

Dynamische renteafdekking

Wtp-update

Deel 2: Een evenwichtige uitwerking voor alle generaties

AUTEURS



Teun Loermans,
Senior Investment Strategist



Sven Klijnhout,
ALM-specialist



Rik Klerkx,
Head of Balance Sheet Management

Onder de solidaire premieregeling (SPR) is renteafdekking niet alleen een beleggingsinstrument, maar potentieel ook een verdeelmechanisme. Hoewel jongere deelnemers doorgaans meer risico kunnen dragen vanwege hun langere beleggingshorizon, zijn zij in de praktijk niet altijd in staat om tussentijdse verliezen uit te zitten totdat eventuele mean reversion optreedt.

Dit gebrek aan uithoudingsvermogen kan ertoe leiden dat resultaten eerder worden gerealiseerd dan de beleggingshorizon theoretisch veronderstelt. Een hogere afdekking vraagt doorgaans meer ruimte voor onderpand en kan daardoor de gewenste blootstelling aan zakelijke waarden beperken. De samenhang is daarmee: de beleidsregel bepaalt de afdekking, de uitvoering bepaalt het beslag op de portefeuille, en de toedeling bepaalt wie het resultaat draagt.

In het kort

- Dynamische renteafdekking is alleen evenwichtig als niet alleen de beleggingsregel klopt, maar ook de toedelingsregel.
- De implementatieroute maakt veel uit: via de toedeelregels voor beschermingsrendement, of via de feitelijke afdekkingsportefeuille met een apart mismatchresultaat.
- Dynamische renteafdekking is onder de solidaire premieregeling onlosmakelijk verbonden met generatie-evenwichtigheid, de oplossing ligt in de toedeling.



Dit is deel 2 van het 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 deel 3 verschuift de vraag van beleid naar uitvoering: kan het pensioenfonds de dynamiek van dynamische renteafdekking waarmaken in administratie, governance, portefeuillebeheer en onderpandbeheer?

achmea
Investment Management

Leeftijd bepaalt de gewenste omvang van het renterisico

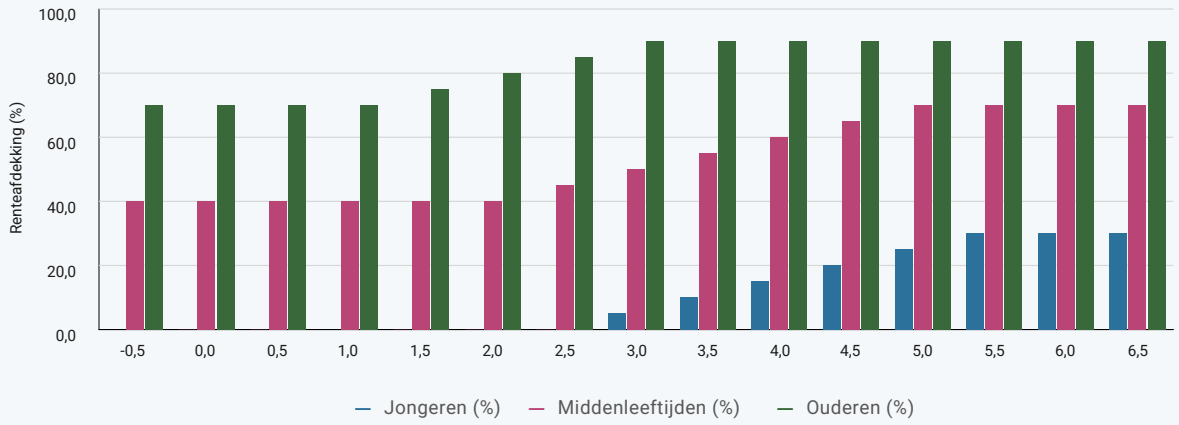
Voor jongeren liggen de toekomstige pensioen-uitkeringen ver weg; de duratie van hun verwachte uitkeringen is hoog, maar hun lange horizon biedt ook ruimte om schokken op te vangen. Voor ouderen is de resterende duratie korter, maar de behoefte aan bescherming groter: rentebewegingen werken sneller door in het verwachte of ingegane pensioen. Daarom is een oplopende renteafdekking met leeftijd logisch, vertaald in leeftijdsafhankelijke afdekkingspercentages.

> "Bij een vaste lifecycle ligt de renteafdekking per cohort vooraf vast. Bij dynamische renteafdekking beweegt die afdekking mee met het renteniveau."

Dynamische afdekking verandert de verdeling van het vermogen

Bij een vaste lifecycle ligt de renteafdekking per cohort vooraf vast. Bij dynamische renteafdekking beweegt die afdekking mee met het renteniveau, en verandert daarmee de verdeling van risico's en rendementen. Om alleen het effect van tíming te isoleren, los van de vraag hoeveel bescherming een fonds gemiddeld wil aanhouden, vergelijken we de dynamische regel steeds met een vast percentage dat gelijk is aan het gemiddelde dynamische niveau over 1998-2026: 9,0% voor jongeren, 52,5% voor middenleeftijden en 82,5% voor ouderen.

Figuur 1: Renteafdekkingspercentage per leeftijdscohort en renteniveau



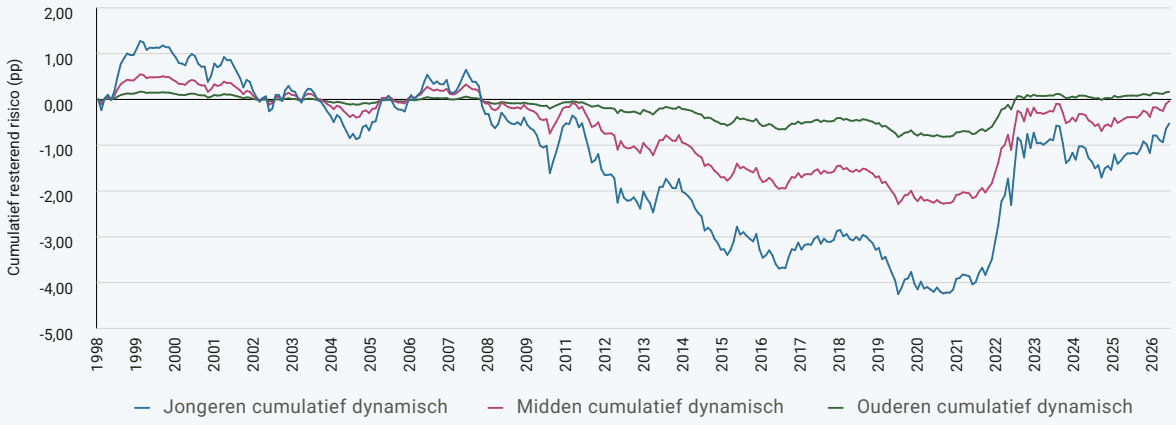
Bron: Achmea IM

Deze figuur maakt gebruik van de in dit deel 2 gebruikte renteafdekkingsregels.

Toelichting: jongeren krijgen pas vanaf 3,0% rente een hedge, ouderen blijven tussen 3,0% en 6,5% vlak op 90% staan, en middenleeftijden kennen de meest geleidelijke opbouw van de drie cohorten.

Opmerking vooraf: alle cijfers in dit deel zijn door-gerekend met een discrete stapfunctie: de afdekking springt naar het dichtstbijzijnde vooraf vastgestelde niveau, in plaats van continu mee te bewegen met elke rentebeweging. Dat sluit het best aan bij hoe een fonds in de praktijk daadwerkelijk bijstuurt.

Figuur 2: Cumulatief resterend renterisico per cohort: dynamisch t.o.v. vast beleid (in procentpunten).



Bron: Achmea IM

Figuur 2 laat zien wanneer rentegevoeligheid van dynamische afdekking het meeste effect zou hebben gehad. In de doorgerekende periode eindigt het cumulatieve resterende renterisico bij alle drie de cohorten gunstiger dan bij een gemiddelde vaste afdekking. Dat geldt het sterkst voor middenleeftijden: hun brede en geleidelijke bandbreedte biedt de meeste ruimte om te variëren. Voor ouderen is het verschil het kleinst, omdat hun bandbreedte smal is (70%-90%). De maandelijkse schommeling van het resterende risico is niet lager dan bij een vaste afdekking.

Jongeren, ouderen en middenleeftijden: drie verschillende afwegingen

Voor jongeren kan dynamische renteafdekking relatief veel waarde toevoegen, omdat hun hoge duratie een beperkte afdekking al een groot effect geeft. Maar diezelfde duratie maakt de positie kwetsbaar bij verder stijgende rente, met aanzienlijke volatiliteit van het pensioenvermogen tot gevolg. Daarom ligt een smalle bandbreedte voor de hand, bijvoorbeeld van 0% bij lage rente tot 30% bij hoge rente.

Voor ouderen ligt de balans anders: zij hebben minder tijd om tegenvallers te herstellen, en stabiliteit van het pensioenresultaat weegt zwaarder. Een hoge ondergrens (bijvoorbeeld 70%) voorkomt dat bescherming op het verkeerde moment verdwijnt; een bovengrens van 100% voorkomt overbescherming. Middenleeftijden vormen de schakel: substantieel opgebouwd vermogen, maar nog een langere horizon dan ouderen, wat een geleidelijke bandbreedte van bijvoorbeeld 30% tot 70% rechtvaardigt.

> “De keuze om bij hoge rente meer af te dekken en bij lage rente minder, heeft per leeftijdscohort een andere uitwerking.”

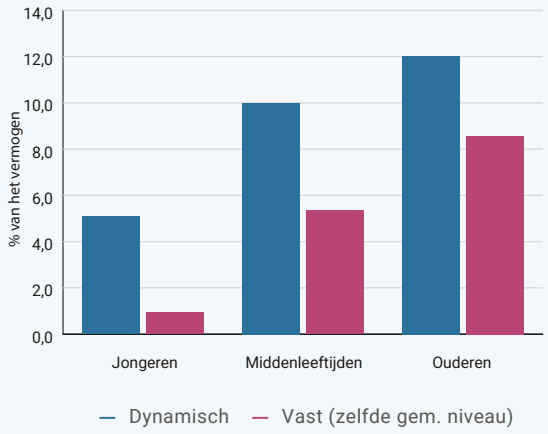


De implementatieroute en de rol van de PUO

Een belangrijke keuze is hoe dynamische renteafdekking administratief wordt verwerkt. De eerste route verwerkt de dynamiek direct in de toedeelregels voor het beschermingsrendement: elk cohort krijgt het rendement dat hoort bij het actuele afdekkings-percentage, wat het beste aansluit bij de economische bedoeling van het beleid. De tweede route past de toedeelregels niet aan, maar beheert de feitelijke afdekkingsportefeuille rechtstreeks; het verschil loopt dan via het mismatchresultaat, wat operationeel eenvoudiger is maar tot minder directe toedeling leidt.

De implementatieroute is daarbij niet zomaar een detail: de mogelijkheden van de pensioenuitvoeringsorganisatie bepalen welke routes beschikbaar zijn, en daarmee hoe zuiver het beleid kan worden toegedeeld.

Figuur 3: Pseudo-P&L-eindresultaat per cohort (% van vermogen), dynamisch versus vast



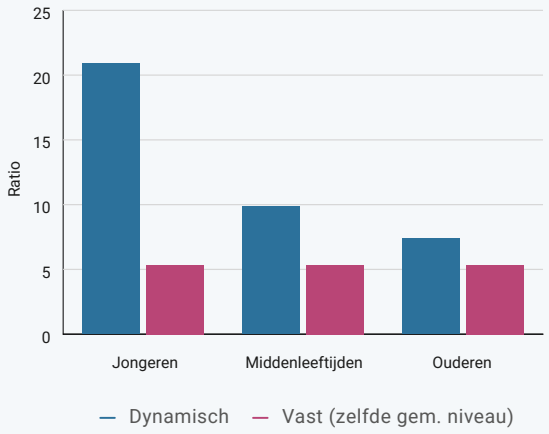
Bron: Achmea IM

We vertalen het risico-effect uit figuur 2 naar een geschat waarde-effect, om te laten zien of het voordeel van dynamiek ook overeind blijft wanneer je het in plaats van risico in vermogenstermen uitdrukt.

Conclusie: over de hele periode behaalt de dynamische regel voor alle drie cohorten een hoger cumulatief resultaat dan het vaste beleid. Het voordeel bedraagt ongeveer 4,8 procentpunt (jongeren), 4,8 procentpunt (middenleeftijden) en 3,5 procentpunt (ouderen) van het vermogen.

Aannames: modified duration 10, notional 100 (index).

Figuur 4: Risk-adjusted resultaat per cohort: cumulatief resultaat gedeeld door de eigen volatiliteit



Bron: Achmea IM

Figuur 4 toetst, naast het eindresultaat, of het voordeel van de dynamiek niet het gevolg was van het nemen van meer risico.

Conclusie: voor alle cohorten pakt dynamisch gunstiger uit dan vast, het sterkst doet zich dit voor bij jongeren. Het voordeel van dynamiek is dus niet alleen groter, maar ook consistenter opgebouwd.

Communicatie: benadruk dat het beleid regelgebonden is

Dynamische renteafdekking wordt snel gezien als tactisch rentebeleid, zeker wanneer de afdekking vaak wijzigt of er verliezen optreden na een aanpassing. Het verschil zit in de regel: de afdekking wordt niet naar eigen inzicht aangepast, maar volgens vooraf vastgestelde afspraken over bij welk renteniveau, met hoeveel en door wie. Het is belangrijk om in de communicatie daarom de nadruk te leggen op de regel zelf, en niet op de afzonderlijke aanpassing: eenvoudig, consistent en vooraf, zodat een wijziging het gevolg is van het beleid en ook een eventueel verlies na een aanpassing binnen dat beleid past.

Een fonds kan er bovendien bewust voor kiezen om sommige cohorten dynamisch af te dekken en andere niet; gerichte toepassing per leeftijdsgroep kan beter passen bij doelstelling en uitvoerbaarheid dan het toepassen op de hele populatie.

Conclusie

> “De centrale vraag: is de dynamische renteafdekking evenwichtig voor alle deelnemers?”

De keuze om bij hoge rente meer af te dekken en bij lage rente minder, heeft per leeftijdscohort een andere uitwerking. Voor jongeren is de potentiële meerwaarde groot, maar ook de volatiliteit; voor ouderen weegt bescherming zwaarder en ligt een hoge ondergrens voor de hand; voor middenleeftijden is de balans het meest genuanceerd, en in onze doorrekening ook het cohort met het duidelijkste voordeel. De kern zit uiteindelijk in de toedeling: bij dynamische toedeelregels komt het beschermingsrendement terecht bij de cohorten waarvoor de afdekking geldt; bewegen de toedeelregels niet mee, dan ontstaan andere generatie-effecten die expliciet moeten worden beoordeeld.

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