



Gosse Alserda
Investment Strategist



Jenze Sibma
Investment Strategist



Arjen Tebbenhof
Investment Strategist

Deze zomer hebben het kabinet en sociale partners overeenstemming bereikt over een vergaande herziening van het pensioenstelsel. Dit pensioenakkoord heeft grote gevolgen voor hoe pensioen wordt opgebouwd en wordt belegd. In deze serie bespreken we het pensioenakkoord en de gevolgen voor het beleggingsbeleid.

Dit vierde artikel gaat in op het beschermingsrendement, de toedeling van de renteaftdekking naar leeftijdscohorten en de praktische invulling van de renteaftdekking.

Het beleggingsresultaat in het nieuwe pensioencontract bestaat uit twee elementen: het beschermingsrendement en het overrendement. Vooraf moet voor elk leeftijdscohort worden vastgesteld in welke mate het cohort is blootgesteld aan het overrendement en aan de renteaftdekking via het beschermingsrendement. In dit artikel analyseren we hoe het beschermingsrendement kan worden vastgesteld en hoe we komen tot de gewenste mate van renteaftdekking per leeftijdscohort.

Vaststelling beschermingsrendement

Voor de berekening van het beschermingsrendement lijken twee verschillende methoden mogelijk te worden: op basis van een theoretische afdekking of op basis van een (of meerdere) aparte matchingportefeuille(s).

Methode 1: Theoretische afdekking

Bij de eerste methode is de renteaftdekking binnen het beschermingsrendement gebaseerd op de kostprijs van het pensioen van een deelnemer (dit is gelijk aan de waardeverandering van de verplichtingen in het huidige stelsel). Dat wil zeggen dat als door een daling van de rente het bijvoorbeeld 10% duurder wordt om voor een deelnemer op dat moment één euro pensioen in te kopen wordt het rendement op de renteaftdekking gelijkgesteld aan 10%, zodat bij een volledige renteaftdekking het verwachte pensioen gelijk blijft. Bij een onvolledige renteaftdekking (lager dan 100%) wordt het niet-afgedekte deel aangevuld met het kasrendement (1-jaars swaprente) om tot het totale beschermingsrendement te komen. De renteaftdekking is daarom per definitie perfect gematcht met de inkoopfactor van het pensioen.

Het beschermingsrendement wordt vervolgens van het totaal collectief rendement van het pensioenfonds afgetrokken om tot het overrendement te komen. Het overrendement kan dus ook negatief zijn als het beschermingsrendement hoger is dan het werkelijk behaalde collectief rendement.

Beschermingsrendement = $\text{Renteaftdekking} \times \text{verandering kostprijs pensioen} + (1 - \text{renteaftdekking}) \times \text{kasrendement}$

Overrendement = $\text{Behaald collectief rendement} - \text{beschermingsrendement}$

Methode 2: Werkelijk rendement

De andere methode waarvoor gekozen lijkt te kunnen worden, is gebaseerd op het rendement van een aparte matchingportefeuille. Hierbij worden dus zowel het overrendement als het beschermingsrendement gebaseerd op daadwerkelijke rendementen van de (deel)portefeuilles. In de praktijk zal er een verschil zijn tussen het rendement op de matchingportefeuille en de verandering van de inkoopfactor waardoor het dus geen perfecte renteafdekking is. In hoeverre de renteafdekking afwijkt (mismatch) is afhankelijk van hoe precies het rendement van de matchingportefeuille aansluit bij de verandering van de kostprijs van het pensioen van de verschillende leeftijdscohorten. Met name de rentegevoeligheid van de beleggingen en de mate waarin wordt belegd in minder kredietwaardige vastrentende waarden (zoals bedrijfsobligaties of hypotheke) is daarbij van belang.

Om recht te doen aan de verschillen in looptijden van de verschillende leeftijdscohorten kan gebruik worden gemaakt van verschillende matchingportefeuilles. Door een combinatie van blootstelling naar die verschillende portefeuilles kan de looptijd (duration) van het verwachte pensioen worden benaderd.

Voorbeeld methode 1

Stel dat een deelnemer van 40 jaar oud €150.000 kapitaal heeft en daarvoor op basis van de huidige rentestand een verwachte pensioenuitkering van €10.000 per jaar (inkoopfactor 15) kan inkopen.

Na een daling van de rente (-0,5%) stijgt de inkoopfactor naar 18 (+21%). Daarmee wordt het beschermingsrendement (bij 100% renteafdekking) gelijk gezet aan +21%. Het vermogen stijgt dus met 21% naar €180.000, wat met de inkoopfactor een verwacht pensioen oplevert van nog steeds €10.000 per jaar.

Wanneer de renteafdekking 50% was geweest dan was het beschermingsrendement gelijk geweest aan $50\% \times 21\% + (100\% - 50\%) \times \text{het kasrendement (stel } 0,2\%) = 10,6\%$.

Voorbeeld methode 2

Stel dat een pensioenfonds drie (sub)portefeuilles en de volgende rendementen heeft:

- Matchingportefeuille kort: +5% rendement
- Matchingportefeuille lang: +10% rendement
- Rendementsportefeuille: +8,2% (kasrendement is 0,2%)

Stel dat een deelnemer op basis van zijn leeftijd een 50% renteafdekking heeft met een 40%/60% verdeeld naar de korte en lange matchingportefeuilles. Daarnaast is de deelnemer 75% blootgesteld aan het overrendement.

Beschermingsrendement = $50\% \times (40\% \times 5\% + 60\% \times 10\%) + (100\% - 50\%) \times 0,2\% = 4,1\%$

Overrendement = $8,2\% - 0,2\% = 8,0\%$

Totaal rendement = $4,1\% + 75\% \times 8,0\% = 10,1\%$

Vergelijking methodes

De tweede methode heeft als voordeel dat toegedeelde rendementen gebaseerd zijn op daadwerkelijke rendementen (hoewel het kasrendement nog steeds fictief is). Dit maakt de communicatie met deelnemers mogelijk makkelijker en de schijn wordt voorkomen dat er een oneerlijke herverdeling plaatsvindt. Maar ook in de eerste methode is geen sprake van een oneerlijke herverdeling. Als een pensioenfonds ervoor kiest om te beleggen in vastrentende waarden met kredietrisico dan wordt het spreadrisico toegedeeld aan de overrendementsportefeuille. De overrendementsportefeuille profiteert echter ook van de risicopremie zodat risico en verwacht rendement in evenwicht zijn. Vooraf (ex ante) is het dus een eerlijke toedeling van risico en rendement. Achteraf (ex post) zal het

overrendement hierdoor ofwel positief ofwel negatief beïnvloedt worden maar dat is inherent aan het accepteren van beleggingsrisico.¹

Een groot voordeel van de eerste methode op basis van theoretische afdekking is dat de portefeuille niet opgesplitst hoeft te worden en dat daardoor het beleggingsbeleid als een integrale portefeuille geoptimaliseerd kan worden. Dit is met name waardevol als het gaat om beleggingen die zowel kunnen bijdragen aan de renteafdekking als aan het overrendement, zoals de eerder besproken belegging in vastrentende waarden met spreadrisico. Vanuit enkel de matchingportefeuille gedacht, zorgen deze beleggingen mogelijk – vooral op korte termijn – voor te veel ruis in de renteafdekking. Vanuit de overrendementsportefeuille gedacht, is juist de rentegevoeligheid van die beleggingen weer ongewenst en is het risicoprofiel wellicht te laag om voldoende overrendement te behalen.

Wanneer deze beleggingen echter in een integrale portefeuille worden bekeken (zoals kan bij methode 1) dan kunnen deze beleggingen voor beide punten worden gebruikt. Een eventuele lagere nauwkeurigheid van de renteafdekking leidt niet tot een rentemismatchrisico via het beschermingsrendement. Voor het rendement dat toekomt aan het overrendement – nadat de rentegevoeligheid is toegedeeld aan het beschermingsrendement – geldt dat de beloning per eenheid risico interessant is. Doordat het gewenste overrendement ook met een groter deel van de collectieve portefeuille kan worden gerealiseerd (over de hele portefeuille in plaats van enkel de overrendementsportefeuille) kan makkelijker belegd worden in beleggingen met een lager maar wel efficiënt risicoprofiel, waardoor het totale risico-rendementsprofiel verbeterd. Op basis van deze redenen geven wij daarom op dit moment de voorkeur aan methode 1 op basis van een theoretische afdekking.

Toedeling renteafdekking

De gewenste mate van renteafdekking is afhankelijk van een groot aantal factoren. Deze factoren hebben we samengevat in tabel 1.

De meeste van deze factoren pleiten voor een hoge mate van renteafdekking vanwege een lagere volatiliteit van het verwachte pensioen of een positieve bijdrage aan het verwachte rendement. Een uitzondering hierop is een eventuele rentevisie. Wanneer een pensioenfonds verwacht dat de rente gaat stijgen dan kan dat een reden zijn voor een lagere renteafdekking. In dat geval is een lagere renteafdekking vooral gewenst voor jongeren vanwege de lange looptijd van een eventuele afdekking en vanwege het feit dat het risico van het pensioen nog gedempt wordt door toekomstige pensioenpremies. Voor ouderen zal een hoge mate van renteafdekking gewenst blijven om de volatiliteit van het pensioen te beperken. De gewenste renteafdekking is in dit geval een afweging tussen een hoger verwacht pensioen en een lager risico van het pensioen en daardoor is dus de risicohouding van de deelnemers van belang. Het voorspellen van de rente blijkt in de praktijk lastig doordat de rente – o.a. door ingrijpen van centrale banken – langdurig kan afwijken van een eventueel evenwichtsniveau. Hoewel het nieuwe pensioencontract nu voor wat betreft het beschermingsrendement voornamelijk nominaal is ingestoken kan een grotere focus op inflatierisico ook een reden zijn voor een lagere (nominale) renteafdekking.

¹ Een uitzondering hierop is wellicht wanneer zeer veilige staatsobligaties worden opgenomen en er sprake is van een positieve swapspread. De staatsobligaties zullen dan naar verwachting achterblijven bij de perfecte afdekking en daardoor negatief bijdragen aan het overrendement. De staatsobligaties zorgen echter ook voor een betere diversificatie van het overrendement en bovendien zijn pensioenfondsen niet verplicht om staatsobligaties op te nemen in de portefeuille.

Tabel 1: Relevante factoren voor de gewenste mate van renteafdekking

Factor	Beschrijving	Optimale renteafdekking
Nominaal risico	Tijdens pensionering moet het kapitaal worden vertaald naar een pensioenuitkering. Hierdoor ontstaat blootstelling naar renterisico. Met een hogere renteafdekking wordt dit risico gemitigeerd.	Hoge renteafdekking (100%)
Reëel risico	De nominale rente bestaat uit de reële rente en verwachte inflatie. Vanuit reëel perspectief moet de verwachte inflatie niet worden afgedekt. Daarom is een afdekking van lager dan 100% gewenst vanuit een reëel perspectief.	Reëel 100% = nominaal minder dan 100%
Termijnpremie	Onder normale omstandigheden is de lange rente hoger dan de korte rente als beloning voor het hogere renterisico. Met behulp van de renteafdekking wordt belegd in langere looptijden wat daardoor een hoger rendement oplevert bij een gelijkblijvende rente.	Hoge renteafdekking
Convexiteit	Door convexiteit is de negatieve impact van een rentestijging kleiner dan de positieve impact van een rentedaling op de renteafdekking. Zodoende levert de renteafdekking bij rentevolatiliteit gemiddeld genomen een positief rendement op. Convexiteit is normaal hoger voor langere looptijden.	Hoge renteafdekking
Rentevisie	Wanneer er een duidelijke verwachting is dat de rente gaat stijgen (dalen) kan hiervan geprofiteerd worden met een lagere (hogere) renteafdekking. Het voorspellen van de rente blijkt in de praktijk lastig.	Afhankelijk van visie
Diversificatie	In zoverre de rente tendeert naar een evenwichtsniveau zorgt een onvolledige renteafdekking voor diversificatievoordeel door herbalancerings met de overrendementsportefeuille. Diversificatie is het hoogst bij circa 50% renteafdekking.	Gedeeltelijke rentafdekking (50%)
Leenrestrictie en hefboom	Op collectief niveau kan niet worden belegd met geleend geld. Bovendien leidt een hoge hefboom tot het risico van een negatief vermogen. Hierdoor kan er vanuit de collectieve portefeuille een restrictie zijn op individuele toedelingsfactoren.	Restrictie op maximale afdekking

Wanneer voor alle leeftijdscohorten gekozen wordt voor een hoge mate van renteafdekking dan zal dit – in combinatie met de toedeling van het overrendement – kunnen leiden tot een ongewenste mate van hefboom binnen de totale portefeuille. Hierdoor kan mogelijk niet voldaan worden aan de onderpand verplichtingen voor rentederivaten door het pensioenfonds. Uit ons onderzoek blijkt echter dat dit normaal gesproken alleen een beperking is voor pensioenfondsen met zeer langlopende verplichtingen, pensioenfondsen met een zeer hoge toedeling naar overrendement en/of pensioenfondsen die ervoor kiezen om oude rechten niet in te varen.²

² Nog te verschijnen: Alserda, Sibma en Tebbenhof, Renteafdekking in het nieuwe pensioencontract. Gewenste blootstelling en invulling op collectief niveau. VBA Journaal, 37 (145).

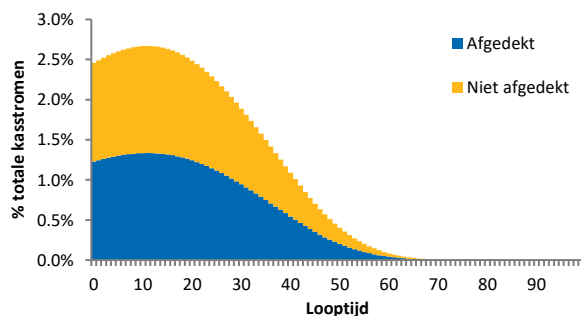
Invulling renteafdekking

Vanwege de opzet van het nieuwe pensioencontract – en met name de mogelijkheid om de renteafdekking te differentiëren naar leeftijdscohort – zal de gewenste collectieve invulling van de renteafdekking voor de meeste pensioenfondsen gaan veranderen.

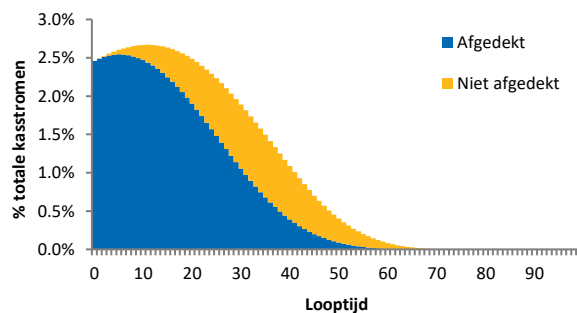
Om dit te illustreren laten we hieronder de afgedekte en niet afgedekte kasstromen zien van een gemiddeld pensioenfonds in het huidige stelsel (figuur 1) en eenzelfde gemiddeld pensioenfonds binnen het nieuwe pensioencontract (figuur 2). In het eerste figuur wordt 50% van alle kasstromen afgedekt terwijl in het tweede figuur een ‘impliciete lifecycle’ wordt gevolgd waarbij de renteafdekking vanaf leeftijd 30 opbouwt tot uiteindelijk 100% renteafdekking op pensioenleeftijd.

In dit voorbeeld neemt de totaal af te dekken rentegevoeligheid (DV01) toe met 23%³, terwijl de duration van de afgedekte kasstromen daalt van 20,0 naar 16,3. Kortom, enerzijds moet dit pensioenfonds meer rente gaan afdekken terwijl anderzijds de looptijd van de renteafdekking afneemt.

Figuur 1: Kasstromen met 50% afdekking



Figuur 2: Kasstromen met impliciete lifecycle



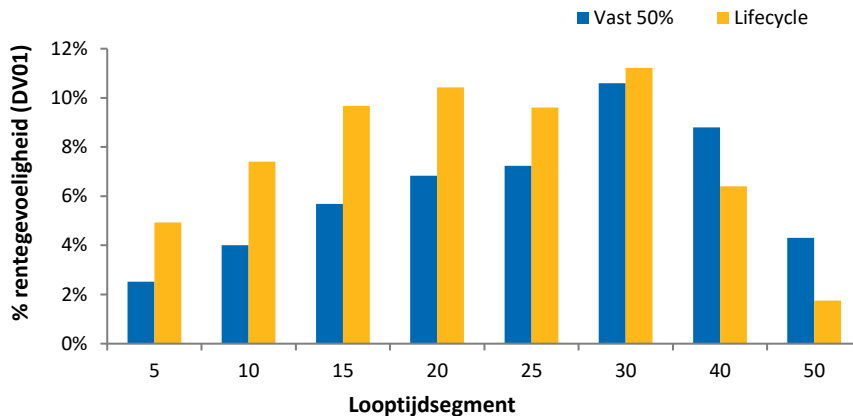
Bron: Aegon Asset Management.

Figuur 3 toont de verschuiving van de invulling van de collectieve renteafdekking. Deze figuur laat de verdeling zien over de verschillende looptijdsegmenten, zowel voor een pensioenfonds in de het huidige stelsel (vast 50% renteafdekking) als voor een pensioenfonds binnen het nieuwe pensioencontract (lifecycle). In dit voorbeeld is op de korte looptijden een hogere renteafdekking nodig terwijl op de lange looptijden de mate van renteafdekking kan worden afgebouwd.

De verandering in de verdeling van de renteafdekking over looptijden is uiteraard sterk afhankelijk van de keuzes die een pensioenfonds maakt in het nieuwe pensioencontract. Zoals we eerder in dit artikel hebben laten zien, is bij het ontbreken van een rentevisie een hoge mate van renteafdekking gewenst voor alle leeftijdscohorten. In dat geval is er geen sprake van afbouw van renteafdekking op de lange looptijden.

³ Dit betekent dat de waarde van de verplichtingen met 23% daalt/stijgt als de rente met 0,01% stijgt/daalt.

Figuur 3: Verdeling looptijden renteafdekking



Bron: Aegon Asset Management. Dit is een illustratie van de verdeling naar looptijden, de werkelijke verdeling is afhankelijk van de beleidskeuzes van het pensioenfonds.

Naast de looptijdverdeling van de renteafdekking is ook de keuze van de beleggingsinstrumenten voor de renteafdekking van belang. De keuzes die hierin gemaakt worden, zullen afhangen van de gekozen methode om het beschermingsrendement vast te stellen. Wanneer gekozen wordt voor methode 1, op basis van een theoretische renteafdekking, kan gekozen worden om een grotere afwijking (mismatch) van de renteafdekking te accepteren zolang deze afwijking een gunstig (efficiënt) risico-rendementsprofiel heeft. Aangezien alle afwijking van een perfecte renteafdekking uitgekeerd wordt via het overrendement, wordt de renteafdekking zelf niet beïnvloed maar kan mogelijk wel bijgedragen worden aan een efficiënter overrendement.

Wanneer echter gekozen wordt voor de tweede methode, op basis van een het werkelijk rendement van een aparte matchingportefeuille, is het belangrijk dat het mismatchrisico beperkt wordt. Alle afwijkingen van een perfecte renteafdekking zijn dan namelijk onderdeel van het beschermingsrendement en kunnen daardoor de koopkracht van oudere deelnemers negatief beïnvloeden. Voor deze deelnemers is een ander (lager) risico-rendementsprofiel gewenst. In de praktijk zal dit kunnen betekenen dat de renteafdekking minder zal worden ingevuld met bedrijfsobligaties en hypotheeklen en meer met veiligere beleggingen met een lager rendement.

Conclusie

De renteafdekking in het nieuwe pensioencontract wordt toegedeeld via het beschermingsrendement. De toedelingsfactoren van het beschermingsrendement mogen worden vastgesteld per leeftijdscohort waardoor onderscheid gemaakt kan worden naar de mate van renteafdekking per leeftijdscohort. Zonder rentevisie en de overweging dat de kans bestaat van langdurig hoge inflatie zal een hoge mate van renteafdekking wenselijk zijn voor alle leeftijdscohorten. Maar wanneer men verwacht dat de rente gaat stijgen dan is de gewenste mate van renteafdekking afhankelijk van de risicohouding van de deelnemers. In dat geval zullen ouderen relatief meer renterisico willen afdekken vanwege het sterkere effect op het uiteindelijke pensioen.

Pensioenfondsen moeten in het nieuwe pensioencontract naar verwachting een keuze maken tussen twee methodes om het beschermingsrendement vast te stellen. Onze voorkeur gaat uit naar methode 1 op basis van de theoretische renteafdekking omdat dit meer mogelijkheden geeft om de portefeuille integraal te optimaliseren en tegelijkertijd de risico's te beperken voor deelnemers dichtbij pensioen.

Belangrijke informatie

Aegon Investment Management B.V. is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten als een beheerder van beleggingsinstellingen. Op basis van haar vergunning is Aegon Investment Management B.V. geautoriseerd om individueel vermogensbeheer en beleggingsadvies te verlenen in de zin van de Wet op het financieel toezicht.

Dit artikel is vertrouwelijk en uitsluitend bedoeld voor professionele beleggers in de zin van de Wet op het financieel toezicht aan wie de presentatie wordt gegeven.

De inhoud van dit document is uitsluitend ter informatie en moet niet worden beschouwd als een commerciële aanbieding, zakelijk voorstel of aanbeveling om beleggingen in effecten, fondsen of andere producten uit te voeren. Alle prijzen, markt indicaties of financiële gegevens zijn alleen ter illustratie.

Deze informatie is met zorg samengesteld namens Aegon Investment Management B.V. Er is naar gestreefd de informatie zo juist en volledig mogelijk weer te geven. Onvolkomenheden als gevolg van menselijke vergissingen of informatiesystemen kunnen echter voorkomen, waardoor gegevens en calculaties kunnen afwijken. Aan de verstrekte informatie en berekende waardes kunnen geen rechten worden ontleend.

Historisch rendement vormt geen indicator voor toekomstig rendement. Toekomstige uitkomsten, waaronder uitbetalingen van inkomen, zijn niet gegarandeerd en kunnen afwijken van het historisch rendement.