

# De dubbele bodem van LDI-fondsen

**Pas als het eb wordt, ontdek je wie naakt zwemt. In de huidige crisis staan Britse pensioenfondsen als eerste in hun blootje. Dat komt door beleggingen waarmee de fondsen juist risico wilden verminderen. Derivaten tonen wederom hun dubbele bodem.**

Terwijl de markten speculeerden over wanneer de Federal Reserve haar pijnlijke serie renteverhogingen zou staken, zodat koersen eindelijk weer kunnen stijgen, ging een andere centrale bank als eerste overstag. Eigenlijk was de Bank of England van plan eindelijk wat Britse staatsobligaties te verkopen, na het jarenlang opkopen om de geldhoeveelheid te verruimen. Maar opeens maakte ze een draai en kondigde ze aan 'op onbepaalde schaal' staatsobligaties te gaan kopen. Alles wat nodig was om de razendsnelle stijging van de lange rente te stuiten. Anders dreigden enkele pensioenfondsen binnen luttele uren om te vallen.

Een centrale bank die pensioenfondsen redt... Het is weer eens wat anders dan het voorkomen van een bankroet of het verlenen van bijstand aan de overheid. Extra bijzonder was dat deze pensioenfondsen zich niet hadden verslikt in riskante beleggingen. Integendeel, het betrof juist beleggingen in veilige beleggingsfondsen die hun de das omdeden.

Pensioenverplichtingen worden in het Verenigd Koninkrijk, net als in Nederland, gewaardeerd alsof ze staatsobligaties zijn. De waarde van toekomstige uitkeringen wordt tegen de risicovrije rente teruggerekend naar een huidige waarde. Om deelnemers 100% zekerheid te geven over hun uitkering, is het theoretisch mogelijk al het vermogen te beleggen in staatsobligaties met dezelfde looptijd als de uitkeringen. Simpel en veilig. Met één nadeel. Je hebt geen geld over om in zaken te beleggen die het rendement opleveren om uitkeringen mee te laten groeien met de inflatie. Als een fonds een deel van het vermogen wél bijvoorbeeld in aandelen belegt, moet het accepteren dat de dekkings-

graad niet alleen afhangt van beurskoersen, maar ook van de rente.

Gelukkig bestaan er financiële producten die een uitweg bieden uit dit dilemma: LDI-fondsen. LDI staat voor Liability Driven Investments, oftewel beleggingen die de verplichtingen nabootsen. LDI-fondsen gebruiken behalve staatsobligaties ook derivaten, namelijk renteswaps. Bij een swap ontvangt het fonds de lange rente. In ruil daarvoor betaalt het de korte rente. Dankzij swaps kunnen pensioenfondsen met slechts een deel van hun vermogen al hun verplichtingen imiteren. Met de introductie van LDI-fondsen kregen ze zo een stabiele balans die deelnemers zekerheid bood. De risicomanager glunderde, omdat de dekkingsgraad immuun werd voor renteschommelingen. De belegger straalde, omdat er geld overbleef voor aandelen, vastgoed, noem maar op. Een win-winsituatie.

Één ding moesten zij wel in de gaten houden: als de rente stijgt, daalt de waarde van swaps. Pensioenfondsen moeten dan onderpand verstrekken. Dat kunnen staatsobligaties zijn, maar steeds vaker is het cash. Toen de Britse rente in september steil opliep doordat de nieuwe regering de begrotingsteugels liet vieren, gingen alle fondsen staatsobligaties verkopen om aan cash te komen. Daarmee schroefden ze de rente alleen maar verder op. Zo ontstond een vicieuze cirkel. Doordat de uitkeringen tegelijkertijd in waarde daalden, vertoonden de dekkingsgraden geen krimp. Maar stabiele dekkingsgraden behoedden de fondsen niet voor een liquiditeitscrisis.

Het is vaker gezegd. Als je het ene risico vermindert, krijg je er een ander voor terug. Als je renterisico afdekt met derivaten, krijg je liquiditeitsrisico terug. Boekhoudkundig mag de renteafdekking kloppen als een bus. En in ALM-studies leveren swaps stevast geld op, omdat de lange rente meestal boven de korte ligt. Maar het echte leven is soms minder geduldig dan papier. ■

Bruno de Haas schreef deze column op persoonlijke titel. Het artikel geeft niet noodzakelijkerwijs de mening van MPD weer.



Door **Bruno de Haas**,  
Manager Bestuurs-  
advisering en Beleg-  
gingsstrateeg, Media  
Pensioen Diensten