

AEGON INSIGHTS

# Instrumenten voor de invulling van de renteafdekking binnen de Wet toekomst pensioenen

*Renteafdekking is traditioneel de hoeksteen van de beleggingsportefeuille van pensioenfondsen. Ook bij de Wet toekomst pensioenen (Wtp) blijft renteafdekking een belangrijk onderdeel van het beleggingsbeleid. In deze serie analyseren we hoe de renteafdekking ingevuld kan worden in het nieuwe stelsel. In de eerste drie artikelen hebben we gekeken hoe renteafdekking werkt in een premiereregeling, wat de verschillen zijn tussen een solidaire en flexibele premiereregeling, en welke keuzes het gewenste strategische niveau van renteafdekking beïnvloeden. In dit vierde artikel onderzoeken we welke instrumenten kunnen worden gebruikt voor de invulling van de renteafdekking en hun plek binnen de portefeuille.*

## Een vergelijkbaar instrumentenpallet?

Renteswaps blijven ook bij de Wtp een cruciaal instrument om het renterisico voor de toekomstige kasstromen af te dekken. Het toevoegen van andere instrumenten aan de renteafdekking is echter gewenst wanneer het extra rendementen/of andere voordelen opwegen tegen het extra basisrisico dat wordt geïntroduceerd t.o.v. de swapcurve. Deze andere vastrentende waarden moeten voldoen aan de volgende eisen:

- Hoge samenhang – dus een lage tracking error - met de swaprente
- Hoge veiligheid/kwaliteit (kredietrating) bij de selectie van de instrumenten
- Voldoende liquiditeit voor de bijsturing van de renteafdekking en herbalancering van de portefeuille
- Als onderpand kunnen dienen voor renteswaps

Figuur 1 toont de 'bèta' en tracking error van de vastrentende beleggingen die momenteel vaak worden gebruikt voor de invulling van de renteafdekking.



**Yiyi Huang**

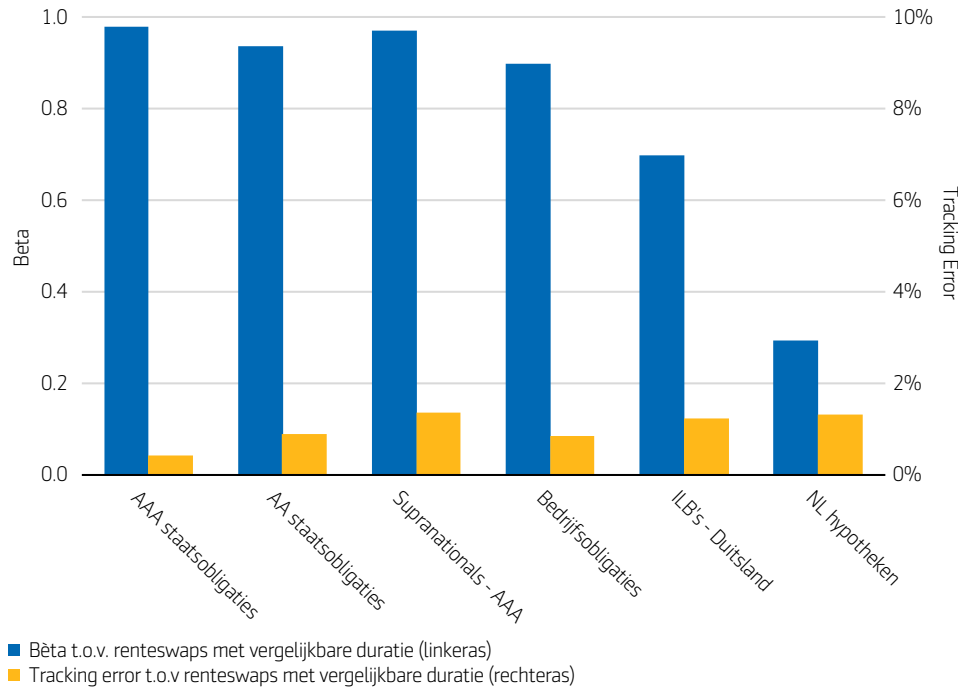
Investment  
Strategist



**David van Bragt**

Investment  
Solutions  
Consultant

**Figuur 1. Historische bèta en tracking error van maandelijkse rendementen t.o.v. de euro swaprente.**



Bron: Bloomberg en Aegon Asset Management, periode februari 2002 t/m juni 2024 (ILB's vanaf maart 2006 en NL hypotheek vanaf november 2013). De tracking error is berekend t.o.v. het rendement van renteswaps met een vergelijkbare duratie.

De bèta (lineaire regressiecoëfficiënt) geeft aan in hoeverre het rendement van de beleggingscategorie samenhangt met het rendement van renteswaps. Zoals deze figuur duidelijk laat zien, is de bèta hoog voor AAA, AA-staatsobligaties en AAA supranationale obligaties (boven 0,9) met een lage tracking error. Ook zien we een hoge bèta en lage tracking error voor kredietwaardige bedrijfsobligaties (AAA tot BBB-rating). Inflatiegerelateerde obligaties hebben een iets lagere bèta met de nominale swaprente, wat ook te verwachten is omdat deze obligaties worden gewaardeerd met de reële i.p.v. de nominale rente. De samenhang van Nederlandse hypotheek met de swaprente is nog iets lager, vergeleken met de rest van de instrumenten. Dit komt onder andere doordat de hypotheekrente meestal niet direct reageert op de marktrente. Over een langere periode (bijvoorbeeld drie of zes maanden) gemeten loopt de correlatie echter wel op, zodat deze categorie in de praktijk wel degelijk een bijdrage kan leveren aan de renteafdekking.

Instrumenten zoals staats- en bedrijfsobligaties lenen zich ook prima voor de integratie van maatschappelijk verantwoord beleggen (MVB) in het beleggingsbeleid. Binnen het universum van staatsobligaties is het bijvoorbeeld mogelijk om landen te selecteren die hoog scoren op basis van hun duurzaamheidsprofiel of om 'groene' obligaties te selecteren. Ook kan worden gekeken naar hoogwaardige obligaties die worden uitgegeven door staatsgerelateerde overheden en bestemd zijn voor de financiering van milieu- en/of sociale projecten, zoals supranationale obligaties. EU obligaties zijn hier een goed voorbeeld van. In het kader hieronder staat meer informatie.

*Instrumenten zoals staats- en bedrijfsobligaties lenen zich ook prima voor de integratie van maatschappelijk verantwoord beleggen (MVB) in het beleggingsbeleid.*

## Kader 1: EU-obligaties

De Europese Unie is op dit moment de grootste uitgever van supranationale obligaties in euro's. Deze obligaties worden uitgegeven als onderdeel van de uniforme financieringsaanpak van de Europese Commissie, waarbij de opbrengsten worden toegewezen aan een centrale financieringspool. Het hoofddoel van EU-obligaties is het financieren van milieu- en sociale projecten binnen de EU.

**Tabel 1. Overzicht uitgevende partijen supranationale euro-obligaties**

| Uitgevende partij                          | % marktwaarde |
|--|---------------|
| Europese Unie                              | 47,3%         |
| Europese Investeringsbank                  | 21,1%         |
| Europese Financiële Stabiliteitsfaciliteit | 16,2%         |
| Europees Stabiliteitsmechanisme            | 6,1%          |
| Overig                                     | 9,3%          |

Bron: Barclays live, juni 2024.

Een aantal belangrijke kenmerken zijn:

- Een hoge samenhang met de swaprente
- Hoge veiligheid/kwaliteit (kredietrating)
- Worden geaccepteerd als onderpand voor renteswaps door clearing partijen
- Breed aanbod in looptijden met een aantrekkelijke yield pick up ten opzichte van Duitsland en Nederland in het 20 tot 30-jaars segment. Per eind juni 2024 bedraagt de spread tussen EU-obligaties en Duitsland in het 20 tot 30-jaars segment gemiddeld 70 basispunten.
- Een betere liquiditeit in vergelijking met andere staatsgerelateerde obligaties en groene staatsobligaties (wel minder liquide dan traditionele staatsobligaties).
- N.B. De Europese Commissie kan naast de uitgifte van nieuwe obligaties ook bestaande EU obligaties opvoeren, waardoor het totale uitstaande volume wordt verhoogd. Naar verwachting zal de liquiditeit in de loop van de tijd nog verder toenemen.

EU-obligaties hebben dus duidelijke milieu- en sociale doelstellingen en voldoen aan de matching doelstelling, liquiditeit en onderpandbehoefte. Daarnaast hebben zij een aantrekkelijke couponrente waardoor ze een interessante toevoeging aan de traditionele staatsobligatieportefeuille kunnen zijn.

*Het hoofddoel van EU-obligaties is het financieren van milieu- en sociale projecten binnen de EU.*

Nominale en inflatiegerelateerde staatsobligaties met een AA en AAA-rating zijn ook zeer geschikt als onderpand voor renteswaps.<sup>1</sup> Ook EU-obligaties kunnen prima worden gebruikt als onderpand voor rentederivaten.

## Hoe kunnen deze instrumenten bijdragen aan de renteafdekking?

Binnen de Wtp zijn twee nieuwe pensioenregelingen mogelijk; de solidaire (SPR) en de flexibele premiereregeling (FPR).<sup>2</sup> Hierbij komt de FPR het dichtst in de buurt van een individuele premiereregeling (defined contribution). De renteafdekking wordt in dit geval per leeftijdcohort binnen de lifecycle aangestuurd. Binnen de SPR loopt de renteafdekking via het beschermingsrendement. Er bestaan in dit geval twee varianten voor de vaststelling van het beschermingsrendement: theoretisch (SPR-T) en werkelijk (SPR-W).

Qua opzet lijkt SPR-W op FPR. Beide contracten werken namelijk met werkelijk gerealiseerde portefeuillerendementen en hebben meerdere portefeuilles voor de invulling van de renteafdekking. Dit artikel neemt voor de eenvoud deze twee varianten dan ook samen.

Hieronder bespreken we de eerder geïntroduceerde instrumenten opnieuw, maar nu in het kader van de verschillende contractvarianten.

### 1. Kasgeld + renteswaps:

Dit is de meest zuivere vorm van de renteafdekking, omdat de af te dekken kasstromen ook worden gewaardeerd op basis van de swaprente. Renteswaps passen daarom binnen de beschermingsportefeuille van alle contractvarianten. Liquiditeit (in de vorm van kasgeld) is ook nodig voor de variatiemarge van de renteswaps.

### 2. Staatsobligaties (waaronder supranationale obligaties):

Staatsobligaties met een hoge rating hebben ook een hoge samenhang met de swaprente. Hierdoor zal het basisrisico (de mismatch tussen deze beleggingen en de swaprente) beperkt zijn.<sup>3</sup> Staatsobligaties zijn ook zeer liquide en geschikt als initiële marge voor de renteswaps. Deze categorie past daarom goed binnen de beschermingsportefeuille van alle contractvarianten.

### 3. Bedrijfsobligaties (investment grade)

- SPR – T:
  - Het toevoegen van bedrijfsobligaties aan de beschermingsportefeuille ligt in dit geval minder voor de hand dan (langlopende) staatsobligaties. Het kredietrisico is immers gemiddeld hoger, de liquiditeit ligt iets lager, lange looptijden zijn minder beschikbaar en het gebruik als onderpand voor de renteswaps is minder eenvoudig. Een mismatch tussen het behaalde beschermingsrendement uit de renteafdekking en het toegekende beschermingsrendement komt uiteindelijk ook terecht in het overrendement. Dit geldt in positieve zin overigens ook voor de risicopremies en diversificatievoordelen van deze beleggingen.
  - Optimale diversificatie met andere beleggingen wordt wel in stand gehouden indien bedrijfsobligaties als alternatief binnen de rendementsportefeuille worden geplaatst.

*Het huidige palet van instrumenten kan ook worden ingezet voor de renteafdekking binnen de Wtp.*

<sup>1</sup>Voor nominale obligaties van AA-landen is er wel een extra haircut vergeleken met de AAA-landen, maar de impact hiervan is beperkt. Ook is er een lichte haircut van inflatiegerelateerde obligaties ten opzichte van nominale staatsobligaties.

<sup>2</sup>Meer informatie hierover is beschikbaar in deel 2 van deze LDI binnen Wtp serie <https://www.aegonam.com/en/aegon-insights/news-articles/verschillen-tussen-de-renteafdekking-voor-spr-en-fpr/>

<sup>3</sup>Let op: het basisrisico is afhankelijk welke landen er worden meegenomen in de portefeuille. De AAA-landen hebben doorgaans een lagere tracking error dan AA-landen.

- SPR-W en FPR:
  - In dit geval kan een beschermingsportefeuille op maat worden gemaakt voor verschillende cohorten. Omdat het uitgekeerde beschermingsrendement in dit geval gelijk is aan het behaalde rendement is er geen ongewenste interactie met de rendementsportefeuille indien (beperkte) afwijkingen optreden t.o.v. een theoretisch rendement van de swapcurve. In dit geval kunnen bedrijfsobligaties een aanvullende rol spelen binnen de beschermingsportefeuille omdat er sprake is van extra rendement en diversificatie.

#### 4. Nederlandse hypotheke:

- SPR – T:
  - Hypotheken zijn minder geschikt voor de beschermingsportefeuille dan staatsobligaties door de lagere correlatie met de swaprente en de lage liquiditeit. Over een langere periode gemeten loopt de correlatie echter wel op, zodat deze categorie wel degelijk een rol kan spelen voor de renteafdekking. Deze categorie is ook goed op zijn plaats in de rendementsportefeuille door het extra rendement ten opzichte van staatsobligaties..
- SPR – W en FPR:
  - Hypotheken kunnen een onderdeel zijn van de verschillende beschermingsportefeuilles. Belangrijk is wel om rekening te houden met het illiquide karakter van deze categorie i.v.m. herbalancerings en onderpandvereisten van de renteswaps.

#### 5. Inflatiegerelateerde obligaties (ILB's) of inflatieswaps

Deze categorie kan worden ingezet om onverwachte inflatieschokken op te vangen. Vooral voor de oudere deelnemers is de afdekking van het inflatierisico van belang om koopkrachtverlies bij een stijgende inflatie tegen te gaan. Jongere deelnemers hebben al een zekere mate van inflatiebescherming doordat ze nog gedurende een lange tijd beleggen in hoogrenderende categorieën als aandelen en vastgoed.

- SPR-T:
  - Het meenemen van inflatieprotectie binnen het beschermingsrendement is niet goed mogelijk. Afwijkingen van het (nominale) swaprendement komen namelijk in de rendementsportefeuille terecht. Het afdekken van inflatierisico is vooral voor de ouderen van belang die in het algemeen juist een lagere blootstelling hebben naar de rendementsportefeuille.
- SPR – W en FPR
  - In dit geval is het afdekken van inflatierisico mogelijk. Wel moet goed worden gekeken in welke deelportefeuille (d.w.z. voor welke cohorten) deze beleggingen worden opgenomen.

*SPR-W en FPR:  
Hypotheke  
kunnen een  
onderdeel zijn van  
de verschillende  
beschermings-  
portefeuilles.*

## Conclusies

In dit artikel hebben we in meer detail gekeken naar de instrumenten die nodig zijn voor de renteafdekking binnen de Wtp. In het algemeen zien we dat de huidige ‘werkpaarden’ voor de renteafdekking (zoals renteswaps en staatsobligaties) nog steeds een belangrijke rol spelen in de nieuwe situatie. Er treden echter wel verschillen op, afhankelijk van het gekozen contract. Ook zal de precieze allocatie natuurlijk verschillen per pensioenfonds. Tabel 2 geeft een samenvatting van de rol die de verschillende instrumenten hebben, afhankelijk van het gekozen contract.

**Tabel 2. Rol instrumenten voor de verschillende contracten**

|   | SPR - T                  | SPR – W en FPR           |
|---|--------------------------|--------------------------|
| Renteswaps en kas   | Beschermingsportefeuille | Beschermingsportefeuille |
| Staatsobligaties (waaronder supranationale obligaties)    | Beschermingsportefeuille | Beschermingsportefeuille |
| Bedrijfsobligaties (investment grade)                     | Rendementsportefeuille   | Beschermingsportefeuille |
| Nederlandse hypotheek                                     | Rendementsportefeuille   | Beschermingsportefeuille |
| Inflatie-gerelateerde obligaties (ILB's) of inflatieswaps | Rendementsportefeuille   | Beschermingsportefeuille |

In het SPR-T contract zien we met name een rol voor renteswaps en staatsobligaties in de beschermingsportefeuille, omdat de afwijking ten opzichte van de swaprente zo klein mogelijk moet blijven. Optimale diversificatie met andere beleggingen wordt in stand gehouden indien bedrijfsobligaties of hypotheek als alternatief binnen de rendementsportefeuille worden geplaatst.

In het SPR-W en FPR contract is het beschermingsrendement direct gekoppeld aan het daadwerkelijk behaalde rendement in de beschermingsportefeuille. In dit geval kunnen bedrijfsobligaties en hypotheek, en eventueel ook inflatie-gerelateerde obligaties (ILB's) of inflatieswaps, een plekje vinden in de beschermingsportefeuille en zal de rendementsportefeuille in het algemeen bestaan uit de meer risicovolle beleggingscategorieën.

*In het algemeen zien we dat de huidige ‘werkpaarden’ voor de renteafdekking (zoals renteswaps en staatsobligaties) nog steeds een belangrijke rol spelen in de nieuwe situatie.*

## Disclaimers

Uitsluitend bedoeld voor professionele partijen. De inhoud van dit document mag niet worden verspreid onder of worden gebruikt door particuliere klanten.

**Alle beleggingen bevatten risico's en kunnen waarde verliezen.**

Dit document dient uitsluitend voor informatieve doeleinden in verband met de promotie van en reclame voor producten en diensten en is geen beleggingsonderzoek, advies of aanbeveling. Eventuele meningen, schattingen of prognoses zijn de huidige opvattingen van de auteur(s) op het moment van publicatie en kunnen zonder kennisgeving worden gewijzigd. Het onderzoek dat in dit document is verwerkt, kan al dan niet zijn gebruikt voor of aansluiten bij alle beleggingsstrategieën van Aegon Investment Management B.V. Verwijzingen naar effecten, beleggingscategorieën en financiële markten zijn uitsluitend ter illustratie opgenomen en mogen niet worden gebruikt als hulp of informatie bij het nemen van beleggingsbeslissingen. Het is niet opgesteld in overeenstemming met wettelijke vereisten ter bevordering van de onafhankelijkheid van beleggingsonderzoek en kan door Aegon Investment Management B.V. en haar medewerkers voor eigen doeleinden zijn gebruikt.

In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Resultaten, met inbegrip van de betaling van inkomsten, zijn niet gegarandeerd.

Meningen en andersoortige subjectieve uitingen vertegenwoordigen onze kennis van de huidige en historische markten en worden gebruikt om de vermogensbeheermogelijkheden van Aegon Investment Management B.V. te promoten: het is geen beleggingsaanbeveling, onderzoek of advies. De gebruikte bronnen worden door Aegon Investment Management B.V. op het moment van schrijven betrouwbaar geacht. Merk op dat deze promotie niet is opgesteld in overeenstemming met wettelijke vereisten ter bevordering van de onafhankelijkheid van beleggingsonderzoeken niet onderworpen is aan een handelsverbod door Aegon Investment Management B.V. of haar medewerkers voorafgaand aan de publicatie.

Alle gegevens zijn afkomstig van Aegon Asset Management (een handelsnaam van Aegon Investment Management B.V.), tenzij het anders vermeld staat. Het document is accuraat op het moment van schrijven, maar kan achteraf zonder kennisgeving worden gewijzigd.

Aegon Investment Management B.V. (KVK-nummer 27075825) staat bij de Autoriteit Financiële Markten geregistreerd als een vergunninghoudende fondsbeheerder. Op basis van haar fondsbeheervergunning is Aegon Investment Management B.V. ook bevoegd tot het verlenen van discretionair vermogensbeheer, beleggingsadvies en het ontvangen en doorgeven van orders.

AdTrax Code 6886133.1.

Exp date: 1 Aug 2026