

Renteafdekking vanuit risico- en rendementsperspectief

De renteafdekking is een essentieel onderdeel in het beleggingsbeleid van pensioenfondsen. Maar hoe bepaal je hoeveel renterisico je moet afdekken?

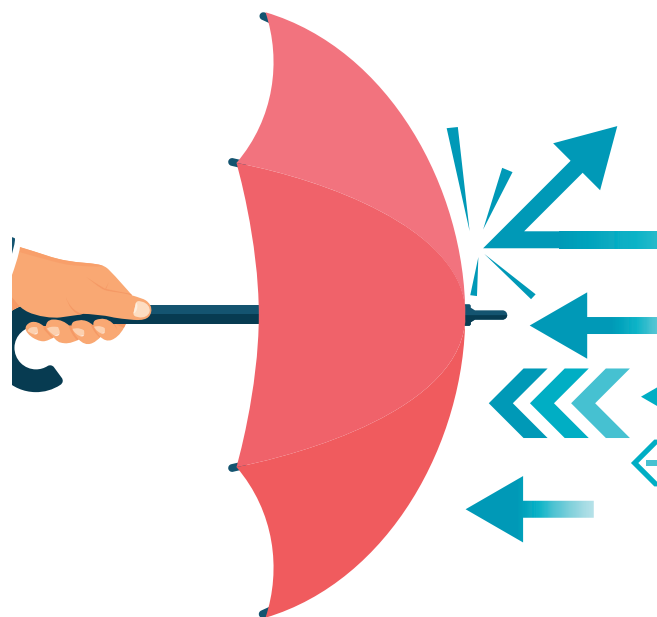
Door Gosse Alserda

In elk kapitaalgedekt pensioensysteem zit rentegevoeligheid. Op het moment dat de rente daalt, wordt het duurder om toekomstig pensioen uit te keren of in te kopen, waardoor bij een gelijkblijvend vermogen het pensioen moet worden verlaagd. In de huidige uitkeringsregelingen komt dit terug in een hogere waardering van de pensioenverplichtingen, waardoor de dekkingsgraad daalt. In premieregelingen – zoals het nieuwe pensioencontract – komt het terug via de kostprijs van het pensioen, oftewel de rentestand die de vertaling van kapitaal naar uitkeringen bepaalt. Door dezelfde rentegevoeligheid toe te voegen aan de beleggingen – het afdekken van het renterisico – wordt het effect van het duurder worden van het pensioen met het dalen van de rente, gecompenseerd met een hoger vermogen. Renteafdekking is in de eerste plaats bedoeld voor risicomitigatie, maar de renteaf-

dekking heeft ook impact op het verwachte rendement. In dit artikel bekijken we de gewenste renteafdekking vanuit zowel een risicoperspectief als een rendementsperspectief.

Renteafdekking en verwacht rendement

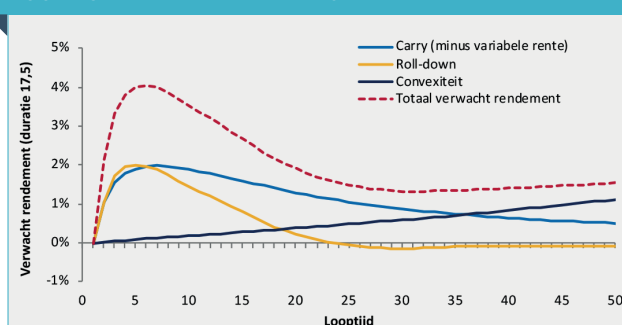
De impact van de renteafdekking op het verwachte rendement kent vier verschillende aspecten. Als eerste zien we dat de lange rente vaak hoger is dan de korte rente. Doordat renteafdekking neerkomt op het vervuilen van een kasstroom op de korte termijn voor een kasstroom op de lange termijn, is de impact op het rendement bij een gelijkblijvende rente positief. Dit komt zowel door de hogere rente die dan ontvangen wordt als door het feit dat de kasstromen elk jaar tegen een lagere rente worden verdisconteerd (de zogenaamde carry & roll-down, of ook wel oprenting). Ten tweede is door convexiteit het posi-



tieve effect op het rendement bij een rentedaling normaal gesproken groter dan het negatieve effect op het rendement bij eenzelfde rentestijging. Als beide renteveranderingen even waarschijnlijk zijn, dan is daarmee het verwachte effect op het rendement positief. Ten derde kan rendement worden toegevoegd als renteveranderingen (ten opzichte van de forwards) goed worden voorspeld. Zo pleit een verwachting dat

de rente gaat dalen voor een hogere renteafdekking en omgekeerd. Hiervoor is echter wel een expliciete rentevisie nodig en in de praktijk blijkt het lastig om de rente goed te voorspellen. Zo hebben we de laatste twee decennia een forse daling van de rente gezien, terwijl veel partijen – en ook de forwards – uitgingen van een rentestijging. Ten slotte kan met een dynamische renteafdekking ook een bijdrage geleverd worden aan

FIGUUR 1: VERWACHT RENDEMENT VOOR VERSCHILLENDE LOOPTIJDEN RENTEAFDEKKING



Bron: Bloomberg, Aegon Asset Management. Gebaseerd op de gemiddelde rente van januari 2000 t/m maart 2021. Carry & roll-down is op basis van een constante rente, convexiteit is op basis van gemiddelde uitkomst van renteverandering omhoog en omlaag van een absolute afwijking.

het verwachte rendement. Hier kom ik later op terug.

Figuur 1 geeft een inschatting van de rendementsbijdrage van de eerste twee aspecten, oprenting en convexiteit, op basis van de gemiddelde rentetermijnstructuur en volatilititeit van de rente sinds 2000 en een gemiddeld constante rente (dus geen rentevisie). Hierbij wordt gecorrigeerd voor de duratie, oftewel het feit dat als je langere looptijden gebruikt, de nominale waarde die je nodig hebt voor de renteafdekking lager wordt. Hoewel de resultaten sterk afhankelijk zijn van de vorm van de rentetermijnstructuur – en daarmee verschillen per dag – is het verwachte rendement van langere kasstromen ten opzichte van kasbeleggingen normaal gesproken positief, in ieder geval bij afwezigheid van een rentevisie.

Scenarioanalyse

De bijdrage aan het verwachte rendement volgt ook uit een scenarioanalyse. Hierbij is de aanname dat de rente volatiel is, maar gemiddeld genomen gelijk blijft. De bijdrage aan het verwachte overrendement stijgt lineair bij

hogere niveaus van de renteafdekking, terwijl het risico – uitgedrukt als de tracking error – afneemt. Als de renteafdekking lager is dan 100%, dan blijkt dat de dekkingsgraad gemiddeld daalt door de rente, omdat de verlichtingen meer in waarde stijgen dan de beleggingen (los van zakelijke waarden). Terwijl het verwachte rendement blijft stijgen met een renteafdekking van meer dan 100%, loopt het risico ongeveer gespiegeld weer op wanneer de 100% voorbij wordt gegaan. Onderstaande analyse – waarbij geen rentevisie wordt meegenomen – pleit dus duidelijk voor een hoge mate van renteafdekking: 100%, of afhankelijk van de risicohouding zelfs meer.

Deze analyse is echter vanuit een puur nominaal perspectief gedaan. Wanneer we het risico van het reële pensioen – dus na inflatie – bekijken, is vaak een lagere nominale renteafdekking gewenst. De nominale rente bestaat uit zowel de reële rente als de verwachte inflatie. Wanneer de verwachte inflatie stijgt, neemt daardoor ook de nominale rente toe, waardoor de renteafdekking negatief zal bijdragen.

Dit gebeurt juist wanneer er meer geld nodig is om te corrigeren voor inflatie. Vanuit een reëel risicokader is daarom een lagere renteafdekking gewenst, veelal tussen de 70% en 80%. Dit percentage is echter sterk afhankelijk van de samenhang tussen de nominale en reële rente, die niet constant is over tijd.

Dynamische renteafdekking

Tot nu toe beperkte de analyse zich tot constante niveaus van renteafdekking. De renteafdekking kan echter ook dynamisch worden ingericht. Hierdoor kan eventueel nog een extra bijdrage aan het verwachte rendement worden geleverd. Een voorbeeld hiervan is een asymmetrische rentestaffel, waarbij de renteafdekking bij een rentedaling hoger is dan bij een rentestijging. Wanneer de rente rondom een bepaald niveau schommelt, wordt hierdoor een positief rendement behaald. Het toepassen van een rentestaffel zorgt bij lage rentes veelal voor een lagere renteafdekking, waardoor er wel meer risicobudget nodig is. Het gaat dus om een uitruil tussen risico en verwacht rende-



Gosse Alserda

Senior Investment Strategist,
Aegon Asset Management

ment. Historische analyses laten zien dat deze uitruil tussen risico en rendement vooral interessant kan zijn in het samenspel (diversificatie) met andere risico's.

Conclusie

De renteafdekking is een belangrijk onderdeel van het beleggingsbeleid. Het doel ervan is niet zozeer het minimaliseren van het renterisico, maar het bijdragen aan het optimaal inzetten van het risicobudget over verschillende risico's. Zonder rentevisie lijkt renterisico een negatief beloond risico, waarmee een hoge renteafdekking gewenst is. Inflatierisico is echter een reden voor een (beperkt) lagere renteafdekking. Tot slot kan ook een dynamische renteafdekking (bij bepaalde renteniveaus) pleiten voor een lagere renteafdekking. ■

TABEL 1: IMPACT VAN VERSCHILLENDE NIVEAUS VAN RENTEAFDEKKING

Dekkingsgraad impact	Hedge 0%	Hedge 25%	Hedge 50%	Hedge 75%	Hedge 100%	Hedge 125%	Hedge 150%
Verplichtingen	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
Fysieke beleggingen (korte rente)	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%
Oprenting	0,0%	0,1%	0,2%	0,3%	0,4%	0,5%	0,6%
Convexiteit	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%
Variabele rente (korte poot)	0,0%	0,1%	0,2%	0,3%	0,4%	0,5%	0,6%
Totaal	-0,9%	-0,7%	-0,5%	-0,2%	0,0%	0,2%	0,5%
Tracking error	16,0%	11,7%	7,7%	3,8%	0,0%	3,8%	8,1%
Grootste daling	-49,0%	-39,0%	-27,7%	-14,9%	0,0%	-12,6%	-24,0%

Bron: Aegon Asset Management. Jaarlijkse dekkingsgraadimpact en risico voor verschillende vaste niveaus van renteafdekking. Gemiddelde over 2.000 scenario's met een gemiddeld constante rente over de tijd (geen rentevisie). Voor fysieke beleggingen wordt de risicovrije rente gehanteerd, waarbij dus wordt geabstraheerd van marktrisico.

‘Zonder rentevisie lijkt renterisico een negatief beloond risico, waarmee een hoge renteafdekking gewenst is.’