

# Strategische mate van renteafdekking in een lifecycle

*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 ingevuld kan worden in het nieuwe stelsel. In de eerste twee artikelen hebben we gekeken hoe renteafdekking werkt in een premieregeling en wat de verschillen zijn tussen een solidaire en flexibele premieregeling. In dit derde artikel kijken we voor deze premieregelingen naar de gewenste strategische mate van renteafdekking per leeftijdscategorie.*

Een belangrijke verandering in de nieuwe pensioenregelingen is dat per leeftijdscohort een beleggingsbeleid moet worden vastgesteld. Onderdeel hiervan is de mate van renteafdekking (beschermingsrendement). Waar pensioenfondsen nu slechts één percentage hoeven vast te stellen voor de renteafdekking, moet dat straks afzonderlijk per leeftijdscohort worden gedaan. Hoewel dit zorgt voor meer complexiteit in het strategische beleid en in de uitvoering, kunnen de voordelen voor deelnemers groot zijn. Zo kan het renterisico voor ouderen volledig worden afgedekt zonder dat dit automatisch ook leidt tot een hoge mate van afdekking bij jongeren. Met de nieuwe premieregelingen kan de renteafdekking dus meer op maat worden afgestemd op de behoefte per leeftijdscohort. Dit leidt tot een lifecycle waarin wordt vastgelegd wat de hoogte van de renteafdekking is naarmate een deelnemer dichterbij zijn pensioenleeftijd komt.

Er zijn verschillende factoren die pleiten voor een hogere of lagere mate van renteafdekking. In dit artikel proberen we om een compleet overzicht te geven van alle factoren die bij die afweging een rol spelen. Hierbij zullen we toelichten welke aspecten hieraan nieuw zijn of wat er zal wijzigen onder Wtp. Vervolgens wordt beschreven hoe deze factoren tot uiting komen voor de verschillende leeftijdscohorten. Hieruit volgt een indicatieve uitkomst van de gewenste strategische mate van de renteafdekking in een lifecycle.

## Bepalende factoren voor de renteafdekking

### 1. Renterisico

De belangrijkste functie van de renteafdekking is het (gedeeltelijk) mitigeren van het renterisico voor de deelnemers. Hieronder wordt de impact van de renteafdekking op verschillende vormen van volatiliteit voor de deelnemer bekeken, waarbij onderscheid wordt gemaakt tussen het nominale en reële renterisico.



**Gosse Alserda**  
Investment  
Strategist



**Oliver Warren**  
Investment  
Solutions  
Consultant

## Nominaal renterisico

In elk kapitaal gedekt pensioenstelsel zijn deelnemers op de lange termijn gevoelig voor de rente. Bij een lagere rente kan voor hetzelfde vermogen een lager pensioeninkomen worden uitgekeerd omdat toekomstige rendementen lager zijn. Oftewel, bij een lagere rente neemt de 'kostprijs' van het pensioen toe<sup>1</sup>. Door hetzelfde renterisico toe te voegen aan de beleggingen valt dit risico (deels) tegen elkaar weg.

In figuur 1 wordt de ontwikkeling van de kostprijs van het pensioen over de afgelopen 25 jaar getoond voor een 68-jarige deelnemer<sup>1</sup>. De kostprijs van een euro pensioen varieert over deze periode tussen circa € 12 en € 22. Met een vast vermogen van € 300.000 varieert het pensioen op de pensioenleeftijd daarmee tussen de € 13.500 en € 25.700 per jaar. De grootste stijging van de kostprijs binnen een jaar als gevolg van de renteontwikkeling was in 2011-2012. Door de daling van de rente zou toen de in te kopen pensioenuitkering met 17,6% gedaald zijn als er geen rente was afgedekt. Des te dichter de renteafdekking bij de 100% ligt, des te meer renterisico er wordt weggenomen.

**Figuur 1: Kostprijs op pensioenleeftijd voor een 68-jarige deelnemer**



Bron: Aegon Asset Management en Bloomberg. Kostprijs is berekend over de periode van december 1999 t/m mei 2024.

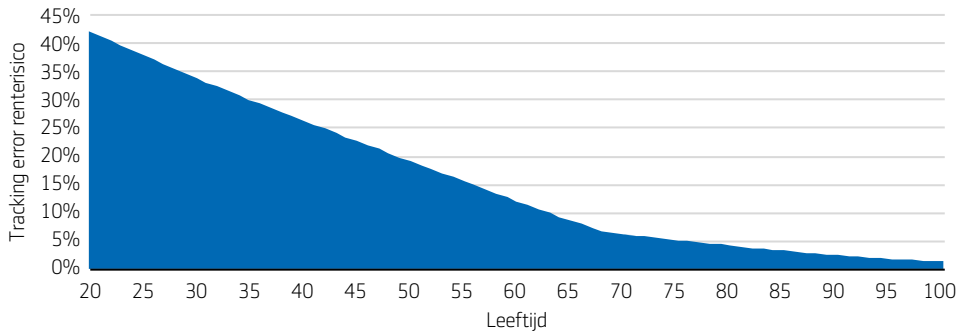
Ook in termen van tracking error verlaagt de renteafdekking het renterisico. Hierbij is de tracking error een maatstaf van het pensioenrisico, waarbij een tracking error van bijvoorbeeld 5% aangeeft dat een deelnemer 68% kans heeft dat het pensioen minder dan 5% varieert in een jaar. Uit berekeningen blijkt dat een deelnemer op pensioenleeftijd zonder renteafdekking een tracking error van 6,7% door renterisico heeft, terwijl dit bijna 0% kan zijn bij een volledige afdekking van het renterisico (afhankelijk van de invulling en het openstaande curverisico). In kader 1 wordt de tracking error in meer detail toegelicht.

Renterisico is het grootst op jonge leeftijd. Hoe jonger de deelnemer, hoe verder de (verwachte) pensioenuitkeringen in de toekomst liggen en hoe groter de impact van veranderende rentes is. Dit wordt ook getoond in figuur 2. Hier bovenop komt nog de impact van de volatiliteit van de rente op de nog in te leggen pensioenpremies. Dit laatste kan mogelijk deels gecompenseerd worden wanneer actuele rentestanden worden meegenomen in de vaststelling van de pensioenpremies. Later in dit artikel wordt nader ingegaan op de gewenste renteafdekking per leeftijd.

*Onder Wtp moet straks afzonderlijk per leeftijdscohort een percentage renteafdekking worden vastgesteld.*

<sup>1</sup>De kostprijs van het pensioen is het pensioenvermogen dat nodig is om € 1 aan vaste pensioenuitkering in te kunnen kopen na pensioenering.

**Figuur 2: Tracking error renterisico voor verschillende leeftijden**



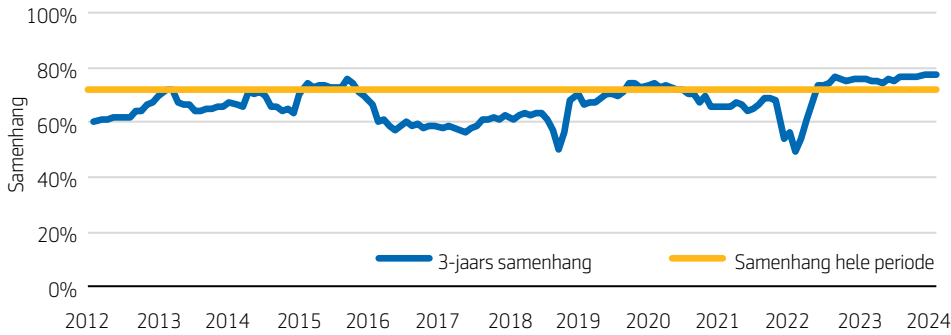
Bron: Aegon Asset Management en Bloomberg. Tracking error is op maandbasis berekend over de periode van december 1999 t/m mei 2024 en vervolgens geannualiseerd.

**Reëel renterisico**

Voor deelnemers is het ook van belang wat de koopkracht van de (verwachte) pensioenuitkering is, oftewel wat deelnemers na pensionering kunnen kopen met hun pensioenuitkering. De nominale rente, die bepaalt welk pensioen ingekocht kan worden met het pensioenvermogen, bestaat uit zowel de reële rente als de verwachte inflatie. Als de nominale rente oploopt doordat de verwachte inflatie stijgt, is het niet wenselijk dat het renterisico volledig is afgedekt. In dat geval blijft de uitkering gelijk, maar daalt de koopkracht ervan als gevolg van de hogere inflatie.

Vanuit koopkracht gezien, is het daarom wenselijk om de reële rente af te dekken, niet de verwachte inflatie. De mogelijkheden voor een reële renteafdekking zijn in de praktijk vaak beperkt, vanwege restricties in de pensioenregeling (bijvoorbeeld een nominaal beschermingsrendement) en/of door de beperktere beschikbaarheid van geschikte beleggingsinstrumenten en de liquiditeit daarvan. Wanneer niet gekozen wordt voor een reële afdekking kan desondanks gekozen worden om in de nominale afdekking rekening te houden met de volatiliteit van reële pensioenuitkeringen. Dit komt in de praktijk vaak neer op een lagere renteafdekking, waarbij zo goed als mogelijk het gedeelte van de reële rente wordt afgedekt, maar niet het gedeelte van de verwachte inflatie. Welk percentage dan wenselijk is, is afhankelijk van de samenhang tussen de nominale en reële rente, wat weer afhankelijk is van de volatiliteit van de verwachte inflatie (bij een lage volatiliteit van de inflatie is de samenhang zo goed als nul en omgekeerd). In figuur 3 is deze samenhang getoond. Belangrijke conclusies zijn dat de samenhang sterk varieert over tijd, maar dat een gemiddelde samenhang van circa 72% over deze periode geobserveerd wordt. In figuur 4 is het effect van verschillende niveaus van de (nominale) renteafdekking getoond op het reële pensioenrisico. Hier komt naar voren dat over deze periode (van juni 2009 tot en met mei 2024) een afdekking van 74% het laagste reële renterisico had opgeleverd. Tegelijkertijd is het verschil met 100% renteafdekking relatief beperkt (tracking error van 4,9% ten opzichte van 5,2%).

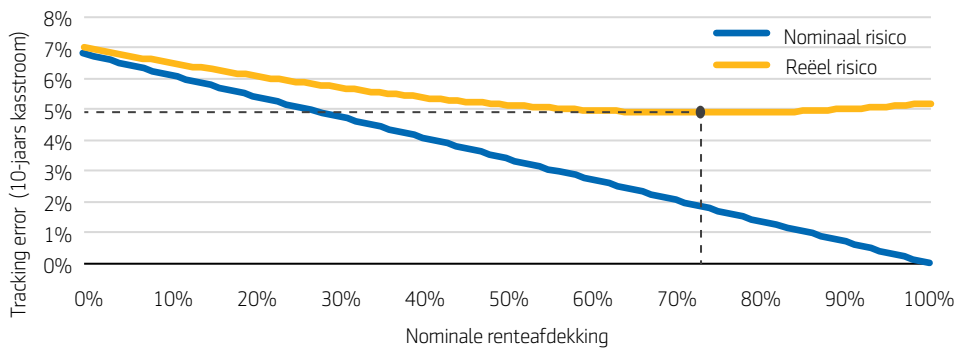
**Figuur 3: Samenhang tussen mutaties van de nominale en reële 10-jaars rente**



Bron: Aegon Asset Management en Bloomberg. Samenhang is op maandbasis berekend over de periode van juni 2009 t/m mei 2024. De 3-jaars samenhang geeft het voortschrijdend gemiddelde weer.

*Om een gedeelte van het reële renterisico af te dekken, wordt in de praktijk vaak een lagere nominale renteafdekking gehanteerd.*

**Figuur 4: Nominaal en reëel renterisico op basis van nominale renteafdekking**



Bron: Aegon Asset Management en Bloomberg. Tracking error is op maandbasis berekend over de periode van juni 2009 t/m mei 2024 en vervolgens geannualiseerd.

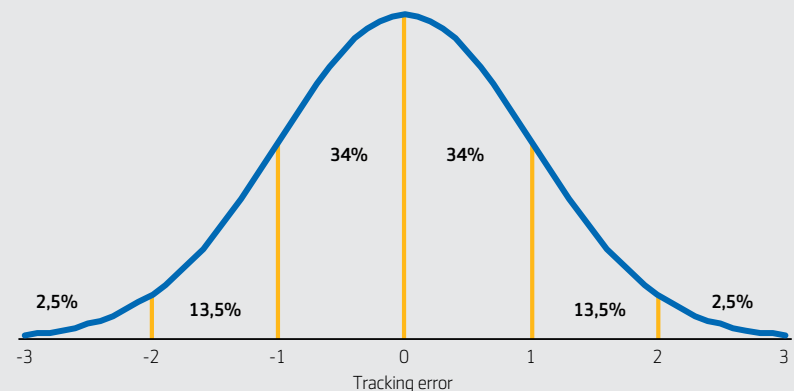
### Kader 1: Tracking error als belangrijke risicomaatstaf

De tracking error wordt naar verwachting een belangrijke risicomaatstaf in het nieuwe stelsel. De tracking error is gedefinieerd als de standaard deviatie van het verschil tussen het behaalde rendement en het rendement dat nodig is om de verwachte uitkering (op basis van het huidige vermogen) gelijk te houden (oftewel het rendement van een perfecte renteafdekking).

Daarmee geeft de tracking error aan hoeveel de verwachte uitkering kan fluctueren door, in dit geval, renteveranderingen. Voor de tracking error geldt dat circa 68% van alle uitkomsten tussen plus en min één keer de tracking error liggen en circa 95% van alle uitkomsten tussen plus en min twee keer de tracking error liggen.

Een tracking error van bijvoorbeeld 5,0% betekent dus dat er 68% kans is dat de verwachte opgebouwde uitkering in enig jaar een verandering laat zien tussen -5,0% en +5,0%. En dat er 95% kans is dat dit tussen de -10,0% en +10,0% is.

**Figuur 5: Kansverdeling van de tracking error**



Bron: Aegon Asset Management. Illustratief voorbeeld.

## 2. Volatiliteit van pensioenvermogen

Een belangrijk onderdeel van de nieuwe premieregelingen is dat deelnemers een persoonlijk pensioenvermogen opbouwen. Hoewel economisch gezien vooral de pensioenuitkering van belang is, gaan deelnemers ook de volatiliteit van het pensioenvermogen onder ogen krijgen. Omdat renteafdekking in feite neerkomt op het toevoegen van renterisico aan de opbouw van het pensioenvermogen, zal de renteafdekking daarom zorgen voor een hogere volatiliteit van het pensioenvermogen. Een vergelijkbaar effect in de volatiliteit van het vermogen van een pensioenfonds is overigens ook al zichtbaar in het huidige pensioenstelsel. Maar in het nieuwe pensioenstelsel zal deze volatiliteit vanwege de meer individueel gerichte communicatie zichtbaarder worden voor deelnemers.

Hoewel renteafdekking economisch (en rationeel) gezien goed is voor de pensioenuitkering, kan de negatieve perceptie bij een hogere volatiliteit van het pensioenvermogen toch ook niet helemaal genegeerd worden. Dit zal vooral voor jongeren van belang kunnen zijn. Renterisico voegt voor hen relatief meer volatiliteit toe (zie figuur 2), en daarnaast kennen ze ook al meer volatiliteit door de hogere blootstelling aan zakelijke waarden. Bovendien is voor hen een pensioenuitkering verder weg en daarmee minder concreet (ten opzichte van de meer concrete waarde van het actuele pensioenvermogen). Dit kan voor pensioenfonds een reden zijn om de renteafdekking voor jongeren tot op zekere hoogte te beperken, ondanks dat een lagere renteafdekking economisch gezien leidt tot meer renterisico voor de in te kopen pensioenuitkering.

## 3. Mogelijke bronnen van rendement

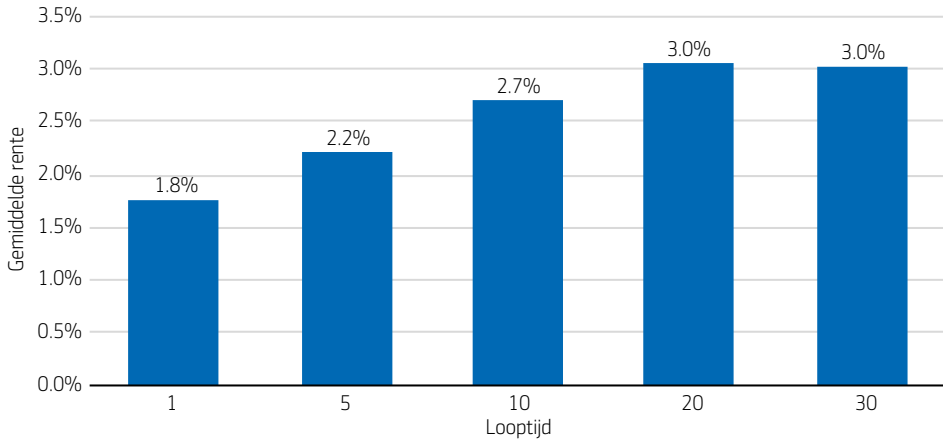
Met de (hoogte van de) renteafdekking kan ook een bijdrage worden geleverd aan het verwachte rendement van de deelnemers. Hieronder worden de belangrijkste bronnen uiteengezet die mogelijk bijdragen aan een verwacht rendement door het renterisico (deels) af te dekken.

### Termijnpremie

Normaal gesproken verschilt de hoogte van de rente per looptijd. Dit kan twee redenen hebben: 1) de markt verwacht dat korte rentes in de toekomst gaan dalen / stijgen, of 2) er is sprake van een termijnpremie. Op enig moment is niet eenduidig vast te stellen welke gedeelte van het verschil tussen de rentes op lange en korte looptijden door deze twee afzonderlijke factoren wordt bepaald. Maar over een lange horizon bekeken, is de rente op langere looptijden gemiddeld hoger dan de rente op kortere looptijden. Omdat het niet waarschijnlijk is dat markten vrijwel altijd verwachten dat rentes gaan stijgen, is het dus aannemelijk dat er sprake is van een termijnpremie; de rente op langere looptijden is hoger omdat (voor de meeste beleggers) dit leidt tot een hoger risico en daar zal een hogere rentevergoeding tegenover moeten staan. De termijnpremie is in dit geval een vorm van een risicopremie. Dit wordt geïllustreerd in figuur 6, waar te zien valt dat tussen 1999 en 2024 de rente op lange looptijden aanzienlijk hoger was dan die op korte looptijden. Eenzelfde beeld komt naar voren als dit over een nog langere horizon bekeken wordt.

Omdat renteafdekking in feite neerkomt op het beleggen in langere looptijden (ten koste van kortere looptijden) kan er gemiddeld genomen geprofiteerd worden van een positief verwacht rendement in de vorm van een termijnpremie.

**Figuur 6: Gemiddelde euro swaprente per looptijd**



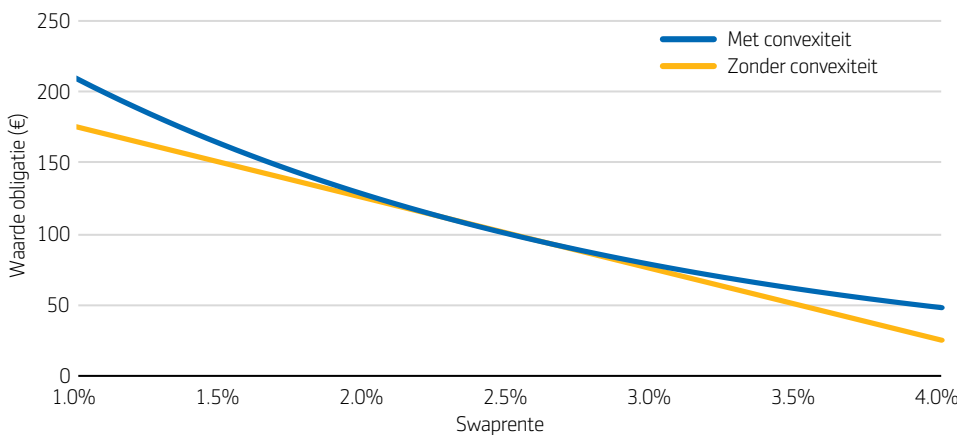
Bron: Aegon Asset Management en Bloomberg. Gemiddelde rente is berekend over de periode van december 1999 t/m mei 2024.

*Renteafdekking komt neer op beleggen in langere looptijden waardoor geprofiteerd kan worden van een termijnpremie.*

**Convexiteit**

Convexiteit is de eigenschap van vastrentende beleggingen dat de stijging in waarde groter is bij een daling van de rente, dan de daling in waarde bij eenzelfde stijging van de rente. Als beide renteveranderingen even waarschijnlijk zijn, heeft dit een positief verwacht rendement tot gevolg. De impact van convexiteit is getoond in figuur 7 waarbij te zien is dat de waarde van een obligatie met convexiteit na een renteschok altijd hoger is dan zonder convexiteit. Over het algemeen geldt dat hoe langer de looptijd, hoe groter het effect is van convexiteit. Daarom kan dit vooral voor jongeren – die kasstromen tot in de verre toekomst hebben – een relevante bron van verwacht rendement zijn.

**Figuur 7: Impact van convexiteit**



Bron: Aegon Asset Management. Illustratief voorbeeld op basis van een 50-jaars kasstroom met een startrente van 2,5%.

## Diversificatie

Naast een termijnpremie en convexiteit kan ook via diversificatie geprofiteerd worden van renteaafdekking. Doordat de af te dekken kasstromen afhankelijk zijn van het vermogen moet bij een gedeeltelijke afdekking regelmatig worden bijgestuurd. Als de rente om een vast punt beweegt, zorgt dit ervoor dat de renteaafdekking telkens duurder wordt verkocht dan dat die wordt gekocht. Dit effect is met een voorbeeld geïllustreerd in kader 2. De werking is vergelijkbaar met dat van rentestaffels zoals die in het huidige stelsel soms worden toegepast door pensioenfondsen.

In figuur 8 wordt de bijdrage van de renteaafdekking getoond voor verschillende afdekkingspercentages over de periode van maart 2010 tot en met mei 2024. Over deze periode eindigde de (20-jaars) rente op hetzelfde niveau als waar die begon (2,8%). Zodoende wordt het rendement niet beïnvloed door een trend in de rente. Te zien valt dat het rendement bij 100% renteaafdekking hoger is dan bij 0% afdekking als gevolg van de termijnpremie. Daartussen loopt het rendement op, maar het rendement loopt richting een renteaafdekking van 50% sneller op dan daarna, omdat bij 50% afdekking optimaal wordt geprofiteerd van het diversificatierendement. Zowel bij 0% als bij 100% afdekking hoeft nooit bijgestuurd te worden in de renteaafdekking (als gevolg van renteveranderingen), waardoor er ook geen diversificatierendement is. Bij 50% renteaafdekking moet het vaakst worden bijgestuurd en wordt het meest geprofiteerd. Over deze periode liep het voordeel hierdoor op tot circa 0,25% per jaar. Ook na transactiekosten zorgt diversificatie voor een positieve bijdrage aan het verwacht rendement.

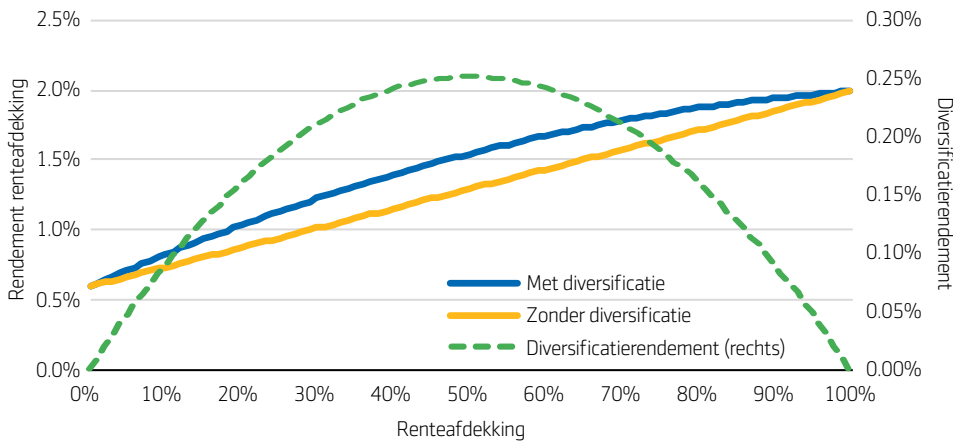
### Kader 2: Voorbeeld van diversificatierendement

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

- Belegd vermogen is € 100.000 met 50% renteaafdekking (€ 50.000 in de beschermings- en € 50.000 in de rendementsportefeuille).
- Als de rente 1% daalt, stijgen de obligaties in de beschermingsportefeuille met circa 20% in waarde (uitgaande van een duratie van 20). Deze obligaties zijn nu € 60.000 waard geworden en het totaal belegd vermogen is naar € 110.000 gestegen.
- De renteaafdekking komt nu uit op 54,5% ( $\frac{€ 60.000}{€ 110.000}$ ), dus moeten er obligaties worden verkocht om de renteaafdekking naar 50% bij te sturen.
- De nieuwe portefeuille bestaat daarna voor € 55.000 uit de beschermingsportefeuille en voor € 55.000 uit de rendementsportefeuille.
- Als de rente hierna weer met 1% stijgt, gaan de obligaties terug naar de oorspronkelijke waarde (-16,7%). Inclusief de aankoop vanuit herbalancering eindigt de beschermingsportefeuille dan op € 45.833.

De totale portefeuille eindigt daarmee op € 100.833 ( $\frac{€ 45.833}{€ 110.000} + € 55.000$ ), met dezelfde rente als waarmee begonnen is. Door de renteaafdekking bij te sturen, is 0,8% rendement behaald.

**Figuur 8: Bijdrage van diversificatie**



Bron: Aegon Asset Management en Bloomberg. Rendementen zijn berekend over de periode van maart 2010 t/m mei 2024, op basis van een 20-jaars kasstroom en het maandelijks herbalanceren van de renteafdekking.

### Rentevisie

Ten slotte kan rendement behaald worden als renteveranderingen goed worden voorspeld. Zo kan bij een verwachte rentestijging de renteafdekking worden verlaagd en vice versa. Hoewel vaak wordt uitgegaan van een langetermijn evenwichtsniveau – al was het omdat de rente niet onbeperkt kan stijgen of dalen – blijkt het in de praktijk lastig om de rente goed te voorspellen. De rente kan langdurig afwijken van een evenwichtsniveau, waarbij bovendien niet eenduidig kan worden vastgesteld wat dat evenwichtsniveau moet zijn. Zodoende wordt tactisch rentebeleid op basis van een rentevisie in veel gevallen niet als een structurele rendementsbron gezien.

## 4. Kapitaalbeslag / liquiditeit

Naast een bijdrage aan het risico en rendement heeft de renteafdekking ook invloed op het kapitaalbeslag en de benodigde liquiditeit van de portefeuille. Voor de renteafdekking moeten obligaties of rentederivaten worden aangehouden. Voor derivaten moet onderpand worden aangehouden en moet kas beschikbaar zijn voor additionele onderpandvereisten. Dit legt een beslag op het kapitaal dat aangehouden moet worden voor de renteafdekking en daarmee dus niet gebruikt kan worden om te beleggen in andere beleggingscategorieën.

Het kapitaalbeslag en de benodigde liquiditeit is afhankelijk van de benodigde rentegevoeligheid voor de renteafdekking. Vanwege de langere looptijden is dit veelal hoger voor jongere deelnemers. Voor de jongste deelnemers kan een 1% renteafdekking wel 0,5% tot 1,0% van het kapitaal in beslag nemen. Een hogere renteafdekking gaat dan mogelijk ten koste van een hogere blootstelling aan zakelijke waarden, waarbij zakelijke waarden vaak meer waarde toevoegen voor jongere deelnemers dan de renteafdekking. Binnen een solidaire premieregeling kan dit uit het collectief vermogen worden gehaald, zodat voor jongeren de renteafdekking niet ten koste hoeft te gaan van hun blootstelling aan overrendement. Voor ouderen is het kapitaalbeslag en de benodigde liquiditeit lager en is dit punt daarmee in mindere mate restrictief. Desondanks blijft voor de collectieve portefeuille gelden dat een hoge renteafdekking voor alle leeftijden niet mogelijk is in combinatie met een substantiële rendementsportefeuille.

*In een premieregeling zorgt een gedeeltelijke renteafdekking voor diversificatierendement.*



## 5. Herverdeling uit solidariteitsreserve

Ten slotte kan de mate van renteafdekking in een solidaire premieregeling ook leiden tot herverdelingseffecten als er sprake is van een solidariteitsreserve. Veel pensioenfondsen lijken de solidariteitsreserve in te gaan zetten om (nominale) dalingen in de uitkeringen te voorkomen. Wanneer voor gepensioneerden minder wordt afgedekt dan 100% dan zorgt dit ervoor dat de solidariteitsreserve vaker moet worden aangesproken. Bij een daling van de rente daalt de uitkering, waardoor deze aangevuld moet worden vanuit de solidariteitsreserve. Bij een stijging van de rente stijgt daarentegen de uitkering en wordt in beginsel niet extra bijgedragen aan de solidariteitsreserve. Als de solidariteitsreserve gezien wordt als een put optie, dan neemt hiervan de waarde toe omdat de volatiliteit omhooggaat. Een reden om toch voor een lagere renteafdekking te kiezen in combinatie met nominale bescherming via de solidariteitsreserve is omdat hiermee indirect een deel inflatiebescherming wordt geboden. Als dit echter de doelstelling is van de solidariteitsreserve lijkt het efficiënter om dit rechtstreeks te doen door te compenseren voor onverwachte schokken in de inflatie, in plaats van indirect via de nominale renteafdekking.

In tabel 1 wordt een samenvatting gegeven van de mate waarin deze factoren pleiten voor een zekere mate van renteafdekking in de nieuwe premieregelingen.

**Tabel 1: Samenvatting van bepalende factoren voor de gewenste mate van de nominale renteafdekking**

Factoren	Pleit voor mate van renteafdekking
<b>1. Renterisico</b>	
Nominaal renterisico	100%
Reëel renterisico	70%-80%
<b>2. Volatiliteit van pensioenvermogen</b>	
	0%
<b>3. Mogelijke bronnen van rendement</b>	
Termijnpremie	100%
Convexiteit	100%
Diversificatie	50%
Rentevisie	Afhankelijk van de visie
<b>4. Kapitaalbeslag / liquiditeit</b>	
	0%
<b>5. Herverdeling uit solidariteitsreserve</b>	
	100% voor gepensioneerden

### Mate van renteafdekking in een lifecycle

De relevantie van de bovenstaande factoren is afhankelijk van de leeftijd van de deelnemer. Hierna worden de resultaten uitgewerkt voor een jonge deelnemer en een gepensioneerde. Dit geeft het gewenste begin- en eindniveau van de mate van de renteafdekking in de lifecycle. Ten slotte wordt de ideale startleeftijd besproken waarop begonnen wordt met het verder opbouwen van de renteafdekking. Hierbij wordt opgemerkt dat de feitelijke keuze voor de mate van renteafdekking in een lifecycle afhankelijk zal zijn van fondsspecifieke kenmerken en afwegingen. In dit artikel wordt daarom een generiek beeld gegeven van de invulling van de afdekking in een lifecycle.

### **Gewenste mate van renteafdekking voor jongeren**

Vanwege de lange horizon en de premies die nog ingelegd gaan worden, is voor jongeren vooral de impact op het verwachte rendement van belang. Op de lange termijn (dus los van de actuele rentevisie) is besproken dat een hogere renteafdekking leidt tot een hoger verwacht rendement. Dit is met name het geval tot een renteafdekking van 50%, waarbij diversificatie significant kan bijdragen aan het verwacht rendement van de renteafdekking. De optimale renteafdekking vanuit het verwacht rendement bezien, ligt daarom doorgaans ergens tussen de 50% en 100%, tenzij er een sterke rentevisie is dat de rente gaat stijgen op de korte termijn (meer dan is ingeprijsd in de forward rentecurve). Een dergelijke renteafdekking zorgt ook voor een afname van het risico, hoewel dit effect beperkt is.

Maar vanuit een operationeel oogpunt kan een hoge afdekking van het renterisico voor jongeren lastiger zijn. In een flexibele premieregeling gaat dit ten koste van de mogelijke blootstelling naar zakelijke waarden en kan daarom minder gewenst zijn (leidend tot 0% renteafdekking). Bij een solidaire premieregeling lijkt circa 50% renteafdekking voor de meeste pensioenfondsen werkbaar, maar ook hierbij geldt dat deze renteafdekking zorgt voor kapitaalbeslag en daardoor minder ruimte geeft om het overrendement optimaal te diversifiëren. Ook de toename in de volatiliteit van het pensioenvermogen kan een afweging zijn voor jongeren. Een hoge renteafdekking, in combinatie met de langere kasstromen en de hogere blootstelling aan zakelijke waarden voor jongeren, zorgt voor een hoge volatiliteit van het pensioenvermogen. Deze negatieve perceptie kan voor een pensioenfonds reden zijn om de afdekking voor jongeren te beperken tot ergens onder de 50%. Kortom, voor jongeren lijkt een renteafdekking tussen de 0% en 50% te worden gekozen. De feitelijke keuze is uiteraard afhankelijk van de gekozen premieregeling, de populatie en het belang dat gehecht wordt aan het beperken van de volatiliteit van het pensioenvermogen.

### **Gewenste mate van renteafdekking na pensionering**

Voor ouderen is juist het beperken van risico's de meest belangrijke doelstelling van de renteafdekking. Hierbij geldt dat 100% renteafdekking zorgt voor het laagste renterisico vanuit een nominaal perspectief. Maar als er vooral wordt gekeken naar de koopkracht dan lijkt een nominale renteafdekking tussen de 70% en 80% eerder optimaal, hoewel het verschil met 100% afdekking beperkt is. Uiteraard hangt de keuze erg af van de verwachte volatiliteit van de inflatie. Als grote inflatieschokken waarschijnlijk worden geacht, is een lagere nominale renteafdekking wenselijk. Een hoge afdekking lijkt ook in termen van verwacht rendement gunstig en gegeven de lagere rentegevoeligheid van ouderen is het kapitaalbeslag van een dergelijke renteafdekking in de meeste gevallen goed werkbaar.

Zonder sterke rentevisie lijkt daarom 100% renteafdekking voor gepensioneerden passend. Dit zorgt voor het laagste nominale renterisico en leidt tot slechts een beperkt hoger reëel renterisico (ten opzichte van 70%-80% afdekking). Bovendien zorgt het ervoor dat de solidariteitsreserve niet hoeft te worden ingezet voor een risico dat goed op de markt is af te dekken (zonder negatieve impact op het verwacht rendement). Pensioenfondsen die voor hun populatie veel risico voorzien rondom de koopkracht en inflatie en/of primair reëel gericht zijn, kunnen een lagere renteafdekking van circa 70%-80% overwegen.

*Jongeren hebben een lange horizon waardoor verwacht rendement vooral belangrijk is. Hierdoor lijkt een renteafdekking tussen de 0% en 50% te worden gekozen.*

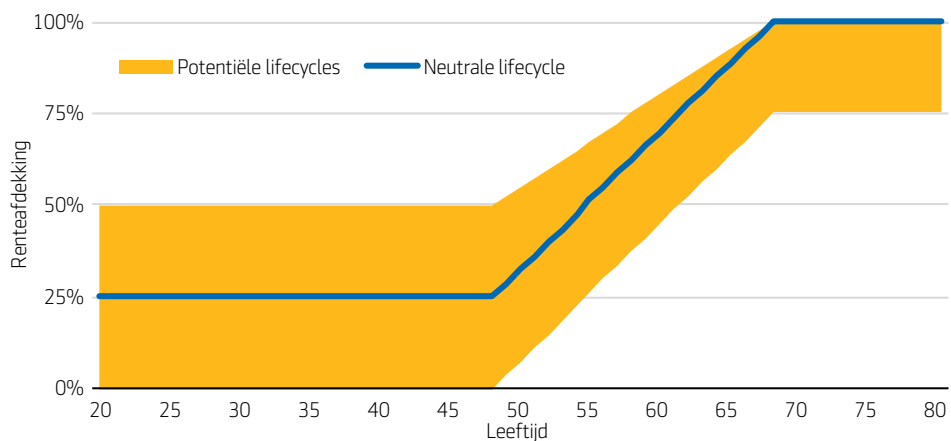
## **Startleeftijd voor opbouw renteafdekking**

De leeftijd waarop wordt begonnen met het opbouwen van de renteafdekking wordt ook wel het knikpunt genoemd. Hierbij wordt veelal aangenomen dat de renteafdekking voor deze leeftijd gelijk blijft en dat de renteafdekking tussen deze leeftijd en de pensioenleeftijd geleidelijk wordt opgebouwd. Voor het knikpunt geldt dat dit niet te vroeg, maar ook niet te laat moet zijn. Wanneer te vroeg begonnen wordt met het opbouwen van de renteafdekking zorgt dit enerzijds voor meer kapitaalbeslag door de renteafdekking en anderzijds voor een hogere volatiliteit van het pensioenvermogen. Wanneer te laat wordt begonnen met het afbouwen van de renteafdekking ontstaat een grote afhankelijkheid van de hoogte van de rente over de kortere periode tot aan de pensioenleeftijd. Over het algemeen lijkt het verstandig om over een periode van minimaal 10 jaar de renteafdekking op te bouwen, zodat normaal gesproken over ten minste een volledige economische cyclus van de rente, pensioen kan worden opgebouwd en het risico goed gespreid kan worden. Daarnaast is het knikpunt ook afhankelijk van de mate van renteafdekking waarmee gestart wordt. Wanneer de renteafdekking vanaf 50% wordt opgebouwd, kan er op latere leeftijd gestart worden met het opbouwen, dan wanneer de renteafdekking vanaf 0% moet worden opgebouwd. Verder zijn de mogelijkheden om eerder op te bouwen groter in een solidaire premiereregeling dan in een flexibele premiereregeling, waar renteafdekking voor jongeren rechtstreeks ten koste gaat van de mogelijke blootstelling naar zakelijke waarden.

## **Conclusie**

In dit artikel hebben we gekeken naar de verschillende factoren die de gewenste mate van renteafdekking op elke leeftijd kunnen bepalen. Samen vormt dit de lifecycle voor de renteafdekking. Voor ouderen vinden we een hoge gewenste renteafdekking passend. Dit zorgt voor de laagste risico's en draagt bovendien in de meeste gevallen positief bij aan het verwachte rendement. Voor jongeren zien we hetzelfde beeld, alleen kan vanwege operationele beperkingen en de mogelijke negatieve perceptie bij een hogere volatiliteit van het pensioenvermogen, een zeer hoge renteafdekking in de meeste gevallen minder wenselijk en/of mogelijk zijn. Gezamenlijk leidt dit tot een lifecycle zoals weergegeven in het geel gemarkeerde gebied in figuur 9, waarbij de blauwe lijn een standaard lifecycle toont die passend lijkt voor een doorsnee pensioenfonds die een solidaire premiereregeling voert. Maar de feitelijke invulling van de renteafdekking in een lifecycle zal uiteraard afhankelijk zijn van fondsspecifieke kenmerken en afwegingen.

**Figuur 9: Potentiële lifecycles voor de renteafdekking**



Bron: Aegon Asset Management. Illustratief voorbeeld van potentiële lifecycles voor de renteafdekking. De daadwerkelijke lifecycle voor de renteafdekking is afhankelijk van fondsspecifieke kenmerken en afwegingen.

## Vervolg

In de volgende artikelen in deze serie gaan we verder in op operationele vraagstukken rondom de renteafdekking in het nieuwe stelsel en hoe dit het beste geïmplementeerd kan worden. Zoals, welke beleggingsinstrumenten zijn geschikt? En welke frequentie en bandbreedte is passend voor de monitoring van de renteafdekking?

## 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 6704332.1.