

Dit artikel is verschenen op de website van PensioenPro op 13 maart 2020.

Auteur: Sameer van Alfen

‘Risicomodellen pensioenfondsen onderschatten staartrisiko’s’

De huidige risicomodellen van pensioenfondsen onderschatten de kans op extreme stress op de financiële markten, zoals nu met de wereldwijde corona-uitbraak. Staartrisiko’s doemen in de praktijk veel vaker op dan gedacht.

Dat stellen **Wilse Graveland en Frank van der Ploeg van Kempen**. Zij hebben met professor Casper de Vries van de Erasmus Universiteit een model ontwikkeld dat extreme uitslagen op de financiële markten en de dekingsgraad beter inzichtelijk maakt. Door dit toe te passen kunnen pensioenbestuurders voorkomen dat ze onverwacht én onvoorbereid moeten beslissen of ingrijpen in het beleggingsbeleid noodzakelijk is.

Volgens fiduciair manager Van der Ploeg ontpopt de uitbraak van het coronavirus zich inmiddels steeds meer tot een staartrisiko dat de financiële markten compleet verrast, zoals de kredietcrisis in 2008. ‘Met het Amerikaanse inreisverbod voor Europeanen kregen de aandelenmarkten gisteren opnieuw een forse klap te verwerken, na de val van de olieprijs eerder deze week.’ De rente is sindsdien wederom gedaald.



Een handelaar in Frankfurt bekijkt een toespraak van president Trump, terwijl de aandelenkoersen op de achtergrond wegzakken. Reuters

Van der Ploeg stelt dat de risicomodellen die pensioenfondsen gebruiken voor alm-studies of de haalbaarheidstoets het risico van zo’n tussentijdse ‘klap-op-klap’ onderschatten. ‘De kans op een daling van de aandelenmarkt met 10% in een maand tijd wordt in een normale verdeling ingeschat op minder dan 1%. De kans op een klap van nog eens - 5% is dan 0,01%, een extra daling van -

20% nihil. Uit onze studie blijkt echter dat de kans op zo’n extra klap in de praktijk vijf tot tien keer zo groot is!’

Steeds minder gewicht staartrisiko's

De kans op extreme scenario's is de afgelopen jaren in veel risicomodellen zelfs kleiner geworden, stelt Graveland, hoofd institutioneel bij Kempen. 'Dat komt omdat we sinds 2008 maar weinig volatiliteit zagen op de aandelenmarkten, die stegen vooral. Ook de rente bewoog één kant op. Staartrisiko's krijgen in risicomodellen dan vanzelf minder gewicht, terwijl je aanvoelt dat de kans op forse dalingen juist toeneemt. De afgelopen tijd merkten we dat de bewustwording onder klanten voor extremen toenam.'

Om iets aan het unheimische gevoel te doen, besloten Kempen en De Vries een 'staartrisiko-model' te ontwikkelen waarin meer wordt ingezoomd op extreme gebeurtenissen die de financiële markten de afgelopen decennia hebben opgeschud. Denk aan de kredietcrisis uit 2008, het barsten van de internetzeepbel in 2001 en zwarte maandag op de beurzen eind jaren tachtig. Virusuitbraken, zoals SARS in 2003, zijn niet meegenomen, omdat de impact op de beurs doorgaans klein is.

Implicatie beleggingsbeleid

Van der Ploeg: 'We onderzochten of we in deze extreme periodes patronen konden ontdekken die anderszins in huidige risicomodellen. De belangrijkste conclusie was dat het scenario waarin de beurs na een stevige daling nog een klap te verwerken krijgt veel vaker voorkomt dan gedacht. Dit is belangrijke informatie voor pensioenbestuurders om mee te nemen bij het vaststellen van hun strategische beleggingsbeleid.'

Graveland: 'Bestuurders baseren hun beleggingsbeleid vaak op de meest voorkomende scenario's in alm-studies. Hierbij kijken ze goed naar de gedefinieerde risicohouding die in de abtn is vastgelegd. Extreme scenario's worden wel onderzocht, maar zijn niet heel leidend voor het beleggingsbeleid, omdat "ze toch amper voorkomen". Bestuurders zouden vooraf moeten bepalen wat ze doen als de dekkingsgraad in een relatief korte tijd klap-op-klap krijgt. Als het fonds besluit vast te houden aan zijn beleid en het verlies te incasseren, dan vraagt dit wel om passende communicatie richting deelnemers.'

Bestuurders kunnen ook, vooraf als onderdeel van het beleid, afspreken dat ze wel ingrijpen als een stressscenario zich lijkt af te tekenen. Dit is volgens Graveland nu al het geval sinds begin 2019, omdat de rente daarna steeds verder daalde. 'Pensioenfondsen hadden gedurende vorig jaar, toen de dekkingsgraad aanliep tegen de ondergrens van de risicohouding, het aandelenrisico terug kunnen brengen. Al snap ik dat het achteraf makkelijk praten is. Wel is het belangrijk om bij het afbouwen van aandelenrisico rekening te houden met de armoedeval en het effect op de premie vooraf goed te analyseren.'

Past zo'n ingrijpen wel bij een pensioenfonds als langetermijnbelegger? Je zou kunnen zeggen dat een pensioenfonds zich weinig van extreme scenario's hoeft aan te trekken, omdat ze tijd hebben de rit naar beneden uit te zitten. Volgens Van der Ploeg ligt dat in de praktijk toch anders. 'Als zo'n daling aan het einde van het jaar plaatsvindt en er grote kortingen dreigen, moet je hier als bestuurder toch iets mee richting je deelnemers. De horizon van het fonds verandert zo van vijftig jaar naar vijftig horizonnen van telkens één jaar.'

Klimaatrisico's

Kempen gebruikt in zijn staartrisiko-model een dataset van enkele decennia om uitspraken te doen over de kans op extreme scenario's op de beurs. Die tijdspanne lijkt kort, maar deze systematiek is volgens Graveland niet ongewoon. 'Voor het bepalen van de kans op een dijkdoorbraak wordt ook gekeken naar een beperkte dataset aan historische waterstanden, om uitspraken te kunnen doen

over de risico's voor een veel langere periode. Dijken moeten het tienduizend jaar uit kunnen houden, maar meer dan honderd jaar aan data is er niet.'

Graveland meent dat het model ook toepasbaar is om de impact van klimaatrisico's op de dekkinggraad in te schatten. 'Denk bijvoorbeeld aan de situatie waarin CO₂-uitstoot in de Europese Unie veel zwaarder wordt beprijsd. Financiële markten kunnen dan op drift raken, omdat onzeker is welke bedrijven hierdoor worden geraakt.'