

AEGON INSIGHTS

# Praktische gevolgen van een bewegend doelwit voor de renteafdekking

*Renteafdekking is traditioneel de hoeksteen van de beleggingsportefeuille van pensioenfondsen. Ook in de Wet toekomst pensioenen (Wtp) blijft renteafdekking een belangrijk onderdeel van het beleggingsbeleid. In deze serie analyseren we hoe de renteafdekking kan worden ingevuld in het nieuwe stelsel. In de eerste vier artikelen hebben we gekeken hoe de renteafdekking strategisch kan worden toegepast in beide premiereregelingen en welke beleggingsinstrumenten hiervoor gebruikt kunnen worden. In dit vijfde artikel kijken we naar de praktische gevolgen van een renteafdekking die onder de Wtp veel meer een bewegend doelwit wordt. We onderzoeken in het bijzonder welke bandbreedte rondom het strategisch niveau geschikt lijkt te zijn.*

Renteafdekking is voor pensioenregelingen een belangrijk onderdeel van het beleggingsbeleid. Het afdekken van het renterisico voor de verplichtingen voor een defined benefit (DB) pensioenregeling is vrij eenduidig: de verwachte pensioenuitkeringen zijn goed gedefinieerd en evolueren geleidelijk gedurende de tijd. Voor een defined contribution (DC) pensioenregeling en de beide premiereregelingen onder Wtp is het beeld fundamenteel anders, aangezien de af te dekken pensioenuitkeringen worden geprojecteerd op basis van de beleggingswaarde, die in de loop van de tijd zal variëren. Met andere woorden, de behaalde beleggingsresultaten hebben invloed op de geprojecteerde pensioenuitkeringen. Dit maakt de renteafdekking de facto een bewegend doelwit.

## Bewegend doelwit

De beweeglijkheid van de renteafdekking wordt hieronder geïllustreerd. In een premiereregeling wordt het opgebouwde pensioenvermogen op de pensioendatum omgezet naar een annuïteit (levenslange pensioenuitkering). Dit betekent dat de marktwaarde van de beleggingen gelijk is aan de marktwaarde van de pensioenuitkeringen. Onderstaand voorbeeld gaat ervan uit dat de kasstromen en de duratie van de beschermingsportefeuille gelijk zijn aan de verwachte kasstromen en duratie van de annuïteit:



**David van Bragt**  
Investment  
Solutions  
Consultant



**Oliver Warren**  
Senior Investment  
Solutions  
Consultant

- Stel dat een belegd vermogen van € 100.000 voor 50% wordt afgedekt (dat wil zeggen € 50.000 in de beschermings- en € 50.000 in de rendementsportefeuille).
- Als de rente daalt, dan stijgt het belegd vermogen. Bij een duratie van 20 zal het vermogen ongeveer met 20% stijgen bij een 1%-punt rentedaling.
- De rentedaling van 1%-punt zorgt ervoor dat de beschermingsportefeuille stijgt naar € 60.000. De rendementsportefeuille blijft gelijk, dus € 50.000. Dit brengt het totaal belegde vermogen op € 110.000.
- De renteafdekking is dus gelijk aan  $\frac{€ 60.000}{€ 110.000} = 54,5\%$ .
- Omgekeerd, bij een rentestijging van 1%-punt daalt de renteafdekking naar  $\frac{€ 40.000}{€ 90.000} = 44,4\%$ .

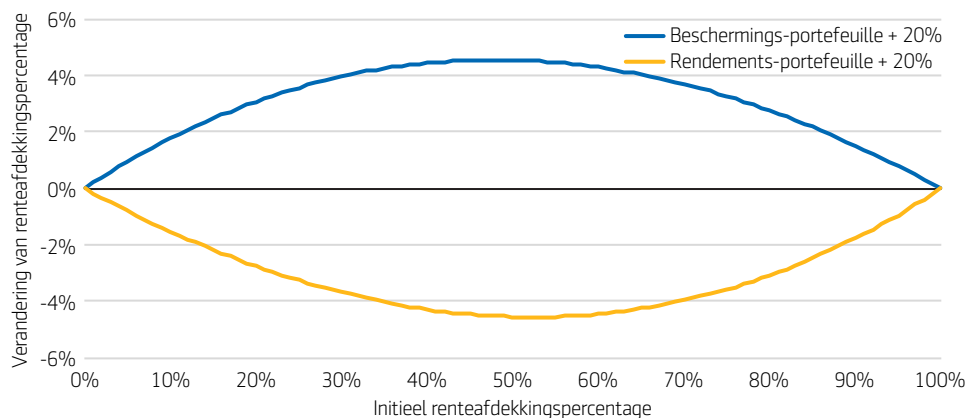
*De renteafdekking in een premieregeling is een bewegend doelwit*

Dit vereenvoudigde voorbeeld laat zien dat de renteafdekking in een premieregeling niet stabiel is, maar fluctueert als gevolg van renteveranderingen. Dit is een fundamenteel verschil met een DB-regeling. In dat geval zou een perfecte renteafdekking impliceren dat de renteafdekking stabiel blijft, ook bij grote rentebewegingen.

## Effecten op de renteafdekking

Figuur 1 toont het effect op de renteafdekking bij het verhogen van de waarde met 20% voor de beschermings- en rendementsportefeuille, wederom uitgaande van een gelijke looptijdverdeling voor de beschermingsportefeuille en de pensioenuitkeringen. De waarde van de rendementsportefeuille wordt hier constant gehouden wanneer de waarde van de beschermingsportefeuille wordt gewijzigd (en omgekeerd).

**Figuur 1: Effect van 20% marktwaardeschok op de renteafdekking bij verschillende afdekkingsniveaus**



Bron: Aegon Asset Management, per 31 juli 2023.

Figuur 1 laat zien dat een hogere waarde van de beschermingsportefeuille de renteafdekking verhoogt, terwijl het tegenovergestelde effect optreedt bij een hogere waarde van de rendementsportefeuille. Uit het eerdere voorbeeld bleek al dat een toename van de beschermingsportefeuille (als gevolg van een rentedaling) zorgt voor een hogere renteafdekking. Voor een toename van de rendementsportefeuille werkt het andersom omdat de beschermingsportefeuille in waarde gelijk blijft terwijl het totaal belegd vermogen toeneemt. Hierdoor ontstaat een lagere renteafdekking bij een toename van de rendementsportefeuille. Een uitzondering hierop zijn de extreme

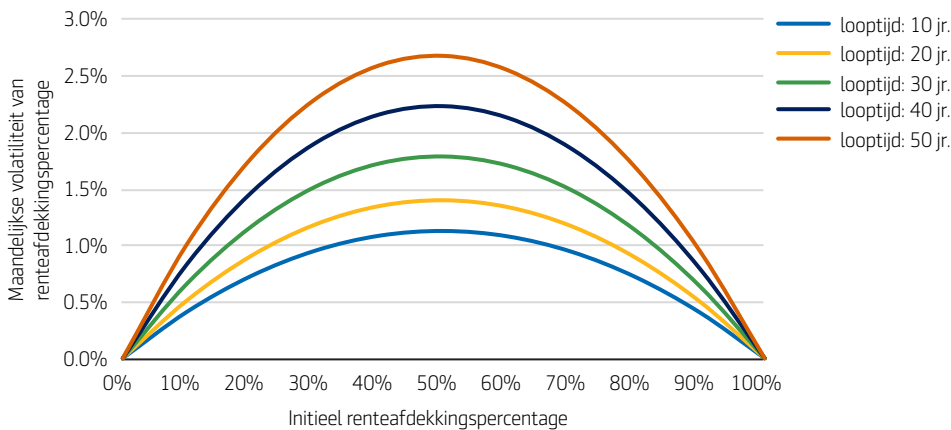
gevallen van 0% of 100% renteafdekking. Dit komt doordat de portefeuille in deze gevallen uitsluitend uit een rendements- respectievelijk beschermingsportefeuille bestaat.

Figuur 1 laat dus zien dat de maximale volatiliteit van de renteafdekking optreedt bij een initiële renteafdekking van ongeveer 50%. De renteafdekking beweegt dan ruim 4% omhoog of omlaag als de waarde van de beschermingsportefeuille respectievelijk de rendementsportefeuille stijgt. Hierbij wordt opgemerkt dat het effect bij een renteafdekking van 50% het grootst is maar dat het strategische niveau van de renteafdekking in een lifecycle zal variëren van ongeveer 0-25% tot 75-100% zoals in artikel 3 van deze serie is toegelicht.

### Historische analyse

Figuur 2 toont de historische maandelijkse volatiliteit van de renteafdekking voor een gestileerde flexibele premiereregeling (FPR). Zowel de beschermingsportefeuille als rendementsportefeuille worden hierbij gesimuleerd, op basis van historische aandelenrendementen en rentecurves tussen 31 augustus 2002 en 31 juli 2023.

**Figuur 2: Historische analyse van volatiliteit van renteafdekking voor verschillende looptijden**



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

De volatiliteit van de renteafdekking is ook nu weer het hoogst bij een initieel afdekkingspercentage van rond de 50%. De transactiekosten zijn daarom ook bij deze waarde het hoogst. De transactiekosten kunnen echter aanzienlijk dalen als een bandbreedte van bijvoorbeeld +/- 5%-punt (rond de beoogde renteafdekking) wordt toegepast. Een ruimere bandbreedte zou de transactiekosten nog verder kunnen beperken.

Voor de jongere deelnemers aan een FPR blijven de transactiekosten aanzienlijk als er sprake is van een renteafdekking van ongeveer 50%, zelfs wanneer ruime bandbreedtes worden gehanteerd. Dit komt door de lange looptijden die voor de renteafdekking van hun pensioenuitkeringen van belang zijn. De meeste lifecycles voor FPR zullen naar verwachting echter een relatief laag afdekkingspercentage voor jongere deelnemers (25% of lager) hanteren, wat dit effect mitigeert. Daarnaast kunnen nieuwe premies worden gebruikt om de beleggingsmix in de richting van de streefgewichten te sturen, wat in de praktijk leidt tot lagere transactiekosten.

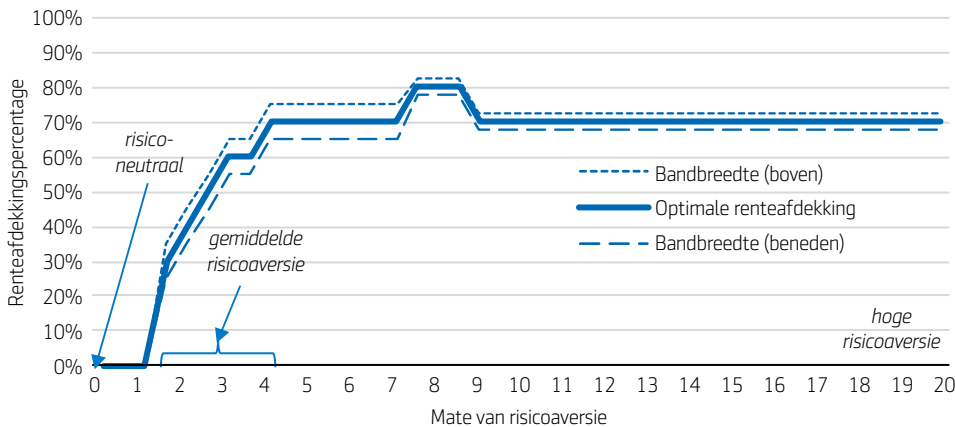
*Het effect van een marktwaardeschok is het grootst bij een initiële renteafdekking van 50%*

## Stochastische simulaties

Aan de hand van een stochastische scenario-analyse wordt meer inzicht verkregen in de optimale bandbreedte voor de renteafdekking in een FPR. Met optimaal wordt hier een maximalisatie van het verwachte nut voor een deelnemer – de voorkeuren van een deelnemer voor de hoogte van de pensioenuitkering – bedoeld. Hierbij is uitgegaan van een nutsfunctie met een constante relatieve risicoaversie. Figuur 3 laat de optimale bandbreedte (rond een afdekkingspercentage) zien voor FPR-deelnemers met een verschillende mate van risicoaversie. In dit voorbeeld is de looptijd van de pensioenuitkering gelijkgesteld aan 20 jaar. Daarmee is het veranderen van de hoogte van de renteafdekking als gevolg van het veranderen van de leeftijd van een deelnemer in een lifecycle niet in ogenschouw genomen.

*Een stochastische scenario-analyse kan meer inzicht geven in de optimale bandbreedte voor de renteafdekking*

**Figuur 3: Optimale bandbreedte voor de renteafdekking als functie van risicoaversie**



Bron: Aegon Asset Management, per 31 juli 2023.

De renteafdekking is hier afgerond naar een veelvoud van 10%-punten. In de figuur van links naar rechts gaand, wordt de FPR-deelnemer steeds meer risicomijdend. Voor een risiconeutrale deelnemer is een renteafdekking van 0% aannemelijk omdat dit de allocatie naar meer risicovolle beleggingen, met een hoger verwacht rendement, maximaliseert. Wanneer de FPR-deelnemer meer risicomijdend wordt, loopt de renteafdekking snel op tot 70-80% en stabiliseert zich vervolgens. De optimale bandbreedte is gelijk aan +/- 5%-punt voor deelnemers met een gemiddelde mate van risicoaversie zoals aangegeven in figuur 3. Over de bandbreedte is verder op te merken dat een krappere bandbreedte optimaal lijkt te zijn voor deelnemers met een hogere dan gemiddelde mate van risicoaversie.

Voor deze analyse is een gestileerd FPR-contract gebruikt omdat daarmee individuele aspecten (zoals de invloed van risicoaversie) directer inzichtelijk gemaakt kunnen worden. Dit geeft evengoed een beeld voor de uitkomsten in een solidaire premieregeling (SPR). Aangezien verwacht kan worden dat een collectief beheerde SPR een gemiddelde mate van risicoaversie zal hebben, suggereert dit onderzoek dat eenzelfde optimale bandbreedte van +/- 5%-punt een goede keuze lijkt te zijn voor een SPR.

Uiteraard zijn deze resultaten gevoelig voor de aannames in de stochastische simulaties. Denk hierbij aan de hoogte van de transactiekosten, het wel of niet

meenemen van het AOW-basispensioen, het wel of niet meenemen van het effect van menselijk kapitaal, kortere of langere looptijden van de pensioenuitkeringen, 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 veelal wordt toegepast in beschermingsportefeuilles*

Een bescheiden extra hefboom middels rentederivaten (bijvoorbeeld 25%), in combinatie met een hogere renteafdekking, heeft een positief effect op het verwachte nut voor de deelnemers.

Een ander aspect is dat de resultaten aanzienlijk verslechteren als de mate van curverisico toeneemt binnen de gekozen beleggingsinvulling van de beschermingsportefeuille. Een nauwkeurige renteafdekking van de geprojecteerde pensioenuitkeringen is dus belangrijk: alleen het afdekken van de gemiddelde looptijd leidt niet tot optimale resultaten.

Ten slotte is het belangrijk om te benoemen dat in een FPR verschillende variabelen in de loop van de tijd zullen veranderen. Zo zal de looptijd van de pensioenuitkeringen afnemen naarmate de pensioenleeftijd dichterbij komt, wat ook kan leiden tot meer risicoaversie bij de deelnemer. Dit kan verschillende effecten hebben op de optimale asset allocatie en renteafdekking. Dergelijke gecombineerde effecten zijn natuurlijk van belang voor de praktische toepassingen en bij het samenstellen van de optimale lifecycles voor een FPR.

## Conclusie

In dit artikel hebben we laten zien dat de renteafdekking automatisch gaat fluctueren binnen een premieregeling en daarmee een bewegend doelwit wordt. Om hoge transactiekosten te voorkomen is het raadzaam om voldoende ruimte toe te staan rondom het strategisch niveau van de renteafdekking. Vooral voor de jongere deelnemers bij een hogere renteafdekking kunnen de transactiekosten anders flink oplopen bij een te krappe bandbreedte. Dit komt door de lange looptijd van hun pensioenuitkeringen, waardoor de omvang van de beleggingsportefeuille – en dus ook de geprojecteerde pensioenuitkeringen – sterk gaat variëren bij een hogere renteafdekking. Een historische en een stochastische analyse tonen aan dat bij een gemiddelde mate van risicoaversie een bandbreedte van +/- 5%-punt optimaal lijkt te zijn om aan de ene kant hoge transactiekosten te voorkomen en aan de andere kant voldoende sturing te geven richting de gewenste strategische renteafdekking.

*Bij een gemiddelde mate van risicoaversie lijkt een bandbreedte van +/- 5%-punt optimaal*

## 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 6985312.1.

Exp date: 1 Aug 2026