



Dynamic Tail Risk Management

Waarom het transitie FTK vraagt om goed
risicobeheer

Dit is een marketingcommunicatie.
Uitsluitend bestemd voor institutionele beleggers.

risklab 
Uw expert voor beleggings-
en risico-oplossingen

Allianz 
Global Investors

Waarom het transitie FTK vraagt om goed risicobeheer

In ons vorige **white paper** zijn wij ingegaan op de gunstige VEV-effecten (Vereist Eigen Vermogen) van onze dynamic tail risk management-strategie (DTRM) en hoe een pensioenfonds het bespaarde VEV-budget kan hergebruiken om de algehele portefeuille-efficiëntie te verhogen. Voor pensioenfondsen die geen gebruik zullen maken van het transitie FTK en de regeling volgens de VEV-regels zullen blijven beheren, blijven de conclusies uit ons vorige paper de komende jaren van kracht. Pensioenfondsen die wel gebruik willen maken van het transitie FTK, krijgen echter te maken met andere spelregels.

In overleg met de sociale partners zullen pensioenfondsen die tekenen voor het transitie FTK:

- a) een transitiedatum tussen 1-1-2024 en 1-1-2027 moeten vaststellen en
- b) een richtdekkingsgraad moeten bepalen die ten minste 95% is, maar ook hoger kan zijn.

Vanaf het moment dat (a) en (b) zijn gedefinieerd, moet het pensioenfonds de actuele dekkingsgraad te allen tijde boven 90% houden en boven de denkbeeldige lijn tussen de dekkingsgraad op het definitiemoment en de richtdekkingsgraad op transitiedatum. Daalt de actuele dekkingsgraad onder het gestelde minimum, dan moet het pensioenfonds zodanig korten op de uitkeringen dat het weer 'op schema' komt. Uiteraard wenst geen enkel pensioenfonds in een situatie te komen dat het onmiddellijk moet korten op de uitkeringen.

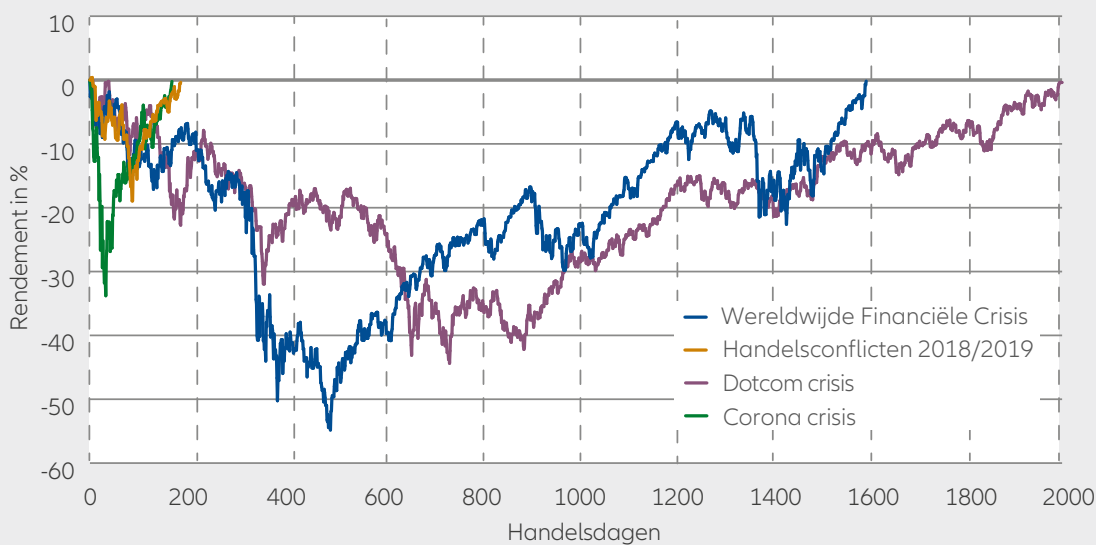
Met de aanzienlijk toegenomen aandelenmarktvolatiliteit, inflatie die zich op een historisch zeer hoog niveau bevindt en grote geopolitieke spanningen, kunnen de dekkingsgraden van Nederlandse pensioenfondsen, die momenteel gemiddeld genomen hoog zijn, gevoelig zijn voor aandelenmarktschokken, waardoor bovengenoemde situatie, waarin gekort moet worden, verre van onrealistisch is. Dit vraagt om goed risicobeheer.

In dit white paper zullen we, op basis van een intern ontwikkelde scenario-analyse van onze gerenommeerde **risklab** afdeling, dergelijke risico's inzichtelijk maken en aantonen hoe onze DTRM strategie Nederlandse pensioenfondsen kan helpen deze risico's te beperken.

Risico op aandelenmarkten toegenomen

In het afgelopen decennium hebben de lage volatiliteit en de per saldo gunstige ontwikkeling van de aandelenmarkten bijgedragen aan een gezonde staat van Nederlandse pensioenregelingen. De afgelopen twee jaar hebben we echter een toenemende onzekerheid en nervositeit op de aandelenmarkten gezien. Toegenomen geopolitieke spanningen (met name tussen Oekraïne en Rusland), zeer hoge inflatie, een vertraging van het groeimomentum en monetaire verkrapping door centrale banken (de Federal Reserve in het bijzonder) vormen een beleggingsklimaat waarin het verstandig is behoudend te zijn. Bovendien zijn, zoals uit figuur 1 blijkt, de snelheid en de omvang van aandelenmarktcorrecties in de afgelopen jaren aanzienlijk toegenomen in vergelijking met correcties in een verder verleden.

Figuur 1: Rendement van de S&P 500 Total Return Index in tijden van grote marktcorrecties



Bron: Bloomberg (respectieve periodes 1 maart 2020 tot 30 september 2020).
In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

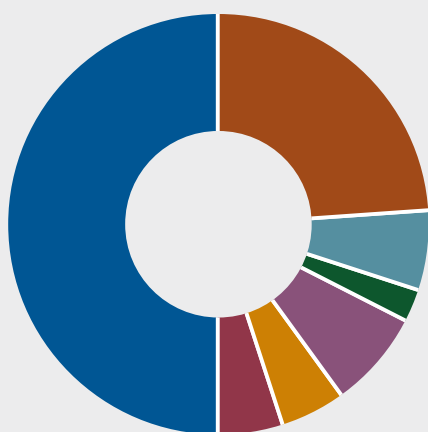
Dit is met name van belang voor pensioenfondsen die kiezen voor het transitie FTK en die het zich niet kunnen veroorloven dat de dekkingsgraad in de kwartalen voorafgaand aan de transitiedatum een forse klap oploopt, aangezien er duidelijke minimumvoorschriften van DNB zijn met betrekking tot de dekkingsgraad. Tegelijkertijd heeft niet elke regeling de financiële luxe om hierop te anticiperen door simpelweg de allocatie naar aandelen te verlagen, aangezien rendement benodigd is om de doelstellingen van de regeling te realiseren.

In dit paper tonen we aan hoe de DTRM-strategie van risklab pensioenfondsen kan helpen om het eerder beschreven risico te beperken. De strategie doet haar werk op de achtergrond middels een 'overlay fund' dat zich aanpast aan de asset allocatie van de regeling waardoor niet hoeft te worden ingegrepen in het beleggingsbeleid. We maken met behulp simulaties met het door risklab ontwikkelde 'forward looking capital markets model (CMM)' inzichtelijk wat de gunstige gevolgen zijn van het toevoegen van DTRM voor pensioenfondsen die vooral geïnteresseerd zijn in de bescherming van hun dekkingsgraad en voor regelingen die streven naar bescherming van de dekkingsgraad zonder daarvoor rendementspotentieel te willen opgeven.

Opzet simulatie

Voor de simulaties zijn wij uitgegaan van de volgende strategische asset allocatie (SAA), die wij als typisch beschouwen voor een Nederlands pensioenfonds met ‚gemiddeld‘ risico:

Strategische asset allocatie



| Asset Allocation | |
|----------------------------------|--------|
| Aandelen ontwikkelde landen | 24,0% |
| Aandelen opkomende landen | 6,0% |
| Direct vastgoed | 2,5% |
| Indirect vastgoed | 7,5% |
| High Yield obligaties wereldwijd | 5,0% |
| EM Obligaties, harde valuta | 5,0% |
| Matchingportefeuille | 50,0% |
| Dekkingsgraad | |
| | 100,0% |
| Duratie van de verplichtingen | |
| | 16,9 |
| Renteafdekking | |
| | 50,0% |
| Valuta-afdekking | |
| | 75,0% |

Deze portefeuille heeft een 30% allocatie naar wereldwijde aandelen en een totale allocatie naar risicodragende beleggingen van 50%.

Verder zijn wij ervan uitgegaan dat het pensioenfonds als volgt is opgebouwd:

- Een duratie van de verplichtingen van ongeveer 17 jaar en het beleid om 50% van het renterisico van de verplichtingen over de gehele curve af te dekken.
- De regeling is open en de som van de pensioenpremies en operationele kosten zijn gelijk aan de pensioenuitkeringen op jaarbasis.
- In overleg met sociale partners is de streefdekkingsgraad van vastgesteld op 100% en het jaar van transitie op 2023. De huidige dekkingsgraad is tevens 100%.
- De EUR-swapcurve wordt gebruikt om de verplichtingen contant te maken, zodat wij onze simulatie hoofdzakelijk op het economische aspect kunnen richten.

Alle simulaties worden uitgevoerd met het door risklab ontwikkelde CMM. Een korte beschrijving van dit model is te vinden in het lichtblauwe gedeelte op pagina 5.

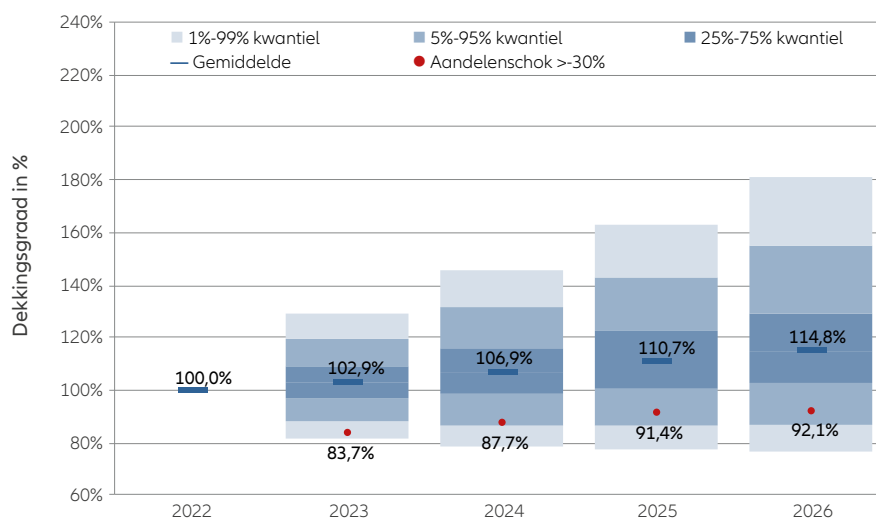
De toekomstscenario's van risklab voor de kapitaalmarkten

Het toekomstgerichte CMM van risklab bevat 10.000 toekomstgerichte scenario's voor een breed scala aan beleggingscategorieën en risicofactoren en is ontwikkeld in samenwerking met aangesloten universiteiten, met name de Technische Universiteit van München (TUM). Het model is gebaseerd op de meest recente onderzoeksresultaten op het gebied van econometrie, financial engineering en wiskunde en wordt in een grondig en zorgvuldig proces elk kwartaal opnieuw gekalibreerd. Het model is gebaseerd op een transparante cascadestructuur waarbij wordt gestart met het modelleren van de belangrijkste macroeconomische factoren als bruto nationaal product en inflatie als onderdeel van cascade 1. Deze vormen uitgangspunt voor de

tweede cascade waarin rentevoeten en credit spreads worden gemodelleerd. In de derde cascade worden aandelen en alternatieve beleggingen gemodelleerd. Deze opzet creëert een basis voor het uitvoeren van verschillende soorten toekomstgerichte analyses van beleggingscategorieën, -portefeuilles en -stresstests, met inbegrip van geïntegreerde asset-liability modellering. In het CMM worden beleggingscategorieën gemodelleerd op basis van hun kenmerkende gedrag. Zo worden vastrentende waarden op elk moment in de tijd gerelateerd aan de rentecurves en de credit spreads. Bij aandelen daarentegen richten we ons onder andere op factoren als scheefheid, kurtosis, autocorrelatie en volatiliteitsclustering.

Onze simulatie richt zich in eerste instantie op de SAA portefeuille van het pensioenfonds. Figuur 2 toont de uitkomsten van de scenario-analyse voor de dekkinggraad in verschillende jaren. De bandbreedten van de uitkomsten in een bepaald jaar zijn gebaseerd op de aanname dat het gemiddelde scenario wordt gevolgd tot het einde van het voorgaande jaar. De rode punt toont vervolgens de gemiddelde dekkinggraad voor het jaar in kwestie voor die deelverzameling van scenario's waarin een correctie van de aandelenmarkt van 30% of meer op het laatste moment van het voorgaande jaar optrad (met uitloopeffecten op andere beleggingscategorieën)

Figuur 2 | Toekomstgerichte scenarioanalyse van dekkinggraad voor SAA portefeuille



Bron: risklab. De getoonde hypothetische rendementen en simulaties dienen uitsluitend ter illustratie en geven niet de werkelijke rendementen weer; zij voorspellen geen toekomstige rendementen.

Figuur 2 toont aan dat bij een aandelenmarktschok van 30% of meer bij een gekozen transitiedatum tussen 1 januari 2024 en 1 januari 2027, het pensioenfonds de streefdekkingsgraad van 100% niet zou behalen. Belangrijk om hier te benadrukken is dat rode punt de gemiddelde uitkomst is van de scenario's met een correctie van 30% of meer op de aandelenmarkt. Met andere woorden, er zijn scenarios waarin de dekkingsgraad van het pensioenfonds nog veel lager uitvalt.

Bovendien moet het pensioenfonds de dekkingsgraad boven de denkbeeldige lijn houden tussen de dekkingsgraad op het beslismoment en de richtdekkingsgraad op transitiedatum. Voor dit specifieke plan betekent dit dat de dekkingsgraad te allen tijde boven de 100% moet liggen, aangezien het een dekkingsgraad op beslismoment van 100% heeft en de richtdekkingsgraad ook op 100% heeft vastgesteld. Dit in acht nemend, kunnen we vaststellen dat er ook in de jaren voor transitiedatum reeds een risico op verplichte kortingen is in geval van een aandelenmarktschok. Dit vraagt om goed risicobeheer.

De DTRM-strategie van risklab is een op opties gebaseerde strategie die volledig kan worden toegesneden op de asset allocatie van een Nederlands pensioenfonds en die op de achtergrond functioneert als een airbag in een auto: zij is ontworpen om het dagelijkse portefeuillebeheer niet te verstoren, maar functioneert op de achtergrond als een veiligheidsbuffer in geval van een schok. DTRM is dynamisch in de zin dat het volledige volatiliteitsoppervlak van opties wordt benut om een gegeven bescherming te bieden tegen de laagst mogelijke kosten, waardoor tegemoet wordt gekomen aan het belangrijkste nadeel van statische optiebescherming (d.w.z. het kopen van een putoptie met een looptijd die gelijk is aan de overgangsdatum), namelijk de hoge beschermingskosten die drukken op het verwachte rendement.



“Risicobeheer gaat niet alleen over het verminderen van risico’s.

Het stelt u op elk moment in staat om de controle over uw portefeuille te behouden en de koers van uw fonds te bepalen, zelfs wanneer de markten in moeilijkheden verkeren.”

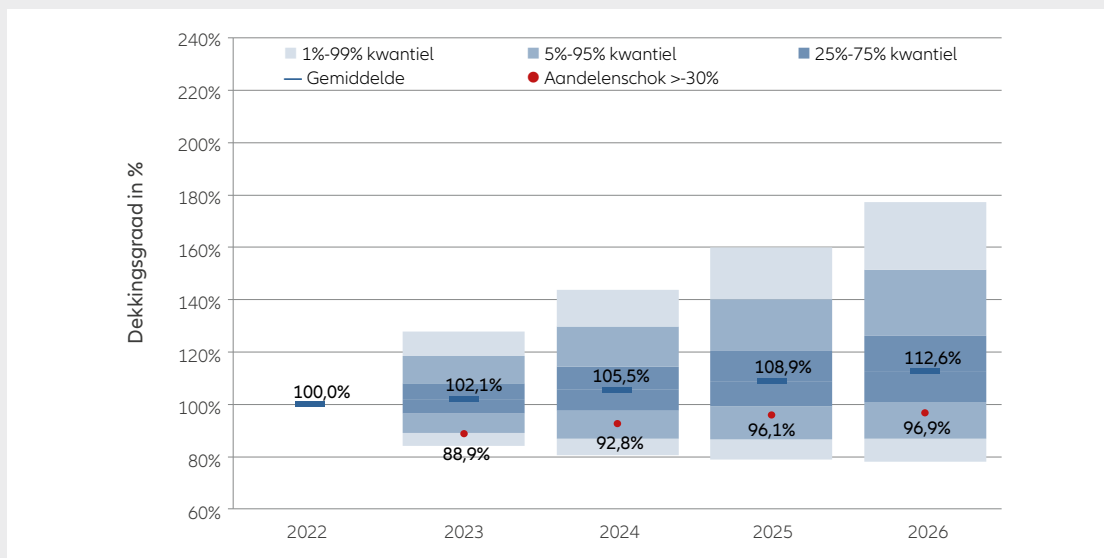
Sven Treu

*Director, Head of Risk Management Solutions,
risklab*

In een tweede stap in onze analyse nemen we aan dat het pensioenfonds zich wil indekken tegen aandelenmarktcorrecties in ontwikkelde en opkomende landen van meer dan 20% (ofwel een beschermingsniveau wenst van 80%). Voegen we deze bescherming via DTRM toe aan de SAA portefeuille dan leidt eenzelfde simulatie tot in het oog springende resultaten.

Figuur 3 toont de resultaten van de nieuwe scenario-analyse. In vergelijking tot de SAA portefeuille (d.w.z. de portefeuille zonder DTRM) zien we dat de dekkinggraad van het pensioenfonds in geval van grote aandelenmarktcorrecties veel stabielier blijft na toevoeging van DTRM wat betekent een grotere kans op succesvolle transitie (d.w.z. het voldoen aan de minimum dekkinggraadvereisten voor het transitie FTK) en een kleinere kans op verplichte korting op de pensioenuitkeringen in aanloop naar de transitiedatum.

Figuur 3 | Toekomstgerichte scenarioanalyse van dekkinggraad voor SAA portefeuille met DTRM



Bron: risklab. De getoonde hypothetische rendementen en simulaties dienen uitsluitend ter illustratie en geven niet de werkelijke rendementen weer; zij voorspellen geen toekomstige rendementen.

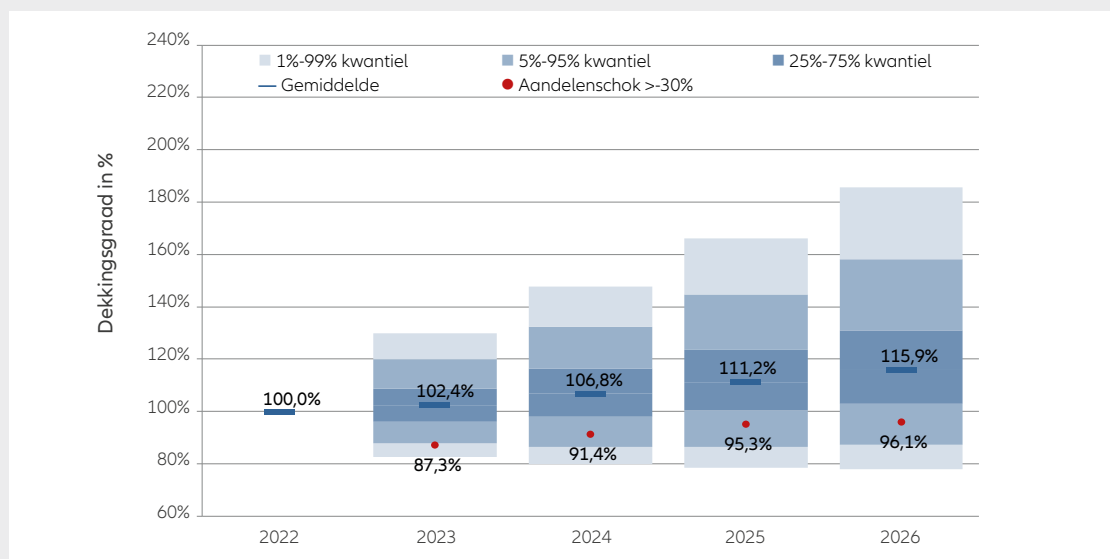
We kunnen dus concluderen dat DTRM de dekkinggraad goed beschermt tegen aandelenmarktschokken en pensioenfonds helpt in controle te blijven van de ontwikkeling van deze dekkinggraad in aanloop naar het transitie FTK.

Echter, hoewel de kosten van bescherming door DTRM substantieel lager zijn dan bij een statische hedge, komt deze bescherming wel tegen een prijs (zoals elke verzekering in het leven een verzekeringspremie kent). Deze kan worden waargenomen in Figuur 3 door een lager groeipad van de gemiddelde dekkinggraad ten opzichte van het groeipad van de gemiddelde dekkinggraad in Figuur 2. Voor pensioenfonds die goed gefinancierd zijn en louter het pensioenvermogen willen beschermen, kunnen deze kosten aanvaardbaar zijn.

Niet alle regelingen bevinden zich echter in een zodanige positie dat zij het zich kunnen veroorloven om rendementspotentieel op te geven, terwijl andere regelingen, ondanks de goede solvabiliteit, gewoonweg een hogere risicohouding hebben en geen rendementspotentieel wensen op te geven. Dergelijke regelingen kunnen overwegen om, naast de implementatie van DTRM, de allocatie een naar een hoger renderende beleggingscategorie, zoals private equity of beursgenoteerde aandelen, op te hogen. In ons vorige white paper hebben wij aangetoond dat dit vanuit risicoperspectief, gemeten in VEV, gerechtvaardigd is. Met andere woorden, de toevoeging van DTRM aan de SAA portefeuille verlaagt het VEV en dit vrijgekomen VEV-budget kan worden hergebruikt om de allocatie naar hoger renderende beleggingscategorieën te verhogen.

In onze analyse nemen we nu aan dat het Nederlandse pensioenfonds in kwestie dit pad wil bewandelen en naast DTRM de allocatie naar private equity dusdanig wil ophogen dat de VEV van de nieuwe portefeuille, inclusief DTRM en private equity, gelijk is aan de VEV van de SAA portefeuille. Dit betekent dat het pensioenfonds 11,2% meer in private equity kan beleggen als ook DTRM met een 80% beschermingsniveau wordt toegevoegd. Vervolgens voeren wij dezelfde scenario-analyse uit, die de in figuur 4 weergegeven resultaten oplevert.

Figuur 4 | Toekomstgerichte scenarioanalyse van dekkinggraad voor SAA portefeuille met DTRM en private equity



Bron: risklab. De getoonde hypothetische rendementen en simulaties dienen uitsluitend ter illustratie en geven niet de werkelijke rendementen weer; zij voorspellen geen toekomstige rendementen.

Uit figuur 4 kunnen we afleiden dat de geïmplementeerde DTRM-strategie zorgt voor bescherming tegen aandelenmarktschokken en dat de allocatie naar private equity zorgt voor een hoger verwacht rendement voor de nieuwe portefeuille (SAA + DTRM + 11,2% private equity). Geconcludeerd kan worden dat DTRM ook een sterke waardepropositie heeft voor pensioenfondsen die het zich niet willen of kunnen veroorloven om rendementspotentieel op te geven.

In de laatste simulatie is uitgegaan van een 11,2% allocatie naar private equity om het volledige vrijgekomen VEV-budget te benutten. Omdat een dergelijke ophoging van de allocatie naar private equity een grote stap is voor een Nederlands pensioenfonds is het zinvol te weten dat een extra allocatie naar private equity van ongeveer de helft, dus ongeveer 5-6%, op het moment van simulatie voldoende was voor ‚financiering‘ van de toevoeging van DTRM. Of, anders gezegd, een extra allocatie van 5-6% naar private equity, naast toevoeging van DTRM met 80% beschermingsgraad, zorgt voor een gelijkblijvend verwacht rendement en dalend VEV ten opzichte van de SAA portefeuille.



“Onze gespecialiseerde risklab afdeling biedt Nederlandse pensioenfondsen, hun fiduciairs en consultants de mogelijkheid om maatwerksimulaties uit te laten voeren op basis van actuele SAA’s en specifieke afdekkingwensen. Ik nodig u uit om met ons in contact te treden.”

Tim Soetens

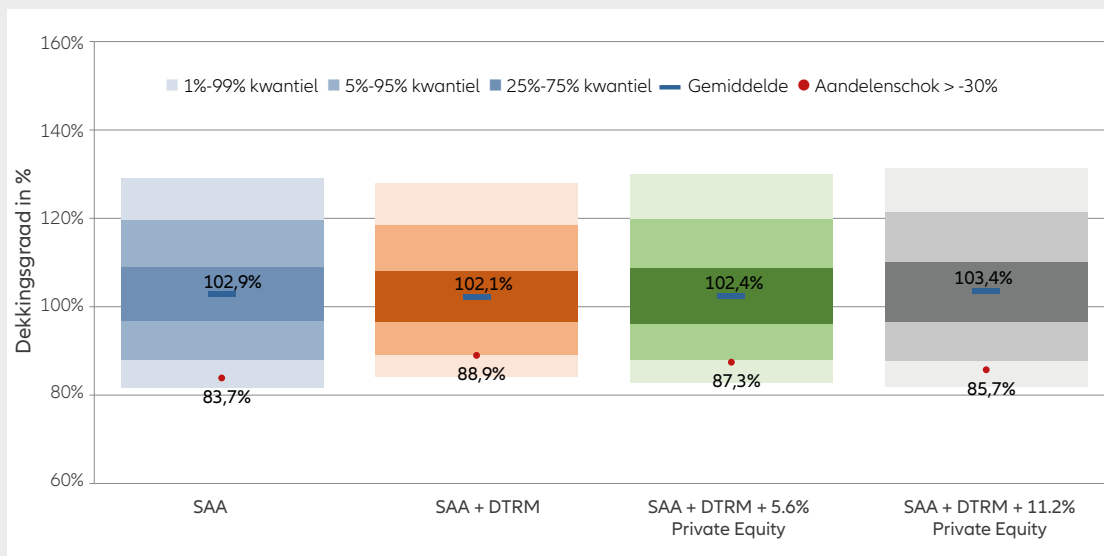
*Director, Head of Institutional Business Development
Netherlands*

Conclusies

De DTRM-strategie van risklab biedt Nederlandse pensioenfondsen niet alleen de mogelijkheid om de dekkinggraad te beschermen, maar ook de flexibiliteit om de koers richting naar het transitie FTK en het nieuwe pensioencontract zelf te bepalen. Figuur 5 vat de effecten op de kortere termijn samen van de toevoeging van DTRM en private equity aan de SAA portefeuille, terwijl figuur 6 de effecten op de langere termijn samenvat. In beide figuren tonen we tevens de "zichzelf financierende"-portefeuille, waarin naast de toevoeging van DTRM aan de SAA een extra allocatie naar private equity van 5,6% wordt genomen.

Wat de kortetermijneffecten betreft, zien we in figuur 5 dat toevoeging van DTRM aan de SAA portefeuille zorgt voor uitstekende neerwaartse bescherming in geval van een grote aandelenmarktcorrectie. Een bijkomende belegging in private equity neemt een deel van deze bescherming weg, maar vermindert tegelijkertijd de beschermingskosten, en bij een voldoende grote extra allocatie naar private equity resulteert dit in een hoger verwacht rendement. Zelfs als de allocatie naar private equity met 11,2% wordt opgehoogd, blijft DTRM goede neerwaartse bescherming bieden ten opzichte van de SAA portefeuille bij een hoger verwacht rendement en wordt dus de portefeuille-efficiëntie verhoogd.

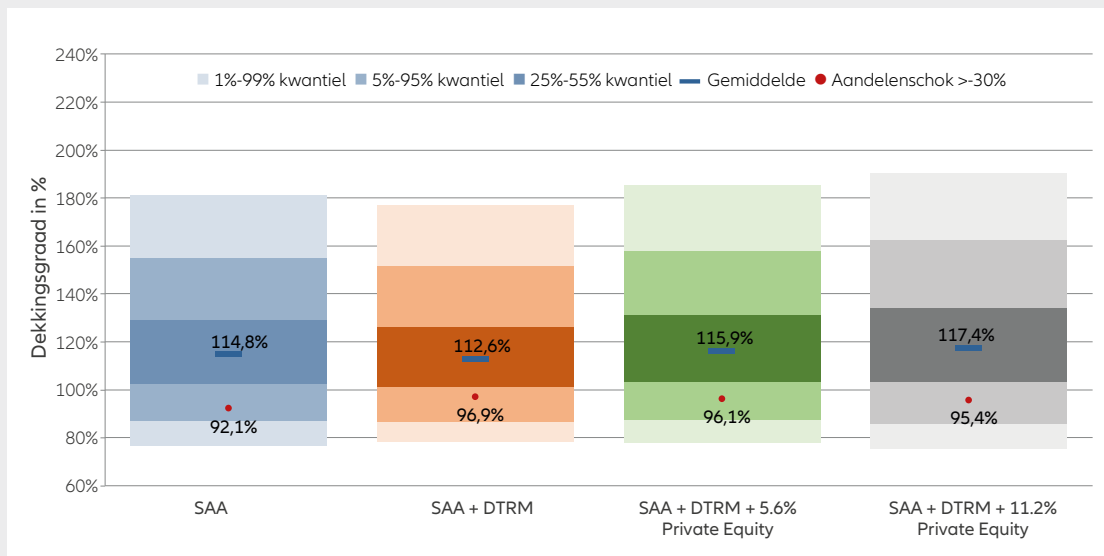
Figuur 5: Toekomstgerichte scenarioanalyse van dekkinggraad in 2023 voor verschillende portefeuilles



Bron: risklab. De getoonde hypothetische rendementen en simulaties dienen uitsluitend ter illustratie en geven niet de werkelijke rendementen weer; zij voorspellen geen toekomstige rendementen.

Op langere termijn worden deze positieve effecten nog versterkt, zoals af te leiden is uit figuur 6. De toevoeging van DTRM leidt op langere termijn tot een nog betere bescherming tegen aandelenmarktschokken en bij toevoeging aan een hoger renderende beleggingscategorie, in dit geval private equity, verbetert tegelijkertijd het verwachte rendement in alle scenario's nog meer in vergelijking tot de SAA portefeuille.

Figuur 6: Toekomstgerichte scenarioanalyse van dekkinggraad in 2026 voor verschillende portefeuilles



Bron: risklab. De getoonde hypothetische rendementen en simulaties dienen uitsluitend ter illustratie en geven niet de werkelijke rendementen weer; zij voorspellen geen toekomstige rendementen.

Met de toegenomen nervositeit in aandelenmarkten, de hoge geopolitieke spanningen en zeer hoge inflatie enerzijds en de gemiddeld genomen goede dekkinggraden van Nederlandse pensioenfondsen anderzijds, geloven wij dat het nu het moment is voor fondsen om een risicomanagement strategie te implementeren die beschermt tegen aandelenmarktschokken. DTRM stelt een pensioenfonds in staat om de dekkinggraad onder controle te houden op weg naar het transitie FTK. Zoals een airbag in een auto tegenwoordig de norm is, zo vinden wij dat DTRM om precies dezelfde redenen een integraal onderdeel moet worden van het portefeuille- en risicobeheer van een Nederlands pensioenfonds.

Contactgegevens

Voor meer informatie kunt u contact met ons opnemen via onderstaande gegevens of onze website bezoeken:

Allianz Global Investors | [Contact allianzgi.com](#)

Tim Soetens

Director

Head of Institutional Business Development Netherlands

+ 31 (0)6 3199 4381

Tim.Soetens@allianzgi.com

Sjoerd Angenent

Director

Institutional Business Development Netherlands

+31 (06) 1013 7222

Sjoerd.Angenent@allianzgi.com


Belangrijke informatie

Beleggen houdt risico in. waarde van een belegging en de inkomsten daaruit kunnen zowel stijgen als dalen en het is mogelijk dat beleggers het geïnvesteerde bedrag niet volledig terugkrijgen.

In het verleden behaalde resultaten vormen geen betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten. Wanneer de valuta waarin de in het verleden behaalde resultaten worden weergegeven, verschilt van de valuta van het land waarin de belegger woonachtig is, dient de belegger zich ervan bewust te zijn dat, als gevolg van valutaschommelingen, de getoonde resultaten hoger of lager kunnen uitvallen wanneer ze in de lokale valuta van de belegger worden omgerekend.

De standpunten en meningen in dit document, die zonder voorafgaande kennisgeving kunnen worden gewijzigd, zijn die van de emitterende ondernemingen op het tijdstip van publicatie. De gebruikte gegevens zijn ontleend aan diverse bronnen en worden geacht nauwkeurig en betrouwbaar te zijn, maar zijn niet onafhankelijk geverifieerd; de nauwkeurigheid of volledigheid ervan wordt niet gegarandeerd en er wordt geen aansprakelijkheid aanvaard voor enigerlei directe of indirecte schade die voortvloeit uit het gebruik ervan, tenzij veroorzaakt door grove nalatigheid of opzettelijk wangedrag. De voorwaarden van enige onderliggende aanbieding of overeenkomst die is of zal worden gedaan of aangegaan zijn doorslaggevend.

Dit is een marketingmededeling van Allianz Global Investors GmbH, www.allianzgi.com, een naar Duits recht opgerichte beleggingsmaatschappij met beperkte aansprakelijkheid, statutair gevestigd te Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Frankfurt/M, ingeschreven bij de lokale rechtbank van Frankfurt/M onder HRB 9340, goedgekeurd door de Bundesanstalt für Finanzdienstleistungs- aufsicht (Federale financiële toezichthoudende autoriteit) (www.bafin.de). Allianz Global Investors GmbH heeft een bijkantoor in Nederland opgericht, Allianz Global Investors GmbH, Netherlands Branch, dat onderworpen is aan beperkte regelgeving van de Autoriteit Financiële Markten (www.afm.nl).

“risklab” en **risklab**  zijn handelsmerken die zijn geregistreerd in de Verenigde Staten van Amerika (VS), de Europese Unie (EU), Hongkong en verschillende andere rechtsgebieden. De wettige eigenaar van de bovengenoemde handelsmerken is Allianz Global Investors GmbH, een Duitse vermogensbeheerder (Kapitalverwaltungsgesellschaft) die bij de Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) is geregistreerd krachtens de Duitse wet op het vermogensbeheer (KAGB) en die in Duitsland ook een vergunning als financiële dienstverlener heeft. De registratie van dit handelsmerk geeft geen recht op het exclusieve gebruik van het woord “RISK”, of van het woord “LAB”, elk afzonderlijk en onafhankelijk van het handelsmerk.