S

Invulling rente-afdekking onder de Wet toekomst pensioenen

De renteafdekking blijft ook met de introductie van de Wet toekomst pensioenen belangrijk. Welke beleggingsinstrumenten zijn hiervoor geschikt en hoe beïnvloedt de negatieve swapspread de invulling van de renteafdekking?

Door *Niek Swagers* en *Yiyi Huang*

Het afdekken van renterisico heeft altijd een cruciale rol gespeeld in het beleggingsbeleid van pensioenfondsen om de dekkingsgraad te beschermen tegen rentebewegingen. Ook onder de Wet toekomst pensioenen (Wtp) blijft de renteafdekking een belangrijke component, aangezien de uiteindelijke hoogte van de pensioenuitkering afhankelijk is van de rente. Voor de invulling van de renteafdekking blijven renteswaps ook in dit nieuwe stelsel essentieel. De belangrijkste voordelen van renteswaps zijn:

- Een hoge mate van liquiditeit, met name voor de lange looptijden.
- Een minimaal basisrisico ten opzichte van de waarderingscurve voor de verwachte kasstromen (pensioenuitkeringen).
- Een beperkte benodigde investering door het derivatenkarakter van renteswaps. Hierdoor blijft relatief veel geld beschikbaar om te beleggen in de rendementsportefeuille.

TABEL 1: INSTRUMENTEN VOOR RENTEAFDEKKING BIJ DE VERSCHILLENDE CONTRACTVORMEN

Instrumenten	SPR-T[1]	SPR-W[2] en FPR[3]
Renteswaps en kas	Beschermingsportefeuille	Beschermingsportefeuille
Staatsobligaties (waaronder supranationale obligaties)	Beschermingsportefeuille	Beschermingsportefeuille
Bedrijfsobligaties (investment grade)	Rendementsportefeuille	Beschermingsportefeuille
Nederlandse hypotheken	Rendementsportefeuille	Beschermingsportefeuille
Inflatiegerelateerde obligaties (ILB's) of inflatieswaps	Rendementsportefeuille	Beschermingsportefeuille

1 Solidaire premieregeling met theoretisch beschermingsrendement
2 Solidaire premieregeling met werkelijk beschermingsrendement
3 Flexibele premieregeling

Bron: Aegon Asset Management

Toch is er, net als onder het FTK, ook ruimte voor andere instrumenten. Denk hierbij aan staatsobligaties, hoogwaardige bedrijfsobligaties en Nederlandse hypotheken. Zo kunnen staatsobligaties met een hoge kredietwaardigheid (bijvoorbeeld Nederlandse of Duitse) fungeren als onderpand voor renteswaps. Daarnaast bieden ze een veilige haven voor beleggers in een crisissituatie en kan het rendement aantrekkelijk zijn ten opzichte van renteswaps (bij een negatieve swapspread – waarover later meer). Bedrijfsobligaties en hypotheken kunnen ook een bijdrage leveren door extra rendement te genereren in combinatie met meer diversificatie.

De keuze voor bepaalde instrumenten is uiteraard wel afhankelijk van het type pensioencontract. Tabel 1 geeft een overzicht van de toepassing van instrumenten voor de renteafdekking en hun rol binnen de gekozen contractvorm onder de Wtp.

In de context van de Wtp zien we dus aanzienlijke variaties in de inrichting van de renteafdekking, afhankelijk van het type contract dat een pensioenfonds kiest. Zo wordt in het SPR-T-contract vooral gekozen voor renteswaps en staatsobligaties in de beschermingsportefeuille om de afwijking ten opzichte van de swaprente zo klein mogelijk te houden. Deze swaprente is immers bepalend bij de toedeling van het theoretische beschermingsrendement. Andere vastrentende beleggingen, zoals bedrijfsobligaties of hypotheken, komen in de rendementsportefeuille terecht om te zorgen voor extra rendement en optimale diversificatie binnen het totale beleggingsbeleid voor deelnemers.

Voor de SPR-W en FPR-contracten is het toegedeelde beschermingsrendement direct gekoppeld aan het daadwerkelijk behaalde rendement in de beschermingsportefeuille. Daarom kunnen naast renteswaps ook bedrijfsobligaties, hypotheken en inflatiegerelateerde instrumenten (zoals ILB's of inflatieswaps) direct in de beschermingsportefeuille worden ingezet. Dit biedt pensioenfondsen meer flexibiliteit in hun beleggingsstrategie, bijvoorbeeld als er expliciet een reële ambitie geformuleerd is.

Renteswaps versus staatsobligaties

Renteswaps en staatsobligaties blijven dus de belangrijkste instrumenten voor de renteafdekking onder de Wtp. De keuze tussen beide wordt hierbij mede bepaald door de swapspread, dat wil zeggen het

renteverschil tussen de swaprente en de rente voor staatsobligaties met een gelijke looptijd. Maar het is belangrijk om te benadrukken dat dit zeker niet de enige overweging is. Zo zal een hogere allocatie naar staatsobligaties het basisrisico verhogen en betekenen dat minder geld overblijft voor de rendementsportefeuille (door de kleinere hefboom dan bij renteswaps).

Tot 2024 was de swapspread positief, wat inhield dat renteswaps een hogere rente boden dan staatsobligaties. Echter, sinds de tweede helft van 2022 is de swapspread gedaald en zelfs negatief geworden. Diverse factoren beïnvloeden de ontwikkeling van de swapspread, zoals de toenemende vraag naar renteafdekking door Nederlandse pensioenfondsen in aanloop naar de transitie naar de Wtp, de monetaire beleidsmaatregelen van de ECB en de zwakke economische situatie in Duitsland.

Bij de huidige negatieve swapspread kan het voor pensioenfondsen voordelig lijken om voor staatsobligaties in plaats van renteswaps te kiezen, vooral voor wat betreft de renteafdekking op langere looptijden. Langlopende staatsobligaties bieden momenteel namelijk een hogere rentevergoeding dan renteswaps.

De keuze voor staatsobligaties betekent wel dat er minder geld beschikbaar blijft voor de rendementsportefeuille, aangezien renteswaps efficiënter kunnen worden ingezet dankzij hun hefboomeffect. Anderzijds zijn AAA-staatsobligaties van oudsher een veilige haven en kunnen ze dus extra bescherming bieden in tijden van grote schokken op de financiële markten.

Vanuit risicomanagement vinden wij een combinatie van beide instrumenten wenselijk. Hiermee kan het pensioenfonds profiteren van de grote voordelen van beide instrumenten: de extra bescherming van staatsobligaties en het extra hefboomeffect van renteswaps.

Samenvattend zijn verschillende factoren van belang voor pensioenfondsen bij de keuze tussen renteswaps en staatsobligaties:

- **Basisrisico:** De verwachte kasstromen worden gewaardeerd (en toegedeeld onder SPR-T) met de swaprente en niet met de staatsrente. Hoewel de rente op Duitse staatsobligaties momenteel dicht bij de swaprente ligt, kan de swapspread in de toekomst variëren, wat onzekerheden met zich meebrengt.
- **Gebruik van hefboom:** Renteswaps bieden pensioenfondsen de mogelijkheid een hoge renteafdekking te realiseren met een relatief kleine hoeveelheid kapitaal. Dit is van groot belang voor pensioenfondsen die voldoende allocatie naar een rendementsportefeuille willen behouden.
- **Beperkt aanbod voor lange looptijden:** Landen met een AAA-rating, zoals Nederland en Duitsland, geven vaak geen obligaties uit met looptijden langer dan 30 jaar. Ondanks de beperktere behoefte aan een renteafdekking op lange looptijden onder de Wtp, kan dit beperkte aanbod de keuze van pensioenfondsen beïnvloeden.

Combinatie renteswaps en staatsobligaties

In de context van de Wtp zien we variaties in de inrichting van de renteafdekking, afhankelijk van het type contract dat een pensioenfonds kiest. De toepassing van verschillende beleggingsinstrumenten in de beschermingsportefeuille of de rendementsportefeuille speelt hierbij een sleutelrol. Onze verwachting is dat renteswaps en staatsobligaties belangrijk blijven bij het afdekken van renterisico. Hoewel langlopende staatsobligaties momenteel aantrekkelijker kunnen lijken dan renteswaps door de negatieve swapspread, biedt de combinatie van renteswaps en staatsobligaties uiteindelijk toch een betere bescherming en betere diversificatie, waarbij voldoende ruimte overblijft voor het behalen van overrendement. ■

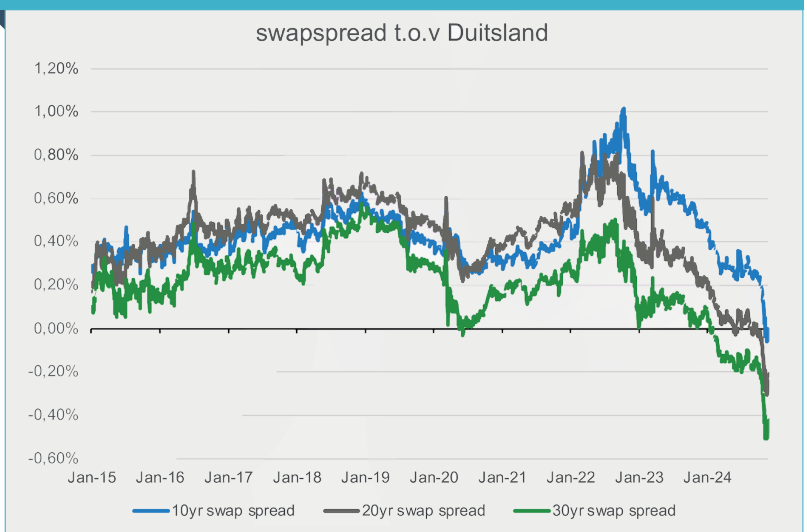
Niek Swagers

Hoofd Investment Solutions, Aegon Asset Management

Yiyi Huang

Senior Investment Solutions Consultant, Aegon Asset Management

FIGUUR 1: VERLOOP SWAPSPREADS VOOR VERSCHILLENDE LOOPTIJDEN



Bron: Bloomberg, november 2024

FOTO'S: ARCHIEF AEGON ASSET MANAGEMENT