

Dynamische renteafdekking

Wtp-update

Deel 3: dynamische renteafdekking vraagt meer dan een goede beleidsregel

AUTEURS



Sven Klijnhout,
ALM-specialist



Rik Klerkx,
Head of Balance Sheet Management



Teun Loermans,
Senior Investment Strategist

Een dynamische renteafdekking werkt in theorie goed als de rente op termijn beweegt rondom het evenwichtsniveau. Ook kan zij in ALM-studies aantrekkelijk naar voren komen. Maar de praktijk is weerbarstiger: dynamische renteafdekking is alleen waardevol als zij uitvoerbaar is op het moment dat het erop aankomt.

Juist wanneer markten bewegen, rente snel verandert en collateraldruk toeneemt, moet het fonds de beleidsregel kunnen volgen. Daarmee verschuift de vraag van beleid naar uitvoering: kan het pensioenfonds de dynamiek ook waarmaken in administratie, governance, portefeuillebeheer en onderpandbeheer?

In het kort

- Een goede en aanpasbare administratie is voorwaardelijk voor een dynamische renteafdekking.
- Een heldere governance vooraf is cruciaal, vastgelegd vóór de storm, niet tijdens.
- Elk pensioenfonds moet de balans vaststellen tussen optimalisatie van het rentebeleid en uitvoerbaarheid/beheersbaarheid.
- Onderpand is veelal de meest tastbare beperking bij dynamische renteafdekking vanwege het gebruik van renteswaps.
- Een discrete stapfunctie (dezelfde als in deel 2) blijkt in de praktijk aanzienlijk minder bijsturing te vragen dan continue bijsturing, tegen een nagenoeg gelijk resultaat.



Dit is deel 3 van een 3-luik over dynamische renteafdekking onder de SPR. Deel 1 zoomt in op het principe van dynamische renteafdekking. In deel 2 ligt de nadruk op evenwichtigheid over de verschillende generaties. In dit laatste deel verschuift de vraag van beleid naar uitvoering.

achmea
Investment Management

Van beleid naar implementatie

In een ALM-model kan de renteafdekking eenvoudig van 60% naar 80% bewegen zodra er een trigger wordt geraakt. In werkelijkheid vraagt zo'n wijziging om monitoring, transacties, collateral en administratieve verwerking. Een dynamische renteafdekking moet daarom worden vertaald naar een concreet implementatieplan: welke rentetrigger, welke bandbreedtes per cohort, welke aanpassingsfrequentie, welke instrumenten en looptijden, welke toedeling van resultaten, welke collateralvereisten en welke escalatieprocedure bij marktdisrupties.

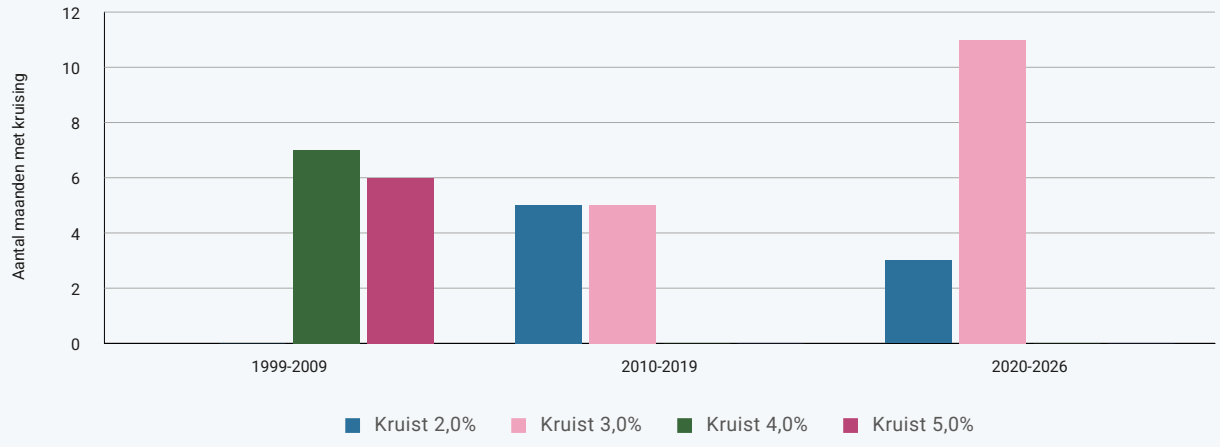
Bandbreedtes en de frequentie van bijsturen

Bandbreedtes zorgen voor discipline: zonder grenzen is het risico groot dat de afdekking te sterk beweegt of het bestuur alsnog ad hoc gaat bijsturen. De keuze van het renteniveau dat als "normaal" geldt, is echter zelf een beleidskeuze, gebaseerd op lange historische reeksen, een economische opbouw van groei en inflatie, of marktverwachtingen, zonder dat één van deze benaderingen een objectief antwoord geeft. Een dynamische regel moet bovendien praktisch hanteerbaar zijn: de rente kan dagelijks worden gevolgd, terwijl aanpassing alleen plaatsvindt bij het raken van een trigger. Hoe vaak dat gebeurt, verschilt sterk per gekozen drempel én per historische periode.

Governance: vooraf regelen, niet tijdens de storm

Dynamische renteafdekking vraagt om snel én zorgvuldig handelen. Het bestuur moet niet pas bij het raken van een trigger bespreken wat er moet gebeuren. Integendeel: de regel, de rollen en de escalatieafspraken moeten al vastliggen. Een robuuste governance beantwoordt vooraf vragen als: wie monitort de trigger, wie stelt vast dat een grens is geraakt, welke ruimte heeft de vermogensbeheerder, wanneer is een aanvullend bestuursbesluit nodig, en hoe wordt achteraf verantwoording afgelegd? Hoe meer discretionaire ruimte er is, hoe groter het risico dat dynamische renteafdekking verandert in tactisch rentebeleid.

Figuur 1: Aantal keer dat de rente een triggerniveau kruist, per decennium



Bron: Achmea IM

Figuur 1 toont dat de bijsturingsfrequentie geen vaste eigenschap van een drempel is, maar sterk afhangt van welke periode als referentie wordt genomen.

Conclusie: het aantal kruisingen loopt sterk uiteen: bijvoorbeeld 11 kruisingen van de 3%-grens in 2020-2026, tegenover 0 in 1999-2009. Een vast governance-ritme moet daarom expliciet op meerdere periodes worden getoetst en niet worden aangenomen op basis van één ervan.

Onderpand: de stille randvoorwaarde

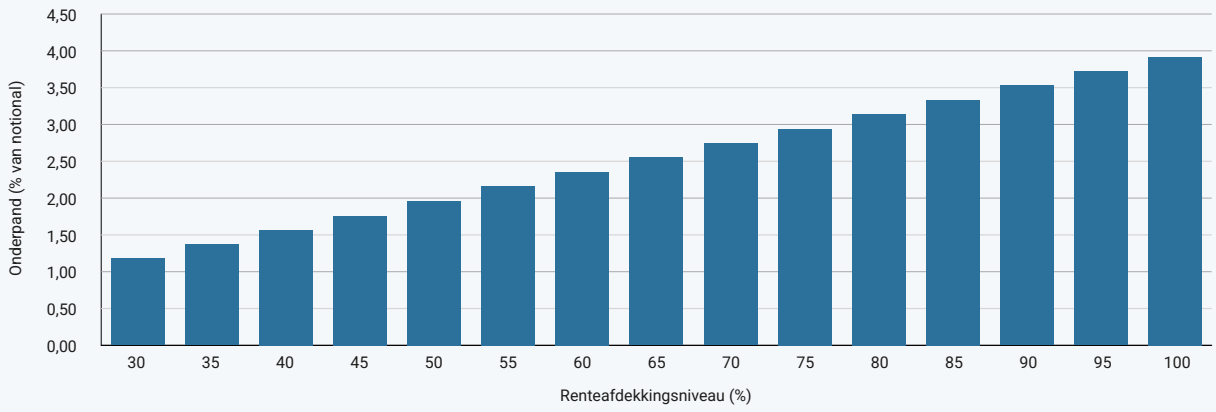
De meest tastbare beperking bij dynamische renteafdekking is onderpand. Renteswaps vragen collateral, en juist bij hogere rente, wanneer dynamisch beleid vaak voorschrijft om méér af te dekken, kan de onderpandbehoefte fors toenemen. Als de portefeuille dat niet kan financieren, ontstaat een asymmetrische uitvoering: bij lage rentes lijkt het beleid goed te werken, maar bij hoge rentes wordt de regel niet gevolgd. Dat is precies het moment waarop de geloofwaardigheid van het beleid wordt getest.

De frequentie en snelheid van bijsturen in de praktijk

Een dynamische regel kan continu meebewegen met elke rentebeweging, of in discrete stappen bijsturen zodra een vooraf vastgesteld niveau wordt bereikt. Beide zijn een geldige lezing van dezelfde bandbreedte-tabel, het verschil zit in hoe fijnmazig op elke rente-beweging wordt gereageerd, niet in de onderliggende bandbreedtes zelf. Voor de uitvoerbaarheid van het beleid maakt die keuze in de praktijk echter veel uit.

Ook de snelheid van implementatie verdient aandacht. Soms is het verstandig een aanpassing te spreiden, zeker bij grote transacties of minder liquide looptijden. Dat vermindert de marktimpact, maar betekent wel dat het fonds tijdelijk afwijkt van het doelpercentage. Het ‘raken’ van een bandbreedte betekent niet automatisch dat er op dezelfde dag een transactie moet plaatsvinden. Bij een vaste regel kan het voorkomen dat de afdekking schommelt rond een bepaalde grens. Het is echter onwenselijk om daarbij geen rekening te houden met transactiekosten, marktimpact en onderpand. Daarom krijgt de vermogensbeheerder enige discretie over het moment van uitvoering: de rente krijgt de tijd om te stabiliseren, en de afdekking wordt aangepast als het nieuwe niveau standhoudt. Het beleid bepaalt wat er gebeurt, de beheerder bepaalt binnen een vooraf vastgestelde termijn wanneer. Een uitvoerperiode van een maand past in onze optiek goed om de dynamiek voor de deelnemer te laten werken.

Figuur 2: Geschatte onderpandbehoefte per hedge-niveau, onder een marktconform stress-scenario



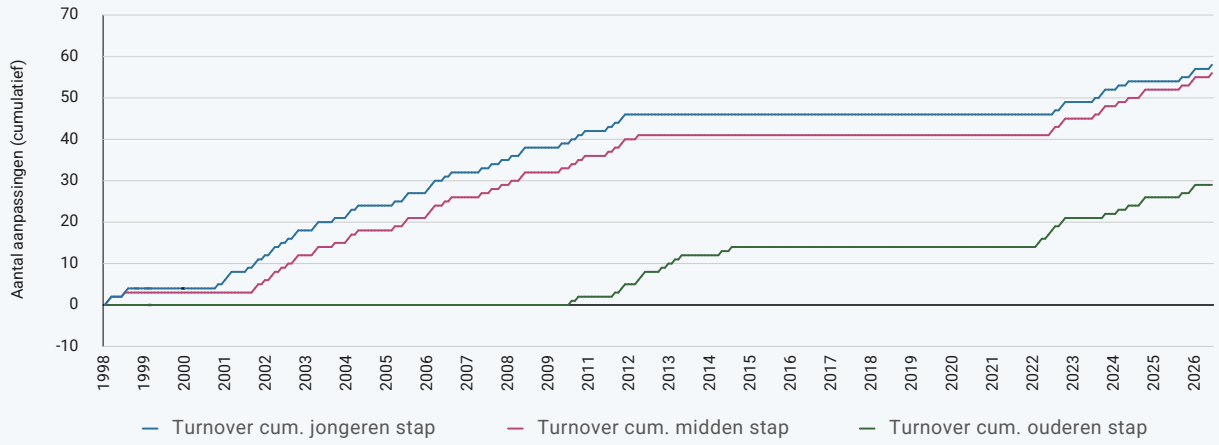
Bron: Achmea IM

Figuur 2 is bedoeld als vuistregel (los van tijd of cohort) om inzichtelijk te maken hoe rente-afdekkingsniveau en onderpandbehoefte zich tot elkaar verhouden. Hiermee kan een bestuur voor verschillende hedge-niveaus direct aflezen hoeveel liquide onderpand (bij benadering) nodig is.

Conclusie: het verband is nagenoeg lineair: elke 10 procentpunt extra afdekking kost ongeveer 0,4 procentpunt extra onderpand.

Opmerking: marktconforme aanname: 10-handelsdaagse horizon, 99e-percentiel van de historische dagreeks (1998-2026).

Figuur 3: Cumulatief aantal aanpassingsmaanden per cohort (discrete stapfunctie)

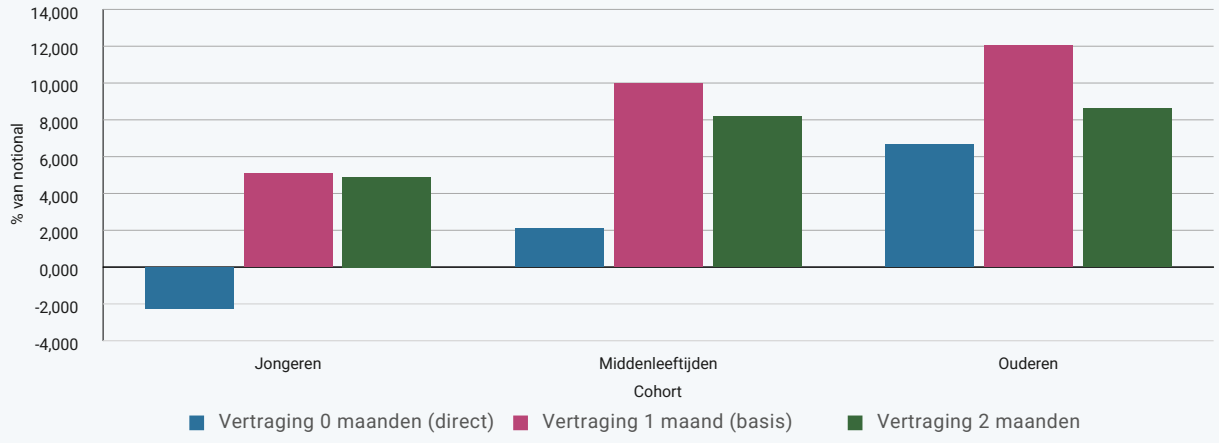


Bron: Achmea IM

Figuur 3 toont de operationele belasting van dynamisch beleid, en maakt deze concreet: hoe vaak zou een fonds in de praktijk daadwerkelijk hebben moeten bijsturen?

Conclusie: bij een discrete stapfunctie daalt het aantal aanpassingsmaanden fors in vergelijking met continue bijsturing; een reductie van 65 tot 72 procent, terwijl het resultaat nagenoeg gelijk blijft. Een stapfunctie is daarmee operationeel aanzienlijk rustiger te implementeren, zonder dat het rendement daar wezenlijk onder door beïnvloed wordt.

Figuur 4: Cumulatief eindresultaat naar implementatievertraging (0, 1 en 2 maanden, discrete stapfunctie)



Bron: Achmea IM

Figuur 4 laat zien hoe gevoelig de resultaten zijn voor de uitvoeringssnelheid, een factor die tot nu toe achterwege bleef.

Conclusie: voor jongeren slaat het resultaat om van teken: van +5,8 procentpunt bij 1 maand vertraging naar -1,9 procentpunt bij directe uitvoering. Voor middenleeftijden en ouderen blijft het resultaat in alle 3 de scenario's positief. De conclusie voor jongeren hangt dus kritisch af van hoe snel het fonds in de praktijk daadwerkelijk kan handelen, een aanname die daarom expliciet in de governance moet worden vastgelegd.

Looptijden en rapportage

Bij dynamische renteafdekking wordt vaak gesproken alsof er één rente is. De werkelijkheid is anders, immers de rentecurve bestaat uit verschillende looptijden. Voor ouderen is de kortere en middellange looptijd relevant, voor jongeren de langere. Voor de uitvoering betekent dat dat een misschien minder perfecte trigger die wél goed uitvoerbaar en uitlegbaar is, mogelijk een betere optie is dan een theoretisch-optimale rentetrigger die in de praktijk moeilijk te monitoren is.

Tenslotte rapportage: dat is geen administratief sluitstuk, maar onderdeel van de governance. Het bestuur moet niet alleen weten wat de actuele afdekking is, maar ook waarom die afdekking geldt, welke transacties zijn uitgevoerd, hoe het resultaat is toegedeeld, en hoe groot de onderpandbehoefte is (geweest) in stressscenario's.

Conclusie

> "De centrale vraag: Kunnen wij dynamische renteafdekking ook volhouden wanneer rente snel beweegt en collateral schaars wordt?"

Dynamische renteafdekking vraagt meer dan een overtuigende economische redenering. De beleidsregel moet kunnen worden uitgevoerd, geadministreerd, gefinancierd en verantwoord. De grootste valkuil is dat dynamiek in het model eenvoudiger lijkt dan in de praktijk wellicht het geval is. Een fonds dat de uitvoering onvoldoende uitdenkt, loopt het risico dat het beleid juist op cruciale momenten niet kan worden gevolgd.

Een overtuigend ja is een randvoorwaarde om dynamische renteafdekking in het beleid van het pensioenfonds op te nemen.

Voor meer informatie

Investment Highlights, Investment Letter en whitepapers
Wekelijks publiceert ons Investment Strategy team de Investment Highlights met daarin een analyse van de ontwikkeling op de financiële markten. Met onze Investment Letters blijft u op de hoogte van onze visie en van marktontwikkelingen.

Achmea IM op youtube
Hier vindt u heldere video's met informatie over de implicaties van het pensioenakkoord, impactbeleggen, maatschappelijk verantwoord beleggen, risico management en het selecteren van de bestpassende externe managers.

Achmea IM op LinkedIn
Volg ons LinkedInkanaal voor updates.

www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel
achmeaim@achmea.nl

Contact

Neem contact op met uw contactpersoon bij Achmea Investment Management.

Mark Bakker
Business Development Director
mark.bakker@achmea.nl
+31 6 101 851 94

Jeroen van der Zee
Business Development Director
Jeroen.van.der.Zee@achmea.nl
+31 6 280 240 70

Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. ("Achmea IM") heeft de informatie in dit document met zorg samengesteld. Deze informatie is alleen bestemd voor gekwalificeerde beleggers en/of professionele beleggers zoals bedoeld in de Wet op het financieel toezicht ("Wft").

Dit document is of bevat (i) geen aanbod of uitnodiging om financiële instrumenten te kopen, te verkopen of te verhandelen (in de zin van 1:1 Wft), (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies (in de zin van 1:1 Wft), en (iii) geen juridisch of fiscaal advies. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch of fiscaal adviseur. Achmea IM raadt u af een (beleggings)beslissing uitsluitend te baseren op de in dit document opgenomen informatie. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van een dergelijke (beleggings)beslissing.

De informatie in dit document is (mede) gebaseerd op informatie die Achmea IM van betrouwbaar geachte informatiebronnen heeft verkregen. Achmea IM garandeert niet de betrouwbaarheid van die bronnen en de juistheid en volledigheid van de van die bronnen verkregen informatie. De informatie in dit document is puur informatief en u kunt daaraan geen rechten ontlenen. Alle informatie is een momentopname, tenzij uitdrukkelijk anders is aangegeven. Het verstrekken van dit document na de oorspronkelijke publicatiedatum is geen garantie dat de hierin opgenomen informatie op die latere datum nog juist en volledig is. Achmea IM heeft het recht om deze informatie zonder aankondiging te wijzigen. Het noemen van rendementen op beleggingen in dit document dient uitsluitend als uitleg en toelichting. Achmea IM spreekt daarmee geen verwachting uit over het rendement of koersverloop van die beleggingen. De waarde van uw belegging kan fluctueren en in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De informatie in dit document is gebaseerd op door Achmea IM gemaakte aannames. Het is mogelijk dat andere aannames worden gemaakt dan de door Achmea IM gemaakte aannames. De door Achmea IM getrokken conclusies zijn daarom niet noodzakelijkerwijs juist en/of volledig.

U mag de informatie in dit document alleen voor eigen persoonlijk gebruik kopiëren. U mag de informatie niet overnemen, vermenigvuldigen, distribueren of openbaren zonder schriftelijke toestemming van Achmea IM. Alle informatie (teksten, foto's, illustraties, grafisch materiaal, handelsnamen, logo's, woord- en beeldmerken) blijft eigendom van of in licentie bij Achmea IM en wordt beschermd door auteursrecht, merkenrecht en/of intellectueel eigendomsrecht. Er worden geen rechten of licenties overgedragen bij gebruik van of toegang tot deze informatie.

Uitgegeven door: Achmea Investment Management B.V., statutair gevestigd te Zeist en kantoorhoudende te Zeist (Handelsregister nr. 18059537). Achmea IM is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") in Amsterdam als een beheerder van beleggingsinstellingen als bedoeld in artikel 2:65a Wft en is onder deze vergunning bevoegd tot het verlenen van de beleggingsdiensten als opgenomen in het door de AFM gehouden register.

achmea
Investment Management