

Renteafdekking in het nieuwe pensioenstelsel

Als het gevolg van het pensioenakkoord zullen veel deelnemers van een uitkeringsregeling (DB) naar een beschikbare premie (DC) regeling bewegen. Hierdoor bewegen we van een collectief beleggingsbeleid naar een leeftijdsgericht beleggingsbeleid (de lifecycle). Dit heeft ook gevolgen voor de renteafdekking, we gaan van een enkel renteafdeckingspercentage naar een aparte (toedeling van) renteafdekking voor elk leeftijdscohort. Maar hoe bepaal je die renteafdekking voor elk leeftijdscohort?

In dit artikel kijk ik naar de gewenste renteafdekking voor twee groepen: gepensioneerden en jongeren. Op basis hiervan kunnen we voor een groot gedeelte de renteafdekking in de lifecycle invullen.

G. Alserda PhD CFA CAIA FRM is Senior Investment Strategist bij Aegon Asset Management en docent aan de Rijksuniversiteit Groningen.

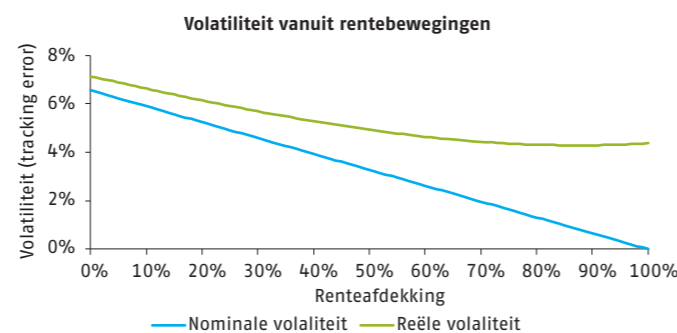


RENTEAFDEKKING VOOR GEPENSIONEERDEN

Ondanks dat de nieuwe regelingen kapitaalgedreven zijn ligt de nadruk voor gepensioneerden vrijwel geheel op uitkeringen. Hierbij kunnen we grofweg twee doelstellingen onderscheiden waaraan de renteafdekking kan bijdragen:

1. Een constante uitkering, met name voorkomen van een daling van de pensioenuitkering;
2. Pensioenuitkering laten meebewegen met de inflatie (koopkrachtbehoud).

Deze twee doelstellingen zijn (deels) tegenstrijdig met elkaar. Een constante nominale uitkering kan niet met inflatie meebewegen. Voor het behalen van een constante uitkering is simpelweg een hoge renteafdekking gewenst, bij voorkeur 100%. Hierdoor zijn uitkeringen niet meer afhankelijk van de rente en resteert alleen de volatiliteit als gevolg van zakelijke waarden en ontwikkelingen in levensverwachtingen. Dit is ook duidelijk te zien in figuur 1, waarbij de volatiliteit van de pensioenuitkering als gevolg van rentebewegingen lineair afneemt bij een hogere mate van renteafdekking. Vanuit een reëel perspectief gezien is het beeld minder eenduidig. De nominale rente die we afdekken bestaat uit de reële rente en inflatieverwachtingen. Vanuit koopkracht gezien willen we geen negatief rendement op de renteafdekking wanneer de inflatie stijgt. De gewenste nominale afdekking vanuit een reëel perspectief is daarom afhankelijk van het relatieve belang van de reële rente en verwachte inflatie. Als we in figuur 1 naar de volatiliteit kijken van de reële uitkering dan zien we dat deze het laagste zou zijn geweest bij circa 85% - 90% renteafdekking. Tegelijk zien we dat het verschil met een volledige afdekking beperkt is. Wanneer beide doelstellingen van belang zijn lijkt een nominale renteafdekking van circa 100% daarmee gewenst. Een reële afdekking (met bijvoorbeeld inflatiegerelateerde obligaties) zou natuurlijk het reële risico nog verder kunnen verlagen.



Figuur 1: Volatiliteit vanuit nominale en reële perspectief door renteveranderingen voor een 68-jarige deelnemer. Maandelijkse data van juni 2004 – september 2022.

Bron: Bloomberg en eigen berekeningen

Ik heb een stijgende pensioenuitkering – los van koopkrachtbehoud – niet als aparte doelstelling toegevoegd. In de meeste gevallen geldt dat het bijhouden van inflatie voldoende is tijdens de uitkeringsfase, bijvoorbeeld omdat het uitgavepatroon tijdens pensioen over het algemeen eerder daalt dan stijgt. Als een reële stijging wel een expliciete doelstelling is dan zorgt dit eigenlijk alleen voor andere resultaten als er een sterke overtuiging is dat de rente gaat stijgen (ten opzichte van de forwards). In dat geval kan een lagere renteafdekking gewenst zijn, hoewel dit wel ten koste gaat van doelstelling één en mogelijk doelstelling twee. Kortom, voor gepensioneerden is in de meeste gevallen een hoge mate van renteafdekking, op – of net onder – de 100% gewenst.

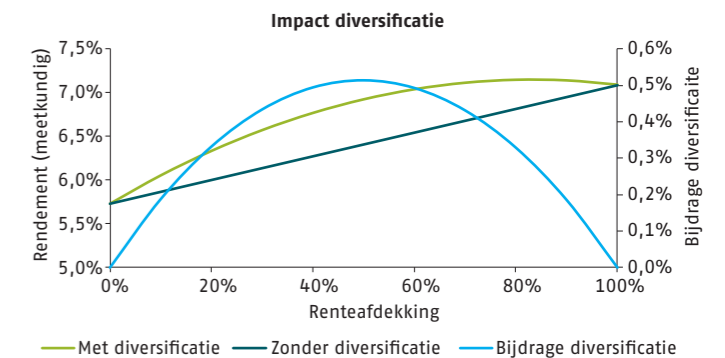
JONGEREN

Voor jongere deelnemers is zowel het opgebouwde vermogen als de verwachte uitkering van belang. De uitkering is nog ver weg, erg onzeker en zal minder tastbaar zijn dan het opgebouwde vermogen. Ook voor jongeren kunnen we twee doelstellingen formuleren:

1. Beperken risico van vermogen en/of verwachte uitkering
2. Bijdrage aan overrendement ten behoeven van hogere verwachte uitkering

Voor de eerste doelstelling maakt het uit of we naar vermogen of verwachte uitkering kijken. Vanuit het vermogen gezien voegt renteafdekking enkel extra volatiliteit toe. Deze volatiliteit valt echter weg tegenover de kostprijs van het pensioen, waardoor de volatiliteit van het verwachte pensioen daalt bij een hogere renteafdekking. Sterker nog, niet alleen het huidige opgebouwde vermogen bevat renterisico, ook toekomstige premies leveren renterisico op indien deze na rentebewegingen niet opnieuw worden vastgesteld. Vanuit het beperken van risico in termen van verwachte uitkeringen zou daarom zelfs een renteafdekking fors boven de 100% te overwegen zijn, zodat ook toekomstige premies (gedeeltelijk) worden afgedekt.

Voor jongeren is de impact van renteafdekking op het risico veelal nog beperkt. Daardoor wordt de mogelijke bijdrage aan het verwacht rendement belangrijker. De renteafdekking kan op verschillende manieren bijdragen aan het verwacht rendement. Als eerste is de rentevisie van belang, oftewel wordt er een renteverandering verwacht en is er sprake van een verwachte termijnpremie. Deze afwijking zal per pensioenfonds anders zijn. Daarnaast kan een gedeeltelijke renteafdekking bijdragen aan diversificatie van het rendement. Wanneer renteafdekking wordt gecombineerd met zakelijke waarden blootstelling leidt dit tot een efficiënter rendement dan enkel een blootstelling naar zakelijke waarden. Dit is ook te zien in figuur 2, waarbij het hoogste diversificatie rendement wordt behaald bij 50% afdekking¹.



Figuur 2: Gemiddeld rendement (meetkundig) van renteafdekking gecombineerd met aandelen (100% blootstelling) voor eerste 10 jaren vanaf leeftijd 25. Op basis van haalbaarheidstoets (aannames commissie parameters, zonder rentetrend).

Bron: eigen berekeningen.

Tenzij er een sterke overtuiging is dat de rente gaat stijgen is het daardoor in de meeste gevallen gewenst om ook jongeren een substantiele renteafdekking te geven, van op z'n minst 50%. Het is echter de vraag in hoeverre dit ook operationeel ingericht kan worden. Jongeren worden gekenmerkt door een zeer lange horizon, met de daarbij behorende lange duratie. Voor de jongste deelnemers is hun duratie zelfs vergelijkbaar met de maximaal realiseerbare duratie in de meeste LDI fondsen. Hierdoor is voor een procent renteafdekking ook ongeveer een procent van de portefeuille nodig. In de flexibele premiereregeling (met leenrestrictie) betekent dit dat de renteafdekking ten koste gaat van zakelijke waarden blootstelling. Aangezien zakelijke waarden blootstelling voor jongeren veelal aantrekkelijker is komt dit in de praktijk vaak neer op geen renteafdekking voor jongeren. Bij de solidaire premiereregeling is er geen leenrestrictie en kan het pensioenvermogen van alle deelnemers worden gebruikt om ook voor jongeren de gewenste renteafdekking te realiseren, waardoor er in beginsel geen uitruil gemaakt hoeft te worden tussen zakelijke waarden blootstelling en de renteafdekking. Tegelijk zorgt veel renteafdekking (met hoge duraties) voor een volatiele portefeuille, wat niet altijd werkbaar is op collectief niveau. De recente problemen met renteafdekking in de Britse pensioensector zijn illustratief in dat geval. Hier komt het dus neer op een afweging tussen wat goed is voor de jongste leeftijdscohorten en wat werkbaar is op collectief niveau. Hierbij is de leeftijdsopbouw van de populatie van belang.

CONCLUSIE

Renteafdekking blijft ook in het nieuwe pensioenstelsel van toegevoegde waarde. Hoewel de gewenste renteafdekking fondsafhankelijk is, lijkt een substantiële renteafdekking voor zowel jongeren (bij voorkeur richting de 50%) als ouderen (richting de 100%) gewenst, waarbij het logisch lijkt om de renteafdekking tussen deze twee groepen geleidelijk op te bouwen. Hierbij moet natuurlijk wel gekeken worden of de vanuit deelnemers gewenste renteafdekking ook operationeel op een verantwoorde manier kan worden ingericht. ■

¹ – Diversificatievoordeel treedt op omdat de renteafdekking op het vermogen is gebaseerd en niet meer op verplichtingen. Hierdoor is bij een onvolledige renteafdekking de blootstelling naar duratie bij een rentedaling groter dan bij eenzelfde rentestijging. Dit vereist wel mean-reversion in de rente, wat vaak ook een noodzakelijke aanname is om rentebewegingen adequaat te modelleren.