

UPDATE PENSIOENTRANSITIE

LDI in de SPR

DRIELUIK LDI IN DE WTP, DEEL III

Spreadrisico in de beschermingsportefeuille

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

In deel drie van dit LDI-drieluik over de WTP staan we stil bij de SPR en dan met name bij de rol van staatsobligaties in de beschermingsportefeuille. In de SPR zal het spreadrisico, wat ontstaat als rentes op staatsobligaties anders bewegen dan swaprentes, meer onder de loep komen te liggen. Hoe zorgen pensioenfondsen voor een goede balans tussen spreadrisico en het behalen van het gewenste beschermingsrendement?

Samenvatting

- In de SPR maakt het pensioenfonds de keuze voor direct of indirect beschermingsrendement. Bij indirect beschermingsrendement is de swapcurve de basis voor de rendementsdoelstelling van de beschermingsportefeuille.
- Beleggingen in de beschermingsportefeuille met een spread ten opzichte van de swapcurve, zoals staatsobligaties, zorgen daarmee voor ruis tussen het daadwerkelijke rendement en het beschermingsrendement. Het is belangrijk dat pensioenfondsen rekening houden met effecten van deze ruis tussen verschillende leeftijdsgroepen.
- De doelstelling van de staatsobligatieportefeuille verandert in de SPR ten opzichte van het huidige FTK. Naast voldoende liquiditeit en onderpandvereisten wordt ook het behalen van het beschermingsrendement belangrijk. Staatsobligaties kunnen daaraan een aanzienlijke bijdrage leveren.

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

Klik hier voor deel 1:
doorbeleggen na
pensioendatum in de FPR

Klik hier voor deel 2:
opheffen van de
leenrestrictie in de SPR

AUTEURS



Karin Visser,
Portfoliomanager LDI



Jasper Valstar,
Senior Portfoliomanager
LDI



De twee methodes voor het toedelen van rendement in de beschermingsportefeuille

In de SPR maken we onderscheid tussen twee verschillende methodes om het beschermingsrendement te bepalen: direct beschermingsrendement en indirect beschermingsrendement. Het onderscheid tussen deze twee typen beschermingsrendement is de wijze waarop het rendement van de beschermingsportefeuille wordt toegekend aan de verschillende leeftijdscohorten.

Direct beschermingsrendement is het daadwerkelijk behaalde rendement op de beschermingsportefeuille. Indirect beschermingsrendement daarentegen is gebaseerd op de rentetermijnstructuur (RTS) van DNB, ofwel de swapcurve. Elk verschil in rendement ten opzichte van de RTS is daarmee onderdeel van het overrendement.

Het belangrijkste onderdeel van dit verschil, is het rendement dat ontstaat door spreadrisico. Dit spreadrisico komt via het overrendement, voornamelijk terecht bij de jongere leeftijdscohorten, aangezien zij de grootste blootstelling naar het overrendement hebben.

Omdat de beschermingsportefeuille met name is bedoeld voor het beschermen van het opgebouwde vermogen van de oudere leeftijdscohorten, dient een pensioenfonds goed na te denken hoeveel spreadrisico op te nemen in de beschermingsportefeuille. Aangezien obligaties een belangrijke rol spelen in de renteafdekking, beschouwen wij dit spreadrisico deels als een onvermijdelijk restrisico.

Omdat pensioenfondsen vooral lijken te kiezen voor het indirect beschermingsrendement, concentreren we ons in het vervolg van dit artikel op deze methodiek.

Een nieuwe doelstelling van de beschermingsportefeuille

Onder indirect beschermingsrendement heeft het pensioenfonds als doelstelling het behalen van een rendement wat zo dicht mogelijk ligt bij de RTS van DNB. De beschermingsportefeuille krijgt hiermee een duidelijke rendementsdoelstelling, wat gevolgen heeft voor de gewenste inrichting van de portefeuille.

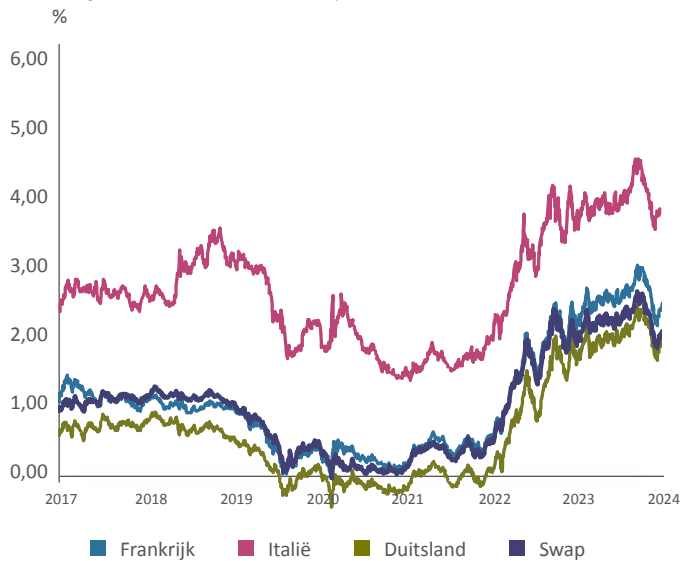
In het huidige FTK heeft bij de invulling van de LDI-portefeuille altijd de nadruk gelegen op het beperken van risico. In de SPR is het nemen van een verantwoorde mate van risico niet alleen wenselijk, maar ook noodzakelijk, om aan de rendementsdoelstellingen te voldoen. Wij denken dat pensioenfondsen hierdoor op andere wijze naar de inrichting van de beschermingsportefeuille zullen kijken. Wij zien verschillende mogelijkheden voor pensioenfondsen om aan de gewenste rendementsdoelstelling te voldoen.

- Ten eerste kan het pensioenfonds ervoor kiezen om de beschermingsportefeuille zoveel mogelijk in te vullen met renteswaps. Het rendement van renteswaps is vergelijkbaar met dat van de RTS. Echter, zoals beschreven in [deel twee](#) van ons drieluik, volgt uit het gebruik van renteswaps ook een liquiditeitsbehoefte. Het rendement van de beschermingsportefeuille zal daarmee, mede doordat een deel van de portefeuille uit liquiditeiten bestaat, op den duur onder de RTS komen te liggen.
- Ten tweede kan het pensioenfonds minder liquide beleggingen, een groter onderdeel maken van de beschermingsportefeuille. Een voorbeeld hiervan zijn hypotheekleningen, die voor veel fondsen nu ook onderdeel zijn van de LDI-portefeuille. Door de liquiditeitspremie neemt het gemiddeld verwachte rendement toe, maar de verhandelbaarheid van de beschermingsportefeuille neemt hiermee af. Met deze keuze doet een pensioenfonds hier dus een concessie aan.
- Ten derde kan het pensioenfonds kiezen om meer te investeren in liquide obligaties met een beperkt kredietrisico en een aantrekkelijk rendement. Een voorbeeld hiervan is het uitbreiden van de landen die het pensioenfonds opneemt in de staatobligatieportefeuille, het opnemen van een grotere allocatie naar supranationals, subsovereigns en agencies (SSA-obligaties) of bedrijfsobligaties met een hoge kredietwaardigheid. Bij deze keuze gaan verwacht rendement en liquiditeit meer hand in hand.

Figuur 1 toont het historisch verloop van de yield van Eurozoneobligaties versus de swaprente met een 20-jaars looptijd. We kiezen deze looptijd bewust, om zo goed mogelijk aan te sluiten bij de af te dekken kasstromen. Bij een keuze voor een significant kortere duratie zullen meer swaps nodig zijn (zie hiervoor ook ons tweede artikel), waardoor het spreadrisico afneemt.

Kortom, om de beschermingsportefeuille zo in te richten dat deze aan de rendementsdoelstelling en liquiditeitsvereisten voldoet, zijn vele mogelijkheden. In het vervolg van dit artikel concentreren we ons op de bijdrage die de staatobligatieportefeuille hieraan kan leveren.

Figuur 1: 20-jaars rente van staatsobligaties in Duitsland, Frankrijk en Italië en renteswaps



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Een meer gediversifieerde staatsobligatieportefeuille

De overgang naar de SPR biedt pensioenfondsen de kans om de inrichting van de staatsobligatieportefeuille opnieuw onder de loep te nemen. Een aantal factoren die in het FTK een grote rol speelden, zijn in de SPR niet langer van belang.

Van oudsher speelde de onderpandbehoefte van het fonds een belangrijke rol bij de samenstelling van deze portefeuille. Echter, door de invoering van de clearingverplichting, is de nadruk verschoven naar goed liquiditeitsmanagement. De staatsobligatieportefeuille is niet langer de hofleverancier van het onderpand. Een portefeuille die rekening moet houden met strikte eisen voor bilateraal onderpand, draagt onvoldoende bij aan de rendementsdoelstelling van de beschermingsportefeuille, zie bijvoorbeeld Portefeuille A¹ in figuur 2. Uit figuur 2 is af te lezen dat deze typische 'onderpandportefeuille' een rendement ver onder de RTS behaalt.

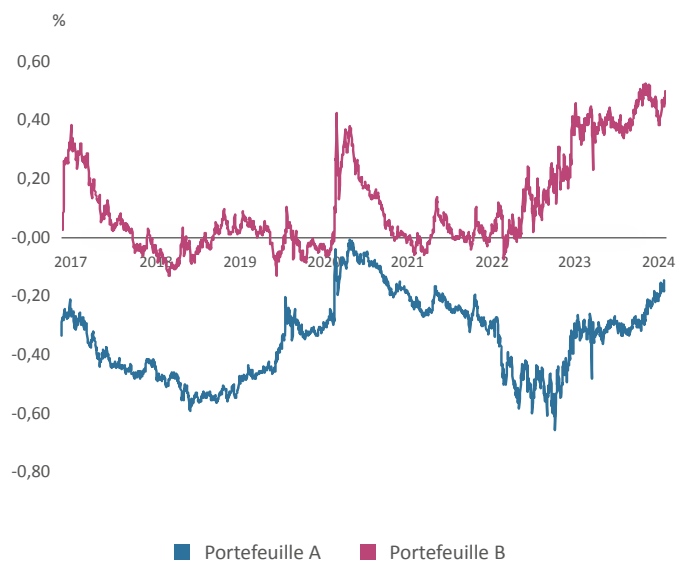
Naast onderpandcriteria, hadden pensioenfondsen in het FTK ook nog een andere reden om te kiezen voor enkel staatsobligaties met de hoogste kredietwaardigheid (AAA). Deze obligaties zijn namelijk vrijgesteld voor het bepalen van de kredietopslag voor het VEV². Obligaties met een lagere, maar nog steeds zeer hoge kredietwaardigheid, kennen die vrijstelling niet. Met het verdwijnen van deze beperking kan het pensioenfonds de selectie van uitgevende landen uitbreiden, zonder dat daar direct risico-opslagen voor gelden. Dit is goed nieuws voor pensioenfondsen.

Het toevoegen van meer landen in de portefeuille verhoogt de diversificatie, en verlaagt daarmee het risico in de portefeuille. Daarnaast biedt een portefeuille met staatsobligaties van meer landen een hoger rendement, een noodzakelijke vereiste om een rendement in de beschermingsportefeuille te behalen, dat vergelijkbaar is met RTS. Zie portefeuille B³ in figuur 2. Te zien in figuur 2 is dat deze portefeuille historisch gezien een rendement boven RTS haalt.

Een brede selectie aan landen betekent ook dat een breed universum aan liquide instrumenten ter beschikking staat van de portefeuillemanager. Dit draagt bij aan flexibiliteit in het managen van de portefeuille en het beperken van transactiekosten.

Ten slotte betekent het uitbreiden van staatsobligaties in de beschermingsportefeuille ook dat er voor pensioenfondsen meer kansen ontstaan om ESG-factoren mee te laten wegen in de inrichting van de beschermingsportefeuille.

Figuur 2: Portefeuille A en B, historisch gemiddelde spread t.o.v. swaprente voor 20 jaar looptijd



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Portefeuille B laat zien dat het met staatsobligaties mogelijk is om een rendement te behalen die dicht bij de RTS ligt. Gemiddeld ligt, over deze periode, de yield ongeveer 0,6%-punt hoger dan die van portefeuille A. Desondanks is nog ongeveer 70% van deze portefeuille beschikbaar als onderpand⁴. Het ligt in de lijn der verwachting dat het verwachte rendement

¹ Portefeuille A bestaat uit Duitse, Nederlandse en Franse staatsobligaties

² Opslag voor kredietrisico (S5).

³ Portefeuille B bestaat uit verschillende Eurozone landen met een minimale kredietwaardigheid van BBB

⁴ Uitgaande van standaardafspraken met Clearing Members omtrent Initial Margin.

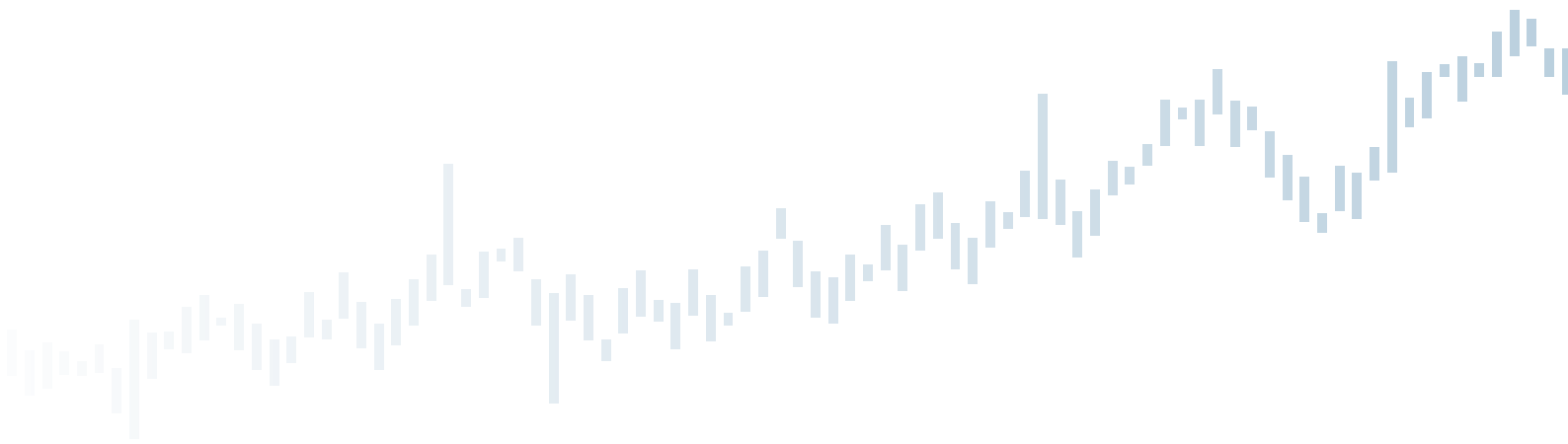
van de totale beschermings-portefeuille nog wat hoger ligt, omdat andere vastrentende waarden, zoals bedrijfsobligaties en hypotheeklen, ook onderdeel van de beschermingsportefeuille kunnen zijn.

Naast het gemiddelde verwachte rendement is ook de volatiliteit van de gerealiseerde rendementen ten opzichte van de RTS van belang. Hiermee benaderen we de 'ruis', die bij indirect beschermingsrendement terechtkomt in het overrendement.

Om dit te benaderen kijken we naar gerealiseerde maandelijkse rendementen van beide portefeuilles ten opzichte van de RTS over de afgelopen 7 jaar. Voor deze verzameling rendementen kijken we vervolgens naar 1 standaarddeviatie ruis ten opzichte van de RTS. Voor portefeuille A is dat ruim 100 basispunten, terwijl dit voor portefeuille B op ruim 150 basispunten neerkomt. De verwachte extra 0,6%-punt aan rendement, gaat wel gepaard met ongeveer 1,5 keer meer ruis ten opzichte van RTS.

Conclusie

Voor pensioenfondsen die binnen de SPR voor indirect beschermingsrendement kiezen, geldt dat spreadrisico op beleggingen in de beschermingsportefeuille onderdeel is van het overrendement. Daarnaast heeft de beschermingsportefeuille een rendementsdoelstelling: het behalen van een rendement vergelijkbaar met de RTS. Een pensioenfonds heeft verschillende mogelijkheden om rendement te halen in de beschermingsportefeuille. Ook binnen de staatsobligatieportefeuille zijn hier mogelijkheden voor dankzij het vervallen van de VEV-restrictie en de verplichte clearing van renteswaps. Hierdoor krijgt de staatsobligatieportefeuille meer ruimte om zich te richten op de rendementsdoelstelling. Wij voorzien daarom onder de SPR een andere rol voor staatsobligaties en meer diversificatie in de staatsobligatieportefeuille.





[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, risicomangement 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.