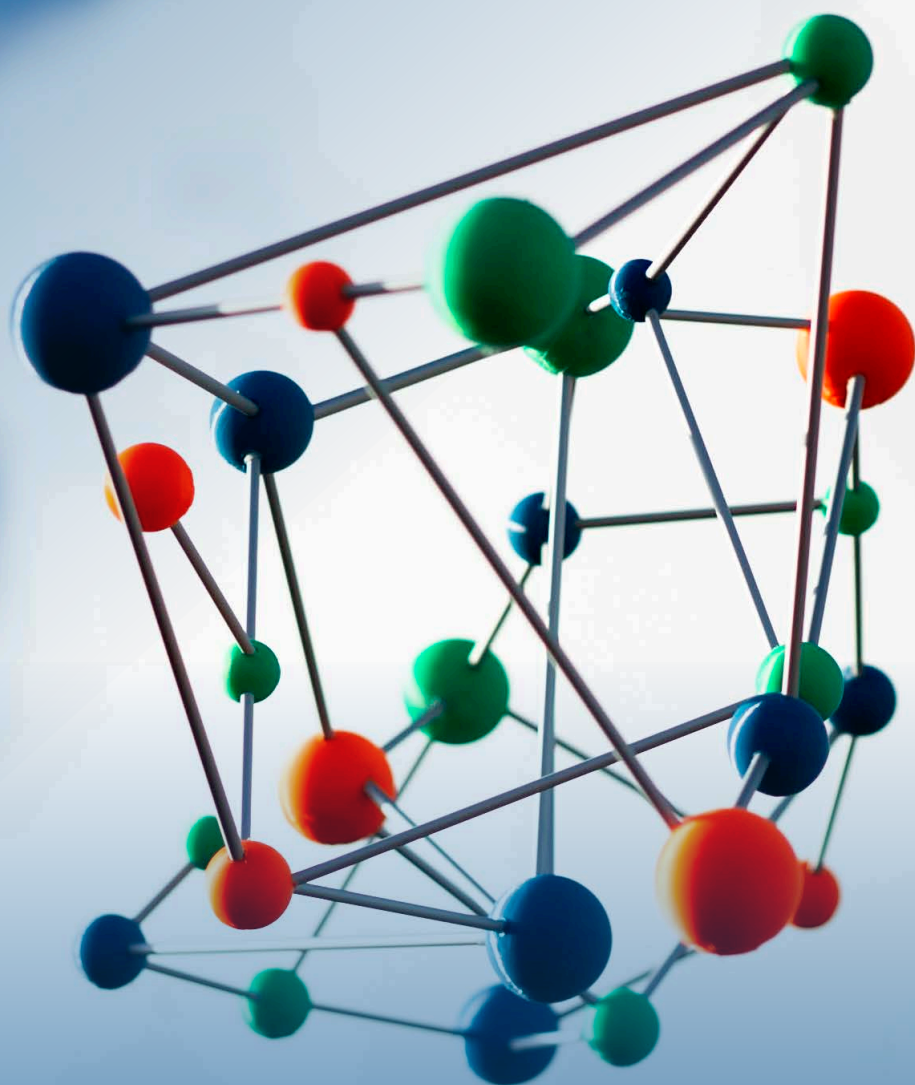


Hoe zorgen we voor een beheerste transitie van de renteafdekking rondom invaren?



Auteurs



Jeroen Rijk

Senior Consultant

Jeroen.Rijk@ortec-finance.com

Jeroen Rijk sloot zich in 2024 aan bij Ortec Finance als senior consultant. In deze rol adviseert hij pensioenfondsen over ALM en duurzaamheidsbeleid. Voordat hij bij Ortec aan de slag ging, was Jeroen Hoofd Balance Sheet Management bij PGB, senior strateeg bij PGGM, Hoofd Strategisch Beleggingsbeleid bij a.s.r. en Directeur Beleggingsstrategie & Productontwikkeling bij MN. Zijn carrière begon hij als strategisch consultant bij OC&C. Jeroen behaalde zijn Master Toegepaste Wiskunde aan de Technische Universiteit Delft.



Sacha van Hoogdalem

Manager Kennis, Innovatie en Methodologie

+31 (0)10 700 5000

Sacha.vanHoogdalem@ortec-finance.com

Sacha werkt sinds 1992 bij Ortec Finance. Sindsdien heeft zij diverse posities bekleed op het gebied van research, ALM en risicomanagement voor pensioenfondsen en verzekeraars. Van 2000 tot 2006 had zij de leiding over de ALM-groep binnen Ortec Finance. Daarna was zij verantwoordelijk voor alle software-systemen die binnen de dienstverlening van Ortec Finance worden gebruikt. Sacha is binnen de huidige organisatie verantwoordelijk voor kennisdeling, innovatie en methodologie voor de pensioenenmarkt. Sacha studeerde econometrie aan de Erasmus Universiteit in Rotterdam. In 1996 is zij na afronding van de VBA opleiding opgenomen in het register voor beleggingsanalisten (RBA).



Inleiding

De overgang van het FTK naar het WTP brengt voor pensioenfondsen ingrijpende veranderingen met zich mee, waaronder een herziening van de renteafdekking en de beleggingsportefeuille. Onder het WTP bevat de collectieve portefeuille gemiddeld meer risicovolle beleggingen en een aanzienlijk lagere renteafdekking, vooral op langere looptijden. Deze aanpassingen verlopen niet zonder uitdagingen, aangezien de meeste fondsen overstappen op 1 januari, een periode waarin de marktliquiditeit vaak beperkt is.

De vraag wanneer en hoe de renteafdekking moet worden aangepast -voorafgaand aan of na de transitie- heeft grote impact op het risicobeheer en de stabiliteit van het fonds. Dit artikel onderzoekt de effecten van beide strategieën en biedt waardevolle inzichten om deze cruciale beslissing te ondersteunen.





Analyse: effect van 1% parallelle renteverandering

Zowel afbouw van de renteafdekking voor- als na de beoogde transitiedatum leidt tot afwijkingen van het beoogde beleid. Transitie vooraf leidt tot extra dekkingsgraadrisico's. Transitie achteraf leidt ertoe dat er tijdelijk een groot rentemismatch risico wordt gelopen, dat via de overrendementsstaffel over de deelnemers wordt verdeeld. In de analyse kijken wat het effect is van een +1%-punt en -1%-punt parallelle renteschok in beide gevallen. Voor de analyse gaan we uit van een gemiddeld Nederlands pensioenfonds dat overgaat naar de Solidaire Premiereregeling (SPR). Bij de toedeling van het beschermingsrendement wordt gebruik gemaakt van indirect beschermingsrendement. De dekkingsgraad van het fonds is 115% en de huidige renteafdekking is 75%. Veel pensioenfonds hebben hun renteafdekking in de afgelopen periode verhoogd om de dekkingsgraad beter te beschermen in aanloop naar de overgang naar het WTP. Onder WTP voert het fonds een renteafdekking van 10% voor jongeren en 80% in het uitkeringscollectief (voor ouderen). De gemiddelde renteafdekking voor het collectief komt hierdoor uit op 39%.





Impact onder FTK

Voor de impact onder FTK kijken naar wat de impact is van “voorsorteren” van de renteafdekking in het FTK, ofwel wat is de impact van een renteafdekking conform het WTP op de invaardekkingsgraad, de invaarkapitalen en de “pensioenaanspraak” ten gevolge van een renteverandering vóór het invaarmoment.

Door de 1%-punt hogere rente nemen de verplichtingen in waarde met ongeveer 18% af. Het beleggingsrendement is ook sterk negatief: -11.6%. Doordat de beleggingen minder in waarde dalen dan de verplichtingen stijgt de dekkingsgraad naar 124%. Indien wordt voorgesorteerd op het WTP-beleid dan is de renteafdekking minder groot. De rentestijging leidt onder het FTK in combinatie met het WTP-renteafdekkingsbeleid tot hogere dekkingsgraad en minder negatief rendement.

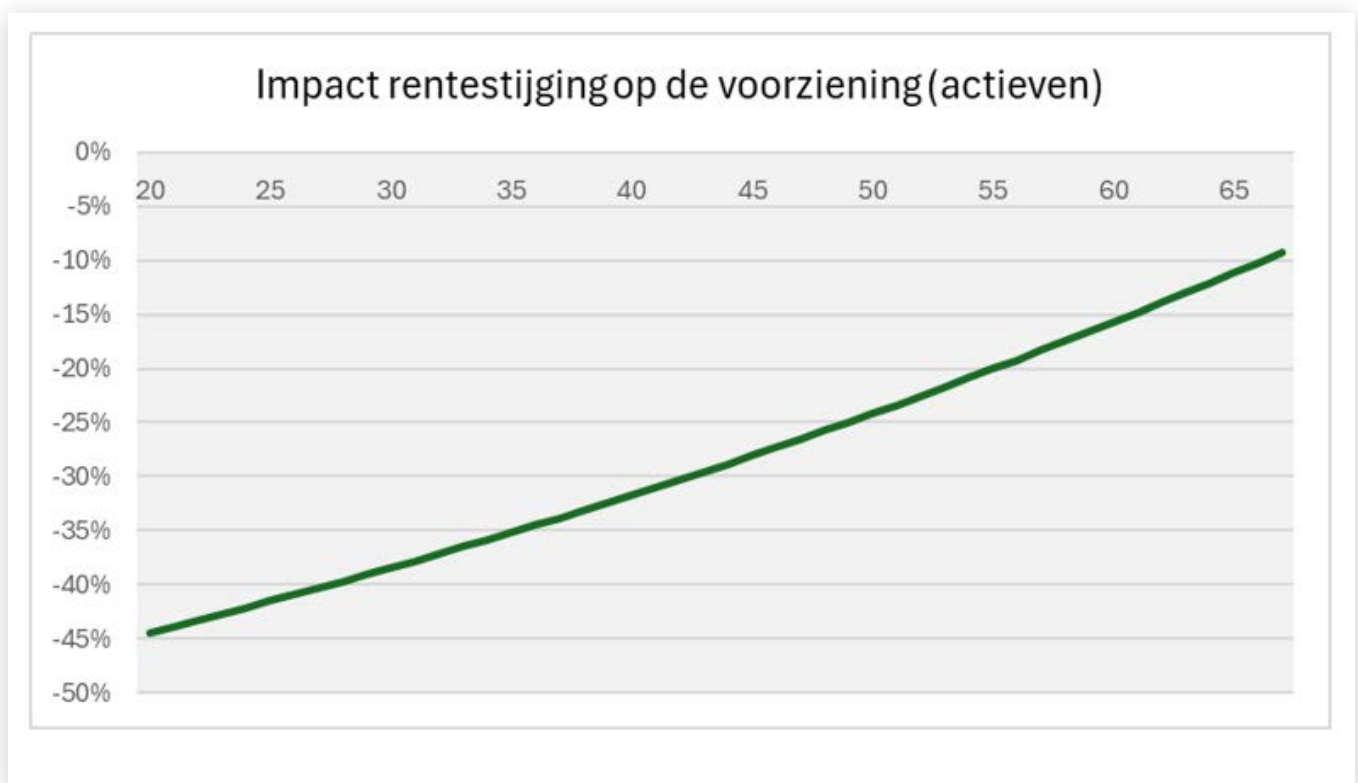
Een 1% rentedaling heeft een tegengesteld effect. De dekkingsgraad onder FTK daalt naar 107%.

	Dekkingsgraad	Impact VPV	Beleggingsrendement
Basis	115%		
<i>Renteschok +1%</i>			
O.b.v. FTK-afdekking	124%	-17,8%	-11,6%
O.b.v. WTP-afdekking	130%	-17,8%	-6,9%
<i>Renteschok -1%</i>			
O.b.v. FTK-afdekking	107%	23,8%	15,5%
O.b.v. WTP-afdekking	101%	23,8%	8,6%

Tabel 1: impact van 1% rentestijging onder FTK-contract op het dekkingsgraad en rendement bij een renteafdekking conform het FTK-beleid en conform het WTP-beleid.



Een rentestijging onder het FTK lijkt positief. Dat is het ook in termen van dekkinggraad en ruimte om pensioen te verhogen. Het betekent echter wel dat de invaarkapitalen dalen. Het effect op de invaarkapitalen is echter niet voor alle deelnemers gelijk. De afname van de VPV (Voorziening voor (of waarde van) pensioenverplichtingen) is bij benadering gelijk aan $\sim -1 * \text{duration} * \text{renteverandering}$. De impact van een rentestijging leidt voor jonge deelnemers tot een grotere daling van de VPV dan voor oudere deelnemers. Zie onderste grafiek.



Figuur 1: Onderstaande grafiek geeft weer met hoeveel procent de voorziening pensioenverplichtingen daalt voor deelnemers door een stijging van 1%punt rente. Een daling van de rente met 1% geeft een gespiegeld beeld.

Door de hogere afdekking onder FTK is de impact van de rentestijging op de invaarkapitalen voor jongere deelnemers groter dan voor oudere deelnemers. Door de lagere afdekking bij het voeren van het WTP-beleid wordt een deel van dit risico gemitigeerd. Zie onderstaande tabel:

	Renteschok +1%		Renteschok -1%	
	FTK-beleid	WTP-beleid	FTK-beleid	WTP-beleid
25	-36,3%	-32,1%	58,7%	46,6%
35	-29,4%	-24,8%	43,1%	32,2%
45	-21,7%	-16,5%	28,9%	19,0%
55	-13,0%	-7,3%	16,0%	7,2%
70	-2,3%	2,6%	3,2%	-2,5%

Tabel 2: impact van 1% rentestijging en daling onder FTK contract op het invaarkapitaal bij een renteafdekking conform het FTK beleid (75% afdekking VPV= 65% afdekking belegd vermogen) en conform het WTP-beleid (39% afdekking belegd vermogen).

Bij een gestegen rente stijgt de “aanspraak” die kan worden ingekocht, bij een gedaalde rente daalt de “aanspraak”:

	Renteschok +1%		Renteschok -1%	
	FTK-beleid	WTP-beleid	FTK-beleid	WTP-beleid
25	8,9%	16,1%	-7,8%	-14,9%
35	8,9%	16,1%	-7,8%	-14,9%
45	8,9%	16,1%	-7,8%	-14,9%
55	8,8%	16,0%	-7,8%	-14,8%
70	7,4%	12,7%	-6,5%	-11,7%

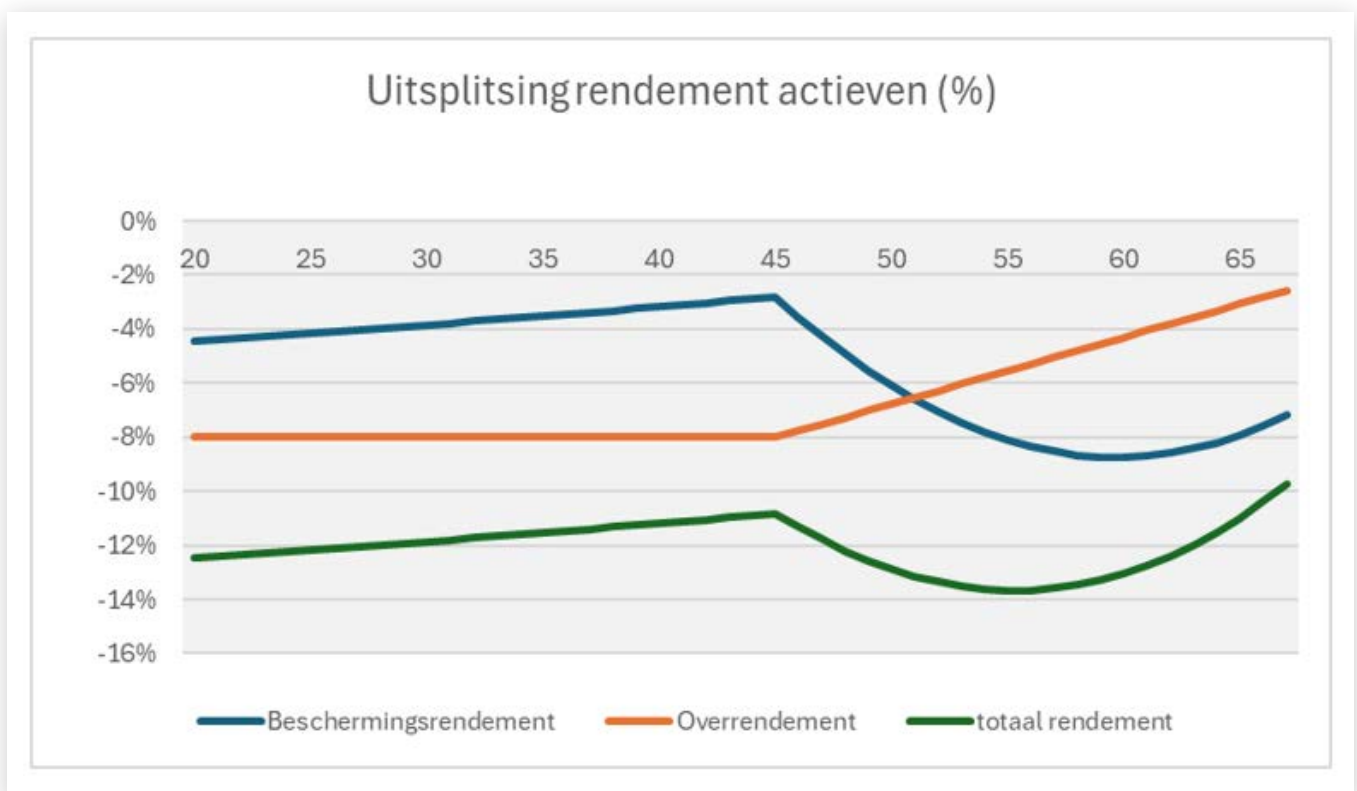
Tabel 3 impact van 1% rentestijging en 1% rentedaling onder FTK-contract op de “pensioenaanspraak onder WTP” bij een renteafdekking conform het FTK beleid en conform het WTP-beleid.

Impact onder WTP

Voor de impact onder WTP kijken naar wat de impact is van “na-sorteren” van de renteafdekking in het WTP, ofwel wat is de impact van een renteafdekking conform het FTK op de kapitalen (en rendementen) en de “pensioenaanspraak” ten gevolge van een rente verandering ná het invaarmoment.

Tabel 1 toont dat als de afdekking conform het FTK wordt gevoerd en de rente stijgt met 1%, hierdoor een rendement behaald wordt van -11,6% rendement. Dezelfde tabel laat zien dat het beschermingsrendement op basis van de beschermingsstaffel van het SPR contract -6,9% is. Afdekking conform het WTP-beschermingsrendement leidt tot rendement gelijk aan het beschermingsrendement. Bij afdekking conform het FTK-beleid is er een collectief overrendement van -4,7% (= -11,6% - 6,9%). Dit rendement van -4,7% wordt via de overrendementstaffel (en persoonlijke kapitalen verdeeld over de generaties).

Voor het gemiddelde fonds krijgen jongeren krijgen hierdoor -8,0% extra rendement en ouderen -2,3%. Onderstaande grafiek geeft per leeftijd weer welk rendement, inclusief opsplitsing overrendement en beschermingsrendement er ontstaat door een 1% rentestijging. Bij een 1% rentedaling ontstaat een gespiegeld beeld.

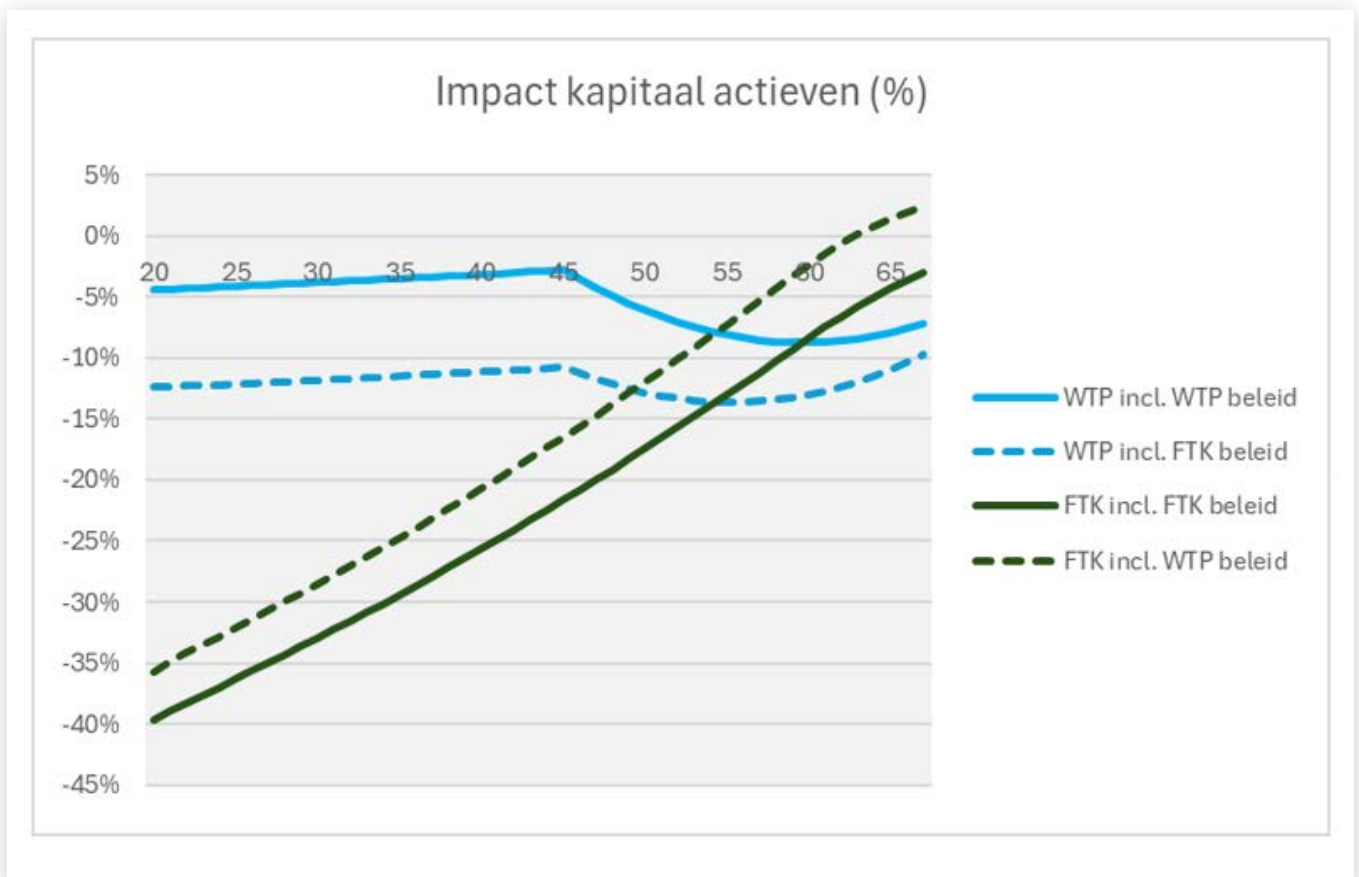


Figuur 2: de figuur geeft weer wat de impact is van 1% rentestijging op het beoogde beschermingsrendement onder WTP en hoe het mismatchrendement, dat ontstaat door de hogere FTK-afdekking onder WTP voort te zetten, leeftijdsafhankelijk wordt toegedeeld.



De mismatch ten gevolge van de hogere renteafdekking zorgt ervoor bv voor dat het totale rendement voor de 25-jarige deelnemer 8% lager ligt boven op een negatief beschermingsrendement van -4,2%.

Onderstaande figuur laat de impact op het behaalde rendement ten gevolge van 1% rentestijging zien voor deelnemers tussen 20 en 68 jaar van de besproken varianten: FTK-renteafdekking en WTP-renteafdekking voor de transitie onder FTK (groene lijnen) en FTK-renteafdekking en WTP-renteafdekking na de transitie onder SPR (blauwe lijnen).



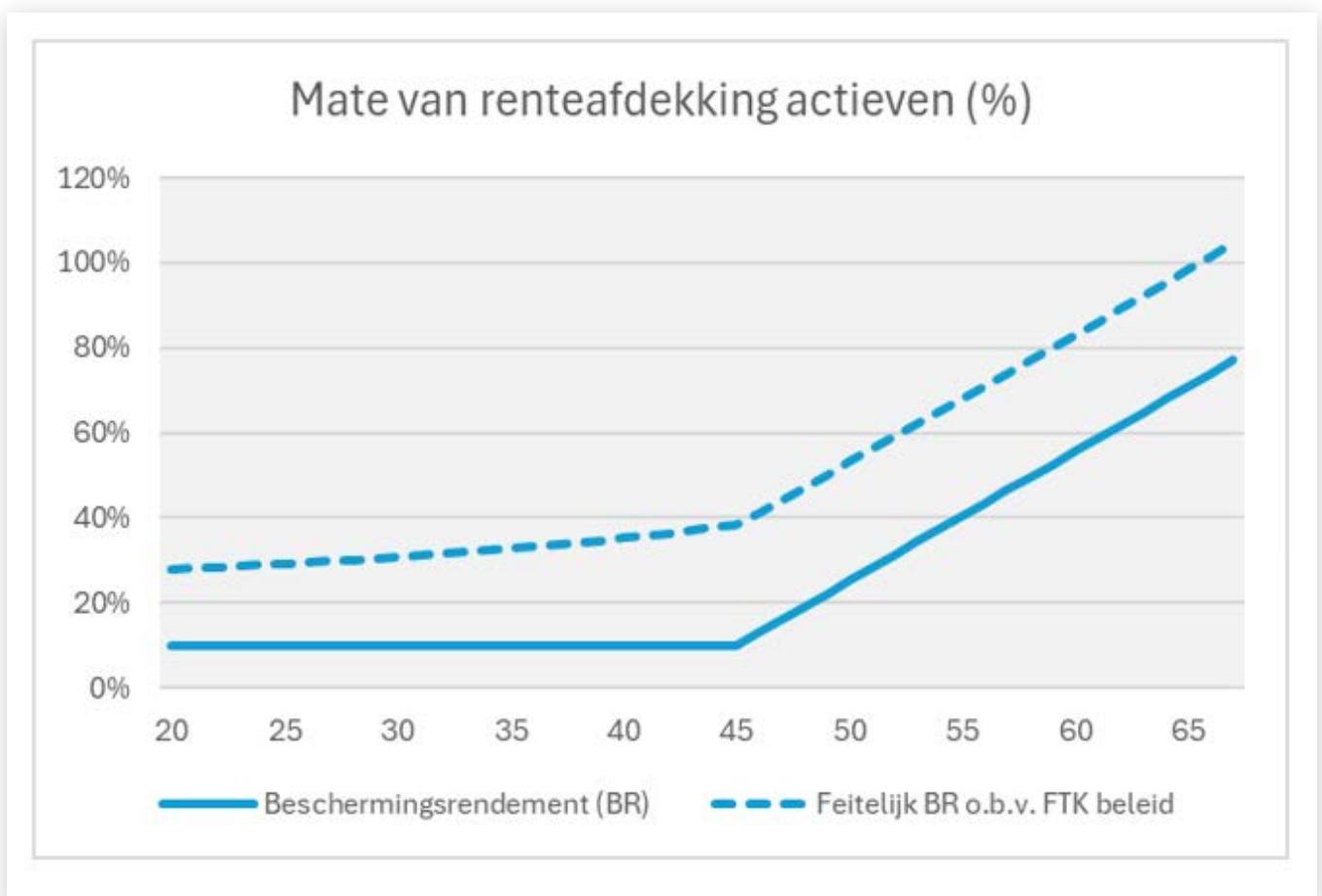
Figuur 3: impact van 1% rentestijging op het rendement bij een renteafdekking conform het FTK beleid en conform het WTP-beleid onder respectievelijk het FTK (groene lijnen) en onder WTP (blauwe lijnen).



De grafiek laat zien dat voor jonge deelnemers onder FTK de impact van een rentestijging tot grotere negatieve impact op het kapitaal leidt dan onder WTP: groene lijnen liggen onder de blauwe lijnen. Voor oudere actieven is dit andersom: groene lijnen liggen boven de blauwe lijnen.

Onder het WTP-beleid is de renteafdekking voor jongeren significant lager dan onder het FTK. Hierdoor heeft een rentestijging een minder grote daling van het kapitaal tot gevolg. Een hoger FTK-renteafdekking binnen het WTP-contract leidt voor jongeren tot een grotere daling van kapitaal. Voor ouderen is de daling van het kapitaal ten gevolge van een 1% rentestijging onder het WTP-contract groter dan onder het FTK-contract. Immers onder het WTP-contract is de renteafdekking voor de ouderen groter en dragen zij niet het openrenterisico van de jongeren. Hun kapitaal beweegt mee met de dalende tarieffactor van het pensioen.

Een andere manier om naar de resultaten te kijken is hoeveel extra “bescherming tegen renterisico” de additionele rentebeschermt (vanuit het FTK) onder het WPT toevoegt. Het toebedeelde extra resultaat uit de hogere renteafdekking vanuit de FTK-renteafdekking versus de WTP-renteafdekking kan uitgedrukt worden als extra percentage bescherming tegen renterisico. Zie de gestippelde lijn in onderstaande grafiek.



Figuur 4: impact van mismatchrisico door FTK-afdekking onder WTP uitgedrukt of de feitelijke bescherming tegen renterisico.

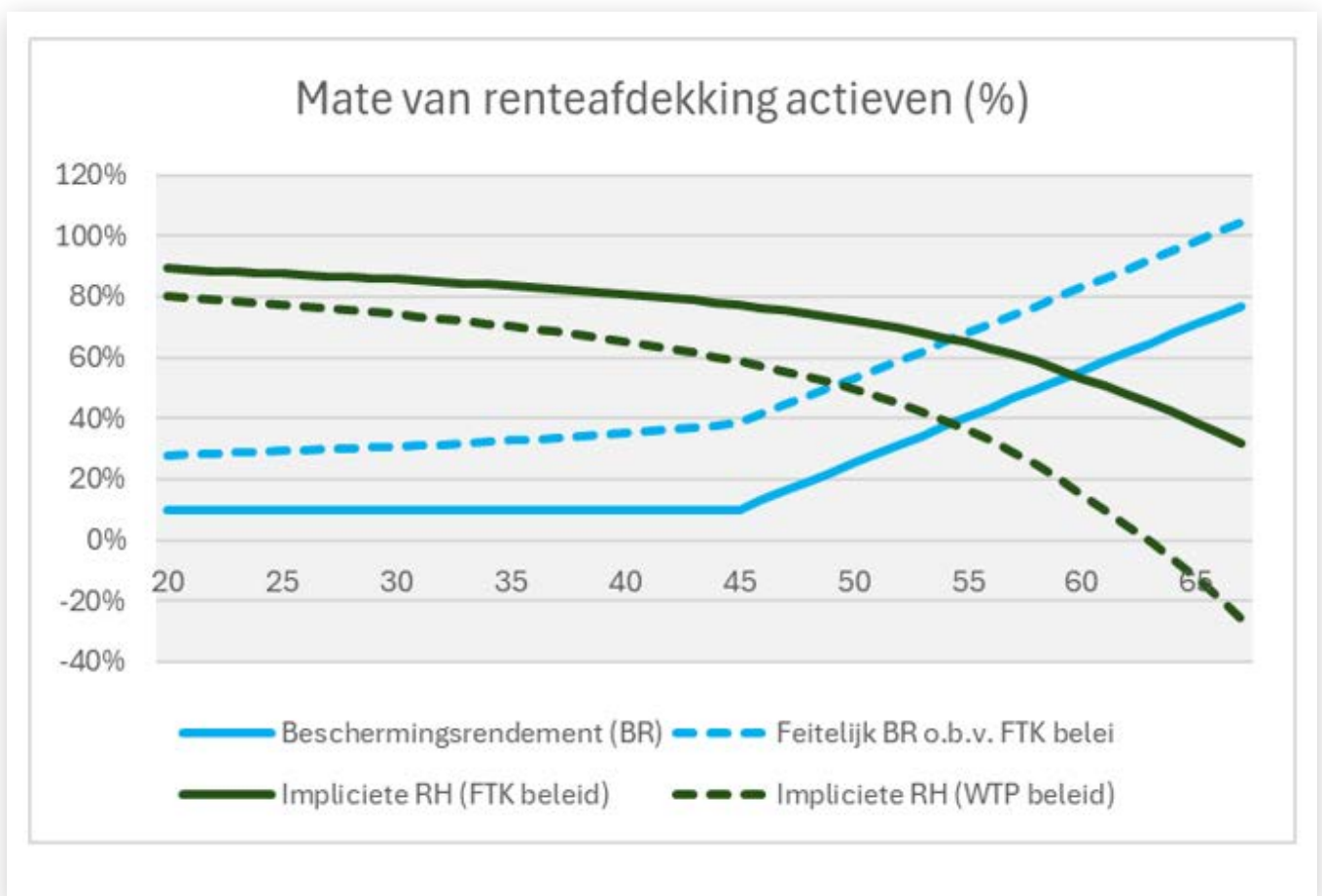


Voor een deelnemer van 25 neemt de beoogde afdekking van 10% toe tot 29% (= +19% afdekking). Voor de 67-jarige neemt de afdekking toe van 77% naar 105% (= + 28% afdekking). Ook kan de impact voor de afdekking van het uitkeringscollectief worden bepaald. Deze neemt toe van 80% naar 108% (= + 28% afdekking).

In onderstaande figuur wordt naast de beoogde en feitelijke rentebeschermtng onder het WTP-contract ook de impliciete renteafdekking onder het FTK-contract in beeld gebracht.

Dit is berekend door de impact van 1% renteverandering op het invaarkapitaal van elke leeftijd te delen door het rendement dat hoort bij 100% beschermingsrendement.

Bijvoorbeeld: onder het FTK-contract leidt een 1% rentestijging voor een 25 jarige tot een daling van het invaarkapitaal van 36.3%. De pensioeninkoopfactor van de 25-jarige daalt door 1% rentestijging met 41,5%. De impliciete rente bescherming is 87,4% (= $-36,3\% / -41,5\%$).



Figuur 5: impliciete rentebeschermtng onder FTK versus onder WTP-contract.



Deze figuur maakt goed zichtbaar dat ondanks de collectieve renteaafdekking onder het FTK van 75% de impliciete renteaafdekking voor jongeren hoger is dan 75% en voor ouderen lager. Door het delen van het openrente risico via de dekkingsgraad, hebben jongeren onder het FTK meer rentebeschermtng hebben dan de collectieve 75% en ouderen minder: ofwel het openrenterisico van de jongeren wordt onder het FTK doorgeschoven naar de ouderen. Dit is geen nieuw inzicht maar één van de belangrijke redenen waarom we de transitie van het FTK naar het WTP-contract willen maken.

Door onder het FTK het renteaafdekkingsbeleid van de WTP te voeren, waardoor er meer open renterisico is (lagere collectieve renteaafdekking), neemt de verschuiving van het renterisico toe. De impliciete afdekking wordt voor de jongere rond de 80%, voor de bijna gepensioneerde wordt dit -25%. Dit wil zeggen dat als de rente 1% stijgt, en hierdoor de verplichtingen met 8% dalen, dat dan de assets met $-25\% * -8\% = + 2\%$ stijgen. Per saldo een toename van de verwachte pensioenuitkering van +10% (zie ook tabel 3, waar de impact van de afdekking van het WTP op de aanspraak van de 70-jarige 12,7% toenam). Merk op, bij een rentedaling treedt dit verschijnsel in vergelijkbare mate op, waardoor een rentedaling een grote impact kan hebben op de mate waarin de lopende uitkeringen van gepensioneerden verhoogd kunnen worden bij de transitie.

De grafiek maakt duidelijk dat de jongeren onder het FTK een hogere rentebeschermtng hebben dan onder het WTP en ouderen een lagere.



Voorsorteren of nasorteren?

In de keuze tussen “voorsorteren”, dus de renteafdekking alvast afbouwen voor de transitie en “nasorteren”, na de transitie afbouwen ligt “nasorteren” meer voor de hand zowel voor ouderen als jongeren.

Ouderen zijn met name gevoelig voor renteveranderingen vóór de transitie. Het voorsorteren met de renteafdekking voor de transitie verhoogt het FTK-balansrisico en het risico op een lagere invaardeckingsgraad. Bij een lagere invaardeckingsgraad kan er een minder grote verhoging bij invaren worden gegeven. Onder FTK geldt dat renterisico van jongeren naar ouderen wordt geschoven als niet 100% van het renterisico van de beleggingen is afgedekt. Voorsorteren op een lagere afdekking zoals onder het WTP-contract gewenst is, verhoogt de mate waarin het (niet afgedekte) renterisico van jong naar oud wordt geschoven. Afbouw voor de transitie is dus voor hen nadelig.

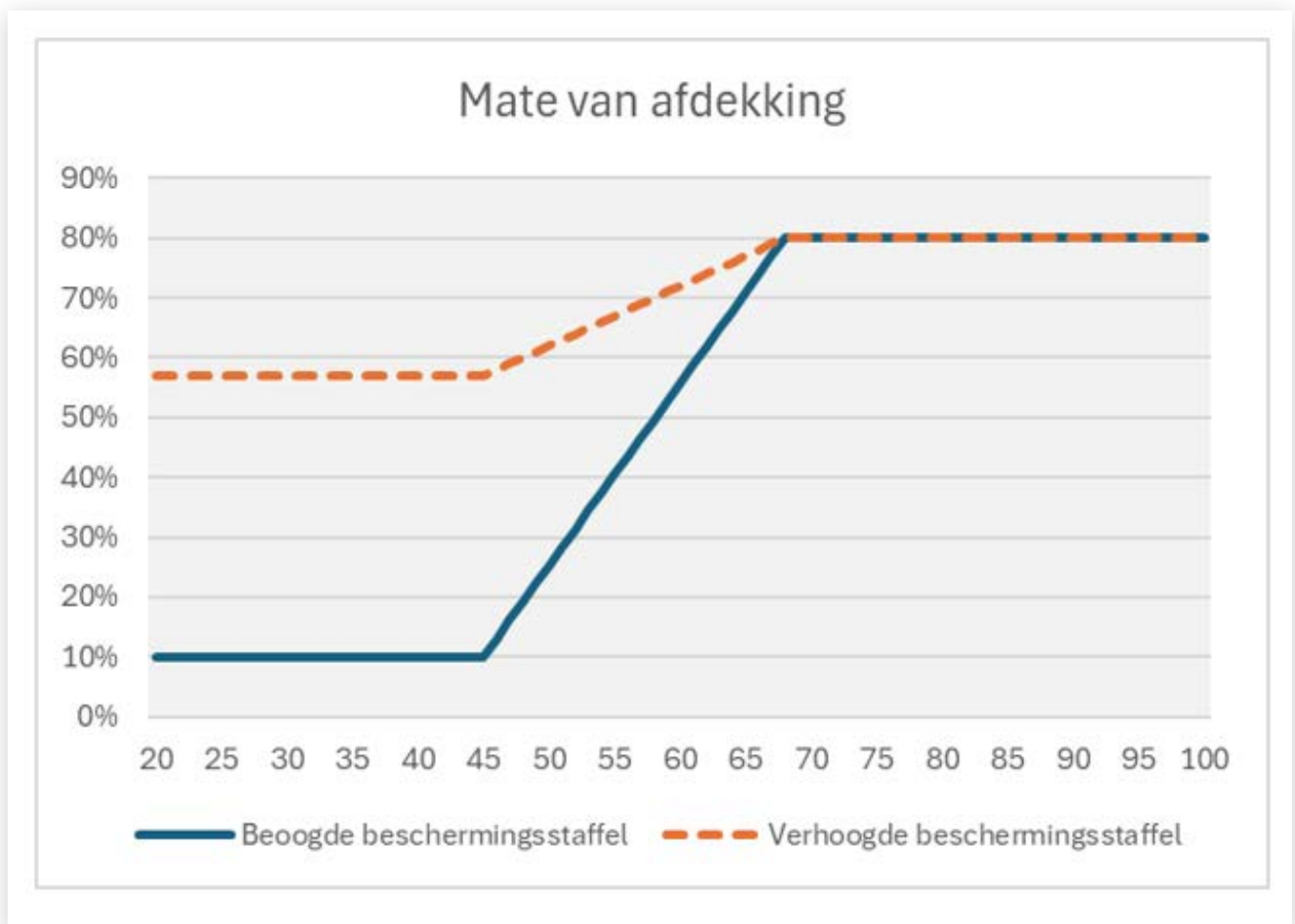
Bij nasorteren komt het verschil in rendement ten gevolge van de afwijkende en vaak hogere afdekking in het FTK ten opzichte van de WTP-afdekking, in het overrendement terecht. In termen van toebedeeld overrendement dragen jongeren relatief meer van dit mismatch risico dan de ouderen. In termen van additioneel beschermingsrendement is dit niet altijd het geval. (zie figuur 5). Een tijdelijk wat hogere feitelijke bescherming tegen renterisico hoeft niet problematisch te zijn. Wel zal het lastig uitlegbaar zijn als de feitelijke blootstelling aan beschermingsrendement in de uitkeringsfase waar de beoogde rentebeschermt al hoog is, boven de 100% komt: de daling van het kapitaal zal bij een rentestijging groter zijn dan de daling van het tarief. Het gevolg is dat de uitkering gekort moet worden, of dat een aanvulling vanuit de solidariteitsreserve noodzakelijk is.

Voor jongeren is een tijdelijk hogere feitelijke bescherming wellicht ook lastig uitlegbaar, vooral als de rente stijgt en dit dan een negatieve bijdrage aan het rendement levert, echter de feitelijke afdekking blijft lager dan dat dit onder het FTK zou zijn geweest.

Een argument om voor te sorteren is de potentiële marktimpact van de transitie. Als een groot deel van de Nederlandse pensioenfondsen op eenzelfde moment de renteafdekking gaat afbouwen kan dat impact op de markt hebben, en dan specifiek op de rente van voor langlopende swaps. Als er een groot aanbod van lange swaps komt, kan de rente op dit segment stijgen. Het kan nuttig zijn hierop voor te sorteren door voorafgaande aan de transitie langlopende swaps al af te bouwen en de renteafdekking in te vullen met korter lopende obligaties en swaps die beter passen bij het beoogde renteafdeckingsprofiel onder WTP.

De vraag is wat een passende wijze is om dit mismatchrendement ten gevolge van de hogere afdekking over de generaties te verdelen?

Een manier is om de beschermingsstaffel in het WTP-contract initieel zodanig in te richten dat hierdoor het mismatch rendement tussen de FTK-afdekking en de WTP-afdekking beperkt is. Dit is bijvoorbeeld te realiseren door tijdelijk de bescherming tegen renterisico voor jongeren te verhogen. Zie onderstaande figuur.



Figuur 6: Verhoogde beschermingsstaffel welke onder WTP een vergelijkbaar rendement door renteafdekking creëert dan de afdekking uit het FTK.

Door de aanpassing van de “verhoogde staffel” naar de “beoogde beschermingsstaffel” in een gelijk tempo door te voeren als de snelheid waarin in de afdekking feitelijk in de markt kan worden aangepast, zorgt het fonds dat het grip houdt bij welke leeftijdscohorten/ doelgroepen het tijdelijke mismatchrisico neerslaat. **Vraag is wel of deze geleidelijke aanpassing van de beschermingsstaffel wettelijk is toegestaan én of deze door ook uitvoerbaar is in de administratie.**

Een andere mogelijkheid is om het mismatch rendement via een aparte verdeelsleutel over de leeftijdsgroepen te verdelen. In de basisopzet wordt dit overrendement via de overrendementstaffel verdeeld. Door een aparte staffel te hanteren voor dit stuk mismatch risico kan dit gericht worden toegekend. Dit lijkt op wat we ook wel kennen als de Philips-methode, waarin het mismatch rendement via een eigen toedeelregel wordt verdeeld. Het voordeel van deze laatste methode is dat de beoogde rentestafel ongewijzigd kan blijven, en dat de vermogensbeheerder op basis van marktomstandigheden het tempo bepaalt waarin de rente afdekking richting de gewenste WTP-afdekking gebracht kan worden. Er hoeft dus vooraf geen tijdpad gekozen te worden waarin verwacht wordt dat de afbouw van de afdekking gebeurt. Als marktomstandigheden het toelaten kan de afdekking snel gedraaid worden richting de gewenste afdekking. Zitten marktomstandigheden tegen, dan kan hier wat langer de tijd voor genomen worden.



Conclusie

Veel fondsen zullen richting de transitie het balansrisico niet willen vergroten, en zullen daarmee de transitie van de beleggingsportefeuille na de WTP-transitie uitvoeren. Hierdoor ontstaat gedurende een bepaalde periode een mismatch tussen het gewenste risicoprofiel van de beleggingsportefeuille en de beoogde portefeuille. Zonder aanvullende maatregelen wordt dit mismatch risico conform de overrendementstaffel verdeeld. Dit kan tot een ongewenste toedeling leiden. Daarom is wettelijke ruimte nodig om een bepaalde transitieperiode in acht te nemen, waarin de feitelijke beleggingsportefeuille en renteafdekking afwijken van de gewenste portefeuille. Tijdens deze periode kan het voorkomen dat bandbreedtes van de renteafdekking en mogelijk ook collectieve allocatie ten opzichte van de normwegingen worden overschreden. Daarnaast is flexibiliteit vereist in de toedeelregels van het mismatchrendement of in een ingroeipad van de beschermingsrendementstaffel bij de uitvoeringsorganisatie, zodat pensioenfondsen grip houden op de verdeling van dit mismatchrisico.

Het streven is naar een zo vlekkeloos mogelijke transformatie. Een stabiele economische situatie is echter geen gegeven en pensioenfondsen zullen een periode nodig hebben om de portefeuilles en renteafdekking te transformeren. Mismatchrisico is dus aanwezig. Goed risicomanagement vraagt om rekening te houden met scenario's waarin deze risico's zich manifesteren. Vooraf dient te worden geanalyseerd waar de impact van dergelijke ontwikkelingen neerkomt, zodat er tijdig kan worden geanticipeerd.



Meer informatie?

Heb je naar aanleiding van dit artikel nog vragen op opmerkingen, neem daarvoor contact op met je Ortec Finance contactpersoon.

Disclaimer

Dit rapport is zorgvuldig opgesteld met de beste beschikbare gegevens. Dit rapport kan informatie bevatten die is verstrekt door derden of afgeleid is van gegevens van derden en/of gegevens die mogelijk gecategoriseerd of anderszins gerapporteerd zijn afgaand op de instructies van de cliënt. Dit rapport is niet bedoeld als beleggingsadvies. Ortec Finance neemt geen verantwoordelijkheid voor de nauwkeurigheid, tijdigheid en volledigheid van dergelijke informatie. Ortec Finance aanvaardt geen aansprakelijkheid voor

de consequenties van investeringsbeslissingen die zijn gebaseerd op de informatie in dit rapport. Dit rapport en de inhoud ervan zijn eigendom van Ortec Finance. U mag, behalve met onze uitdrukkelijke schriftelijke toestemming, de inhoud niet verspreiden of commercieel exploiteren. Op al onze diensten en activiteiten zijn onze algemene voorwaarden van toepassing, die op www.ortecfinance.com geraadpleegd kunnen worden en op verzoek kosteloos toegestuurd kunnen worden.



contact@ortecfinance.com | www.ortecfinance.com

Rotterdam | Amsterdam | London | Toronto | Zurich | Melbourne | New York | Singapore

