

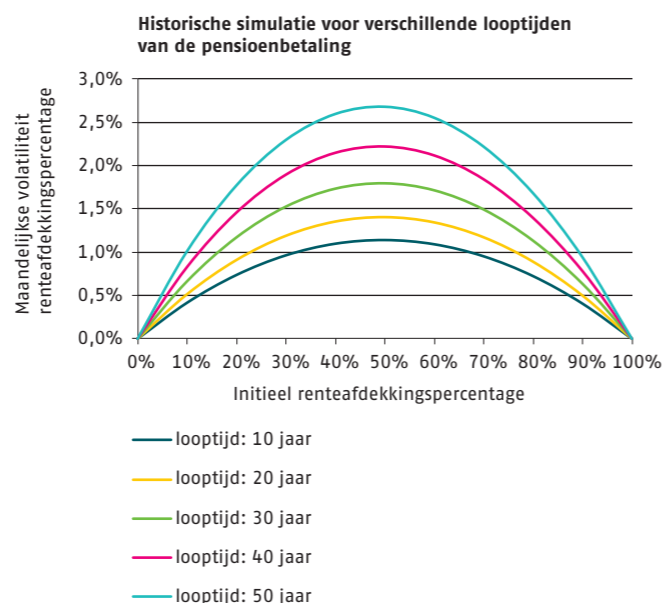
Renteafdekking voor DC-regelingen – richten op een bewegend doelwit

Renteafdekking is de hoeksteen van beleggingsportefeuilles voor pensioenregelingen. We laten in dit artikel zien dat de renteafdekking automatisch gaat fluctueren in een beschikbare premie (DC)-omgeving, omdat de omvang van de verplichtingen in dit geval direct gekoppeld is aan de omvang van de beleggingsportefeuille. Een voldoende grote herbalanceringsbandbreedte is daarom aan te raden om hoge transactiekosten te vermijden, zo blijkt uit historische simulaties en een stochastische analyse.

Het aandeel van DC-regelingen in de Nederlandse pensioensector is in de afgelopen jaren gestaag toegenomen, onder meer door groei bij de premiepensioeninstellingen (PPI's). In het Nederlandse pensioenstelsel is renteafdekking een belangrijk onderdeel van het beleggingsbeleid. Het afdekken van de verplichtingen voor een DB-pensioenregeling (een uitkeringsovereenkomst) is vrij eenduidig: de verwachte pensioenbetalingen zijn goed gedefinieerd en evolueren in het algemeen langzaam gedurende de tijd. Voor DC-regelingen is het beeld fundamenteel anders, aangezien de af te dekken pensioenbetalingen in dit geval worden geprojecteerd op basis van de beleggingswaarde, die in de loop van de tijd zal variëren. Dit genereert potentieel een aanzienlijke volatiliteit van de renteafdekking, zoals we hieronder zullen zien.

HISTORISCHE SIMULATIES

In de onderstaande figuur tonen we de historische maandelijkse volatiliteit van de renteafdekking voor een gestileerd DC-contract.



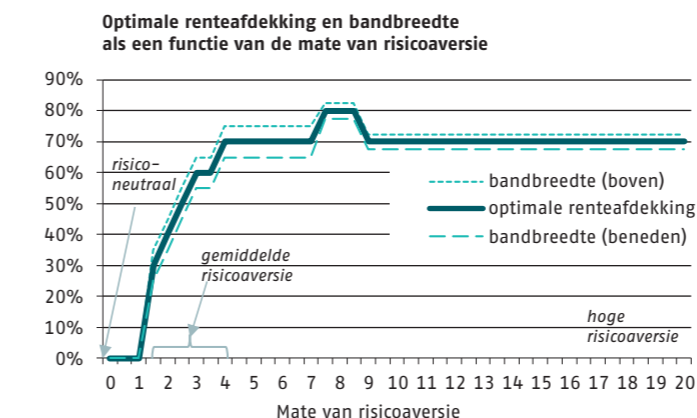
Bron: Aegon Asset Management, Bloomberg, per 31 juli 2023.

De volatiliteit van de renteafdekking is het hoogst bij een initiële renteafdekking rond de 50%. De transactiekosten pieken daarom ook bij een renteafdekking van 50%. De transactiekosten dalen aanzienlijk wanneer we de bandbreedte (rond de beoogde renteafdekking) verhogen, bijvoorbeeld naar +/-5%-punt. Met een grotere bandbreedte is de verdere verlaging van de transactiekosten beperkt.

Voor jongere deelnemers aan een DC-regeling blijven de transactiekosten aanzienlijk voor een beoogde renteafdekking van ongeveer 50% – zelfs voor grote herbalanceringsbandbreedtes – vanwege de lange looptijd van hun pensioenkasstromen. De meeste DC-glijpaden hanteren echter een relatief lage renteafdekking voor jongere deelnemers (25% of lager is normaal), wat dit effect verzacht. Merk ook op dat nieuwe premies kunnen worden gebruikt om de beleggingsmix in de richting van de streefgewichten te sturen, wat in de praktijk leidt tot lagere transactiekosten.

STOCHASTISCHE SIMULATIES

We hebben ook een stochastische scenarioanalyse uitgevoerd om het optimale LDI-beleid voor DC-regelingen te bepalen. In de onderstaande figuur tonen we de optimale renteafdekking en bandbreedte (rond de beoogde renteafdekking) voor DC-deelnemers met een verschillende mate van risicoaversie. In dit voorbeeld is de looptijd van de pensioenbetaling gelijk aan 20 jaar.



Bron: Aegon Asset Management, per 31 juli 2023.

De optimale renteafdekking is hier afgerond naar een veelvoud van 10%-punt. Als we in deze figuur van links naar rechts gaan wordt de DC-deelnemer meer risicomijdend. Voor een risiconeutrale deelnemer is een renteafdekking van 0% optimaal, omdat dit de allocatie naar meer risicovolle beleggingen, met een hoger verwacht rendement, maximaliseert. Wanneer de DC-deelnemer meer risicomijdend wordt, loopt de optimale renteafdekking snel op tot 70-80% en stabiliseert zich vervolgens. De optimale bandbreedte is gelijk aan +/-5%-punt voor beleggers met een gemiddelde mate van risicoaversie.

Uiteraard kunnen deze resultaten veranderen als de aannames voor de stochastische simulaties worden aangepast. Denk hierbij aan andere transactiekosten, het wel/niet meenemen van het AOW basispensioen, human capital, de looptijd van de pensioenbetalingen, enzovoorts.

Twee factoren hebben – ceteris paribus – echter een significante invloed op de optimale mate van renteafdekking:

1. De risico- en rendementskarakteristieken van de rendementsportefeuille
Het overrendement (boven het gemiddelde renteniveau) en de volatiliteit van het rendement zijn de bepalende factoren, met een hogere optimale renteafdekking bij een lager overrendement en een hogere volatiliteit (en vice versa);
2. De mate van hefboomwerking die met behulp van rentederivaten wordt toegepast in de matchingportefeuille
Een bescheiden extra hefboom door derivaten (bijvoorbeeld 25%), in combinatie met een hogere renteafdekking, heeft een positief effect.

De resultaten verslechteren aanzienlijk als de mate van curverisico toeneemt voor de geselecteerde LDI-oplossing. Een nauwkeurige match van de pensioenbetalingen is dus belangrijk: alleen het matchen van de gemiddelde looptijd leidt niet tot optimale resultaten.

Het is tenslotte belangrijk om te benoemen dat in een DC-context verschillende variabelen in de loop van de tijd zullen veranderen. Zo zal de looptijd van de pensioenbetalingen afnemen naarmate de pensioenleeftijd dichterbij komt, wat ook kan leiden tot minder risicobereidheid bij de deelnemer. Dit kan verschillende effecten hebben op de optimale asset allocatie en renteafdekking. Dergelijke gecombineerde effecten zijn natuurlijk van belang in praktische toepassingen en bij het construeren van optimale DC-glijpaden. ■

D. van Bragt PhD RBA (links) en O. Warren zijn werkzaam bij het Fixed Income, LDI & Solutions team van Aegon Asset Management.

