

Renteafdekking binnen Wet toekomst pensioenen

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. De mate van afdekking en hoe dit wordt toegedeeld naar deelnemers gaat echter veranderen. In deze serie analyseren we hoe de renteafdekking ingevuld moet worden in het nieuwe stelsel. In dit eerste artikel laten we zien dat de renteafdekking relevant blijft en lichten we toe hoe de renteafdekking verandert van een vast strategisch niveau naar een bewegend doelwit.

Renteafdekking blijft relevant

De overgang naar de Wtp markeert een belangrijk keerpunt in het Nederlandse pensioenstelsel. Dit introduceert twee nieuwe pensioenregelingen, de solidaire premieregeling (SPR) en de flexibele premieregeling (FPR). Beide regelingen zijn in beginsel premieregelingen waarbij de premie vaststaat, er een persoonlijk pensioenvermogen wordt opgebouwd en waarbij de uitkering afhankelijk is van hoeveel pensioen er 'ingekocht' kan worden op basis van de kostprijs van het pensioen. Een belangrijk verschil met het huidige pensioenstelsel is dan ook dat er geen verplichtingen of aanspraken meer zijn, enkel verwachte pensioenuitkeringen.

De huidige praktijk waarbij het renterisico van de verplichtingen wordt afgedekt komt dan ook te vervallen. Pensioenuitkeringen blijven echter sterk afhankelijk van de rente. De kostprijs van het pensioen is het pensioenvermogen dat nodig is om € 1 aan vaste pensioenuitkering in te kunnen kopen na pensionering. Wanneer de rente daalt neemt de kostprijs van het pensioen immers toe, waardoor bij een gelijkblijvend pensioenvermogen minder zou kunnen worden ingekocht en de (verwachte) pensioenuitkering daalt. Maar door het vermogen mee te laten bewegen met de kostprijs van het pensioen, met andere woorden met de rente, wordt dit risico (gedeeltelijk) weggenomen. Door in de opbouw van het pensioenvermogen te zorgen dat het vermogen toeneemt als de rente daalt, kan het effect van de toegenomen kostprijs van het pensioen worden gecompenseerd. Dat is de meerwaarde van renteafdekking in een premieregeling. Het volgende voorbeeld illustreert dit:

Voorbeeld pensioenuitkering gepensioneerde bij rentedaling

Startsituatie	Rente daalt 2% (zonder renteafdekking)	Rente daalt 2% (met 100% renteafdekking)
Persoonlijk vermogen: € 150.000	Persoonlijk vermogen: € 150.000	Persoonlijk vermogen: € 166.668 (+11%)
Kostprijs € 1 pensioen per jaar: € 15,00	Kostprijs € 1 pensioen per jaar: € 16,67	Kostprijs € 1 pensioen per jaar: € 16,67
Pensioenuitkering (jaarlijks): € 10.000	Pensioenuitkering (jaarlijks): € 9.000 (-10%)	Pensioenuitkering (jaarlijks): € 10.000



Gosse Alserda
Investment
Strategist



Yiyi Huang
Investment
Solutions
Consultant

Afdekken van verwachte kasstromen

Bij een premieregeling worden dus niet de pensioenverplichtingen afgedekt, maar de verwachte kasstromen of pensioenuitkeringen van een deelnemer. Hoewel de uitkomst vergelijkbaar is – per jaar in de toekomst een eurobedrag aan verwachte uitkeringen – is de wijze waarop het berekend wordt anders. De verwachte kasstromen worden berekend alsof er met het huidige vermogen een vaste uitkering (annuïteit) wordt aangekocht die begint op de pensioenleeftijd. De verwachte kasstromen zijn dan deze vaste uitkeringen maal de verwachte overlevingskans in enig jaar. Kortom, als iemand met zijn vermogen een uitkering aan kan kopen van € 10.000 per jaar, dan is de verwachte kasstroom op 68-jarige leeftijd € 10.000, terwijl het nog maar € 5.000 is op 92-jarige leeftijd (bij 50% kans dat deze leeftijd bereikt wordt). De renteafdekking komt dan in hoofdlijnen neer op het beleggen in obligaties en/of derivaten waarvan de kasstromen overeenkomen met de verwachte kasstromen van de deelnemer(s). In kader 1 wordt getoond hoe de kasstromen veranderen voor een typisch pensioenfonds als gevolg van de overgang naar het nieuwe stelsel.

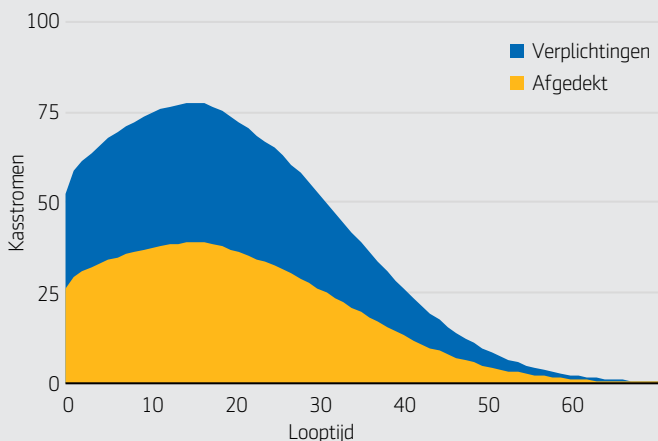
Bij een premieregeling dekken we de verwachte kasstromen of pensioenuitkeringen af

Kader 1: Kasstromen in het oude en nieuwe stelsel

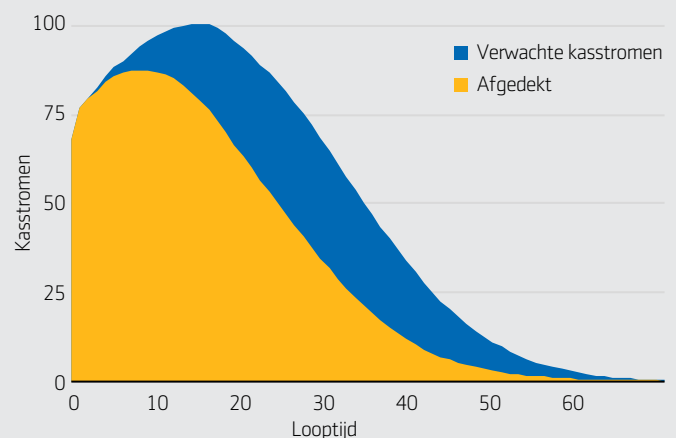
Hieronder zijn de kasstromen getoond voor een gemiddeld pensioenfonds in het huidige stelsel (FTK) en na overgang naar het nieuwe stelsel (Wtp, zowel SPR en FPR). De vergelijking tussen deze twee kasstroomprofielen (in het blauw weergegeven) en de kasstromen uit de renteafdekking (geel) laten een aantal belangrijke verschillen zien:

- Voor een gemiddeld pensioenfonds nemen de verwachte kasstromen toe. In het huidige stelsel wordt alleen naar de kasstromen van de verplichtingen gekeken, terwijl in het nieuwe stelsel naar het totale vermogen (inclusief buffer als die aanwezig is) wordt gekeken. Voor pensioenfondsen met een dekkingsgraad hoger dan 100% nemen de kasstromen dus in de meeste gevallen toe.
- Het kasstroomprofiel van de renteafdekking verandert. Waar nu veelal een vaste afdekking voor de hele populatie wordt gehanteerd (voorbeeld: 50%) zal dit straks per leeftijdscohort veranderen. Wanneer voor jongeren (met lange kasstromen) relatief minder wordt afgedekt en voor ouderen relatief meer (bijvoorbeeld 25% voor jongeren, 100% voor ouderen), betekent dit ook dat er langlopend relatief minder wordt afgedekt dan op het kortlopend.

Kasstromen FTK



Kasstromen nieuwe stelsel

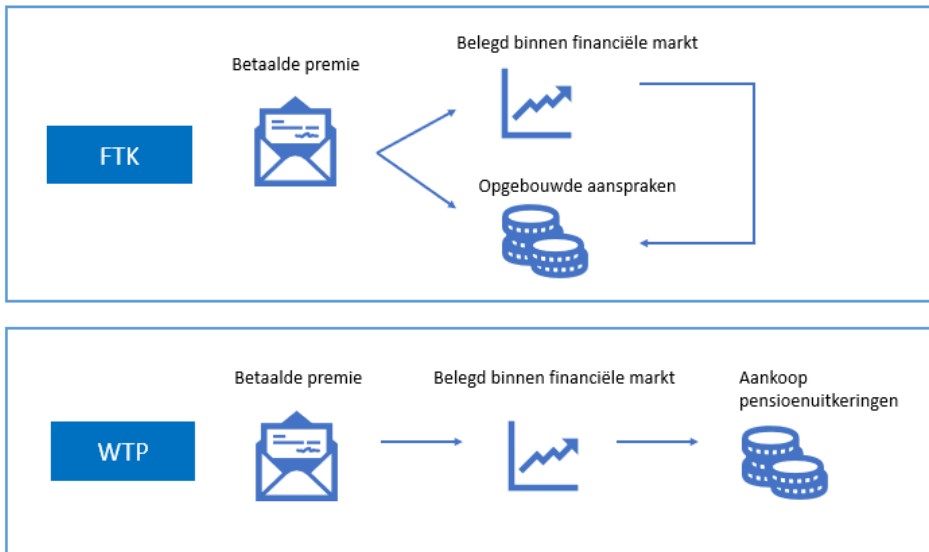


Renteafdekking met bewegend doelwit

In de berekening van de verwachte kasstromen komen twee interessante punten naar voren. Ten eerste wordt er geen rekening gehouden met toekomstige premies. Actieve deelnemers gaan de komende tijd nog premies inleggen. Hierdoor neemt het toekomstig vermogen en dus ook de verwachte uitkering toe. Als de rente daalt dan heeft dit ook consequenties voor het verwacht pensioen uit die extra premie. Ten tweede wordt er ook geen rekening gehouden met verwacht overrendement. Door het overrendement is het verwachte vermogen bij pensionering hoger dan wanneer geen risico wordt genomen (zoals wanneer nu een vaste uitkering wordt aangekocht). Beide punten zorgen ervoor dat de verwachte kasstromen zoals die worden berekend voor de renteafdekking, een onderschatting zijn van de daadwerkelijke verwachte pensioenuitkeringen. Oftewel, de rentegevoeligheid is veelal groter dan wordt aangenomen voor de renteafdekking.

Een ander belangrijk verschil van de renteafdekking in een premieregeling is dat de verwachte kasstromen die worden afgedekt rechtstreeks afhankelijk zijn van financiële markten. Wanneer het vermogen toeneemt vanwege bijvoorbeeld een goed aandelenrendement of een gedaalde rente, dan nemen ook de verwachte kasstromen toe en zal ook de renteafdekking moeten worden uitgebreid. Dit maakt dat de renteafdekking een bewegend doelwit is. Hierdoor zal de renteafdekking in een premieregeling vaker moeten worden bijgestuurd dan in een uitkeringsregeling, waar de verplichtingen in beginsel niet afhankelijk zijn van financiële markten (los van het indirecte effect via kortingen en indexatie). De volgende illustratie laat (versimpeld) het verschil tussen het huidige en nieuwe stelsel zien.

Renteafdekking binnen een premieregeling blijft niet stabiel



*Dit is een versimpelde weergave waarbij de effecten van indexatie en kortingen niet zijn meegenomen.

In een premieregeling, zoals SPR en FPR, zijn de kasstromen dus afhankelijk van het opgebouwde vermogen. Hierdoor beweegt de renteafdekking mee met financiële markten en zal deze vaker moeten worden bijgestuurd. In kader 2 wordt dit met een voorbeeld toegelicht.

Kader 2: Voorbeeld renteafdekking met bewegend doelwit

Stel dat een deelnemer in een premieregeling € 100.000 vermogen heeft met een renteafdekking van 50%. Als de renteafdekking wordt ingevuld door te beleggen in obligaties met kasstromen die precies overeenkomen met die van de verwachte uitkeringen, dan moet 50% (€ 50.000) in deze obligaties worden belegd.

- Belegd vermogen is € 100.000 met 50% renteafdekking (€ 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.
- Een rentedaling van 1%-punt zorgt ervoor dat de beschermingsportefeuille stijgt naar € 60.000. De rendementsportefeuille blijft gelijk. 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 $\frac{€ 40.000}{€ 90.000} = 44,4\%$.

Dit vereenvoudigde voorbeeld laat zien dat de renteafdekking binnen een premieregeling niet stabiel is maar verandert als gevolg van renteveranderingen. Dit is een fundamenteel verschil met het afdekken van verplichtingen in een uitkeringsregeling. In dat geval zou een perfecte renteafdekking impliceren dat de renteafdekking stabiel blijft, ook bij grote rentebewegingen.

Ook in het nieuwe stelsel blijft de renteafdekking relevant

Vervolg

In dit artikel hebben we gekeken naar de renteafdekking in de nieuwe pensioenregelingen. Doordat de kostprijs van pensioen afhankelijk is van de rente blijft de renteafdekking ook in het nieuwe stelsel relevant. Daarin gaan we immers niet langer pensioenverplichtingen afdekken maar de verwachte kasstromen op basis van het opgebouwde vermogen. Hierdoor zal de renteafdekking meer gaan fluctueren.

In het volgende artikel lichten we toe hoe de renteafdekking afhangt van de contractkeuze; SPR versus FPR. Later in de serie gaan we in op strategische en operationele vragen rondom de renteafdekking. Oftewel, welke mate van renteafdekking is gewenst voor verschillende leeftijdscohorten, welke kasstromen worden afgedekt, heeft een dynamische renteafdekking nog meerwaarde in het nieuwe stelsel? En hoe kun je dit alles het beste implementeren.

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 6622170.1.