

UPDATE PENSIOENTRANSITIE

LDI in de FPR

DRIELUIK LDI IN DE WTP, DEEL I

Doorbeleggen na pensioendatum

Op 30 mei 2023 stemde de Eerste Kamer in met de Wet Toekomst Pensioenen (WTP). Dit betekent dat pensioenfondsen voor ongeveer 1500 miljard euro aan pensioenvermogen een keus moeten maken tussen de twee nieuwe regelingen: de solidaire premieregeling (SPR) of de flexibele premieregeling (FPR).

In deel 1 van dit LDI-drieluik over de WTP staan we stil bij de FPR en dan met name bij de uitkeringsfase van die regeling. In deze fase is er sprake van doorbeleggen van het behaalde pensioenvermogen, ook wel bekend als Collectief Variabel Pensioen (CVP). We verwachten dat in de praktijk de meeste pensioenfondsen de variabele pensioenuitkering als standaardoptie zullen kiezen.

Samenvatting

- Binnen de FPR krijgen deelnemers een persoonlijk pensioenkapitaal. Wij verwachten dat bij veel pensioenfondsen de deelnemers zullen kiezen voor doorbeleggen na de pensioendatum. Hierdoor kan het pensioenkapitaal nog verder aangroeien, uiteraard ook met een gepast beleggingsrisico.
- De duratie van de verwachte pensioenuitkeringen ligt in de CVP beduidend lager dan de duratie van een pensioenfonds als geheel. Bovendien verwachten wij in de FPR een grotere allocatie naar de LDI-portefeuille. De beleggingsmix zal naar verwachting namelijk defensiever zijn in de CVP.
- Binnen de CVP werken we met verwachte pensioenuitkeringen die veranderlijker zijn dan de pensioenverplichtingen in het huidige stelsel. Als gevolg daarvan zal het pensioenfonds de renteafdekking van de CVP vaker dienen bij te sturen. Dit vraagt om flexibiliteit in de inrichting.
- We zien een grotere rol weggelegd voor LDI-beleggingsfondsen, waarin kleinere CVP-portefeuilles op een goedkope en efficiënte manier de gewenste renteafdekking kunnen behalen.

[Lees verder op de volgende pagina →](#)

AUTEURS



Karin Visser,
Portfoliomanager LDI



Jasper Valstar,
Senior Portfoliomanager
LDI



Beleggen volgens het lifecycleprincipe

De FPR lijkt sterk op de huidige verbeterde premieregeling. Ook binnen de FPR bouwen deelnemers een persoonlijk pensioenkapitaal op. Het leeftijdsafhankelijke beleggingsbeleid wordt vormgegeven via het 'lifecycleprincipe'. Het beleggingsrisico wordt daarbij geleidelijk afgebouwd naarmate de pensioendatum nadert. Pensioenfondsen kunnen ervoor kiezen om alle deelnemers hetzelfde lifecycleprofiel te bieden of om deelnemers te laten kiezen tussen verschillende lifecycleprofielen. Daarmee is differentiatie in risicoafbouw mogelijk op basis van het risicoprofiel van een deelnemer.

De FPR kent een expliciete scheiding tussen opbouwfase en uitkeringsfase. Op het voorlopig keuzemoment, dat maximaal 10 jaar voor pensionering ligt, dienen deelnemers een keuze te maken voor een vaste of een variabele pensioenuitkering. Zoals aangegeven concentreren we ons hier op de variabele pensioenuitkering.

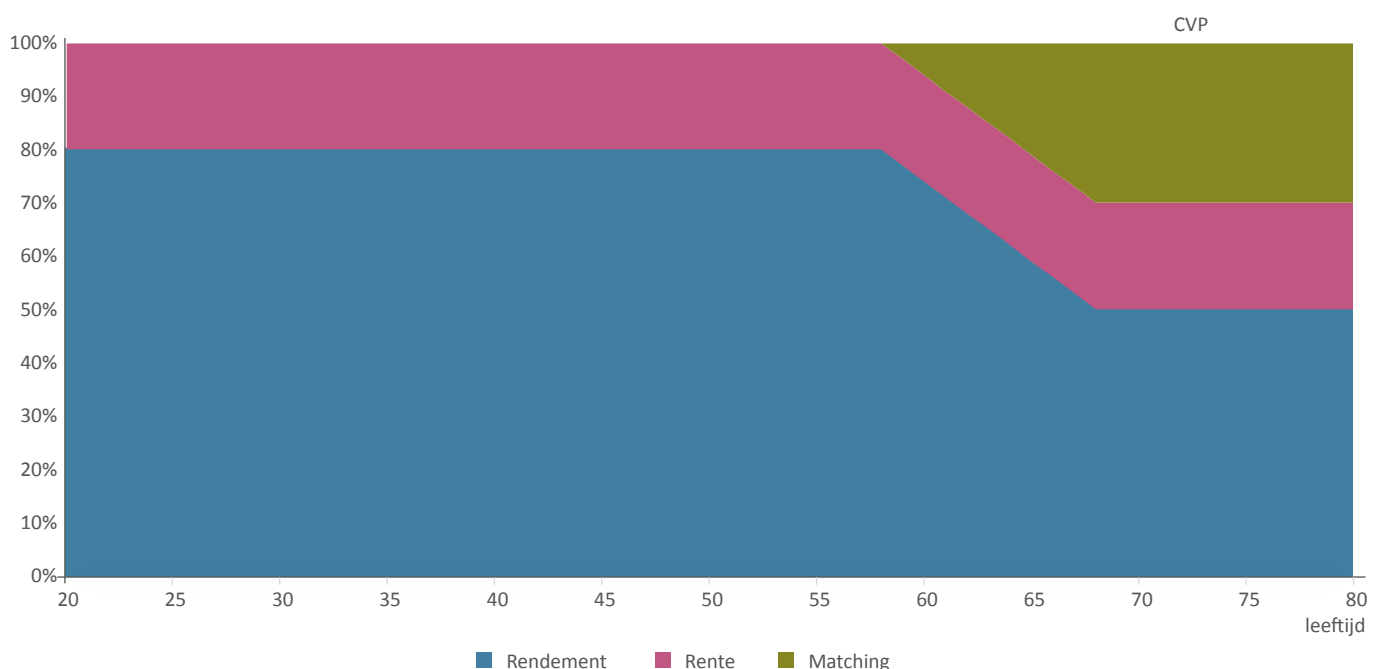
Een variabele pensioenuitkering

Binnen de FPR bouwt de deelnemer een individueel vermogen op. Op een zeker moment, als de pensioendatum dichterbij komt, zal het pensioenfonds het opgebouwde kapitaal in stappen overzetten naar een Collectief Variabel Pensioen (CVP), waarin de beleggingsmix doorgaans defensiever is. In deze fase komt, naast het behalen van rendement, meer de nadruk te liggen op het beschermen van het reeds opgebouwde pensioenkapitaal. Onderstaande grafiek geeft dit schematisch weer, voor een overgangperiode van 10 jaar voor de pensioendatum:

Zoals de naam al aangeeft belegt een pensioenfonds in een CVP, dit is een collectieve pot met geld om de toekomstige pensioenuitkeringen zo goed mogelijk te garanderen. Hiermee is de vergelijking met een pensioenfonds zoals we dat nu kennen onder het huidige FTK snel getrokken. Toch zijn er een aantal belangrijke verschillen.

- Allereerst bestaat de CVP uit verwachte pensioenuitkeringen, terwijl we in het huidige toetsingskader spreken over pensioenverplichtingen. In deze verwachte pensioenuitkeringen worden beleggingsresultaten van de CVP verwerkt. Hierdoor zullen de verwachte pensioenuitkeringen veranderlijker zijn dan de pensioenverplichtingen in het huidige kader. Aanpassingen vinden wel op jaarbasis plaats en zullen meestal gespreid plaatsvinden om de impact hiervan te dempen.
- Ten tweede is het deelnemersbestand van de CVP ouder dan dat van een gemiddeld pensioenfonds. Een CVP bestaat uit de pensioenuitkeringen van gepensioneerden en verwachte pensioenuitkeringen van bijna-gepensioneerden door stapsgewijze inkoop. De jongste deelnemer in de CVP is 58 jaar oud, uitgaande van een overgangperiode van 10 jaar. Hierdoor is de duratie van de verwachte pensioenuitkeringen aanmerkelijk lager dan die van de pensioenverplichtingen van een doorsnee pensioenfonds in het huidige stelsel. Deze gemiddelde duratie zakt van circa 20 jaar naar ruim 10 jaar.
- Ten slotte is het de verwachting dat de beleggingsmix van de CVP defensiever zal zijn dan die van een pensioenfonds. De beleggingstermijn is logischerwijs korter en het doel is het zekerstellen van de pensioenuitkeringen. Een fonds zal naar verwachting daarom een groter deel van het belegd vermogen alloceren aan de LDI-portefeuille.

Figuur 1: Schematische weergave samenstelling beleggingsportefeuille op basis van leeftijdsontwikkeling



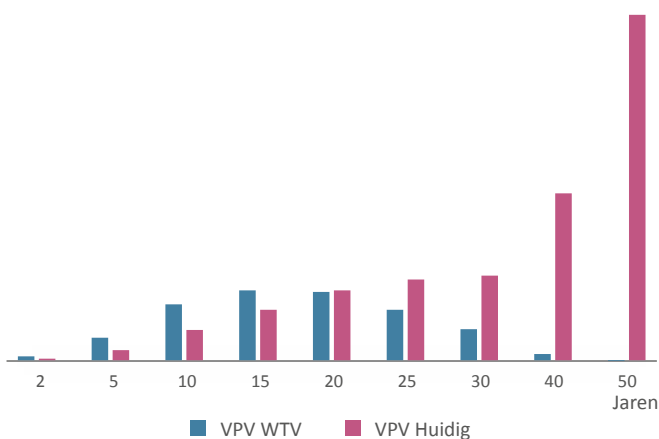
Deze verschillen nopen tot een andere inrichting van LDI-portefeuilles, en mogelijk ook tot een ander beleggingsproces. Door een defensiever beleggingsbeleid is meer kapitaal beschikbaar voor de LDI-portefeuille en door de lagere duratie zal het verschil in duratie ('duration gap') tussen de fysieke portefeuille en de verwachte uitkeringen kleiner zijn. De variabiliteit van de verwachte uitkeringen zal leiden tot een combinatie van ruimere bandbreedtes, vaker bijsturen of een flexibelere portefeuille. Wij verwachten ook dat de instrumentkeuze voor de LDI-portefeuille zal wijzigen.

We zullen aan de hand van de verschillen met het huidige FTK een voorbeeld geven van de invulling van een LDI-portefeuille. Eerst zullen we nog enkele kenmerken van deze portefeuille in de FPR omschrijven.

Kortere duratie

In de CVP is de gemiddelde duratie van de verwachte pensioen-uitkeringen significant lager dan de duratie van het gehele pensioenfonds, omdat de CVP alleen uit gepensioneerden en bijna-gepensioneerden bestaat. Hieronder een stilistisch voorbeeld van dit verschil in rentegevoeligheid (DV01).

Figuur 2: Stilistisch voorbeeld rentegevoeligheid portefeuille



Bron: Achmea IM, Bloomberg

De implicatie voor de LDI-portefeuille is evident. De duration gap, het verschil tussen de duratie van de beleggingen en de verwachte pensioenuitkeringen, is beperkter dan we gewend zijn in het huidige FTK. Bovendien zal de duration gap zich korter op de curve bevinden: meer in 10 en 15 jaar en minder in 30 jaar en langer.

Dit heeft implicaties voor de looptijd en type instrumenten die een pensioenfonds opneemt in de LDI-portefeuille.

Keuze voor allocatie naar return of matching

Het pensioenfonds dient een afweging te maken, welk deel van de CVP het wil beleggen in de returnportefeuille en welk deel benodigd is voor de LDI-portefeuille. Deels is dit gebaseerd op de risicobereidheid van de deelnemers in de CVP. Hiernaast is onze verwachting dat de huidige beleggingsmix van het pensioenfonds als startpunt dient, waardoor een radicale wijziging van het beleggingsbeleid niet voor de hand ligt.

Op dit moment¹ beleggen pensioenfondsruwweg voor iets minder dan de helft van de totale portefeuille in vastrentende waarden (ofwel matchingbeleggingen). In de CVP is zo'n mix van 50/50 vrij offensief. Een weging naar 70% matchingbeleggingen is naar verwachting niet uitzonderlijk.

Met zulke aanzienlijk grotere allocaties naar matchingbeleggingen heeft het pensioenfonds in de CVP meer liquide middelen ter beschikking voor de LDI-portefeuille om de gewenste renteafdekking te realiseren. Als gevolg daarvan zijn minder renteswaps nodig. Wel is het zo dat het percentage allocatie naar de LDI-portefeuille niet gelijk hoeft te zijn aan het percentage renteafdekking. Bijvoorbeeld een 50/50 mix en 70% van het renterisico afdekken is mogelijk. Hoe hoger het percentage renteafdekking ten opzichte van het percentage LDI-portefeuille, hoe meer renteswaps de CVP nodig heeft.

Flexibiliteit in de LDI-portefeuille

Door de kortere duratie en grotere allocatie naar de LDI-portefeuille, is er meer ruimte om de renteafdekking in te vullen met obligaties. Zeker op de korte en middellange looptijden zal de renteafdekking volledig met obligaties kunnen worden ingevuld. Renteswaps zullen waarschijnlijk enkel nog nodig zijn om het renterisico op langere looptijden af te dekken. We zien de bijdrage van renteswaps absoluut afnemen. Voor kleinere fondsen betekent dit wellicht ook dat de portefeuille te klein wordt om (renteswap-)transacties kostenefficiënt uit te voeren. We voorzien daarom een grotere rol weggelegd voor LDI-beleggingsfondsen, waarin kleinere CVP-portefeuilles op een goedkope en efficiënte manier de gewenste renteafdekking kunnen behalen.

Renteswaps blijven echter een belangrijke aanvulling op de obligaties in de LDI-portefeuille, om voldoende flexibiliteit te garanderen in de bijsturing van de LDI-portefeuille. De LDI-portefeuille en de renteafdekking zullen moeten meebewegen met het variëren van de pensioenuitkeringen.

¹ Data van DNB per 30 september 2023

Samenstelling van de LDI-portefeuille

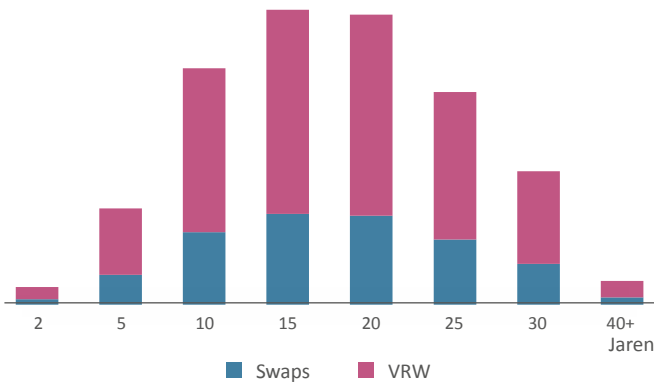
Hieronder zijn een tweetal opties voor de invulling van de CVP uitgewerkt. We kijken naar een voorbeeld pensioenfonds, maar met verschillende allocaties naar de returnportefeuille en de LDI-portefeuille, zoals opgenomen in onderstaande tabel.

Figuur 3 en 4: Voorbeeld allocaties pensioenfonds naar returnportefeuille en LDI-portefeuille

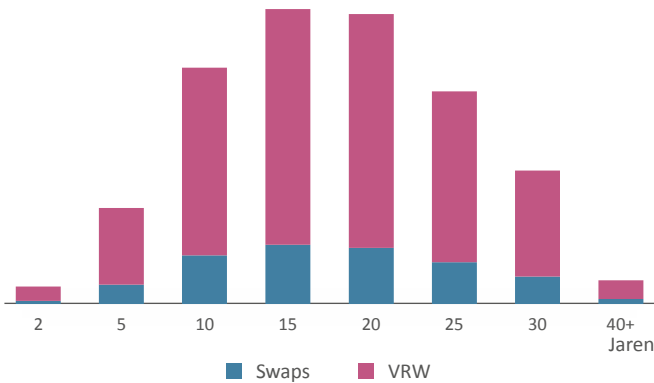
	%	(*mln)		%	(*mln)
Fonds A		2.500	Fonds B		2.500
LDI-portefeuille	50%	1.250	LDI-portefeuille	70%	1.750
Return-portefeuille	50%	1.250	Return-portefeuille	30%	750
Renteafdekking	70%		Renteafdekking	70%	

Beide fondsen dekken 70% van het renterisico af. Bij Fonds A is er sprake van een allocatie van 50% van het vermogen naar de LDI-portefeuille. Fonds B kent een hogere allocatie naar de LDI-portefeuille van 70% van het vermogen.

Fonds A: 50% allocatie LDI-portefeuille



Fonds B: 70% allocatie LDI-portefeuille



Bron: Achmea IM

Het volgende is af te lezen uit figuur 3 en figuur 4.

- Voor beide fondsen geldt dat aanzienlijk minder op de lange looptijden wordt afgedekt. Sommige pensioenfondsen houden hier al enige tijd rekening mee en hebben vaak de renteafdekking op de langste looptijden wat onderwogen ten opzichte van kortere looptijden. In de CVP is dit niet meer nodig.
- Voor fonds A zien we dat de portefeuille wordt ingevuld op vergelijkbare wijze als een LDI-portefeuille van een pensioenfonds onder het FTK. Renteswaps blijven een belangrijk onderdeel van de LDI-portefeuille.
- Voor fonds B zien we juist dat een invulling van de portefeuille met enkel obligaties goed mogelijk is. Door de kleinere duration gap en de grotere allocatie naar de LDI-portefeuille, zijn renteswaps niet langer een noodzakelijk onderdeel van de portefeuille. Om flexibiliteit in de bijsturing te behouden, bestaat een klein deel van de portefeuille uit renteswaps.

Wat zijn de gevolgen van bovenstaande veranderingen voor de LDI-portefeuille? Een kleinere duration gap en meer liquide middelen ter beschikking in de LDI-portefeuille betekenen dat meer ruimte ontstaat om het renterisico af te dekken met obligaties en dat het gebruik van renteswaps afneemt. Dit vereist dan wel dat de duratie van de obligaties aansluit bij die van de CVP. Als tussen deze duraties nog een navenant verschil zit, zijn renteswaps nog steeds noodzakelijk om de duratie naar het gewenste doel te sturen en het renterisico netjes over de looptijden te verdelen.

Doordat de duration gap korter is, geldt voor de portefeuille die belegd is in obligaties ook dat er in een breed universum aan staatsobligaties van verschillende kredietwaardige landen gekozen kan worden. Wij verwachten dan ook meer diversificatie in de obligatieportefeuille in het nieuwe stelsel. Voor veel fondsen zal er meer keuzeruimte zijn in de obligatieportefeuille nu de VEV-restrictie als gevolg van de schok voor het kredietrisico (S5) vervalt. Door de mate van flexibiliteit die gewenst is in de LDI-portefeuille, dient een het pensioenfonds wel goed na te denken over de liquiditeit van de obligaties die onderdeel vormen van de LDI-portefeuille.

Daarnaast is de beleggingsmix van het pensioenfonds in relatie tot het afdekkingspercentage een belangrijke bepalende factor. Mocht een fonds meer neigen naar een 50/50 verdeling tussen LDI en return, maar wel een aanzienlijk percentage van het renterisico willen afdekken, dan zullen renteswaps onmisbaar zijn om het gewenste afdekkingsbeleid te kunnen voeren. Daarnaast is het gebruik van renteswaps, om flexibel in te kunnen spelen op veranderingen in de af te dekken posities, nog steeds aan te raden. Fonds B kan het renterisico volledig afdekken met enkel obligaties. Vanwege de benodigde flexibiliteit in de bijsturing van de portefeuille, bestaat deze ook voor een deel uit renteswaps.

Management van de LDI-portefeuille

Dat de renteafdekking binnen de CVP net even anders is, heeft ook gevolgen voor de wijze waarop we de LDI-portefeuille managen. In onze optiek liggen er voor grote pensioenfondsen voordelen in het managen van de LDI-portefeuille op integrale wijze, d.m.v. een portefeuille die bestaat uit zowel obligaties als renteswaps.

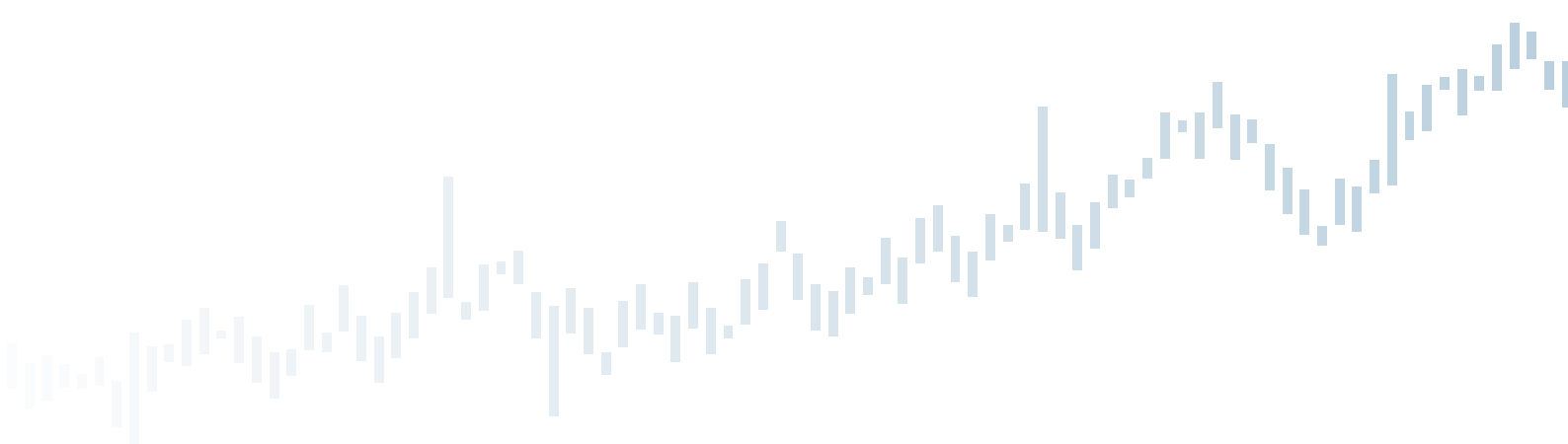
Zoals we al eerder aangaven is er in de CVP geen sprake meer van vaste kasstromen, maar van uitkeringen die zullen variëren. Dit betekent dat de portefeuillemanager meer flexibiliteit nodig heeft in de bijsturing van de portefeuille. Onder flexibiliteit verstaan we o.a. een breed instrumentarium, dat ten minste bestaat uit de traditionele renteswaps en obligaties. Hierbij geniet de voorkeur een portefeuille die integraal gemanaged kan worden, zodat er gemakkelijk wanneer nodig een grotere aanspraak gemaakt kan worden op de obligaties of juist de derivaten in de portefeuille. Hiernaast is het belangrijk dat er verschillende mogelijkheden zijn om op korte termijn cash vrij te maken in de portefeuille. Een integrale portefeuille biedt dan de meeste flexibiliteit.

Kleinere pensioenfondsen kunnen door de meer beperkte behoefte aan renteswaps in de knel komen met de minimaal gewenste omvang van transacties in renteswaps. Dit is een van de redenen dat het gebruik van LDI-fondsoplossingen voor deze groep meer voor de hand ligt.

Conclusie

In de CVP van de FPR willen pensioenfondsen deelnemers een hoge mate van zekerheid bieden omtrent hun pensioen-uitkeringen. Om die reden is het afdekken van renterisico, en daarmee inrichten van een solide LDI-portefeuille, zeer belangrijk. De CVP lijkt in sommige opzichten op het huidige FTK, maar wij zien ook een aantal essentiële verschillen.

Door het unieke karakter van de CVP-portefeuille verwachten wij dat de renteafdekking zich zal concentreren op kortere looptijden en een belangrijker deel van het belegd vermogen zal gaan uitmaken. Er komt meer liquiditeit beschikbaar voor de obligatieportefeuille, die naar verwachting in volume zal toenemen. Dit betekent niet dat het gebruik van renteswaps verleden tijd is. De CVP-portefeuille zal namelijk een zekere mate van flexibiliteit moeten kennen door de variabiliteit van de af te dekken verwachte pensioenvermogens. Hier zijn renteswaps bij uitstek geschikt voor.





[Investment Highlights, Investment Letter en whitepapers](#)

Wekelijks publiceert ons Investment Strategy team de Investment Highlights met daarin een analyse van de ontwikkeling op de financiële markten. Met onze Investment Letters blijft u op de hoogte van onze visie en van marktontwikkelingen.

Neem contact op met uw contactpersoon bij Achmea Investment Management.
Of met Renier Brenninkmeijer, Business Development Director, Renier.Brenninkmeijer@Achmea.nl, +31 6 201 384 74.
Of met Mark Bakker, Business Development Director, Mark.Bakker@Achmea.nl, +31 6 101 851 94.



[Achmea IM op youtube](#)

Hier vindt u heldere video's met informatie over de implicaties van het pensioenakkoord, maatschappelijk verantwoord beleggen, risicomanagement en het selecteren van de best-passende externe managers.



[Achmea IM op LinkedIn](#)

Volg ons LinkedIn-kanaal voor updates.



www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel

E-mail: achmeaim@achmea.nl

Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. ("Achmea IM") heeft de informatie in dit document met zorg samengesteld. Deze informatie is alleen bestemd voor gekwalificeerde beleggers en/of professionele beleggers zoals bedoeld in de Wet op het financieel toezicht ("Wft"). Dit document is of bevat (i) geen aanbod of uitnodiging om financiële instrumenten te kopen, te verkopen of te verhandelen (in de zin van 1:1 Wft), (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies (in de zin van 1:1 Wft), en (iii) geen juridisch of fiscaal advies. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch of fiscaal adviseur. Achmea IM raadt u af een (beleggings)beslissing uitsluitend te baseren op de in dit document opgenomen informatie. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van een dergelijke (beleggings)beslissing. De weergegeven scenario's zijn een schatting van het toekomstige rendement op basis van gegevens uit het verleden, en geven geen exacte indicatie. Uw rendement hangt af van hoe de markt presteert en hoe lang u de belegging/het product aanhoudt.

De informatie in dit document is (mede) gebaseerd op informatie die Achmea IM van betrouwbaar geachte informatiebronnen heeft verkregen. Achmea IM garandeert niet de betrouwbaarheid van die bronnen en de juistheid en volledigheid van de van die bronnen verkregen informatie. De informatie in dit document is puur informatief en u kunt daaraan geen rechten ontleen. Alle informatie is een momentopname, tenzij uitdrukkelijk anders is aangegeven. Het verstrekken van dit document na de oorspronkelijke publicatiedatum is geen garantie dat de hierin opgenomen informatie op die latere datum nog juist en volledig is. Achmea IM heeft het recht om deze informatie zonder aankondiging te wijzigen. Het noemen van rendementen op beleggingen in dit document dient uitsluitend als uitleg en toelichting. Achmea IM spreekt daarmee geen verwachting uit over het rendement of koersverloop van die beleggingen. De waarde van uw belegging kan fluctueren en in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De informatie in dit document is gebaseerd op door Achmea IM gemaakte aannames. Het is mogelijk dat andere aannames worden gemaakt dan de door Achmea IM gemaakte aannames. De door Achmea IM getrokken conclusies zijn daarom niet noodzakelijkerwijs juist en/of volledig.

U mag de informatie in dit document alleen voor eigen persoonlijk gebruik kopiëren. Informatie over de beleggingsinstellingen van Achmea IM kan een publicitaire mededeling bevatten. Raadpleeg het prospectus van de beleggingsinstellingen op achmeainvestmentmanagement.nl voordat u een beleggingsbeslissing neemt. U mag de informatie niet overnemen, vermenigvuldigen, distribueren of openbaren zonder schriftelijke toestemming van Achmea IM. Alle informatie (teksten, foto's, illustraties, grafisch materiaal, handelsnamen, logo's, woord- en beeldmerken) blijft eigendom van of in licentie bij Achmea IM en wordt beschermd door auteursrecht, merkenrecht en/of intellectueel eigendomsrecht. Er worden geen rechten of licenties overgedragen bij gebruik van of toegang tot deze informatie.

Uitgegeven door: Achmea Investment Management B.V., statutair gevestigd te Zeist en kantoorhoudende te Zeist (Handelsregister nr. 18059537). Achmea IM is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") in Amsterdam (AFM registratie 15001209) als beheerder van beleggingsinstellingen zoals bedoeld in artikel 2:65a Wft en is onder deze vergunning bevoegd tot het verlenen van de beleggingsdiensten als opgenomen in het door de AFM gehouden register.