gaan ervan uit dat verzekeraars die hun verplichtingen hebben afgedekt binnen het Solvency II-raamwerk, zullen gaan kopen aan het langere eind van de curve om het extra renterisico af te dekken. Dit kan leiden tot een afvlakking van de curve na het 20-jarispunt.

2. Volatiliteitsaanpassing

Op dit moment wordt de volatiliteitsaanpassing (VA, Volatility Adjustment) niet beïnvloed door het aantal derivaten dat een verzekeraar gebruikt om het renterisico te beheersen. De door de European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) voorgestelde wijziging van de VA zou hierin verandering brengen. De wijziging houdt in dat bij het bepalen van de omvang van de VA alleen rekening mag worden gehouden met cashinstrumenten die worden gebruikt om dit risico te beheersen. Dus als het percentage renterisico dat door derivaten wordt beheerst toeneemt, dan neemt de VA af en stijgt dus het volatiliteitsrisico van de solvabiliteitspositie van een verzekeraar.

Dit betekent dat de voorgestelde wijziging van de VA een verzekeraar zou afrekenen op het gebruik van derivaten in plaats van cashinstrumenten. Dit zou kunnen resulteren in een verschuiving van rentederivaten naar cashinstrumenten, wat vervolgens kan leiden tot een outperformance van obligaties ten opzichte van swaps. Het kan voor verzekeraars vooral aantrekkelijk zijn om over te stappen van langlopende renteswaps naar langlopende staatsobligaties. Als gevolg hiervan zou het langere eind van de rentecurves voor staatsobligaties van een hogere kwaliteit kunnen afvlakken.

3. EIOPA adviseert kapitaalvereisten die meer de rentebewegingen op de markt weerspiegelen

De gevolgen voor verzekeraars zullen een verhoging van de Solvency Capital Requirement en een hoger convexiteitsrisico zijn. Om een daling van de solvabiliteitsratio te voorkomen, zouden verzekeraars kunnen proberen om de convexiteit van hun beleggingsportefeuille te vergroten. Dit kan op verschillende manieren, maar in het algemeen zal dit waarschijnlijk leiden tot een afvlakking van de curve.

Uiteindelijk zou het meest waarschijnlijke effect van de door EIOPA voorgestelde wijzigingen een afvlakking van de swapcurve en de rentecurves voor staatsobligaties zijn. We merken wel op dat het effect van de voorgestelde wijzigingen over een vrij lange tijdsperiode zal worden uitgesmeerd en dat het effect van deze voorgestelde wijzigingen op de rentecurve daarom mogelijk wordt overstemd door toekomstige marktontwikkelingen.



Conclusie

Er zijn verschillende factoren van invloed op verschillende looptijden, ook met een variatie in tijdshorizon. Economische ontwikkelingen lopen als een rode draad door de verschillende looptijden en de verschillende tijdshorizonten. De overige factoren, zoals een verstoring van de verhoudingen tussen vraag en aanbod, kunnen tijdelijk van invloed zijn op de hoogte van de rente en de vorm van de rentecurve.

Alles overziend verwachten we dat het algemene renteniveau de komende jaren geleidelijk zal stijgen en dat dit gepaard zal gaan met een iets steilere curve. De verwachte versteiling van de curve zou ertoe kunnen leiden dat Nederlandse pensioenfondsen gedurende de transitieperiode minder behoefte hebben aan aanvullende renteafdekking⁵. Ook zou de druk voor verzekeraars om renterisico aan hun portefeuilles toe te voegen, kunnen worden gedempt⁶. Er is echter een groot verschil tussen Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars; gezien de transitiefase, die geldt voor de Nederlandse pensioenfondsen, kan de eis van extra exposure naar renterisico voor de Nederlandse pensioenfondsen tijdelijk zijn. Voor verzekeraars zal de wens voor extra exposure aanwezig blijven zolang de rentegevoeligheid van de verplichtingen hoger is dan de rentegevoeligheid van de beleggingen. Het is al met al waarschijnlijk dat verzekeraars aan het lange eind van de rentecurve zullen gaan kopen, maar zoals gezegd zullen ze hier minder sterk op inzetten vanwege de verwachte lichte versteiling van de curve.

4 De UFR curve wordt in dit geval uitsluitend gebruikt voor het verdisconteren van de verplichtingen. De vastrentende beleggingen worden verdisconteerd met de swap curve.

5 De aanname is dat DV01 van de verplichtingen hoger is dan de DV01 van de beleggingen.

6 De aanname is dat DV01 van de verplichtingen hoger is dan de DV01 van de beleggingen



Marco Ritfeld
Senior Portfolio
Manager LDI

Deze publicitaire mededeling is uitsluitend bedoeld voor MiFID professionele beleggers. Deze publicitaire mededeling is uitsluitend opgesteld ter informatie en is geen aanbod noch een uitnodiging om effecten of een ander beleggingsproduct te kopen of verkopen of om deel te nemen in een handelsstrategie noch het verlenen van een beleggingsdienst noch beleggingsresearch. Hoewel de inhoud van dit document met de meeste zorg is samengesteld en is gebaseerd op betrouwbare informatiebronnen, wordt er geen enkele uitdrukkelijke of impliciete garantie of verklaring gegeven omtrent de juistheid of volledigheid van de informatie. De informatie in deze publicitaire mededeling kan zonder voorafgaande kennisgeving worden gewijzigd. NN Investment Partners B.V., NN Investment Partners Holdings N.V., noch enig andere vennootschap of onderdeel dat behoort tot de NN Group, noch een van haar bestuurders of werknemers aanvaarden enige aansprakelijkheid of verantwoordelijkheid met betrekking tot de hierin opgenomen informatie. Het gebruik van de informatie in deze publicitaire mededeling is op eigen risico. Het is niet toegestaan dit document te verspreiden, reproduceren, distribueren, verspreiden of tegen vergoeding beschikbaar te stellen aan derden, zonder de voorafgaande uitdrukkelijke, schriftelijke, toestemming van NN Investment Partners B.V. De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Deze publicitaire mededeling is niet bestemd voor US Persons als gedefinieerd in Rule 902 van Regulation S van de United States Securities Act of 1933, en mag niet gebruikt worden voor het werven van investeringen of inschrijven op effecten in landen waar dit niet is toegestaan door de lokale toezichthouder of wet- en regelgeving. Op deze disclaimer is Nederlands recht van toepassing.