

Balansrisico's binnen individueel Defined Contribution

Achmea Investment Management



“Individueel Defined Contribution (iDC) regelingen krijgen steeds meer aandacht. Dit zijn beschikbare premieregelingen waarbij de inleg vaststaat en het pensioen voor een belangrijk deel afhangt van het behaalde rendement op de beleggingen. Een individuele regeling klinkt misschien eenvoudig en overzichtelijk. Voor de pensioenfondsbestuurder roept het tegelijkertijd nieuwe vragen op. In deze reader krijgt u antwoord op de vraag hoe een pensioenfonds kan omgaan met de belangrijkste risico’s die een deelnemer loopt.”

Verplichting bij individuele pensioenopbouw

Bij het beheersen van risico’s zijn we gewend bezittingen te relateren aan pensioenaanspraken, oftewel verplichtingen. Bij een individuele pensioenopbouw is er geen pensioenaanspraak. Er is alleen het opgebouwde pensioenvermogen, de beleggingen. En de omvang van de verplichting is gelijk aan het opgebouwde pensioenvermogen. Als het pensioenvermogen daalt in waarde, dan daalt de verplichting ook en andersom. Met het ontbreken van een vaste verplichting, ontbreekt ook een vertrekpunt voor het te voeren risicobeleid.

Kunnen we de risico’s dan beheersen aan de hand van een pensioendoelstelling? De pensioendoelstelling kan uitgedrukt worden in een te verwachten pensioenuitkering. Door het relateren van de verwachte pensioenuitkering aan het pensioenvermogen kun je spreken van een balans. De risico’s van deze balans wil je beheersen.

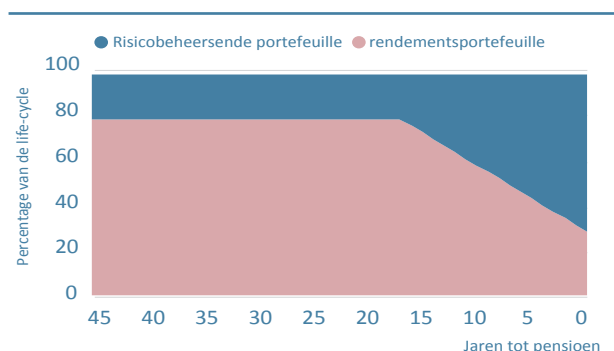
Deze reader is een samenvatting van de reader Balansrisico’s binnen individueel Defined Contribution. Hierin staan we stil bij de belangrijkste risico’s: rente-, aandelen-, inflatie- en valutarisico. Binnen iDC worden deze risico’s beheerst met de vormgeving van een beleggingspad, ofwel life cycle.

Wat is een life cycle?

Een life cycle is een beleggingspad waarbij de allocatie naar een rendementsportefeuille en een risicobeheersende portefeuille verandert gedurende de pensioenopbouw.

In de eerste fase van de life cycle is de allocatie naar de rendementsportefeuille groot. Daarna volgt de risicoafbouwfase. De rendementsportefeuille wordt dan afgebouwd ten gunste van de risicobeheersende portefeuille. Het moment waarop de risicoafbouw start verschilt per life cycle, evenals de start- en eindallocatie.

FIGUUR 1 VOORBEELD LIFE CYCLES



Door hiermee te variëren zijn meerdere soorten life cycles te maken, variërend van defensief tot offensief. Zo kan de deelnemer zelf kiezen hoeveel risico hij of zij wil lopen.

Renterisico is inkooprisico

Voor iDC hangt het renterisico samen met het in te kopen pensioen richting pensioendatum: het omzetten van het pensioenvermogen richting een vast of variabel pensioen. De pensioenuitkering is afhankelijk van de stand van de rente. Hoe hoger de rente op pensioendatum, hoe hoger de uitkering die een verzekeraar kan bieden en andersom. Renterisico kan dus gezien worden als inkooprisico.

Renterisico wordt steeds belangrijker

De tijd tot pensioen speelt een belangrijke rol bij het beheersen van renterisico. De duratie van een in te kopen pensioen is ruim voor de pensioendatum hoog. Bij iDC is de omvang van het in te kopen pensioen geen harde afspraak. Er is slechts sprake van een ‘zachte doelstelling’ op basis waarvan het renterisico beheerst kan worden. Deze ‘zachte doelstelling’ wordt richting pensioendatum steeds concreter: Het moment van inkoop van het vaste of variabele pensioen komt steeds dichterbij.

Door rente daalt of stijgt de verwachte pensioenuitkering

Net als de beleggingen, is ook het pensioen gevoelig voor veranderingen in de rente. Het effect is tegengesteld: als de rente daalt, dan stijgt de waarde van de in te kopen pensioenuitkering en andersom. Dit betekent dat je bij hetzelfde pensioenvermogen minder pensioen kunt inkopen. De waarde van de risicobeheersende portefeuille beweegt in beperkte mate mee met de waarde van de pensioenuitkering. Als de impact van beide even groot is, dan verandert er niets voor de deelnemer. Het renterisico is dan beheerst (‘gematcht’). De duratie, ofwel rentegevoeligheid, van de pensioenuitkering is ongeveer gelijk aan de gemiddelde looptijd van de pensioenuitkering. Door de duratie van de beleggingsportefeuille te verhogen wordt het renterisico kleiner. Het opbouwen van duratie van de beleggingen tijdens de pensioenopbouw gebeurt door een steeds groter deel van de bezittingen te beleggen in de risicobeheersende portefeuille. De risicobeheersende portefeuille bestaat uit twee portefeuilles: een renteportefeuille met een lage duratie en een machingportefeuille met een hoge duratie.

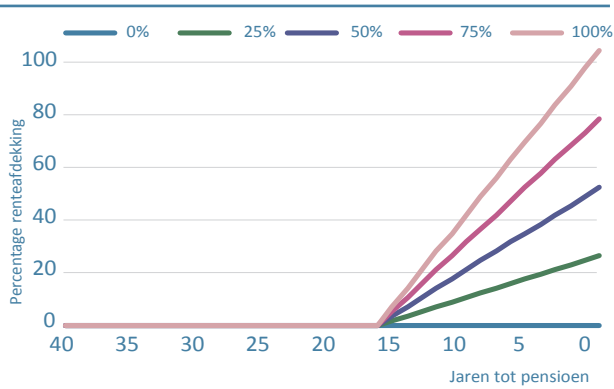
Het percentage rente-afdekking kan verschillen per life cycle

Het beoogde percentage van renteafdekking wordt geleidelijk opgebouwd. Figuur 2 toont vijf afdekkingsstrategieën: 0%, 25%, 50%, 75% en 100% renteafdekking op pensioendatum.

TABEL 1 IMPACT VAN -1% SCHOK OP IN TE KOPEN PENSIEN

Aantal jaren voor pensioen	Afdekkingsstrategie (op pensioendatum)				
	0%	25%	50%	75%	100%
10	-12,0%	-11,0%	-10,0%	-9,0%	-8,0%
5	-12,0%	-10,0%	-8,0%	-6,0%	-4,0%
0 tot 1 jaar	-12,0%	-9,0%	-6,0%	-3,0%	-0,0%

FIGUUR 2 VIJF AFDEKKINGSSTRATEGIEËN



Een renteschok heeft impact op de hoogte van de pensioenuitkering

Hoe groot de impact van een renteschok is, hangt af van de omvang van de schok en de mate van afdekking van het renterisico. We bekijken de impact van de bovengenoemde vijf afdekkingsstrategieën. We nemen aan dat de renteaftdekking vanaf 15 jaar voor pensioen lineair wordt opgebouwd tot het gewenste afdekkingspercentage op pensioendatum. In deze analyse nemen we aan dat de duratie van het in te kopen pensioen op pensioendatum 12 is. Alle overige factoren, zoals rendementen, houden we constant. Dit betekent dat alleen de verwachte pensioenuitkering en de matchingportefeuille worden beïnvloed door de renteschok (niet de beleggingen zelf). Tabel 1 geeft de relatieve, procentuele impact van een rentedaling op de pensioenuitkering weer. Geen renteaftdekking (0%) betekent een verlies van 12% (eerste kolom). Dit is het gevolg van de duratie van 12. Als de renteschok 5 jaar voor pensioen plaatsvindt leidt dit tot een verlies van 4% bij een afdekking op pensioendatum van 100%.

Aandelenrisico is ‘beloond risico’

Aandelenrisico is het risico dat aandelen – of beleggingen die sterk kunnen meebewegen met aandelen – in waarde dalen. Indien dat gebeurt kan mogelijk minder pensioen worden ingekocht. Een belegger/deelnemer verwacht op de lange termijn een beloning in de vorm van rendement voor het nemen van aandelenrisico. We noemen dit een ‘beloond risico’.

Aandelenrisico is noodzakelijk om rendement te halen

Bij 1% rendement over het belegde vermogen is de uitkering gelijk aan 33% van het laatstverdiende loon. Bij 5% rendement is de pensioenuitkering gelijk aan 69% van het laatstverdiende loon*.

Een koersdaling vlak voor pensioendatum heeft een grote negatieve impact

Een koersdaling leidt tot een lager pensioenkapitaal en dus lagere uitkering op termijn. Als we een crisis definiëren als een waardedaling van 30% of meer, kunnen we 5 crises vaststellen in de afgelopen 65 jaar. In de tabel 2 is de hersteltijd van de crises weergegeven.

* Bij een startsalaris van € 40.000 en eindsalaris van € 100.000, waarbij premie betaald is volgens een staffel.

TABEL 2 HERSTELTIJD CRISES

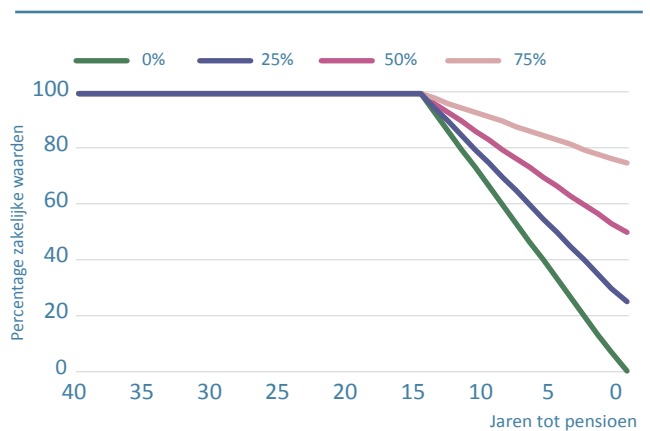
Crisis	Hersteltijd
1970	2 jaar
1974	2 jaar
1987	2 jaar
2002	5 jaar
2009	4 jaar

De maximale hersteltijd bedroeg 5 jaar. Een minimale lengte van de afbouwperiode van circa 5 jaar lijkt dan voldoende. Echter, bij een crisis die 5 jaar voor de pensioendatum optreedt en afbouwperiode van 5 jaar, worden zakelijke waarden gedurende de crisis en de herstelfase verkocht. Dit is ongunstig omdat de verkochte beleggingen niet de kans krijgen om te herstellen. Een langere afbouwperiode is daarom gewenst.

Aandelenrisico wordt beheerst door zakelijke waarden af te bouwen en door spreiding

Een life cycle heeft één of meerdere momenten voor pensioendatum waarop de risicoafbouw start. Dit gebeurt onder andere door het afbouwen van de rendementsportefeuille. Hiermee vermindert de blootstelling naar aandelenrisico; het percentage zakelijke waarden neemt af.

FIGUUR 3 AFBOWSTRATEGIEËN VOOR AANDELENRISICO



Figuur 3 toont vier afbouwstrategieën. Hierbij wordt 15 jaar voor pensioen geleidelijk afgebouwd naar een eindallocatie van 75%, 50%, 25% of 0% zakelijke waarden.

Diversificatie – ofwel spreiding – beperkt het aandelenrisico. Dit geldt voor spreiding binnen de categorie aandelen zelf, maar ook tussen verschillende zakelijke waarden (aandelen en high yield bijvoorbeeld).

Een negatieve schok heeft impact op de hoogte van de pensioenuitkering

Zelfs bij een beoogde eindallocatie van 0% naar zakelijke waarden is er sprake van een negatieve impact van een schok. Zo is de negatieve impact van een schok van -30% drie jaar voor pensioen circa 6%. Dit komt doordat de eindallocatie (0%) drie jaar voor pensioen nog niet bereikt is. De allocatie naar zakelijke waarden bedraagt dan nog circa 20%.

Inflatie holt de koopkracht van het pensioen uit

Inflatie is de ontwaarding van geld: verlies van koopkracht. De relevante vraag is: 'Wat kan ik kopen van mijn pensioen?'. De ontwaarding van geld kan een enorm effect hebben op de koopkracht. Bij een inflatie van bijvoorbeeld 2% over een periode van 20 jaar wordt de koopkracht circa 50% lager. Een gematigde inflatie zelf is het probleem niet: een normale of lage inflatie is gunstig voor veel beleggingscategorieën. Bovendien wordt een gematigde inflatie vaak ook via stijgende lonen gecompenseerd. Een inflatie die onverwacht hoog is, is daarentegen een bedreiging voor bijna alle beleggingscategorieën en de koopkracht van het toekomstige pensioen.

Bescherming tegen inflatierisico: streven naar een positief reëel rendement

Het rendement minus de inflatie noemen we het reële rendement. Bij een reëel rendement van nul, is het rendement over het kapitaal gelijk aan de inflatie en blijft de koopkracht gelijk. Een goed gespreide, ofwel robuuste, portefeuille heeft blootstelling naar verschillende bronnen van rendement en risico, waaronder inflatierisico. Beleggingen in vastgoed, infrastructuur en grondstoffen zijn in enige mate gevoelig voor inflatie. Een belegging in inflation linked bonds (ILB's, inflatiegerelateerde obligaties) is direct gerelateerd aan de inflatie. Inflatiegerelateerde of –gevoelige beleggingen zijn geen perfecte afdekking tegen inflatie. Deze beleggingen zijn namelijk vaak gebaseerd op de Europese of Amerikaanse inflatie, terwijl de deelnemer gevoelig is voor zijn persoonlijke inflatie.

Een variabele uitkering is beter bestand tegen inflatie dan een vaste uitkering

Een vaste uitkering levert geen bescherming tegen een hogere inflatie. De omvang van de uitkering is namelijk vast, maar de koopkracht niet. Als de inflatie na pensioendatum stijgt, dan daalt de koopkracht van de pensioenuitkering. Bij een variabele

uitkering wordt er doorbelegd na pensioendatum. Als een hogere inflatie zich vertaalt in een hoger rendement op de beleggingen, dan stijgt de pensioenuitkering. Op die manier is de pensioenuitkering beter bestand tegen een hogere inflatie na pensioendatum. Voorwaarde is wel dat de beleggingsportefeuille robuust genoeg is om de hogere inflatie het hoofd te bieden.

Wisselkoersen hebben (ook) op lange termijn invloed op de waarde van de beleggingen

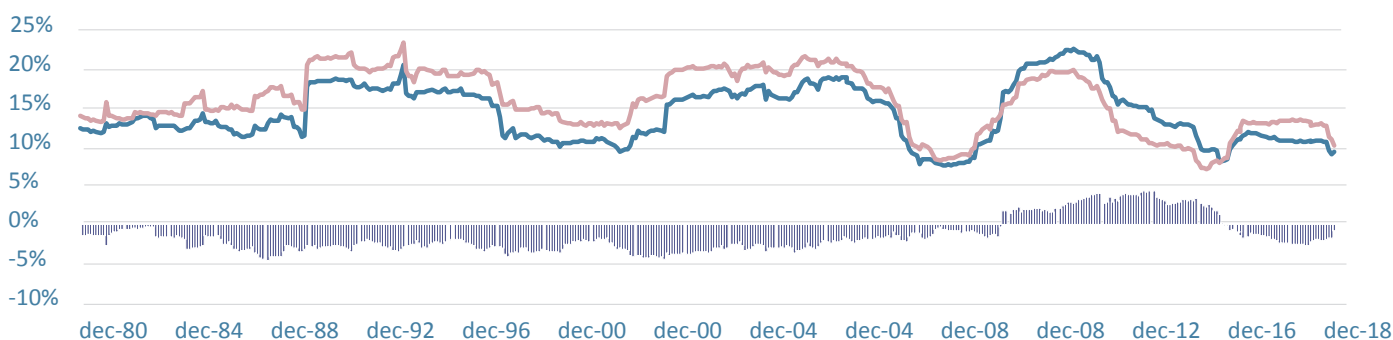
Een goed gespreide beleggingsmix heeft beleggingen over de hele wereld. Dit brengt blootstelling aan buitenlandse valuta's met zich mee, en dus ook valutarisico. Als de waarde van een buitenlandse munt (ten opzichte van de euro) aanzienlijk daalt, heeft dit negatieve gevolgen voor de waarde in euro's. Valutarisico speelt voornamelijk bij aandelen; obligaties noteren veelal in euro's. Valuta's kunnen niet alleen op korte termijn dalen, maar ook over een langere periode. Hoewel de opgebouwde waarde in een life cycle aan het begin beperkt is, kan het daarom dus toch zinvol zijn om valutarisico direct van de start van de life cycle af te dekken. In de praktijk bewegen buitenlandse valuta's waarschijnlijk niet exact in dezelfde richting en is er sprake van enige spreiding. Daarnaast is valutarisico scenarioafhankelijk. In tijden van crisis is er bijvoorbeeld vaak een vlucht naar een veilige valuta's.

Valuta-afdekking beperkt meestal het risico

In figuur 4 is voor wereldwijde aandelen (MSCI World) de impact van 100% valuta-afdekking op het totale risico geschetst. Het afdekken van valutarisico zorgt over het algemeen voor een afname van risico vergeleken met een niet-afgedekte belegging in aandelen. Tijdens en na de financiële crisis, periode 2008-2014, was dit niet het geval. Toen zorgde de valuta-afdekking voor meer bewegelijkheid ten opzichte van een aandelenbelegging waarbinnen het valutarisico niet werd afgedekt.

Valutarisico kan binnen iDC afgedekt worden binnen beleggingsfondsen.

FIGUUR 4 VOLATILITEIT MSCI WORLD MET EN ZONDER VALUTA-AFDEKING



Wilt u meer weten over balansrisico's binnen iDC?

Wilt u de uitgebreide reader lezen over de balansrisico's binnen individueel Defined Contribution? Bezoek dan onze [website](#). Heeft u vragen, neem dan contact op met uw accountmanager of met Jeroen Roskam via jeroen.roskam@achmea.nl of Marijn Jansen via marijn.jansen@achmea.nl.

Disclaimer

Het is van belang dat u kennis neemt van de in de disclaimer opgenomen informatie. U leest de disclaimer op www.achmeainvestmentmanagement.nl/disclaimer