

Dynamische renteafdekking (deel 1)

Wtp-update

Wanneer is dynamische renteafdekking meer dan een rentevisie?

Renteafdekking is een van de meest bepalende onderdelen van het beleggingsbeleid van pensioenfondsen. Dat geldt zeker onder de solidaire premieregeling (SPR). De rente bepaalt immers niet alleen de waarde van toekomstige pensioenuitkeringen, maar ook de mate waarin deelnemers worden beschermd tegen schommelingen in die waarde.

Veel fondsen kiezen daarom voor een lifecycle waarin de renteafdekking oploopt met de leeftijd. Toch is die vaste renteafdekking niet altijd vanzelfsprekend: bij een lage rente kan het minder aantrekkelijk lijken om langjarig renterisico af te dekken, bij een hogere rente juist aantrekkelijker om meer bescherming in te kopen. Vanuit die gedachte kiezen sommige fondsen voor dynamische renteafdekking, waarbij de mate van afdekking meebeweegt met het renteniveau.

In het kort

- Dynamische renteafdekking is alleen verdedigbaar als zij rust op een expliciete langetermijnopvatting over rente, risico en bescherming, niet op een verwachting over de volgende rentebeweging.
- Een mean-reversion-opvatting kan een basis vormen, maar moet vooraf worden vastgelegd en consequent worden toegepast.
- De statistische onderbouwing hiervoor is minder eenduidig dan vaak wordt aangenomen: verschillende toetsen wijzen niet allemaal dezelfde kant op.
- Uithoudingsvermogen is essentieel: een fonds moet de beleidsregel ook kunnen volhouden wanneer de rente anders beweegt dan verwacht.
- De concrete uitwerking in bandbreedtes, triggers, toedeling en governance bepaalt uiteindelijk of het beleid uitvoerbaar en evenwichtig is.

AUTEURS



Rik Klerkx,
Head of Balance Sheet
Management



Teun Loermans,
Senior Investment
Strategist



Sven Klijnhout,
ALM-specialist



De bestuurlijke vraag die ontstaat is meer dan semantisch: is dynamische renteafdekking een robuuste beleidsregel, of vooral een vorm van rentevisie? Een fonds mag beleid voeren op basis van economische uitgangspunten en risicohouding, maar zodra aanpassingen vooral zijn gebaseerd op de verwachting dat de rente binnenkort stijgt of daalt, komt het beleid dicht bij markttiming.

Renteafdekking is een fundamentele keuze

Renteafdekking wordt soms gezien als een technische beslissing. In werkelijkheid is het een fundamentele risicokeuze. Een hogere afdekking beschermt tegen dalende rente, maar leidt tot verlies wanneer de rente stijgt; een lagere afdekking werkt precies andersom. Bij een vaste lifecycle is het niveau van de bescherming onafhankelijk van het renteniveau, bij dynamische afdekking wordt deze daarvan afhankelijk. Dat vraagt om een heldere onderbouwing: waarom is een bepaald renteniveau aanleiding om meer of minder bescherming te kopen, en hoe voorkomt het fonds dat het beleid verandert in een impliciete voorspelling van de rente?



“Dynamische renteafdekking is deels afhankelijk van het renteniveau.”

Figuur 1: 10-jaars swaprente met 1-, 3- en 5-jaars voortschrijdend gemiddelde (1998-2026)



Bron: Achmea IM

Conclusie: Het antwoord op de vraag: “is de rente nu hoog of laag” bestaat niet zonder een gekozen referentieperiode. De rente bewoog sinds 1998 tussen -0,3% en 6,1%. Geen enkel niveau is vanzelfsprekend “normaal”, elke bandbreedtetabel vergt daarom een expliciete keuze van referentieperiode.

De dunne lijn tussen beleid en visie

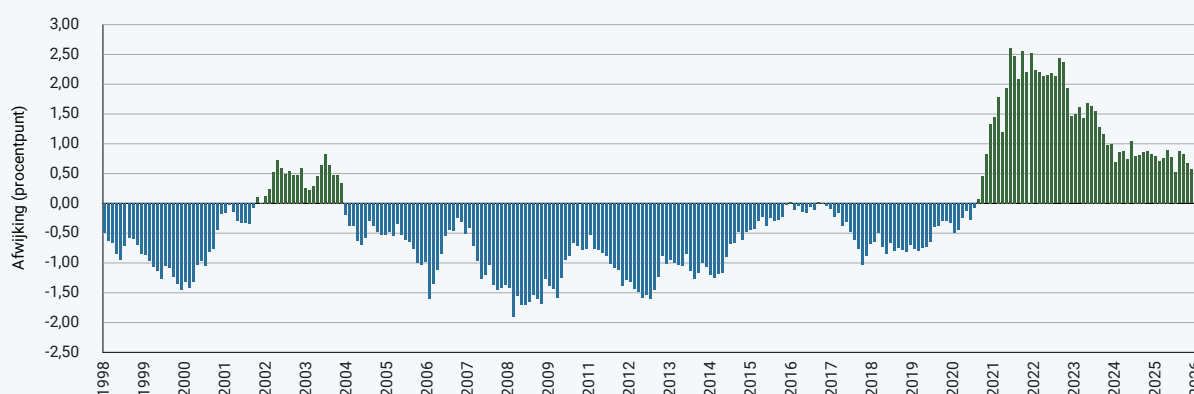
Zodra een pensioenfonds bij hoge rente meer afdekt dan bij lage rente, doet het fonds feitelijk een uitspraak over de relatieve aantrekkelijkheid van dat renteniveau. Dat is niet verkeerd, maar moet wel expliciet worden gemaakt. Het verschil zit niet in de handeling zelf. In beide gevallen wordt bij een bepaald renteniveau meer of minder afgedekt, maar in de manier waarop het besluit tot stand komt: is de regel vooraf vastgesteld, getoetst en uitlegbaar, of wordt er telkens opnieuw besloten op basis van het marktsentiment van dat moment?

“Dynamiek kan waarde toevoegen in mean-reverting scenario’s, maar achterblijven bij langdurige rentetrends.”

Wanneer werkt dynamiek wel en wanneer niet?

Dynamische renteafdekking werkt vooral goed wanneer de rente zich mean-reverting gedraagt én de beleidsregel voldoende ruimte geeft om die beweging te benutten: bij hoge rente wordt meer afgedekt en die extra afdekking wordt beloond als de rente daarna daalt; bij lage rente wordt minder afgedekt en verlies beperkt als de rente daarna stijgt. Maar er zijn ook scenario’s waarin dynamiek tegenwerkt: stijgt de rente na een hoge stand verder door, dan is de extra afdekking te vroeg aangegaan. Dat benadrukt dat dynamische renteafdekking geen verbetering zonder risico’s of kosten is. Dynamiek kan waarde toevoegen in mean-reverting scenario’s, maar achterblijven bij langdurige rentetrends.

Figuur 2: Afwijking van de rente t.o.v. het 5-jaars voortschrijdend gemiddelde



Bron: Achmea IM

Conclusie: De mean-reversion-gedachte achter dynamische afdekking is niet alleen een aanname op papier, maar deze is in de historische rente zichtbaar aanwezig geweest. Balken boven nul betekenen dat de rente boven haar eigen 5-jaars gemiddelde staat, balken onder nul het omgekeerde. Balken blijven soms jarenlang aan dezelfde kant staan; een fonds moet bereid zijn een dynamische regel jarenlang “verkeerd” te zien uitpakken voordat die zich eventueel bewijst.

Is de mean-reversion-aanname houdbaar?

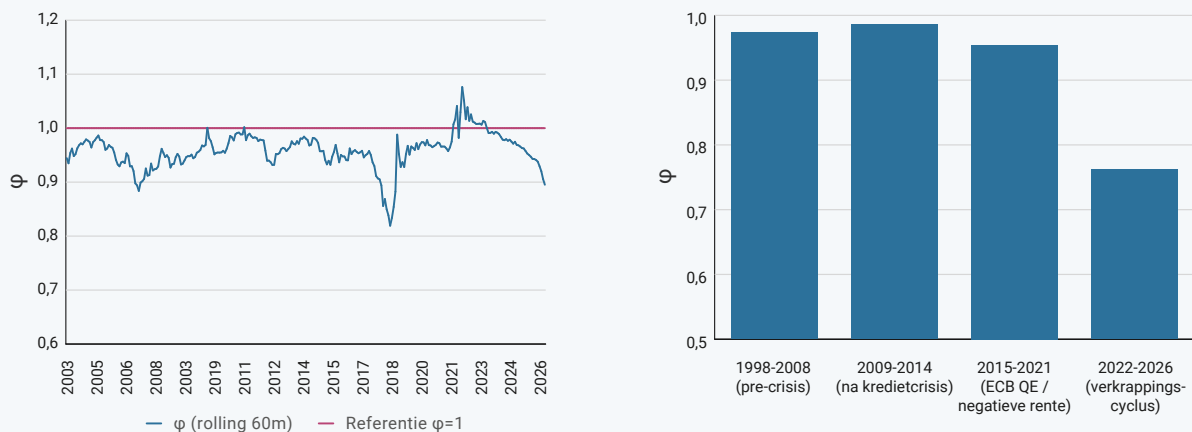
Dit is de kernvraag van dit deel, en het antwoord is genuanceerder dan een simpel ja of nee. Onderzoeken we de rente met een reeks onafhankelijke statistische toetsen: een AR(1)-regressie op de rente zelf, een variance-ratio-toets, de autocorrelatie van maandelijkse veranderingen, een runs-test en de Hurst-exponent, dan wijst geen daarvan overtuigend op mean-reversion over de volledige periode 1998-2026. Wat wél opvalt: de afgelopen jaren wijken af van de decennia ervoor.

De juiste conclusie is niet “mean reversion is bewezen sinds 2022”, en ook niet “mean reversion bestaat niet”. Beide toetsen zijn het erover eens dat de recente periode zich anders gedraagt dan de 23 jaar ervoor. Maar over de vraag óf dat specifiek mean reversion is, verschillen ze van mening. Voor een bestuur betekent dit: de aanname is op dit moment aannemelijker dan voorheen, maar niet onomstreden. Dat is precies waarom de aanname expliciet en beargumenteerd moet worden vastgelegd, in plaats van stilzwijgend verondersteld.

Tabel 1: Rentescenario's

Rentescenario	Werking dynamische afdekking	Relatieve uitkomst ten opzichte van vaste afdekking
Hoge rente gevolgd door rentedaling	Er is extra afgedekt op een gunstig moment.	Positief
Lage rente gevolgd door rentestijging	Er is minder afgedekt, waardoor verliezen beperkt blijven.	Positief
Hoge rente gevolgd door verdere stijging	Er is te vroeg extra afgedekt.	Negatief
Lage rente gevolgd door verdere daling	Er is te vroeg afdekking afgebouwd.	Negatief
Rente beweegt rond gemiddelde	De dynamiek voegt veel toe, zeker bij grote fluctuaties. De afdekking is steeds hoog bij hoge rente en laag bij lage rente.	Positief

Figuur 3a/3b: Rolling ϕ (60-maands venster) en ϕ per periode, naast elkaar



Bron: Achmea IM

In de Figuren hierboven is zichtbaar dat per saldo de rollende ϕ niet vaak boven de 1 uitkomt, hetgeen mean-reversion insinueert. Echter is mean-reversion niet significant. De laatste jaren: 2022-2026 laten wel een significante ϕ zien die kleiner is dan 1.

Conclusie: Ondanks dat de rolling ϕ per in veel gevallen onder de 1 ligt, is deze niet significant verschillend. Sinds 2022 is de ϕ wel significant kleiner dan 1. Dit toont aan dat de afgelopen vier jaren er significante sprake is van mean-reversion.

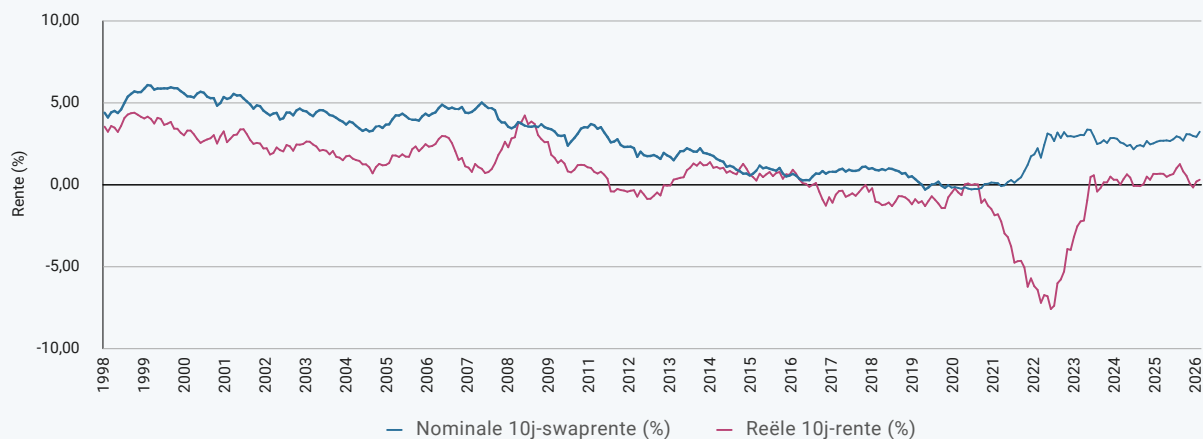
Nominale rente of reële rente?

Een vervolgvraag is welke rente als trigger wordt gebruikt. De nominale swaprente ligt voor de hand: zij is observeerbaar en sluit direct aan bij de afdekkings-instrumenten. Maar de nominale rente bestaat grofweg uit een reële rentecomponent en een inflatieverwachtings-component; een nominale trigger beweegt dus ook mee met inflatieverwachtingen, niet alleen met de onderliggende rente-economie. Een trigger op basis van de reële rente sluit economisch zuiverder aan, maar is minder direct observeerbaar en lastiger te koppelen aan de feitelijke hedge-instrumenten.

“Ook wanneer de rente anders beweegt dan verwacht, moet de beleidsregel standhouden.”



Figuur 4: Nominale versus reële 10-jaars swaprente (Eurozone HICP-inflatie)



Bron: Achmea IM

Deze figuur is bedoeld om concreet te maken hoe groot het verschil tussen beide triggers in de praktijk kan zijn, niet alleen in theorie.

Conclusie: tijdens de inflatiepiek van 2022-2023 liepen nominale en reële rente meer dan 5 procentpunt uiteen. Een trigger op de ene basis zou een compleet ander signaal hebben gegeven dan op de andere. De reële rente vertoont bovendien een iets sterkere mean-reversion-neiging dan de nominale, al is ook dat verschil niet hard statistisch te bewijzen.

$\phi = 0,98$ (reëel) vs. $0,99$ (nominaal); beide niet significant op 5%-niveau. Half-life daalt van 97 naar 48 maanden.

Bron: FactSet, Eurostat (HICP), Achmea IM.

Uithoudingsvermogen als randvoorwaarde

Dynamische renteafdekking vraagt om geduld. Er zullen perioden zijn waarin het beleid slechter uitpakt dan een vaste afdekking. Een fonds dat bij de eerste tegenvaller de regel loslaat, heeft feitelijk geen dynamisch beleid gevoerd, maar een tijdelijke rentevisie ingenomen. Daarom moet vooraf worden vastgesteld wanneer het beleid wordt geëvalueerd, en moet het bestuur onderscheid maken tussen tegenvallers binnen de verwachte bandbreedte en signalen dat de onderliggende beleggingsopvatting niet langer houdbaar is.

Conclusie

Dynamische renteafdekking kan waardevol zijn, maar rust op de expliciete overtuiging dat de rente op termijn terugkeert naar een evenwichtsniveau. De statistische onderbouwing van die overtuiging is dunner dan vaak wordt verondersteld, en recente signalen zijn nog geen sluitend bewijs. Als het fonds onvoldoende bereid is om perioden van underperformance te accepteren, of de onderbouwing zelf niet overtuigend vindt, is een vaste lifecycle waarschijnlijk passender.

De centrale vraag:

Hebben wij een voldoende robuuste beleggingsopvatting om deze dynamiek langdurig, uitlegbaar en gedisciplineerd vol te houden, wetende dat het statistische bewijs voor de onderliggende aanname zelf gemengd is?

Dit is deel 1 van een 3-luik over dynamische renteafdekking onder de SPR. In deel 2 zoomen we in op de uitwerking van dynamische renteafdekking op verschillende generaties. Want dynamische renteafdekking draait niet alleen om de juiste beleggingsregel. Ook de implementatie en toedeling moeten kloppen om de uitkomsten evenwichtig over generaties te verdelen.

In deel 3 verschuift de vraag van beleid naar uitvoering: kan het pensioenfonds de dynamiek van dynamische renteafdekking waarmaken in administratie, governance, portefeuillebeheer en onderpandbeheer?

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

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 ontleen. 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.