

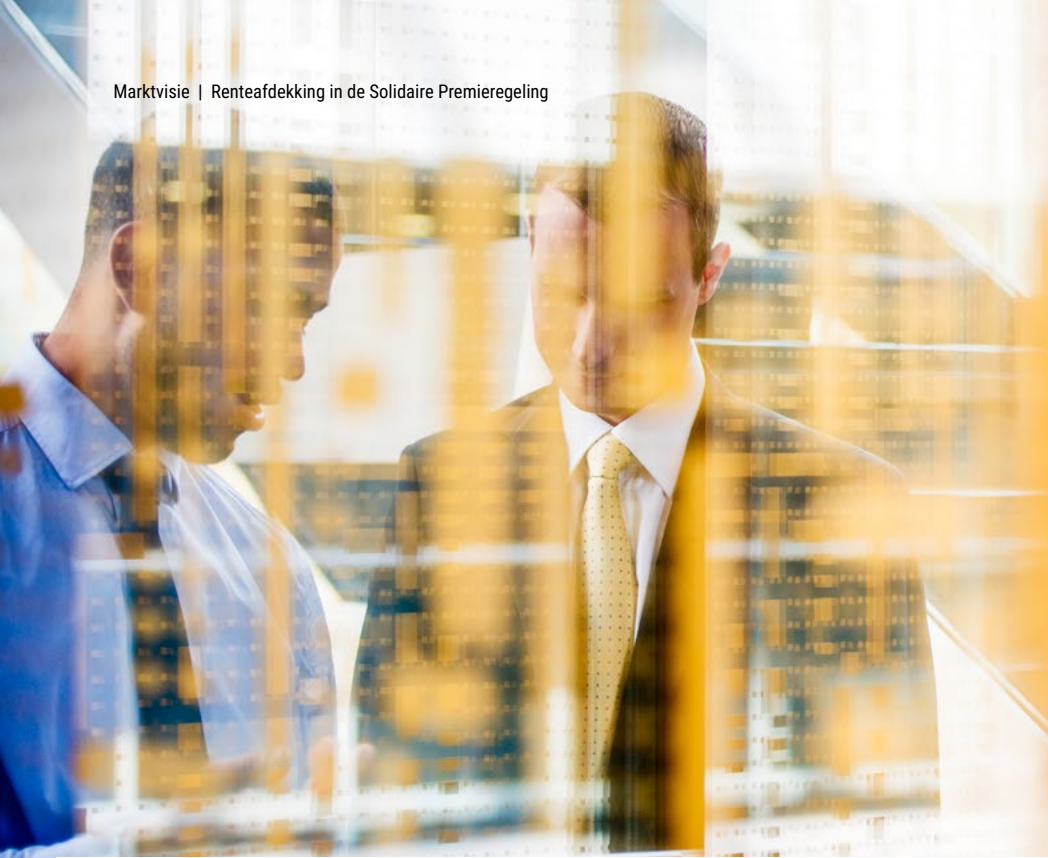
Marktvisie

Renteafdekking in de Solidaire Premiereregeling

Hoofdauteur:

David van der Stee
LDI Client Portfolio Manager,
Europese klanten

- > De af te dekken kasstromen worden volatieler in de SPR. Hierdoor gaat een pensioenfonds vaker bij moeten sturen bij een gelijke bandbreedte rondom de renteafdekking. Dit kan reden zijn om bredere bandbreedtes rondom de renteafdekking te overwegen.
- > De breedte van de bandbreedtes wordt een afweging tussen kosten en efficiëntie. Hoe smaller de bandbreedte, hoe vaker de renteafdekking wordt bijgesteld en hoe efficiënter de renteafdekking is. Tegelijkertijd leidt vaker bijsturen tot hogere transactiekosten.
- > In de SPR hebben jongeren een volatieler vermogen dan dat van ouderen. Op basis van onze case study zien wij geen aanleiding om ruimere bandbreedte te hanteren op de langere looptijdbuckets.
- > De daadwerkelijke bijsturing van de renteafdekking kan pas later in de volgende maand plaatsvinden. In de tussentijd kunnen financiële markten zich dermate ontwikkelen dat extra, minder of zelfs tegengestelde bijsturing nodig is. Deze inefficiëntie kan leiden tot ongewenste transacties.



De drijvers, die in het huidige pensioenstelsel zorgen voor veranderingen van de dekkingsgraad, zoals de rentebeweging en het aandelenrendement, leiden in de Solidaire Premiereregeling (SPR) tot een aanpassing van de af te dekken kasstromen. De af te dekken kasstromen worden volatieler omdat deze maandelijks worden aangepast op basis van het actuele pensioenvermogen en de rentestand. In de SPR zal de renteaftdekking daarom frequenter worden bijgestuurd. Dit leidt tot meer transacties en hogere transactiekosten in de matchportefeuille.

In de praktijk kan bijsturen op basis van maandelijks aangepaste kasstromen leiden tot ongewenste transacties in de matchportefeuille. Daarnaast introduceert het lifecycle-beleggen een extra dynamiek doordat de kasstromen van jongeren volatieler zijn dan die van ouderen. We zien hierin echter geen aanleiding voor bredere bandbreedtes voor jongeren.

Meer dynamiek in renteaftdekking door afhankelijkheid van vermogen

In het huidige pensioenstelsel wordt op basis van een ALM studie een strategisch renteaftdekkingspercentage vastgesteld voor de totale verplichtingen van het pensioenfonds. Impliciet hebben alle deelnemers daarmee dezelfde bescherming van het renterisico. Verplichtingen zullen in de Wtp niet langer bestaan. In plaats daarvan wordt de rentegevoeligheid van verwachte kasstromen afgedekt. Deze zijn een resultante van onder andere het opgebouwde vermogen en de rentecurve.

Voor een gemiddeld pensioenfonds nemen de totale verwachte kasstromen toe ten opzichte van de Ftk-verplichtingen door de koppeling aan het pensioenvermogen. Wanneer een pensioenfonds op het moment van invaren een dekkingsgraad heeft van 130%, is het opgebouwde vermogen op dat moment 130% van de verplichtingen. Dit heeft als gevolg dat de rentegevoeligheid van de verwachte kasstromen in de Wtp naar verwachting zal toenemen met 30% ten opzichte van de oude Ftk-verplichting.

Het niveau van de strategische renteaftdekking wordt in de Wtp niet langer gedefinieerd op totaalniveau, maar wordt per leeftijdscohort vastgesteld op basis van een door het pensioenfonds gekozen lifecycle. Jongeren zullen een lagere renteaftdekking hebben en

ouderen een hogere. De aftdekking op totaalniveau wordt een resultante van de opgetelde renteaftdekking per leeftijdscohort en is daarmee niet langer een constant percentage. De doelafdekking wordt in de Wtp gedefinieerd als 100% van de af te dekken kasstromen. Ook de bandbreedtes worden hierop gebaseerd, waar deze in het huidige stelsel vaak als percentage van de totale verplichtingen worden gedefinieerd.

De strategische asset allocatie van het pensioenvermogen per cohort wordt op een lifecycle gebaseerd. Jongeren hebben daarbij een hogere allocatie naar de returnportefeuille, terwijl ouderen een hogere allocatie naar de matchportefeuille hebben. Ten opzichte van ouderen kent het pensioenvermogen van jongeren een hogere volatilititeit. Door de hogere allocatie van jongeren naar de returnportefeuille in combinatie met een lager beschermingsrendement zijn zij extra gevoelig voor de volatilititeit van de returnportefeuille. Des te hoger de renteaftdekking voor jongeren, des te volatieler de afwijking van de matchportefeuille ten opzichte van de doelafdekking. Dit is mogelijk een aanleiding om wijdere bandbreedtes te hanteren rondom de langere looptijduckets, waar de rentegevoeligheid van jongeren zich concentreert.

Door de koppeling aan het pensioenvermogen worden de kasstromen volatieler. In het scenario dat de returnportefeuille in omvang toeneemt door een stijging van de aandelenkoers, terwijl de rente niet wijzigt, neemt de vermogenswaarde van alle cohorten toe. Hierdoor stijgen ook de pensioenen die met dit bedrag kunnen worden 'ingekocht', en daalt de renteaftdekking die immers nog op basis van de oude vermogenstand is gebaseerd. De renteaftdekking zal moeten worden bijgestuurd om op het strategische niveau te blijven. Daarnaast ontstaat een extra dynamiek doordat het vermogen van jongeren relatief meer toeneemt (door hun hogere allocatie naar de returnportefeuille), waardoor ook het gewicht van de jongeren toeneemt bij het vaststellen van de geaggregeerde portefeuille.

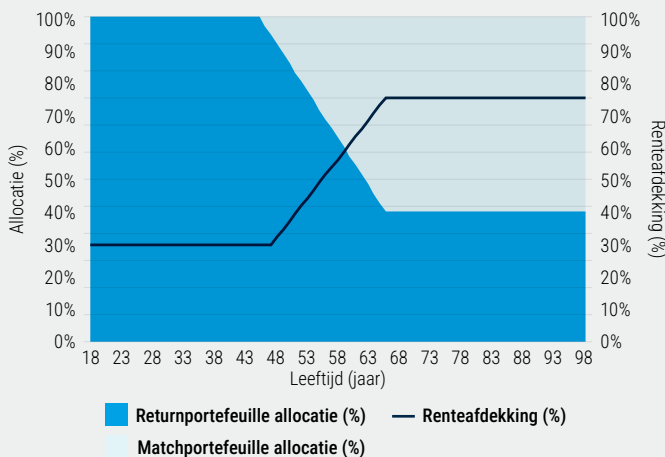
In het scenario dat de marktrente daalt bij gelijkblijvende waarde van de returnportefeuille, stijgt het vermogen door de gestegen waarde van de matchportefeuille. De kasstromen die kunnen worden 'ingekocht' met dit vermogen stijgen echter veel meer in waarde, waardoor de verwachte kasstromen zullen dalen. Dit komt doordat minder dan 100% van het renterisico wordt afgedekt, vergelijkbaar met het effect dat een dalende rente leidt tot een dalende dekkingsgraad in het Ftk. Zonder herbalancering stijgt de renteaftdekking bij een dalende rente, en dient deze te worden verlaagd om gelijke tred te houden met de gedaalde kasstromen.

Case study: Fictief Pensioenfonds

Om de dynamiek van de renteaftdekking versus de verwachte kasstromen inzichtelijk te maken hebben wij een case study uitgewerkt voor een fictief Pensioenfonds.

Het Pensioenfonds heeft gekozen voor de Solidaire Premiereregeling met indirect beschermingsrendement. Het fonds hanteert de lifecycle zoals weergegeven in Figuur 1, waarbij het beschermingsrendement oploopt van 30% voor de jongere cohorten tot 75% voor de oudere cohorten. De allocatie naar de matchportefeuille begint met 0% voor jongeren en loopt op tot 60% voor ouderen. De allocatie naar de returnportefeuille loopt af van 100% voor jongeren tot 40% voor ouderen.

Figuur 1: Lifecycle Fictief Pensioenfonds

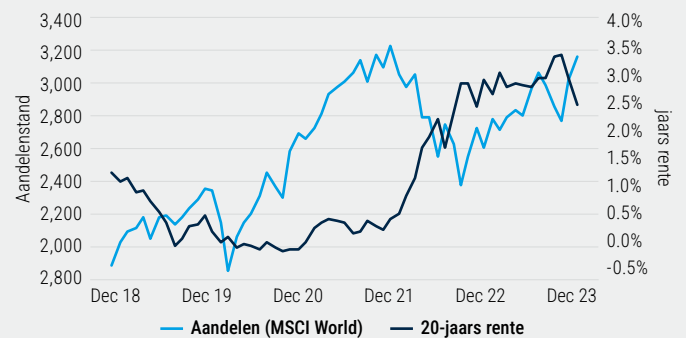


De geaggregeerde allocatie van het Pensioenfonds naar de matchportefeuille is 30% van het belegde vermogen. De duratie van de af te dekken kasstromen na invaren is 20 jaar is.

Backtest

We toetsen bovenstaande lifecycle met de marktbevingen van de afgelopen 5 kalenderjaren (2019 t/m 2023), ofwel 60 maanden. In deze analyse ontwikkelt de returnportefeuille zich met de maandelijkse rendementen van de MSCI World aandelenindex als proxy. De matchportefeuille ontwikkelt zich op basis van de maandelijkse verandering van de swapcurve. De af te dekken kasstromen zijn het resultaat van de ontwikkeling van het vermogen, het toegekende theoretische beschermingsrendement en de lifecycle. Figuur 2 toont de verandering van de 20-jaars rente en de MSCI World Index.

Figuur 2: Ontwikkeling rente- en aandelenmarkt

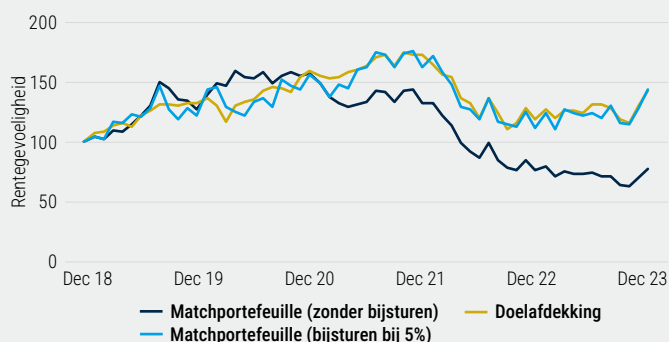


Per elk maandeinde stellen we vast of de renteaftdekking op totaalniveau en per looptijdbucket binnen de vooraf vastgestelde bandbreedte blijft. Indien dit het geval is, wordt de renteaftdekking niet bijgestuurd. Wanneer de renteaftdekking op maandeinde wel buiten de bandbreedte op totaalniveau en/of looptijdbucket is, wordt de renteaftdekking op iedere looptijd (en daarmee op totaalniveau) teruggebracht naar de beoogde renteaftdekking. Over de periode van 60 maanden bekijken we voor verschillende bandbreedtes hoe vaak de renteaftdekking moet worden bijgestuurd en hoe zich dat verhoudt tot het aantal momenten van bijsturen in het huidige stelsel.

Case study: Fictief Pensioenfonds Continued

De matchportefeuille sluit bij aanvang van deze vijf jaar perfect aan bij de af te dekken kasstromen. Door marktbevingen gaat de rentegevoeligheid van de af te dekken kasstromen afwijken van die van de matchportefeuille. Figuur 3 toont hoe deze afwijking zich cumulatief ontwikkelt indien de renteaftdekking niet tussentijds wordt bijgestuurd. Na 5 jaar is de rentegevoeligheid van de af te dekken kasstromen 80% hoger dan de rentegevoeligheid van de matchportefeuille. Dit toont aan dat tijdig bijsturen essentieel is. In dezelfde figuur wordt de rentegevoeligheid van de matchportefeuille weergegeven indien deze wel wordt bijgestuurd, wanneer deze meer dan 5% afwijkt in termen van de rentegevoeligheid van de af te dekken kasstromen.

Figuur 3: Ontwikkeling rentegevoeligheid doelaftdekking versus matchportefeuille



Naast de geïllustreerde bandbreedte van 5% van de af te dekken kasstromen hebben wij ook bandbreedtes van 1%, 3% en 10% onderzocht. Per bandbreedte stellen we vast hoe vaak de renteaftdekking tussen eind 2018 en eind 2023 zou zijn bijgestuurd en maken we een inschatting van de transactiekosten onder 'normale' marktomstandigheden. De resultaten worden samengevat in Tabel 1.

Bij een relatief krappe bandbreedte van 1% (van de af te dekken kasstromen) zien we in 54(!) van de 60 maanden dat de totale renteaftdekking te veel afwijkt. Dat is gemiddeld 11 keer per jaar. Bij een bandbreedte van 3% zakt de frequentie van herbalanceren naar 36 van de 60 maanden (ca. 7 keer per jaar) en bij 5% daalt de frequentie verder naar 26 van de 60 maanden. Dit is gemiddeld elk kwartaal bijsturen. In het geval van 10% bandbreedte zakt dit naar eenmaal per half jaar. Dit is ongeveer in lijn met het gemiddeld aantal herbalanceringen per jaar in het huidige stelsel.

Tabel 1: Bijsturen bij verschillende bandbreedtes

Bandbreedte	Aantal bijsturingen	transactiekosten totaal (% matchportefeuille)	transactiekosten gemiddeld (basispunten matchportefeuille)
1%	54	0.13 - 0.26	0.24 - 0.47
3%	36	0.11 - 0.23	0.31 - 0.63
5%	26	0.09 - 0.18	0.36 - 0.71
10%	16	0.07 - 0.15	0.46 - 0.93

Een ruimere bandbreedte leidt tot minder frequent bijsturen, maar in het geval van bijsturen zijn de transacties groter. In absolute zin, zijn de totale transactiekosten lager bij een ruimere bandbreedte dan bij een smallere bandbreedte.

Hoewel we in deze backtest inderdaad zien dat het vermogen van jongeren volatieler is, is het effect op de renteaftdekking beperkt door het relatief kleine vermogen van jongeren ten opzichte van ouderen. Wij zien niet meer breaches op de langere looptijdbuckets dan op de kortere. We zien daarom geen aanleiding om bredere bandbreedtes te hanteren op langere looptijdbuckets.

Alle pensioenfondsen doen dezelfde transacties

Voor de case study is de aanname gemaakt dat, wanneer de renteaftdekking bijgestuurd moet worden, er instantaan naar een perfecte renteaftdekking gestuurd kan worden. Naast dat de perfecte renteaftdekking in de praktijk lastig haalbaar is, zal de implementatie niet op de eerste dag van de nieuwe maand kunnen plaatsvinden.

De beheerder van de matchportefeuille is voor de vaststelling en bijsturing van mogelijke breaches afhankelijk van de aangeleverde informatie. In het nieuwe stelsel zal de pensioenadministrateur op basis van onder andere de ontwikkeling van het vermogen de nieuwe (af te dekken) kasstromen vaststellen en maandelijks communiceren met de beheerder van de matchportefeuille. Gezien de bewerkelijkheid van dit proces zal naar verwachting de daadwerkelijke implementatie realistisch gezien pas later in de volgende maand plaatsvinden. In de tussentijd kunnen financiële markten zich

dermate ontwikkelen dat extra, minder of zelfs tegengestelde bijsturing nodig is. Deze inefficiëntie kan leiden tot ongewenste transacties.

Daarnaast bestaat de kans dat andere pensioenfondsen, die allemaal ongeveer dezelfde maandelijks cyclus hanteren, tegelijkertijd ongeveer gelijke transacties willen doen. Dit kan leiden tot hogere transactiekosten.

Naar verwachting zal het frequenter herbalanceren in het nieuwe pensioenstelsel leiden tot hogere transactiekosten. Om transactiekosten te besparen kunnen ruimere bandbreedtes rondom de renteaftdekking worden gehanteerd. Ruimere bandbreedtes leiden tot minder frequent bijsturen en tot lagere totale transactiekosten.



Conclusie: frequenter herbalanceren en hogere kosten

De af te dekken kasstromen worden volatieler in de SPR. Hierdoor gaat een pensioenfonds vaker bij moeten sturen bij een gelijke bandbreedte rondom de renteaftdekking. Dit is een reden om mogelijk bredere bandbreedtes rondom de renteaftdekking te hanteren. De breedte van deze bandbreedtes wordt een afweging tussen kosten en efficiëntie. Hoe smaller de bandbreedte, hoe vaker de renteaftdekking wordt bijgesteld en hoe efficiënter de renteaftdekking is. Tegelijkertijd leidt vaker bijsturen tot hogere transactiekosten.

In de SPR hebben jongeren een volatieler vermogen dan dat van ouderen. Op basis van onze case study zien wij hierin echter geen aanleiding om ruimere bandbreedte te hanteren op de langere looptijdbuckets.

De daadwerkelijke bijsturing van de renteaftdekking kan pas later in de volgende maand plaatsvinden. In de tussentijd kunnen financiële markten zich dermate ontwikkelen dat extra, minder of zelfs tegengestelde bijsturing nodig is. Deze inefficiëntie kan leiden tot ongewenste transacties.



Een pensioenfonds moet vaker bijsturen bij een gelijke bandbreedte


Meet the author


David van der Stee, LDI Client Portfolio Manager, Europese klanten




David van der Stee is LDI Client Portfolio Manager met 12 jaar ervaring in de sector. David trad in 2022 in dienst bij Columbia Threadneedle door de overname van BMO GAM (EMEA). Daarvoor werkte hij 9 jaar bij Cardano Risk Management. In de laatste 6 jaar was LDI Portfolio Manager, eerst in Londen voor Engelse pensioenfondsen en later in Nederland. David heeft een Master Finance afgerond aan de Vrije Universiteit Amsterdam.

Contactgegevens

 Columbia Threadneedle Investments
Jachthavenweg 109E
1081 KM Amsterdam

 **Gerben Borkent**
Sales Director Investment Solutions
DL: +31 (0)20 582 3758; M: +31 (0)61 001 9328

 **Prosper van Zanten**
Head of Institutional Business Benelux and Nordics
DL: +31 (0)20 262 4022; M: +31 (0)6 13 53 39 68

Calls may be recorded

 columbiathreadneedle.nl

 Volg ons op LinkedIn

Meer informatie: columbiathreadneedle.nl



Belangrijke Informatie: © 2024 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.

WF2373673 (07/24)