

Aannames rentescenario's ALM-studies SPR

CP19 versus CP22

May 2023



Shengsheng Zhang
Quant Strategist



Jitzes Noorman
Delegated CIO &
Investment Strategist



Justus van Halewijn
Portfolio Manager &
Delegated CIO

De belangrijkste conclusies

- > Ook in het beoogde nieuwe pensioenstelsel -dat nog steeds een kapitaalgedekt stelsel is- is sprake van renterisico. Vanuit een balansperspectief (voor pensioenfondsen en verzekeraars) beschouwen wij het renterisico gemiddeld genomen als een onbeloofd risico.
- > Op basis van verschillende scenario-sets van de Commissie Parameters 2019 ('CP19') wijzen ALM-studies voor de Solidaire premiereregeling (SPR) uit dat een hogere renteafdekking zorgt voor betere uitkomsten, voor zowel jong als oud. De casus voor een hogere renteafdekking is minder sterk als wordt uitgegaan van de verschillende sets van de Commissie Parameters 2022 ('CP22'). De uitkomsten op basis van de CP22, Q4 22 set geven zelfs een tegenovergesteld beeld.
- > De verschillende uitkomsten zijn toe te wijzen aan het verschil in de correlatie tussen rente en aandelen. Daar waar de correlatie in de CP19 sets gemiddeld licht negatief is tussen aandelenrendementen en de rendementen op vastrentende waarden, zijn de correlaties in de CP22 sets juist significant positief. Naar onze mening is de veronderstelde correlatie in de CP22 sets te hoog, en niet in lijn met historische cijfers.

Onze suggestie is om voorafgaand aan een ALM-studie de mogelijke scenario-sets zorgvuldig te beoordelen en een bewuste keuze te maken voor een bepaalde scenarioset en daarnaast te zorgen voor countervailing power. Voor de ALM-studies stellen wij voor gebruik te maken van ofwel de CP19 scenario-sets dan wel 'gefilterde' CP22 scenario-sets, waarbij de scenario's met de laagste correlatie worden geselecteerd. Het gebruik van kapitaalmarktassumpties (CMA's) van ALM-consultants of fiduciair managers is ook een mogelijkheid.

Inleiding

Het beoogde nieuwe pensioenstelsel (Wtp) biedt pensioenfondsen aan de ene kant een schone lei voor de inrichting van het beleggingsbeleid. Tegelijkertijd levert de verfijning naar een beleggingsbeleid per leeftijdscohort een uitdaging op. Met name de renteafdekking voor de jongere cohorten is een discussiepunt waarover de meningen uiteenlopen binnen de sector.

De discussie over het nut en de noodzaak van renteafdekking is niet nieuw. Renterisico is één van de belangrijkste balansrisico's voor pensioenfondsen. Dit is onder de Wtp niet anders; het is immers nog steeds een kapitaalgedekt stelsel. De aanleidingen van de discussie zijn divers, zoals de verschillende investment beliefs die pensioenfondsen hebben ten aanzien van de voorspelbaarheid en de mate van beloning (risicopremie) van het renterisico. Daarnaast is het ook van belang of er een markt- of regelgevingsperspectief wordt toegepast en of het pensioenfonds de nominale of reële verplichtingen als maatstaf neemt. Deze zienswijzen vinden hun weerslag in de opzet van ALM-studies en de gehanteerde scenario-sets.

De Nederlandsche Bank (DNB) publiceert elk kwartaal een scenario-set die kan worden toegepast in voorgeschreven analyses, zoals de haalbaarheidstoets. Deze sets worden in sommige gevallen ook gehanteerd in Wtp ALM-studies, alhoewel ze daar niet direct voor bedoeld zijn.

Eind vorig jaar heeft DNB, op verzoek van de commissie parameters, de modellering onderliggend aan de scenario-sets gewijzigd. De methodiek die tot eind 2022 werd gehanteerd, wordt 'CP19' genoemd en de herziene methodiek gaat verder onder de noemer 'CP22'. In ALM-studies leiden de twee methodieken tot tegengestelde conclusies ten aanzien het renteafdeckingsbeleid, met name voor ouderen. Dit helpt pensioenfondsen niet bij het toch al complexe ontwerp van de renteafdekking in de Wtp. Voor ons was dit aanleiding om onderzoek te doen naar de gebruikte methodieken en een verklaring te vinden voor de tegenstelde uitkomsten. Ten slotte geven we aan welke methodiek en scenario-sets naar onze mening de voorkeur genieten.

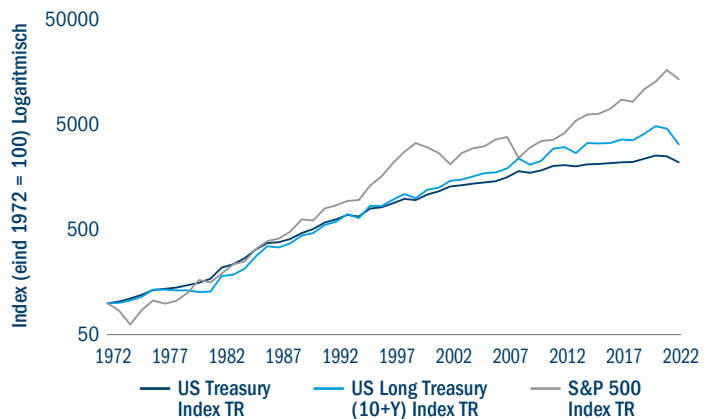
Met deze marktvisie beogen wij pensioenfondsen bewust te maken van de achterliggende rentescenario's en correlaties die worden gehanteerd en de consequenties hiervan. Het beoordelen en kiezen van scenario-sets is een belangrijke stap, voordat ALM-studies worden uitgevoerd en beleidskeuzes kunnen worden gemaakt.

Samenvatting, conclusie en aanbevelingen

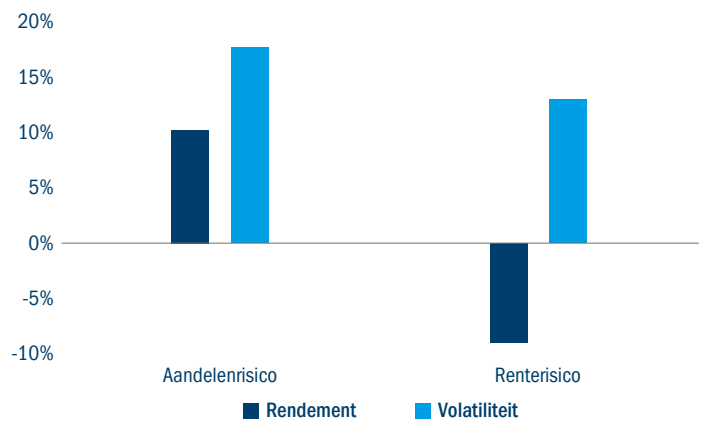
Generieke opinie afdekken renterisico

In de kern zijn wij voorstander van het afdekken van renterisico. Vanuit een balansperspectief beschouwen wij renterisico (voor pensioenfondsen en verzekeraars) als een onbeloond risico (of zelfs negatief beloond), dat tot significante balansvolatiliteit leidt. Door het renterisico af te dekken, kan er risicobudget worden vrijgespeeld voor risicobronnen waar wel een (hogere) beloning tegenover staat, zoals bijvoorbeeld aandelenrisico.

Cumulatieve totaal rendement indices: aandelen (S&P 500) en Amerikaanse staatsobligaties (USTs), afgelopen 50 jaar



Beloning risicobronnen vanuit balansperspectief (1972 – 2022, geannualiseerd, USD)



Bron: Columbia Threadneedle, Bloomberg, S&P, maart 2023.
Aandelen o.b.v. S&P 500, Renterisico o.b.v. spiegelbeeld van 10+ US Treasuries.

Renterisico bij Wtp/SPR

Hoewel in het beoogde nieuwe pensioenstelsel de nodige wijzigingen plaatsvinden (leeftijdsafhankelijk beleggen, geen pensioenverplichtingen, geen Vereist Eigen Vermogen) is nog steeds sprake van een kapitaalgedekt stelsel. En elk kapitaalgedekt stelsel heeft te maken met renterisico. In de 'Memorie van toelichting Wet toekomst pensioenen'¹ komt het woord 'renterisico' bijvoorbeeld al 60 maal voor en wordt dit als volgt omschreven: "Bij een volledige bescherming tegen renterisico zorgt het beschermingsrendement ervoor dat bij een daling of stijging van de rente het tot dan toe voor de uitkering gereserveerde vermogen dusdanig zal toe- of afnemen dat de ingegane pensioenuitkering of de toekomstige, uit het opgebouwde pensioenvermogen te financieren nominale pensioenuitkeringen, gelijk zullen blijven."

Zoals eerder gecommuniceerd in onze Marktvisie van september 2022,² hebben wij voor de 'theoretische beschermingsvariant' van de SPR een kwantitatieve analyse uitgevoerd, waarbij verschillende rente-afdeckingsniveaus zijn doorgerekend voor jong en oud,

¹ <https://open.overheid.nl/documenten/ronl-fb0d2779caa826f26736a6a7b5754a1300fb6912/pdf>

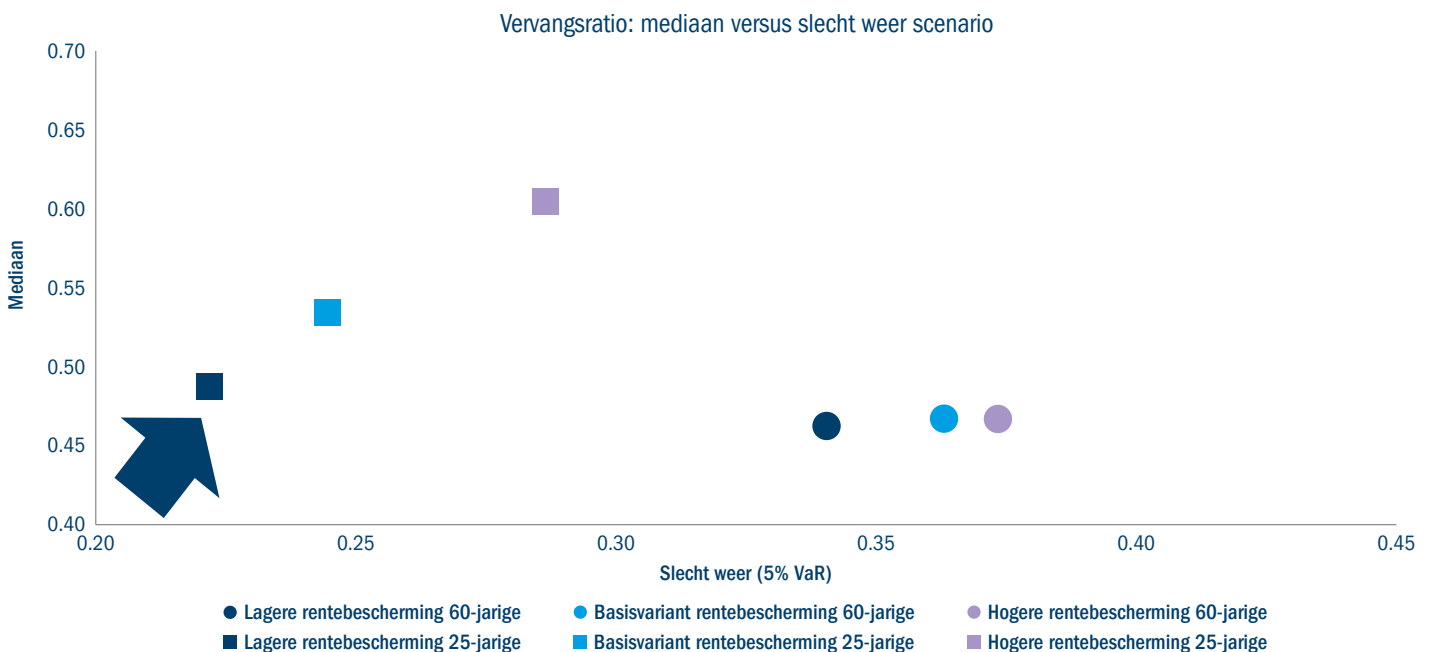
² <https://www.columbiathreadneedle.nl/nl/inst/insights/de-renteafdekking-en-het-overrendement-in-de-solidaire-premieregeling/>



afgemeten aan de mediane vervangingsratio en een 'slecht weer' (5%-percentiel) vervangingsratio. Op basis van verschillende CP19 sets laten de uitkomsten zien dat een hogere renteafdekking leidt tot betere resultaten. Voor ouderen zorgt het voor een lager risico en voor de jongere deelnemers zorgt het bovendien voor een hogere mediane vervangingsratio.

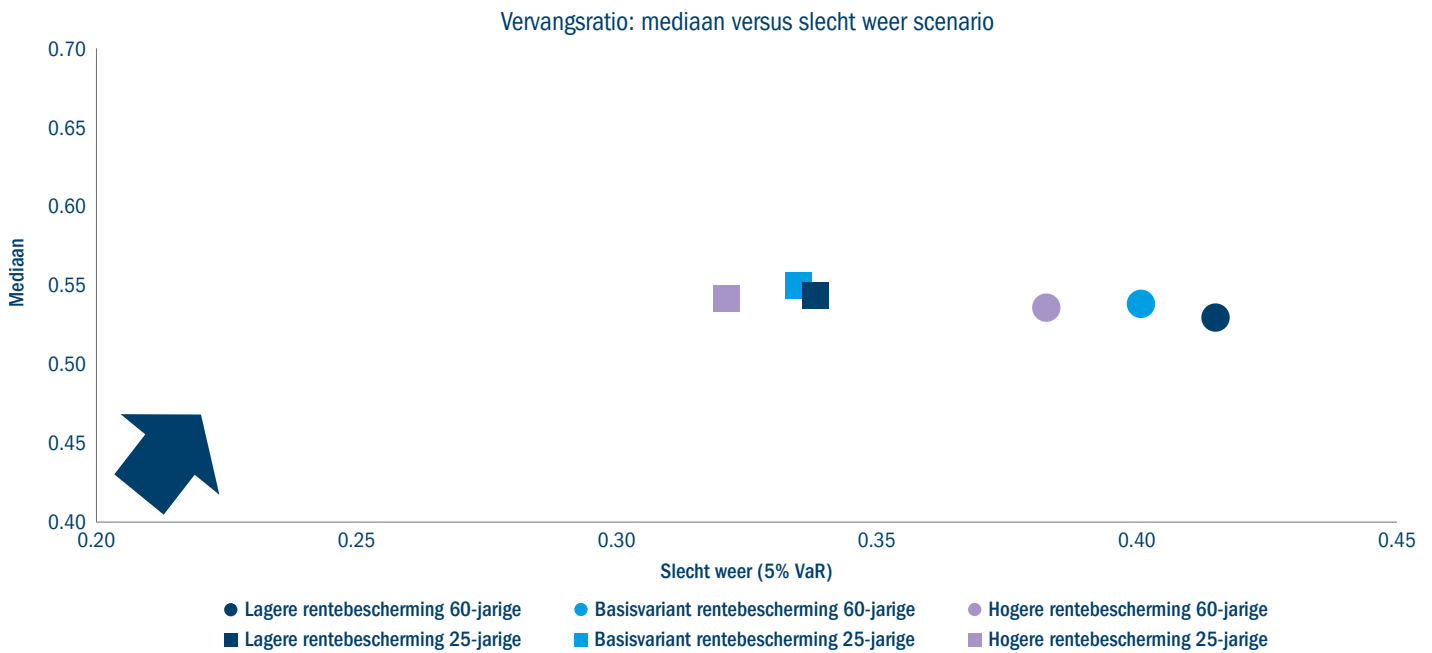
Op basis van verschillende CP22 sets, is de casus voor een hoge renteafdekking minder sterk, en zijn de uitkomsten op basis van de CP22 Q4 22 set zelfs tegengesteld aan de conclusies op basis van de CP19 sets. Hieruit bleek namelijk dat een hogere renteafdekking risico lijkt toe te voegen voor met name ouderen. Dat was voor ons aanleiding om de onderliggende verschillen tussen CP19 en CP22 te onderzoeken.

Uitkomst verschillende hoogtes rentebeschermt o.b.v. CP19 Q2 22



Bron: Columbia Threadneedle, 2022.

Uitkomst verschillende hoogtes rentebeschermering o.b.v. CP22 Q4 22



Bron: Columbia Threadneedle, 2023.

DBN scenario-sets

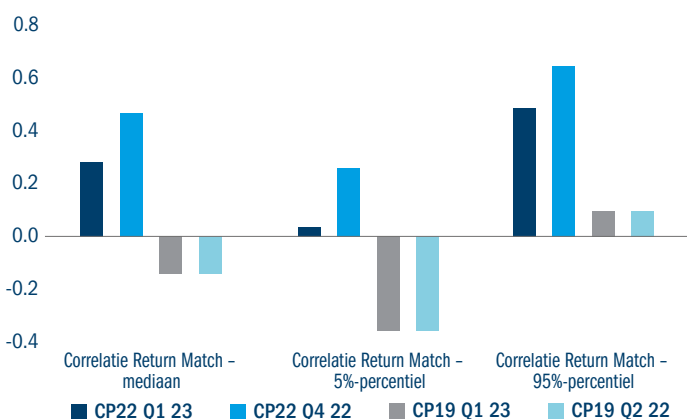
Er zijn meerdere scenario-sets in omloop. Allereerst publiceert DNB elk kwartaal nieuwe scenario-sets. Daarnaast zijn tegenwoordig twee verschillende methodologieën in omloop; die op basis van Commissie Parameters 2019 (CP19) en die op basis van Commissie Parameters 2022 (CP22).

Omdat de CP19 en CP22 scenario-sets verschillende uitkomsten vertoonden, hebben wij beide scenario-sets geanalyseerd en beoordeeld. Daarbij hebben wij gekeken naar: renteniveaus (start en eind), de extremen, het renteverloop, hoe vaak een inverse rentecurve zich voordoet, en 'last but not least' de correlatie tussen aandelenrendementen en de rendementen op vastrentende waarden.

Op basis van onze analyse kunnen we concluderen dat er één factor valt aan te wijzen die het verschil in uitkomsten verklaart tussen CP19 en CP22 ten aanzien van de renteafdekking en dat is de correlatie tussen de matchingportefeuille (ofwel de vastrentende waardenportefeuille) en de returnportefeuille (waarbij wij aannemen dat deze volledig uit aandelen bestaat). In de CP19 sets is gemiddeld sprake van een licht negatieve correlatie terwijl de correlaties in de CP22 sets significant positief zijn, met name bij CP22 Q4 22 (ruim 0,4).

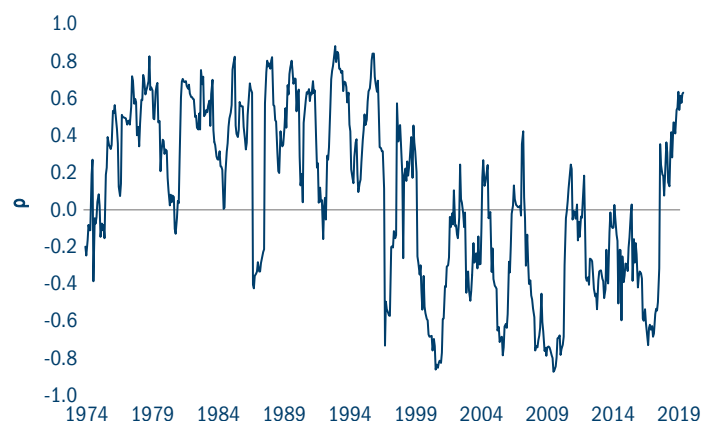
Hoewel bij tijd en wijle zeker sprake kan zijn van een positieve correlatie, achten wij een dergelijke correlatie gemiddeld te hoog. De correlatie tussen aandelen en US Treasuries bedroeg bijvoorbeeld in de afgelopen 50 jaar gemiddeld 0,1en over de

Correlatie tussen Return en Matching portefeuilles (voor 25-jarige participant)



Bron: Columbia Threadneedle, Bloomberg, DNB, S&P, maart 2023.

Correlatie: aandelen (S&P 500) en Amerikaanse staatsobligaties (USTs) (rolling 1-jaar, o.b.v. maandrendementen)



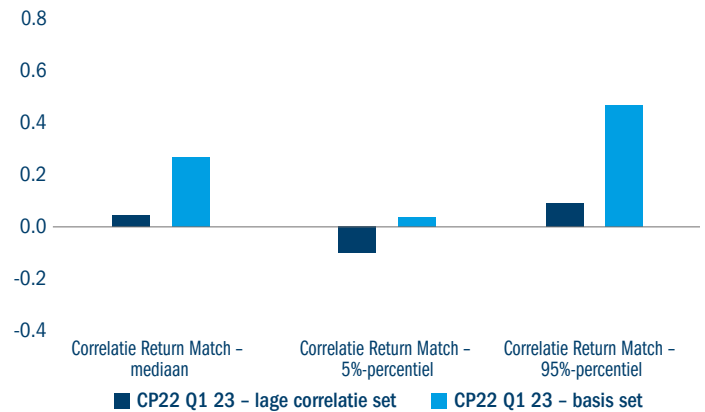
periode waarop de Commissie Parameters 2022 haar advies heeft gebaseerd (juli 2004 – juni 2022) bedroeg de correlatie -0,2. De CP19 sets zijn daarmee meer in lijn. Ook de CFA Society Netherlands adviseerde recent een veronderstelde correlatie tussen aandelen en staatsobligaties van 0.³ Kortom, de hoge positieve mediane correlatie in de CP22 sets is niet in lijn (i.e. te hoog) met de gemiddelde historische observaties.

Om de factor van de (te) hoge correlatie eruit te filteren, hebben wij een 'lage correlatie' CP22 set gecreëerd. Hierin hebben wij 2.000 scenario's geselecteerd met de laagste correlatie uit de totale set van 20.000 CP22 Q1 2023 scenario's. De mediane correlatie is in dat geval nihil (0,04) in tegenstelling tot de totale CP22 Q1 2023 set, waarin de correlatie 0,27 bedraagt. Alle andere karakteristieken van de twee datasets zijn nog steeds nagenoeg gelijk. Er zijn dus geen significante verschillen wat betreft renteniveau, renteverloop, frequentie van inverse curves, noch wat betreft gemiddelde rendementen op de matching- en de returnportefeuilles. Daarmee is de factor 'correlatie' geïsoleerd en is het mogelijk om de impact van deze factor te onderzoeken.

Met deze 'lage correlatie' CP22 Q1 2023 set, hebben we vervolgens wederom de impact doorgerekend voor de verschillende rente-afdekkingsniveaus op de vervangingsratio's (mediaan en 'slecht weer'). Dit levert heel andere resultaten op dan de calculaties op basis van de normale CP22 Q1 2023 set. De uitkomsten hiervan liggen in lijn met de CP19 uitkomsten. Ofwel, op basis van de 'lage correlatie' CP22 Q1 2023 set, kunnen we concluderen dat een hogere renteafdekking leidt tot een beter resultaat voor zowel jong als oud: een hogere mediane vervangingsratio en een lager risico.

Op basis van deze uitkomsten en onze mening over de (te) hoge correlatie tussen aandelen en vastrentende waarden in de

Correlatie tussen Matching en Return voor CP22 Q1 2023 sets: 'lage correlatie' set versus '20.000' scenario-set



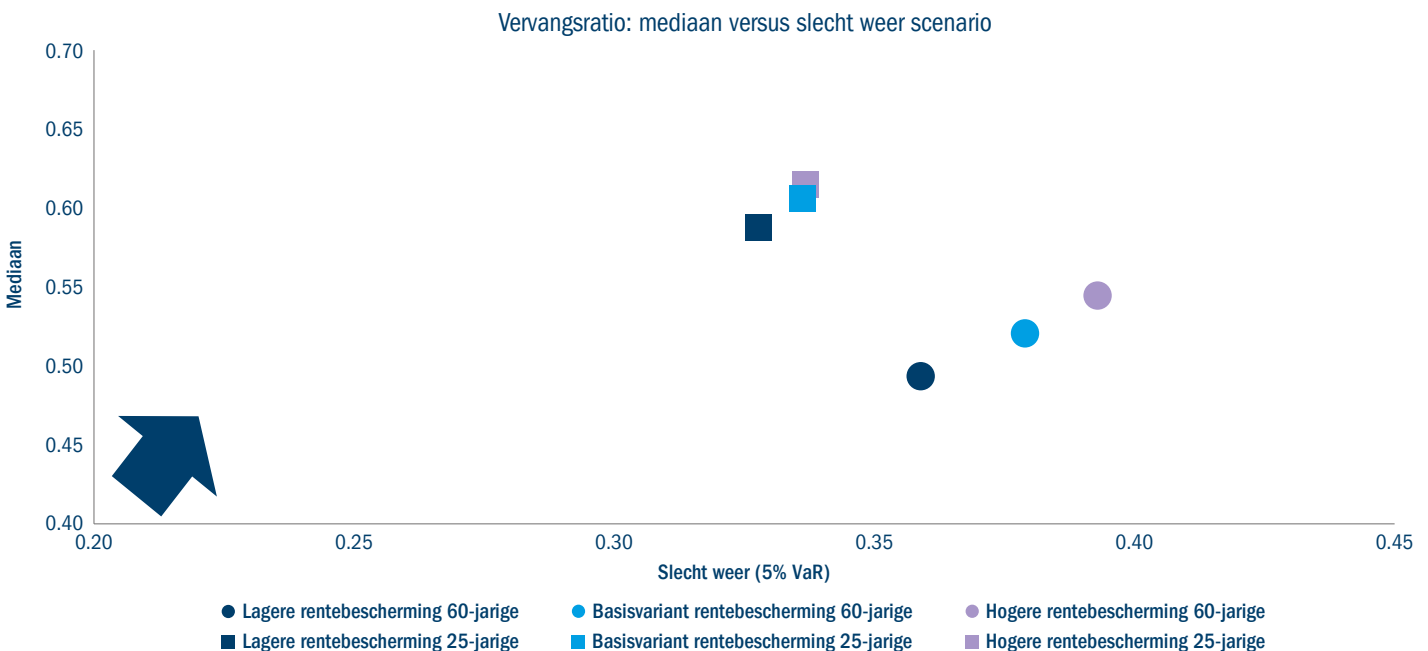
Bron: Columbia Threadneedle, DNB, 2023.

CP22-set, hechten wij meer waarde aan de uitkomsten op basis van de CP19 sets. Deze analyses geven aan dat een hogere renteafdekking zorgt voor betere uitkomsten. Voor ouderen zorgt het voor een lager risico, voor de jongere deelnemers zorgt het bovendien voor een hogere mediane vervangingsratio.

Onze suggestie is om:

- Scenario-sets bewust te beoordelen en te kiezen bij de start van ALM-studies, en te zorgen voor countervailing power.
- Voor het uitvoeren van ALM-studies gebruikt te maken van CP19 scenario-sets of de 'gefilterde' CP22 scenario-sets, waarin de scenario's met de laagste correlatie zijn geselecteerd.
- Een andere mogelijkheid is om de kapitaalmarktassumpties (CMA's) van ALM-consultants of fiduciair managers te gebruiken.

Mediane en 5%-percentiel vervangingsratio's voor verschillende rentehedges op basis van 'lage correlatie' CP22 Q1 2023 set



Bron: Columbia Threadneedle, DNB, 2023.

³ Voor meer technische achtergrond en de wettelijke toepassingen van de scenario-sets, zie: <https://open.overheid.nl/documenten/ronl-af97015088ed0e3a1b000056141f38c3246437a5/pdf>



Deze Marktvisie is een beknopte weergave van een uitgebreide presentatie waarin wij onze opinie geven over renterisico, enkele rentehedge varianten worden doorgerekend voor SPR, en waarin wij illustreren wat de verschillen zijn tussen de verschillende DNB scenario-sets (CP19 en CP22).

Wij organiseren één-op-één 'Workshops' over dit onderwerp voor pensioenfondsen. Geïnteresseerden kunnen contact opnemen met:


Gerben Borkent

Sales Director Investment Solutions

DL: +31 (0)20 2256938; M: +31 (0)61 001 9328

Contactgegevens

 **Columbia Threadneedle Investments**
Jachthavenweg 109E
1081 KM Amsterdam

 columbiathreadneedle.nl

Telefoongesprekken kunnen worden opgenomen

Meer informatie: columbiathreadneedle.nl



Belangrijke Informatie:

© 2023 Columbia Threadneedle Investments. Columbia Threadneedle Investments is de wereldwijde merknaam van de groep Columbia en Threadneedle.

Alleen voor professionele beleggers.

Dit financiële promotiemateriaal wordt in Nederland uitgegeven door Columbia Threadneedle Investments en is uitsluitend bedoeld voor marketing- en informatiedoeleinden.

Dit materiaal mag niet worden beschouwd als een aanbod, verzoek, advies of beleggingsaanbeveling. Dit document is geldig op de datum van publicatie en kan zonder voorafgaande kennisgeving worden gewijzigd. Informatie uit externe bronnen wordt betrouwbaar geacht, maar de juistheid en volledigheid ervan kan niet worden gegarandeerd. De effectieve beleggingsparameters worden overeengekomen en uiteengezet in het prospectus of de formele overeenkomst voor vermogensbeheer.

Financieel promotiemateriaal wordt uitgegeven voor marketing- en informatiedoeleinden; in het Verenigd Koninkrijk door Columbia Threadneedle Management Limited, waaraan vergunning is verleend door en dat onder toezicht staat van de Financial Conduct Authority; in de EU door Columbia Threadneedle Netherlands B.V., waaraan vergunning is verleend door en dat onder toezicht staat van de Nederlandse Autoriteit Financiële Markten (AFM); en in Zwitserland door Columbia Threadneedle Management (Swiss) GmbH, die optreden als vertegenwoordigingskantoor van Columbia Threadneedle Management Limited.