



Het effect van de swapspread
op mismatchrendementen

Het effect van de swapsread op mismatchrendementen

Over de recente daling van de euro swapsread voor lange looptijden is al best wat geschreven. Echter, relatief onderbelicht is wat het effect hiervan is op het 'mismatchrendement' van (pensioen)beleggers. Daar gaan we in dit artikel op in. Maar eerst laten we beknopt de ontwikkeling van de euro swapsread in historisch perspectief zien.

De euro swapsread in historisch perspectief

De euro swapsread definiëren we in dit artikel als de vaste rente in een renteswap minus de Duitse staatsrente van dezelfde looptijd. Deze euro swapsread is belangrijk voor zogenaamde 'Liability Driven' beleggers, die beleggen om aan lange termijn verplichtingen te voldoen, zoals pensioen of verzekeringsverplichtingen. Deze verplichtingen worden namelijk gewaardeerd tegen de swaprente, terwijl er veelal belegd wordt in veilige staatsobligaties (zoals de Duitse) om het rendement te maken om aan die verplichtingen te voldoen. Door de swapsread is er dus een verschil tussen het instrument waarmee je belegt om aan een verplichting te voldoen en het instrument waarmee je die verplichting waardeert. Als de swapsread verandert, verandert ook het verschil in waardering van de twee instrumenten, wat een risico kan zijn voor 'Liability Driven' beleggers.

Als de euro swapsread negatief is, is de swaprente lager dan de Duitse staatsrente, zoals momenteel het geval is. Dat is een vrij uitzonderlijke situatie.

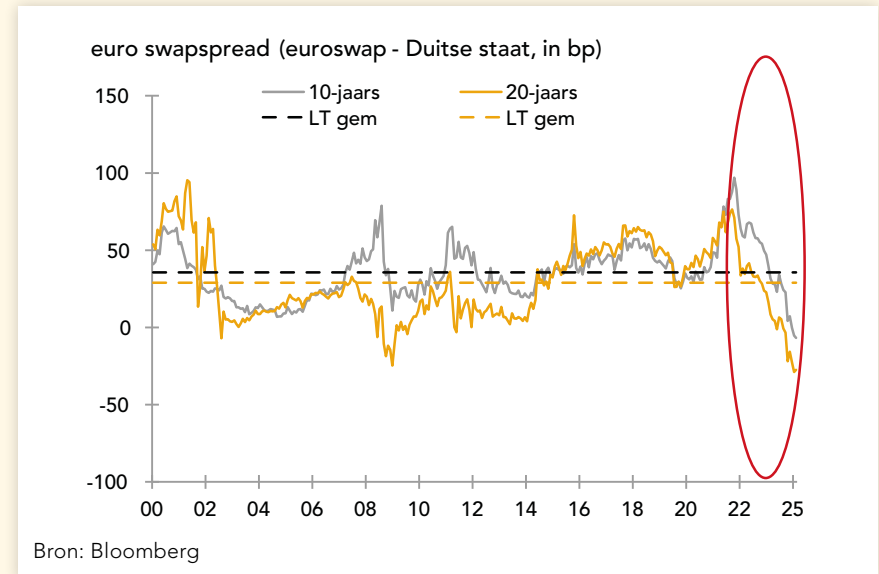


Historisch gezien (sinds de komst van de euro) zijn de 10-jaars en 20-jaars swapsreads positief geweest (figuur 1). Sterker nog, de huidige swapsread ligt ruim twee standaard deviaties onder het lange termijn gemiddelde. De recente daling van de swapsread is een gevolg van een combinatie van factoren die ervoor hebben gezorgd dat lange Duitse staatsrentes zijn opgelopen terwijl lange swaprentes zijn gedaald (figuur 2). En dat heeft weer met verschillende ontwikkelingen te maken, zoals 'Quantitative Tightening', hogere defensie-uitgaven van Duitsland en de vraag naar renterisicoafdekking door Nederlandse pensioenfondsen. Daar gaan we in een vervolgstuk verder op in.

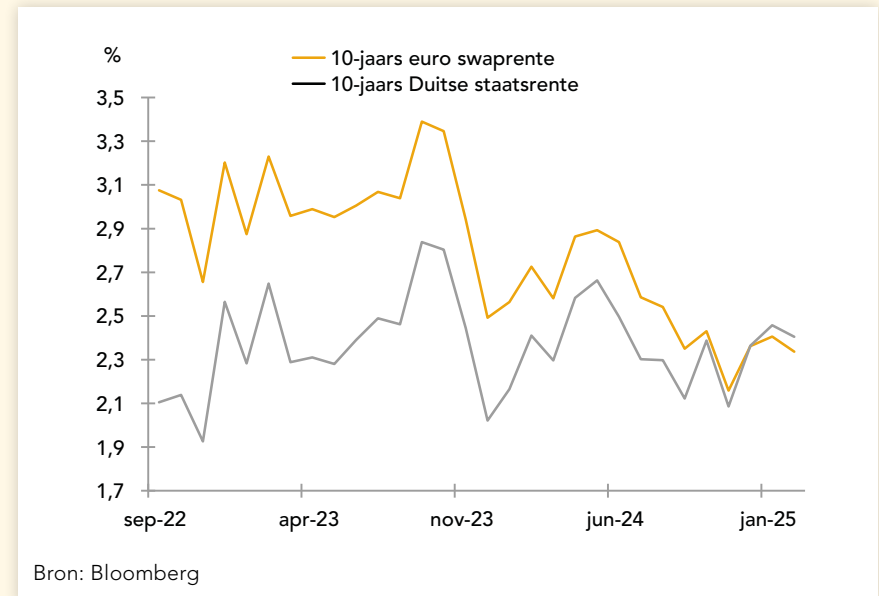
Impact euro swapsread op mismatchrendement in solidaire premieregeling (SPR) indirect

In het vervolg van dit artikel bekijken we de impact van de gedaalde euro swapsread op het mismatchrendement in de SPR op basis van de indirecte methode. In een eerder dit jaar verschenen artikel ([Mismatchrendement, herverdelen of niet?](#)) is middels een doorrekening van 2000 scenario's gekeken naar de impact van mismatchrendement dat ontstaat bij de renteaafdekking in de solidaire premieregeling. Dit mismatchrendement ontstaat onder andere doordat er ten behoeve van de renteaafdekking (gedeeltelijk) belegd wordt in andere rente (bijvoorbeeld staatsrente euro AAA) dan waarmee de verplichtingen worden gewaardeerd (DNB rente). De beschermingsportefeuille die gebruikt werd in deze eerdere analyse kende een laag risicogehalte met euro staatsobligaties (AAA) en rentederivaten. De belangrijkste drijfveer van het mismatchrendement was hierdoor dan ook de initiële euro swapsread (eind 2023) en de assumpties ten aanzien van de lange termijn swapsread.

Figuur 1: De euro swapsread is momenteel historisch laag



Figuur 2: ... deels omdat recent de swaprente is gedaald en de Duitse staatsrente is gestegen

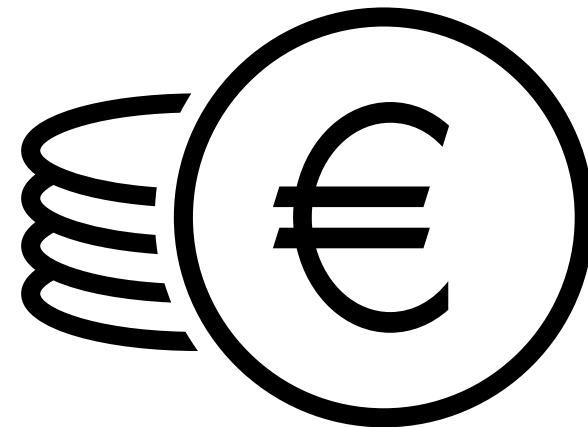


Eind 2023 lag de swapsread initieel veelal hoger dan de licht positieve swapsread die we bij a.s.r. voor de lange termijn aannemen (3-maands swapsread 15bps, 10-jaars swapsread 10bps). Dit resulteerde in de scenariosimulatie in een overwegend negatief mismatchrendement op zowel de korte als ook de lange termijn. Deze negatieve mismatch (die grotendeels ontstaat bij de renteafdekking voor de oudere cohorten) komt bij SPR indirect grotendeels terecht bij de leeftijdscohorten die de meeste exposure hebben in het overrendement (Figuur 6 in de appendix). Een uitwijkmogelijkheid is om de alternatieve indirecte methode (bedacht door Ortec Finance in samenwerking met het Philips pensioenfonds) te hanteren, waarbij het mismatchrendement gedefinieerd is als een aparte rendementsbron.

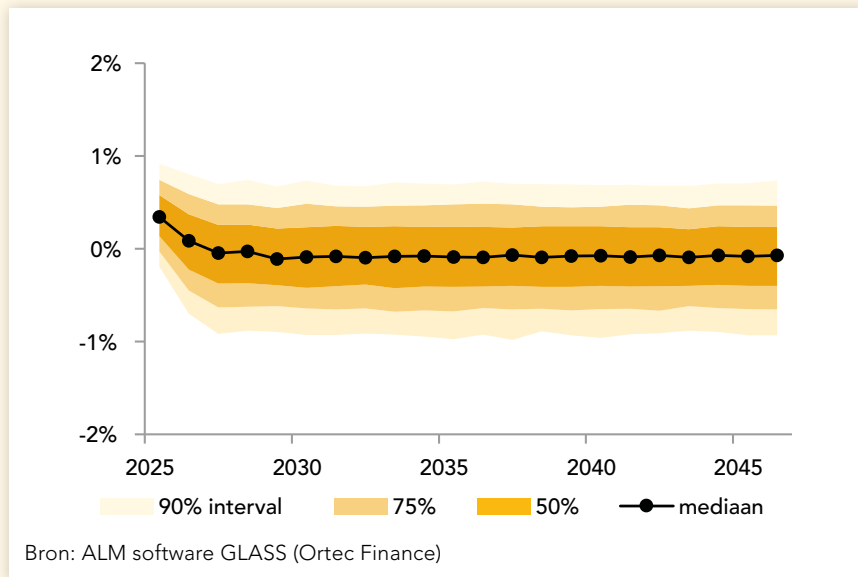
Het mismatchrendement kan middels van te voren bepaalde leeftijdsafhankelijke factoren worden herverdeeld tussen verschillende leeftijdscohorten. Hiermee kan binnen de indirecte methode de overdracht van het mismatchrendement over de leeftijdscohorten verminderd worden. Tevens biedt dit meer ruimte om meer spread producten (zoals hypotheek) toe te voegen in de matchingportefeuille. Het artikel toonde de impact van het mismatchrendement (uitgaande van een beschermingsportefeuille met euro staatsobligaties (AAA) en rentederivaten) en de herverdeling van deze mismatch. Hierbij werd al de kanttekening geplaatst dat de getoonde impact van het delen van het mismatchrendement sterk afhankelijk is van de initiële economische omgeving (eind 2023) als ook de lange termijn aannames in de scenarioset.

In deze update van de eerdere berekening gaan we uit van de initiële euro swapsread per eind 2024. Zoals in het eerste gedeelte kort is toegelicht, is de euro swapsread om meerdere redenen aanzienlijk gedaald.

Figuur 3 toont het mismatchrendement, waarbij dus uitgegaan wordt van de swapsread per eind 2024. Hierbij is wederom gebruik gemaakt van de ALM software GLASS van Ortec Finance en is een doorrekening gedaan met 2000 scenario's op jaarbasis. De gebruikte scenario's zijn nu op basis van a.s.r. scenarioset per eind 2024. De overige modelinvulling is ongewijzigd.



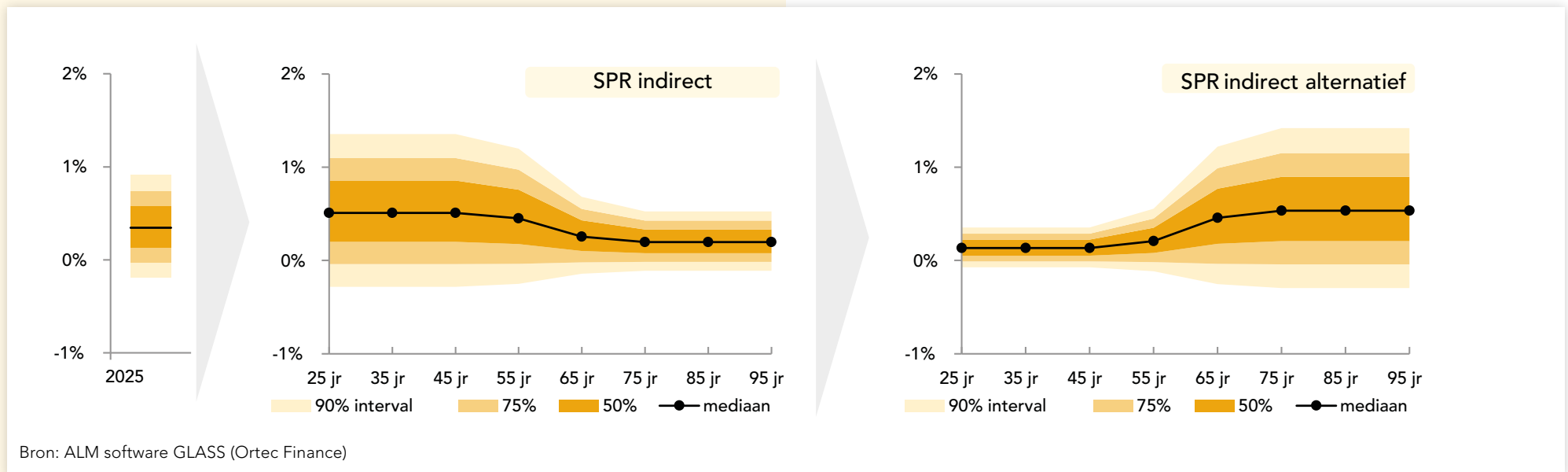
Figuur 3: Mismatchrendement



Te zien is dat op de korte termijn (vooral jaar 1) het mismatchrendement overwegend positief is. Ten opzichte van de eerdere analyse zijn de lange termijn aannames ten aanzien van de swapsread ongewijzigd, waardoor het mismatchrendement gemiddeld genomen op de langere termijn nog steeds net onder de 0% ligt. In het 95% interval vallen de rendementen op de langere termijn wederom tussen 1% en -1%.

Figuur 4 focust op de (her)verdeling van het mismatchrendement van het eerste simulatiejaar. Hierbij wordt de verdeling inzichtelijk gemaakt bij de indirecte methode (links) als ook de alternatieve indirecte methode (rechts). Bij deze herverdeling is in deze berekening gekozen om de verdeelsleutel van het mismatchrendement af te laten hangen van % renteafdekking x_i (Figuur 6 in de appendix). Oftewel, $f_i = x_i$. Rationale hierachter is dat het volume van de mismatch toeneemt bij een hoger percentage aan renteafdekking.

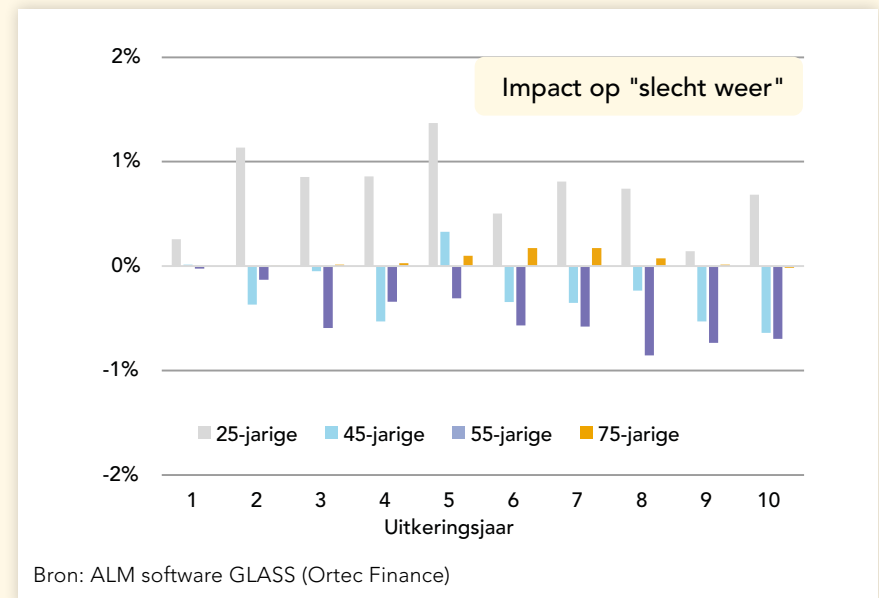
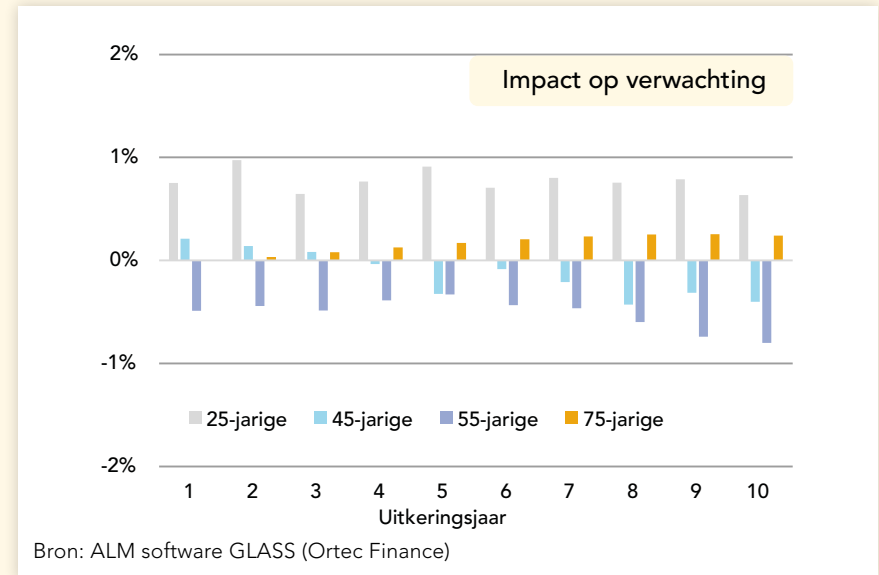
Figuur 4: Mismatchrendement jaar 1 herverdeeld naar leeftijdscohorten



Figuur 5 maakt inzichtelijk hoe deze herverdeling uitpakt voor de verschillende leeftijdscohorten. Hierbij is andermaal gekeken naar de impact op de reële uitkering gedurende de uitkeringsfase. Met reële uitkeringen wordt bedoeld op de pensioenuitkeringen gecorrigeerd voor de prijsinflatie. In het linkerdeel van de figuur wordt de impact getoond op de verwachte (mediaan) reële uitkering. Hierbij is de reële uitkering van de alternatieve indirecte methode afgezet tegen de reële uitkering van de indirecte methode voor een 25-jarige (grijze balkjes), 45-jarige (blauwe balkjes), 55-jarige (paarse balkjes) als ook een 75-jarige (oranje balkjes). Merk op dat de 25-jarige pas over ruim 40 jaar met pensioen gaat. Een positief (negatief) balkje houdt in dat de verwachte uitkering stijgt (daalt) indien overgestapt wordt op de alternatieve indirecte methode. Het rechterdeel van de figuur toont de impact op een "slecht weer" scenario (5% percentiel). De directe methode wordt in de vergelijking niet getoond, maar hoe beter de inschatting van tevoren is waar de mismatchrendement vandaan komt, des te meer de alternatieve indirecte methode bij de directe methode komt te liggen.

Te zien bij deze update van de berekening is dat een 75-jarige er nu juist enigszins op vooruit gaat indien het mismatchrendement wordt herverdeeld via de alternatieve indirecte methode. Dit wordt gedreven door het overwegend positieve mismatchrendement in de eerste twee simulatiejaren, waarbij spreiding van schokken de positieve impact voor de 75-jarige wel dempt. Een 25-jarige gaat er net als in de vorige berekening nog steeds op vooruit, zij het in iets mindere mate. Het mislopen van het overwegend positieve mismatchrendement in de eerste twee jaar deert de 25-jarige beperkt gegeven het feit dat het opgebouwde kapitaal dan nog laag is.

Figuur 5: impact herverdeling mismatchrendement



De 25-jarige profiteert bij de alternatieve indirecte methode per saldo meer van het feit dat er over een groter gedeelte van de opbouwfase minder exposure is naar het overwegend negatieve mismatchrendement vanaf het derde simulatiejaar. De "pijn" van de herverdeling zit vooral bij de 45- en 55-jarigen. In dit geval profiteren deze cohorten met een aanzienlijk opgebouwd kapitaal immers minder van de positieve mismatch van de eerste twee simulatiejaren, terwijl in het restant van de simulatiejaren meer exposure is naar de overwegend negatieve mismatch.

In dit artikel hebben we geconstateerd dat de recente ontwikkeling aangaande de euro swapspread, impact heeft op de korte termijn vooruitzichten van het mismatchrendement. Waar de berekening per eind 2024 een positief verwacht mismatchrendement toont in de eerste jaren, was het mismatchrendement bij de berekening per eind 2023 naar verwachting op de korte termijn juist negatief. De impact van de herverdeling over de leeftijdscohorten is dan ook afhankelijk van de initiële economische omgeving als ook van de lange termijn aannames ten aanzien van de swapspread. Vraag blijft of de deling van het positieve dan wel negatieve mismatchrendement tussen leeftijdscohorten wenselijk is, terwijl er alternatieven zijn binnen de solidaire premieregeling die deze deling niet (directe methode) of minder (alternatieve indirecte methode) hebben. Beide alternatieven (die meer uitgebreid besproken worden in het eerdere artikel) bieden tevens meer ruimte om spread producten (zoals hypotheek) toe te voegen en een reële sturing aan te brengen. Dit zal in het vervolg nader bekeken worden.

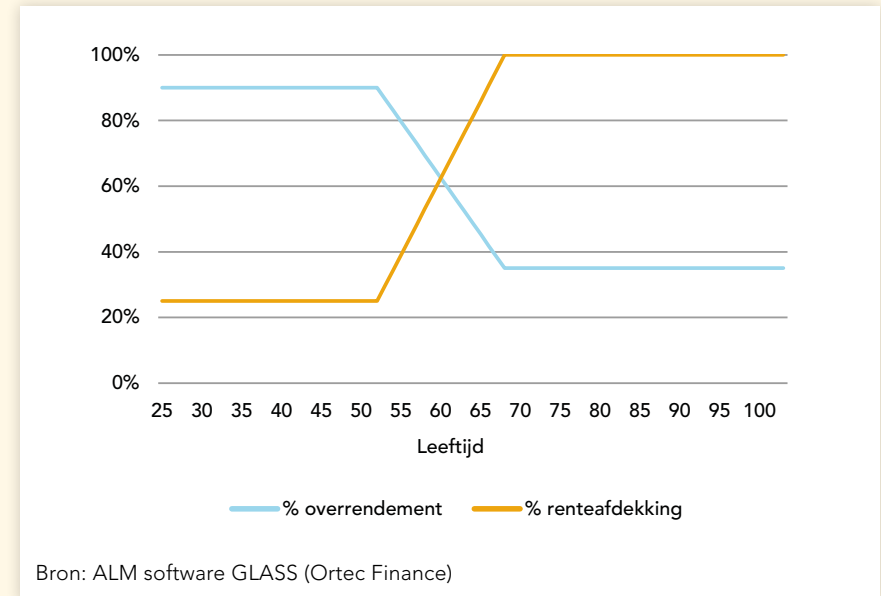
SPR (in)direct (alternatief), FPR(+) of een buy-out? Waar de keuze door WTP ook op valt, a.s.r. helpt u met al zijn ervaring en expertise binnen het pensioendomein graag verder op weg.

Appendix

Algemeen	
Startdatum simulatie	dec-24
ALM software	GLASS Ortec Finance
Scenarioset	a.s.r. Neutraal
Deelnemersbestand	
Leeftijdsamenstelling	Bevolkingspiramide Nederland per 2024
Verhouding actieven/slapers	50/50
Uitkeringen t.o.v. totale AuM - initieel	1,40%
Uitkeringen t.o.v. totale AuM - jaar 20	2,90%
Solidariteitsreserve	
Initieel	2% van totale Asset under Management
Maximaal	15%
Instroom	Max(0, 1% overrendement)
Uitstroom	Voorkomen daling nominale uitkering
	<i>De solidariteitsreserve wordt alleen ingezet om daling van lopende uitkeringen in een betreffend jaar te voorkomen. De persoonlijke pensioenkapitalen worden niet aangevuld</i>

Algemeen	
Spreiding	
	Benodigde aanpassingen in de uitkeringen (positief danwel negatief) worden uitgesmeerd over 10 jaar Met geheugen
Premie	
	Vast 20%
Matchingportefeuille	
Staatsobligaties euro AAA	EG00 index (ICE), subset AAA.
Rentederivaten	Duratie 8

Figuur 6: % overrendement en % renteaftdekking



α.S.I.

Archimedeslaan 10

3584 BA Utrecht

www.asr.nl

ASR Vermogensbeheer N.V., KVK 30227237 Utrecht

50774_0325