

5 vragen over... Renterisicobeheer in de opbouwfase van de FPR

Achmea Investment Management

De Wet toekomst pensioenen (Wtp) brengt aanzienlijke veranderingen met zich mee voor Nederlandse pensioenfondsen. De rentestand blijft onder de Wtp echter nog steeds een bepalende factor voor de hoogte van de pensioenuitkering. Het beheer van dit renterisico in de FPR wijkt wel af van het FTK. Dat komt vooral door de individuele lifecycle benadering in de opbouwfase.

In de praktijk verandert niet zozeer het belang van rente, maar vooral de plek waar renterisico binnen de besluitvorming hoort. Onder de Wet toekomst pensioenen (Wtp) draait renterisico in de opbouwfase vooral om de zekerheid dat je straks bij pensionering voldoende pensioen kunt inkopen (het inkooprisico). Het gaat dus niet langer om het sturen op een gezamenlijke balansverhouding zoals de dekkingsgraad, maar om het beschermen van de uitkomst voor het individu. Dit vraagt om andere keuzes, een andere manier van sturen en andere afspraken binnen het pensioenfonds.

Hieronder beantwoorden we 5 veel gestelde vragen over renterisico in de Flexibele Premiereregeling.

In het kort

- Met de introductie van de Flexibele Premiereregeling verschuift renterisicobeheer in de opbouwfase van een collectieve balansbenadering uit het FTK naar sturen op duratie.
- Beperking van dit risico vraagt om het afstemmen van de rentegevoeligheid van het persoonlijke pensioenvermogen op de duratie van de toekomstige uitkering.
- Operationeel vraagt renterisicobeheer in de opbouwfase van de FPR om een schaalbare pooled oplossingen, zorgvuldig onderpandbeheer en duidelijke governance.
- Volledig aansluiten op de duratie van pensioenuitkeringen is vrijwel nooit wenselijk vanwege overshooting-, verborgen rente- en koopkrachteffecten.

Hoe verschilt renterisicobeheer in de FPR van renterisicobeheer onder het FTK?

Onder het FTK wordt renterisico collectief gedeeld. Alle deelnemers delen naar rato mee in de resultaten van de renteafdekking van de gezamenlijke verplichtingen via bewegingen in de dekkingsgraad, ongeacht leeftijd. Dat maakt renterisico onder het FTK primair een balansvraagstuk: hoe gevoelig is de waarde van de verplichtingen versus de waarde van de beleggingen?

AUTEURS



Marijn Jansen
Investment Solutions
Specialist Achmea IM



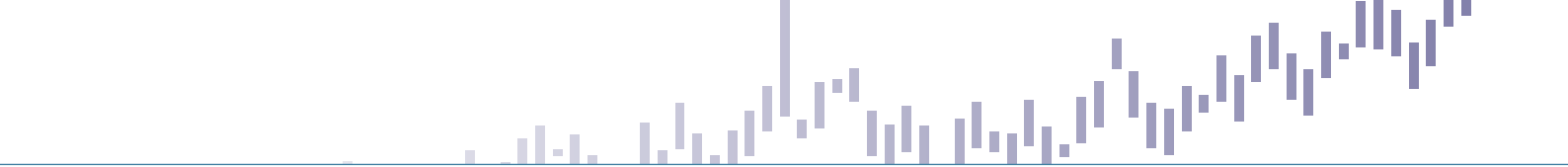
Teun Loermans
Investment Strategist
Achmea IM



Sven Klijnhout
ALM-specialist Achmea
Pensioenservices

Onder de Wtp 'draait' rente van balansparameter naar uitkomstparameter.





Bij een stijgende of dalende rente bewegen zowel de waarde van de verplichtingen als de waarde van de beleggingen mee, waardoor het resultaat direct zichtbaar wordt in de dekkingsgraad van het fonds. Dit systeem vraagt om een centrale sturing van het renterisicobeleid, waarbij het bestuur afwegingen maakt over het gewenste afdekkingsniveau voor het gehele fonds.

De FPR introduceert in de opbouwfase een andere logica: leeftijdsafhankelijk beleggen (lifecycle). Daardoor is renterisico niet langer één collectieve grootheid, maar iets dat per leeftijdsgroep verschilt. Jongere deelnemers hebben een andere behoefte aan duratie dan oudere deelnemers die dicht bij de pensioendatum zitten. Dit betekent dat het renterisicobeheer in de FPR veel meer maatwerk vraagt: de beleggingen worden afgestemd op het persoonlijke pensioenpad van de deelnemer, waarbij de mate van afdekking van renterisico varieert naargelang de afstand tot pensionering. Jongere deelnemers hebben een langere beleggingshorizon met veel toekomstig verdienpotentieel (human capital) waardoor er minder wordt afgedekt. Voor deelnemers die bijna met pensioen gaan geldt het tegenovergestelde en wordt het renterisico juist sterk beperkt om zo het pensioeninkooprisico te minimaliseren.

Dit verklaart waarom pensioenfondsen in de opbouwfase andere oplossingen kiezen dan onder het FTK: niet omdat rente minder relevant is, maar omdat de doelvariabele verschuift van “collectieve balans” naar “individuele inkooppositie richting pensioen.” De nadruk ligt op het beschermen van de hoogte van het pensioen op het pensioeninkoopmoment voor het individu, zodat de verwachte pensioenuitkering van de deelnemer richting de pensioendatum zo stabiel mogelijk is.

Belangrijk is ook de overgang in de tijd. Zodra deelnemers in de uitkeringsfase terechtkomen en (deels) kiezen voor een variabele uitkering binnen het collectief variabel pensioen (CVP), keert de collectieve logica voor renterisicobeheer terug. Dan wordt renterisico weer collectief beheerd.

Welke risico's en 'verplichtingen' worden er in de FPR afgedekt?

In de FPR draait het niet meer om vaste verplichtingen, maar om de ingelegde premie. Dus het sturen op renterisico zoals dat in FTK gedaan werd is niet meer mogelijk. Toch blijft renterisico belangrijk omdat het zich in de opbouwfase manifesteert als pensioeninkooprisico: een dalende rente vlak voor pensionering kan een levenslang pensioen een

stuk duurder maken, waardoor met hetzelfde vermogen minder pensioen kan worden ingekocht. Dit effect wordt versterkt door de individuele lifecycle-benadering, waarbij de mate van afdekking van renterisico per deelnemer verschilt, afhankelijk van de resterende tijd tot pensioen. Voor jongere deelnemers kan een hogere risicobereidheid passend zijn, terwijl voor deelnemers die bijna met pensioen gaan het van groot belang is om het renterisico sterk te beperken. Zo wordt het pensioenvermogen beschermd tegen onverwachte rentebewegingen vlak voor het inkoopmoment.

Het risico zit niet “in de balans”, maar op het aankoopmoment. Na inkoop zijn de mogelijkheden om een hogere inkoopprijs nog te compenseren beperkt (variabel pensioen) of nihil (vast pensioen). Dat betekent dat het renterisico in deze fase vooral draait om uitkomstzekerheid voor het individu: het doel is om het opgebouwde kapitaal zo effectief mogelijk om te zetten in een stabiele pensioenuitkering.

Hoe kan het inkooprisico in de opbouwfase worden beperkt?

Het beheersen van het pensioeninkooprisico in de opbouwfase begint bij het zorgvuldig afstemmen van de rentegevoeligheid van het opgebouwde pensioenvermogen op de toekomstige uitkering die bij pensionering wordt aangekocht. Cruciaal hierbij is niet enkel de omvang van het kapitaal, maar vooral de mate waarin het vermogen reageert op renteveranderingen. Het streven is dat de reactie van het vermogen zoveel mogelijk in lijn ligt met die van de aan te kopen uitkering, zodat de kans op een tegenvallend pensioen door rentebewegingen vlak voor pensionering minimaal is.

In de praktijk wordt dit vaak gerealiseerd door te sturen op de duratie van de beleggingen versus de duratie van de inkoop van een uitkering. Naarmate de pensioendatum nadert, wordt het opgebouwde vermogen steeds meer afgestemd op de duratie van de toekomstige uitkering. Dit vindt plaats door beleggingen stapsgewijs te verschuiven naar beleggingen met een passende duratie. Zo ontstaat een portefeuille die niet alleen qua omvang, maar ook qua duratie aansluit op de verwachte uitbetalingen na pensionering.

Het mitigeren van het pensioeninkooprisico kent meerdere aanpakken. Indien een geleidelijke inkoop niet wordt toegepast of wanneer een grotere stabiliteit in de pensioenverwachting gewenst is, kan de rentegevoeligheid van het

individuele pensioenvermogen verder worden verhoogd. Dit gebeurt door het inzetten van renteswaps of beleggingen in duratie matching fondsen, waarmee de duratie van het vermogen richting het relevante niveau wordt gebracht en het inkooprisico verder wordt beperkt.

Concreet wordt het kapitaal zo belegd dat de rentegevoeligheid aansluit bij het verwachte kasstroomprofiel van het pensioen en de nabestaandenuitkering op het moment van pensionering. Dit profiel weerspiegelt de verwachte uitbetalingen gedurende de gehele pensioenperiode. Door het beleggingsbeleid hierop te richten, wordt voorkomen dat onverwachte rentebewegingen vlak voor pensionering leiden tot ingrijpende veranderingen in het bedrag aan pensioen dat kan worden ingekocht.

Vervolgens is een effectieve methode de gefaseerde toetreding tot de collectieve uitkeringsfase. Wanneer een deel van het pensioenvermogen wordt ingebracht in het collectief variabel pensioen, verdwijnt voor dat deel het individuele inkooprisico: de deelnemer verkrijgt aanspraken op het collectief en het renterisico wordt voortaan collectief beheerd. Heldere governance en transparante communicatie zijn hierbij essentieel om het vertrouwen van deelnemers te waarborgen.

Het adresseren van tweede-orde curverisico's brengt aanzienlijke complexiteit met zich mee.

Het streven naar een nauwkeurige renteafdekking, zoals onder het FTK gebruikelijk is, biedt bescherming tegen niet-parallele bewegingen in de rentecurve. In de FPR is dit echter minder vanzelfsprekend: de rentegevoeligheid van het pensioenvermogen varieert per deelnemer en evolueert door de tijd, afhankelijk van leeftijd en samenstelling van rentegevoelige beleggingen. Het adresseren van tweede-orde curverisico's brengt aanzienlijke complexiteit met zich mee. Het is daarom raadzaam om, bij overweging van curvebescherming, eerst vast te stellen welke groepen deelnemers het meest geraakt kunnen worden en de oplossing primair te richten op het kasstroomprofiel van die doelgroep.



Welke duratie is passend op pensioendatum?

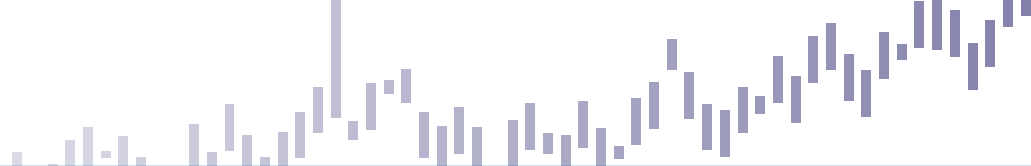
Het streven naar 100% duratie-aansluiting met de duratie van het in te kopen pensioen lijkt op het eerste gezicht veilig, maar in de praktijk is het geen absolute norm. Dit is waarom volledige aansluiting niet altijd wenselijk of optimaal is:

Verborgen rentegevoeligheid

Verborgen rentegevoeligheid verwijst naar het feit dat bepaalde beleggingscategorieën, zoals high yield, emerging market debt, vastgoed en aandelen, in meer of mindere mate reageren op renteveranderingen, ook al wordt dit niet direct weerspiegeld in de expliciete duratie-aansluiting. Dit kan ertoe leiden dat het totale renterisico van de portefeuille hoger uitvalt dan op het eerste gezicht wordt berekend. Tegelijkertijd hoeft deze rentegevoeligheid niet per definitie onwenselijk te zijn; in veel gevallen draagt zij juist bij aan het rendement, zolang dit een bewuste keuze is binnen het beleggingsbeleid. Het blijft echter essentieel om periodiek een integrale analyse uit te voeren van het renterisico, inclusief scenario- en stresstests, zodat het fonds tijdig kan inspelen op veranderende markt-omstandigheden en het beleid waar nodig kan bijstellen.

Koopkracht

Volledig afdekken stabiliseert de nominale pensioenuitkering bij rentedalingen, maar bij rentestijgingen daalt de uitkering. Met het dichtzetten van het nominale renterisico wordt volgens het zogeheten Fisher-effect het reële renterisico groter. Het is daarbij belangrijk te beseffen dat rente en inflatie geen onafhankelijke variabelen zijn, maar in de praktijk vaak samen optrekken. Een stijgende rente gaat doorgaans gepaard met hogere inflatieverwachtingen, waardoor het effect van renteveranderingen op de koopkracht van het pensioen



versterkt kan worden. Door deze samenhang kan het volledig afdekken van het renterisico leiden tot een verminderde bescherming tegen inflatie, omdat een rentestijging niet alleen de waarde van vastrentende beleggingen drukt, maar ook de reële waarde van het pensioen aantast. Het is dus essentieel om bij het afdekken van het renterisico niet alleen naar de nominale uitkering te kijken, maar ook naar de onderliggende relatie tussen rente en inflatie, zodat de totale risicopositie en koopkracht op pensioendatum goed worden gewogen. Dit effect stelt dat de nominale rentes doorgaans meestijgen met de inflatieverwachtingen. Dit betekent dat als de inflatie oploopt, de rente vaak volgt, waardoor de waarde van vastrentende beleggingen daalt. Tegelijkertijd betekent een hogere inflatie dat je met hetzelfde nominale kapitaal minder koopkracht hebt. Volledig afdekken op duratie beschermt wel tegen rentedalingen, maar bij rentestijging door inflatie verliest de deelnemer twee keer: het kapitaal daalt in waarde én de koopkracht neemt af. Door een deel van het kapitaal te alloceren naar return-beleggingen, die vaak beter bestand zijn tegen inflatie, kan het totale pensioenvermogen minder “slinken”, waardoor je uiteindelijk een hogere vaste uitkering kunt aankopen. Dit draagt bij aan een koopkrachtiger pensioen in inflatiescenario's.

100% duratie-aansluiting is geen dogma maar een afweging. Het is dus een bewuste keuze, afgestemd op het beleid en de risicohouding van het fonds.

Overshoot

Wanneer de renteafdekking wordt opgevoerd tot boven de 100%, reageert de portefeuille extra sterk op rentebewegingen (“overshoot”). In zo'n situatie leidt een onverwachte rentestijging tot een disproportionele waardedaling van het opgebouwde kapitaal, in relatie tot de aan te kopen pensioenuitkering. Wanneer deze rentestijging het gevolg is van een stijging in de verwachte inflatie dan wordt de deelnemer dubbel geraakt: vastrentende beleggingen verliezen niet alleen nominale waarde, maar het opgebouwde kapitaal verliest ook aan koopkracht. Deelnemers kunnen hierdoor geconfronteerd worden met een lagere pensioenuitkering én een pensioen dat minder waard is in reële termen. Zo komt de robuustheid van het pensioenfonds onder druk te staan, zowel door nominale

als door inflatoire risico's. Bij afdekkingspercentages lager dan 100% ontstaat juist een mitigerend effect. Stijgt (daalt) de rente als gevolg van toenemende (afnemende) inflatieverwachtingen, dan neemt het kapitaal van de deelnemer weliswaar af (toe), maar wordt dit deels gecompenseerd door een naar verwachting meer (minder) koopkrachtig pensioen.

Kortom, het streven naar 100% duratie-aansluiting is geen dogma maar een afweging. De optimale aansluiting hangt af van de doelstelling (nominiaal versus koopkracht), de samenstelling van de portefeuille en de mate van robuustheid die gewenst is tegen onbedoeld doorschieten. Het is dus een bewuste keuze, afgestemd op het beleid en de risicohouding van het fonds.

Welke operationele implicaties heeft deze inrichting?

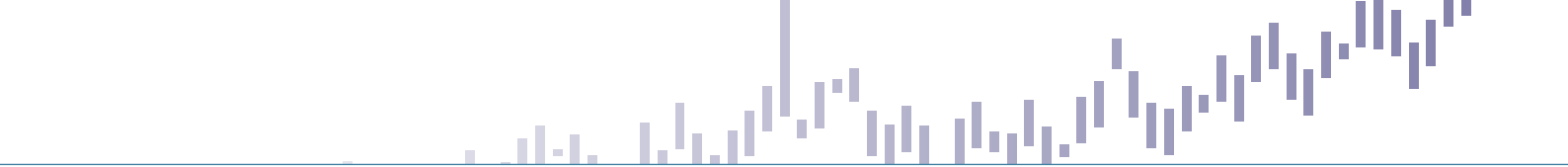
De gekozen inrichting van het renterisicobeheer binnen de FPR heeft diverse operationele consequenties, vooral op het vlak van overlaymandaten, onderpandbeheer en het gebruik van pooled oplossingen. Deze implicaties zijn bepalend voor de uitvoerbaarheid, administratieve efficiëntie en risicobeheersing binnen pensioenfonds.

Renterisicobeheer in de opbouwfase

In de opbouwfase is renterisicobeheer niet alleen een beleggingsvraag, maar minstens zozeer een uitvoeringsvraag. Het toekennen van beleggingen aan duizenden individuele deelnemers vraagt om schaalbare oplossingen. Discretionaire portefeuilles met individuele stukken en derivaten zijn feitelijk praktisch onuitvoerbaar door de administratieve complexiteit en onderpandvereisten. Daarom is er een duidelijke voorkeur voor pooled duration matching oplossingen met een hoge duratiedoelstelling, waarmee de rentegevoeligheid efficiënt wordt aangevuld en het grootste inkooprisico (sterke rentedaling vlak voor pensionering) op kostenefficiënte wijze wordt beperkt.

Overlaymandaten

Discretionaire overlaymandaten zijn in de opbouwfase doorgaans niet mogelijk vanwege de praktische uitdagingen bij individuele toewijzing, met name als het gaat om onderpand. In de uitkeringsfase, met een collectieve CVP-portefeuille, kunnen discretionaire overlaymandaten wél relevant zijn, afhankelijk van omvang en opzet van het collectief. Dit biedt meer vrijheid in de keuze tussen discretionaire oplossingen en administratieve pools, omdat het allocatieprobleem bij collectief beheer niet speelt.



Gebruik van renteswaps

Renteswaps blijven een flexibel en nuttig instrument voor pensioenfondsen om collectief renterisico efficiënt af te dekken, specifiek in de uitkeringsfase van een FPR-regeling. Hun voordelen liggen in laag kapitaalbeslag, sterke correlatie waarderingscurves, flexibiliteit en verhandelbaarheid. Ze maken het mogelijk het kapitaal efficiënter in te zetten en bieden ruimte voor beleggingen met potentieel hoger rendement, passend bij het risico.

Samengevat vraagt deze inrichting om een bewuste afstemming tussen beleggingsdoelstellingen, uitvoerbaarheid en risicobeheersing. Door te kiezen voor pooled duration matching oplossingen in de opbouwphase kan een pensioenfonds efficiënt en schaalbaar sturen op de duratie zonder dat daar per se discretionaire mandaten voor nodig zijn. Zo houdt men rekening met zowel individuele als collectieve belangen. Dit vergroot de bestuurbaarheid, transparantie en robuustheid van het pensioenfonds, en sluit aan bij de eisen die de FPR en Wtp aan besturen stellen.

Onderpandbeheer

Het onderpandbeheer moet worden afgestemd op de gekozen beheerstructuur. Wanneer binnen de opbouw- en uitkeringsfase verschillende oplossingen worden gebruikt, vereist dit onderpandbeheer per portefeuille. In de individuele opbouwphase is het essentieel dat acute onderpandbehoefte niet uit andere delen van de portefeuille hoeft te komen. Dit kan worden opgelost door monitoring van derivatenexposure via bandbreedtes en automatische bijsturing binnen pooled duration matching oplossingen, waardoor bijstortingen worden voorkomen. Alternatief kan gekozen worden voor een portefeuille met alleen obligaties, zodat er geen onderpand nodig is. In het collectieve CVP speelt het onderpandprobleem niet, omdat onderpand collectief wordt gedragen.

Tot slot

Wat de Wtp van pensioenfondsbesturen vraagt, is een verschuiving van “rente als balansparameter” naar “rente als uitkomstparameter”. In de FPR gaat het in de opbouwphase om het beschermen van de inkooppositie, met oog voor uitvoerbaarheid.

Goed voorbereid op de Wtp

Op www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel vindt u nog veel meer informatie om u goed voor te bereiden op de transitie naar het nieuwe pensioenstelsel.

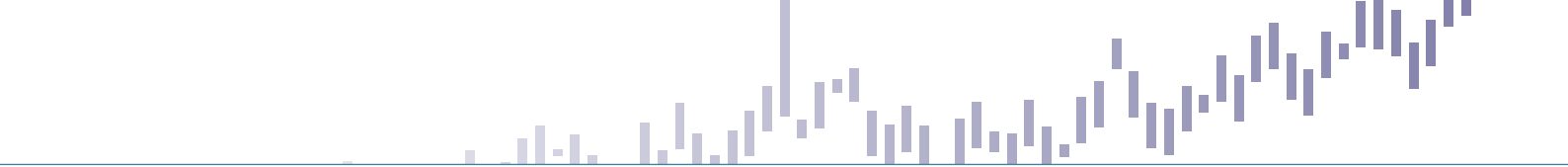
Contact

Neem contact op met uw contactpersoon bij Achmea Investment Management. Of met Mark Bakker, Business Development Director, Mark.Bakker@achmea.nl, +31 6 101 851 94, of Ilse Wuisman, Head of Sales & Business Development, Ilse.Wuisman@achmea.nl, +31 6 520 275 25.

De Wet Toekomst Pensioenen (Wtp) betekent een overstap naar een nieuwe wereld. De pensioen-toezegging wordt vervangen door een premie-toezegging en een persoonlijk pensioenvermogen. Straks wordt er alleen nog pensioen opgebouwd in premieregelingen. Dit heeft consequenties voor de beleggingsportefeuille van pensioenfondsen.

Het nieuwe pensioen moet beter aansluiten bij de ontwikkelingen op de arbeidsmarkt en krijgt een beleggingsbeleid dat nauw is afgestemd op de leeftijd en risicobereidheid van deelnemers. Pensioenfondsen hebben daarbij de keuze tussen de Solidaire Premieregeling (SPR) en de Flexibele Premieregeling (FPR). Een breed gespreid beleggings-universum blijft gewenst.

Achmea Investment Management is dé Nederlandse specialist in fiduciair management en impactbeleggen. Met gericht inzicht brengen wij klanten verder, zodat ze de juiste keuzes kunnen maken.



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. Informatie over de beleggingsinstellingen van Achmea IM kan een publicitaire mededeling bevatten. Raadpleeg het prospectus van de beleggingsinstellingen op www.achmeainvestmentmanagement.nl voordat u een beleggingsbeslissing neemt. 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 (AFM registratie 15001209) als beheerder van beleggingsinstellingen zoals 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.