

Is er nog ruimte voor obligaties binnen de beschermingsportefeuille?

Door Julia Ernsting, Marco Teunissen en Gijs Vereijken

Sinds de invoering van het Financieel Toetsingskader (FTK) is het afdekken van renterisico via een Liability Driven Investing (LDI) strategie de standaard geworden in Nederland. Pensioenfondsen stellen een strategisch afdekkingspercentage vast en alloceren een deel van het pensioenvermogen naar een LDI-portefeuille. Met dit gealloceerde vermogen zal de LDI-manager over tijd zo nauwkeurig mogelijk het gestreefde afdekkingspercentage willen realiseren via inzet van renteswaps, geldmarktfondsen en kredietwaardige obligaties. Onder het huidige FTK-regime komt elke afwijking in de gerealiseerde afdekking ten laste van de dekkinggraad van het pensioenfonds en worden daarmee negatieve maar ook positieve effecten gedeeld door alle deelnemers, zowel ouderen als jongeren.

Met de komst van de Wet Toekomst Pensioenen (WTP) wordt er leeftijdsafhankelijk beleid geïntroduceerd voor beide contractvormen: de flexibele premieregeling (FPR) en de solidaire premieregeling (SPR). Onder SPR wordt voor elk leeftijdscohort een strategisch beleggingsbeleid bepaald via een procentuele allocatie naar overrendement en beschermingsrendement. De allocatie naar het beschermingsrendement is direct gerelateerd aan de renteafdekking per cohort. Deze methodo-

logie resulteert uiteindelijk in een geaggregeerde opdracht voor het afdekken van renterisico voor de LDI-manager.

De opdracht voor de LDI-manager blijft onder WTP gelijk: het afdekken van verwachte kasstromen. Ook het instrumentarium dat de LDI manager voorhanden heeft, wijzigt niet. Onder de indirecte methode van de SPR vindt er wel een verandering plaats in de wijze waarop mismatchrendementen worden

Julia Ernsting
Strategic Risk Advisor, Cardano



Marco Teunissen
Lead Portfolio Manager LDI, Cardano



Gijs Vereijken
Portfolio Manager LDI, Cardano



verdeeld. Het mismatchrendement is het verschil tussen het gerealiseerde en beoogd beschermingsrendement en kent verschillende bronnen van afwijkingen waaronder spreadresultaten van langlopende staatsobligaties en “de cash drag”. Deze mismatchrendementen worden onder deze indirecte methodiek van SPR overgebracht naar het overrendement. Dit artikel benadrukt de gevolgen die deze verschuiving heeft voor het beheer van een LDI-portefeuille onder het ‘SPR indirect’-model. Hierbij speelt de nieuwe methodiek van toedeling van spreadresultaten en cash drag een cruciale rol. Dit kan belangrijke implicaties hebben voor de allocatie naar langlopende obligaties in de LDI-portefeuille bij het minimaliseren van het mismatchrisico.

WAT BLIJFT HETZELFDE ONDER WTP?

De doelstelling voor het beheer van LDI-portefeuilles blijft onder de WTP gelijk aan die onder het FTK: de bescherming van de toekomstige pensioeninstroom of pensioenvermogens tegen een daling van de rente. Zowel de huidige economische waarde van de pensioeninstroom onder het FTK als de geprojecteerde pensioenvermogens onder de (meest gekozen) indirecte methodiek van SPR worden bepaald op basis van de 6-maands Euribor-swapcurve.

Deze benchmark van pensioenverplichtingen of geprojecteerde pensioenvermogens is zowel onder FTK als onder WTP niet direct belegbaar. Een LDI-portefeuille die het beste aansluit bij deze benchmark zou bestaan uit cash en renteswaps, wat resulteert in een volledige renteafdekking met lage tracking error over korte perioden. Echter, deze strategie introduceert een cash drag doordat het rendement op cash, geldmarktfondsen en kortlopende obligatiebeleggingen historisch gezien bijna altijd onder de variabele rente van de swap, ofwel 6-maands Euribor, liggen. Om deze cash drag van historisch 25 basispunten per jaar te compenseren, kan een pensioenfonds kiezen voor beleggingen in kredietwaardige, langer lopende obligaties. Obligaties introduceren echter spreadrisico. Deze spread ten opzichte van de swapcurve is niet constant maar fluctueert over tijd door een variabele perceptie van liquiditeits- en kredietrisico en kan hiermee afwijkingen veroorzaken tussen het beoogde en gerealiseerde beschermingsrendement.

Belangrijk is dat de kernprincipes van LDI-beheer niet veranderen onder de WTP. Het primaire doel van de LDI-portefeuille blijft het bieden van effectieve rentebescherming. Beheer vindt plaats binnen een streng risicomanagementkader, met richtlijnen over allocaties, risico's en liquiditeitseisen. Daarnaast blijven hypotheek- en (investment grade) bedrijfsobligaties naar onze mening ook een rol spelen in de renteafdekking. Hun rentegevoeligheid wordt meegenomen, zoals onder het FTK.

WAT VERANDERT ER DAN WEL ONDER WTP?

De overgang van het FTK naar de SPR-indirecte methode van de WTP brengt een belangrijke verandering met zich mee: de verdeling van het mismatchrendement. Het mismatchrendement, het verschil tussen het gerealiseerde en beoogd beschermingsrendement, wordt veroorzaakt door een aantal factoren.

De belangrijkste in onze ogen zijn: Spreadresultaten op langlopende obligaties, de cash drag, beleggingskosten, resultaten uit curve- en duration mismatches en de implementation gap. De focus van dit artikel ligt op het mismatchrendement veroorzaakt door spreadresultaten en cash drag aangezien de LDI manager hier het meeste invloed op heeft.

Deze vormen van mismatch, dan wel positief of negatief, worden allemaal overgeheveld naar het overrendement. Onder de indirecte methode komen deze effecten via het overrendement relatief gezien meer bij jongere deelnemers terecht en minder bij ouderen. Jongeren hebben doorgaans namelijk een grotere procentuele allocatie naar het overrendement. Pensioenfondsen moeten dan ook de mogelijke mismatchrendementen tussen het theoretisch – en werkelijk rendement toetsen en waar nodig beperken.

Ter vergelijking: onder het FTK worden deze effecten toebedeeld naar rato van het pensioenvermogen van deelnemers. De cash drag en het rendement op spreadbewegingen worden immers verwerkt in de dekkingsgraad, wat resulteert in toeslagverlening of pensioenverlagingen die uniform worden toegepast over alle leeftijdsgroepen.

ZIJN OBLIGATIES HIERDOOR WEL EEN GESCHIKT INSTRUMENT OM IN TE ZETTEN IN DE LDI-PORTEFEUILLE ONDER WTP?

Wij zijn van mening dat beleggingen in (langlopende) obligaties goed blijven passen binnen de LDI portefeuille. Een belangrijk voordeel van de indirecte methode van SPR is dat spreadrisico relatief meer wordt gedragen door jongeren. Deze jongeren hebben een grotere risicodraagkracht voor korte termijn spreadvolatiliteit dan ouderen. Op de lange termijn is spreadrisico beperkt door de “pull-to-par”: de waarde van een obligatie beweegt bij nadering van de vervaldatum namelijk weer terug naar de nominale waarde.

Door de inzet van obligaties in de LDI portefeuille wordt ook de cash drag vermeden die anders bij voorbaat al bij de jongeren terecht komt, onder voorwaarde dat de rendementsverwachtingen van deze obligaties hoger zijn dan de swaprente in equivalente looptijden. Een voorbeeld: het aankopen van een zeer kredietwaardig mandje van 20-jaars obligaties met een positieve spread van 40 basispunten boven de swaprente leidt, over een periode van 20 jaar, tot een outperformance van 8% in plaats van een underperformance van 5% wanneer voor swaps en cash gekozen wordt. Ondanks de spreadschokken die zeker zullen plaatsvinden in deze periode. Enkel bij defaults in de obligatieportefeuille zal er minder dan 40 basispunten aan extra rendement worden verdiend. Hoge kredietwaardigheid en diversificatie in de beschermingsportefeuille blijven daarom nog steeds erg belangrijk.

PULL-TO-PAR-EFFECT MET NAME VOOR JONGEREN RELEVANT

Het pull-to-par effect compenseert negatieve waardeveranderingen die worden veroorzaakt door tijdelijke spreadschokken. De pull-to-par is een tijdseffect dat ervoor zorgt dat de obligatiewaarde geleidelijk terug beweegt naar par.

Jongeren hebben nog een lange tijd tot hun pensionering en daarmee voldoende hersteltijd. Zij worden door spreadschokken niet direct geraakt. Hoewel de allocatie naar overrendement wel afneemt met de leeftijd, groeit bij jongeren het pensioenkapitaal nog relatief snel door premie-inleg. Hierdoor blijft de absolute allocatie naar overrendement in euro's stijgen, ondanks een dalende relatieve toewijzing.

Bij slapers van middelbare leeftijd, waar typisch geen premie-inleg plaatsvindt en de allocatie naar overrendement snel daalt, kan het herstel na een negatieve spreadschok echter beperkt zijn. Wanneer dit een grote groep betreft kan de inzet van spreadrisico beter worden verspreid over korter lopende obligaties. Dit verkort de terugverdientijd en versterkt het pull-to-par effect. Er is wel meer kapitaal nodig om eenzelfde mate van spreadrendement (en daarmee ook spreadrisico) te kunnen realiseren.

LEEFTIJDOPBOUW VAN HET DEELNEMERSBESTAND IS ERG BELANGRIJK

De mate waarin spreadrisico ingezet kan worden is voor de compensatie van de cashdrag over een lange horizon afhankelijk van de leeftijdsopbouw van het deelnemersbestand. Pensioenfondsen met een oudere populatie zullen voorzichtiger moeten omgaan met spreadrisico. Bij een onevenwichtige samenstelling kan een grote groep oudere deelnemers een hefboomeffect creëren, waarbij een disproportioneel deel van het spreadrisico terecht komt bij een relatief kleine groep jongere deelnemers. Om dit effect inzichtelijk te maken, geven we een voorbeeld van twee gestileerde pensioenfondsen: een jong en een oud fonds.

Onderstaande tabel toont het strategisch beleggingsbeleid voor de leeftijdscohorten 'jong', 'midden' en 'oud' en de verdeling van het kapitaal voor de twee gestileerde pensioenfondsen.

Cohort	Allocatie overrendement	Allocatie beschermingsrendement	Verdeling kapitaal jong fonds	Verdeling kapitaal oud fonds
Jong	130%	20%	40%	10%
Midden	70%	50%	40%	40%
Oud	30%	90%	20%	50%
			100%	100%

Door het nemen van spreadrisico kan een spreadschok tot een tijdelijk negatief resultaat leiden. Onderstaande tabellen laten zien wat de impact van een spreadschok van +50 basispunten is op de verschillende leeftijdscohorten van beide pensioenfondsen. Dit doen we voor twee verschillende LDI portefeuilles:

- **LDI portefeuille 1:** de meest risicovrije LDI portefeuille bestaande cash en renteswaps. Deze portefeuille introduceert een cash drag en we nemen aan dat deze ongeveer 25 basispunten per jaar bedraagt. De cash drag is onderdeel van het overrendement.
- **LDI portefeuille 2:** een portefeuille waarbij de helft van de gewenste rente dekking wordt ingevuld met zeer kredietwaardige obligaties en de andere helft met renteswaps (ofwel 50% spreadrisico). De obligaties renderen 50 basispunten boven renteswaps en hebben een duration van 15 jaar.

Jong fonds	Overrendement LDI portefeuille 1	Overrendement LDI portefeuille 2
Jong	-0.1%	-2.0%
Midden	-0.1%	-1.1%
Oud	0.0%	-0.5%
	-0.1%	-1.3%

Oud fonds	Overrendement LDI portefeuille 1	Overrendement LDI portefeuille 2
Jong	-0.3%	-4.7%
Midden	-0.2%	-2.5%
Oud	-0.1%	-1.1%
	-0.1%	-2.0%

De resultaten tonen dat de impact van een spreadschok van 50 basispunten voor jongere generaties meer dan twee keer zo groot is bij een 'oud' pensioenfonds dan bij een 'jong' pensioenfonds. Hetzelfde geldt voor de impact van de cash drag. Of deze impact van de spreadschok acceptabel is per leeftijdscohort moet gezien worden binnen de bredere risicohouding en andere factoren die het overrendement bepalen. Indien de impact als te groot wordt ervaren kan het pensioenfonds een limiet meegeven voor het inzetten van spreadrisico. Hiermee kan zowel de ex-ante als ex-post toedeling van overrendement binnen de beschermingsportefeuille worden beperkt zoals ook voorgeschreven wordt door DNB.

In het algemeen kan wel worden gesteld dat een pensioenfonds met een oude populatie terughoudender moet zijn met het nemen van spreadrisico. Er is anders het risico van een 'hefboomeffect'. Er komt dan een relatief grote hoeveelheid spreadrisico (die voortvloeit uit de renteafdekking ten behoeve van een grote groep oudere deelnemers) terecht bij een relatief kleine groep jongere deelnemers.

HOE OM TE GAAN MET SPREADRISICO ONDER WTP?

Bij de SPR-indirecte methode vallen zowel de cash drag als het spreadresultaat binnen het overrendement. Dit betekent dat leeftijdscohorten met een grotere allocatie naar overrendement relatief sterker door deze effecten worden beïnvloed.

Bij het inrichten van een LDI-strategie onder WTP dienen pensioenfondsen keuzes te maken over de mate waarin spreadrisico ingezet mag worden. Dit heeft zowel consequenties voor rendement als risico. Wel dient het pensioenfonds te beseffen dat het rendementsdoel van de beschermingsportefeuille op lange termijn gelijk zal moeten zijn aan de DNB RTS. De wetgever

heeft immers bepaald dat het beschermingsrendement op basis van deze curve berekend dient te worden.

Er zijn drie benaderingen te onderscheiden:

- Geen spreadrisico nemen
- De mate van spreadrisico afstemmen op de hoogte van de cash drag
- Adaptief spreadbeleid

Elk van deze keuzes brengt specifieke voor- en nadelen met zich mee.

GEEN SPREADRISICO NEMEN EN DUS GEEN INZET VAN LANGLOPENDE OBLIGATIES

Deze conservatieve aanpak richt zich op het volledig vermijden van spreadrisico door enkel gebruik te maken van renteswaps en korte beleggingen in de vorm van een combinatie van geldmarktfondsen en kortlopende hoog kredietwaardige obligaties.

- *Voordelen:* Volledig voorspelbaar beschermingsrendement zonder fluctuaties door spreadbewegingen. Vooral geschikt voor een oudere populatie waar risicodraagkracht beperkt is.
- *Nadelen:* een structurele en zekere cash drag, wat op lange termijn het rendement van de LDI-portefeuille sterk beperkt. Dit resulteert in een underperformance ten opzichte van de af te dekken kasstromen en benadeelt jongeren al op voorhand. De vraag is daarom of deze ex-ante herverdeling wel wordt toegestaan door de toezichthouder gegeven de keuze van de DNB RTS op basis van 6-maands Euribor.

Wanneer de renteafdekking voor 100% met renteswaps wordt ingevuld kan de allocatie naar LDI ook lager zijn dan in het geval er wel langlopende obligaties worden ingezet. Mogelijk voordeel is dat dit vermogen kan worden gealloceerd aan hoger renderende activa met als nadeel weer een hoger krediet- en/of aandelenrisico. Een lagere allocatie naar LDI betekent wel een lagere buffer voor het opvangen van renteschokken.

DE MATE VAN SPREADRISICO AFSTEMMEN OP DE HOOGTE VAN DE CASH DRAG

Hierbij berekent de LDI-manager de mate van spreadrisico die over tijd nodig is om de cash drag goed te maken. Bij elk spread-niveau kun je met een simpele berekening bepalen hoeveel spreadrisico je in moet zetten om de cashdrag over tijd goed te maken. Hoe hoger de spread, hoe lager de benodigde allocatie naar langlopende obligaties. Zo is het in de huidige marktomstandigheden met historische hoge spreads (zie figuur 1) mogelijk om de cash drag goed te maken door 10% van de renteafdekking in te vullen met langlopende obligaties. De berekening van de benodigde mate van spreadrisico wordt periodiek uitgevoerd en de obligatie portefeuille wordt indien nodig aangepast.

- *Voordelen:* Dit zorgt voor een betere balans tussen risico en rendement dan de oplossing waarbij geen spreadrisico wordt ingezet. Door de inzet van obligaties met een positieve spread verdwijnt de cash drag over tijd zonder dat onnodig veel spreadrisico wordt toegevoegd. Jongere leeftijdscohorten met een hogere allocatie naar overrendement zullen hiervan

profiteren. De cash drag zal hier over de tijd heen immers mee verdwijnen terwijl de risicobeheersing intact blijft.

- *Nadelen:* De bepaling van de mate van in te zetten spreadrisico wordt periodiek uitgevoerd en is enkel afhankelijk van de hoogte van de spreads en de hoogte van de cash drag die op dat moment gelden. Hierdoor wordt de portefeuille immuun voor de verandering van risicoperceptie en kan door de tijd heen een meer risicovolle portefeuille ontstaan. Daarnaast kan dit leiden tot een suboptimaal beleggingsbeleid waarbij bij hoge spreads en dus relatief lagere prijzen minder in (langlopende) obligaties wordt belegd en bij lagere spreads en dus relatief hogere prijzen juist meer belegd wordt in obligaties om de cash drag over tijd goed te maken (“buy high, sell low”). Hierdoor wordt het pull-to-par effect van jongeren bovendien (deels) teniet gedaan. En wat kunnen pensioenfondsen doen bij deze strategie als staatswapsreads negatief zijn in alle looptijden zoals in de periode 2015 tot 2022 (zie figuur 1)? Het verlagen van de kredietkwaliteit van de beleggingen om alsnog genoeg spread te verdienen? Dit staat haaks op het doel van de LDI-portefeuille om met kredietwaardige instrumenten een effectieve en efficiënte bescherming te bieden voor een daling van de rente.

ADAPTIEF SPREADBELEID

Deze optie gaat verder dan enkel het compenseren van de cash drag via de inzet van langlopende obligaties. Met deze optie passen pensioenfondsen de allocatie naar obligaties door de tijd heen aan, aan de hand van de hoogte van spreads gecorrigeerd voor risico. Bij hoge spreads die niet te verklaren zijn door een toename van kredietrisico zal een hogere allocatie naar langer lopende obligaties plaatsvinden dan bij lage spreads. Bij lage of zelfs negatieve spreads zal slechts minimaal spreadrisico genomen worden. De compensatie voor spreadrisico is immers zeer klein of zelfs negatief. Dit betekent dat je in tijden van hoge spreads je enigszins moet compenseren voor de cash drag in de perioden van lage spreads.

- *Voordelen:* Potentie op hogere rendementen, wat vooral voor jongere deelnemers met een lange horizon aantrekkelijk is door het pull-to-par-effect. Daarnaast kan dit in een omgeving van hoge spreads waarde genereren. Ook kan in tijden van lage spreads spreadrisico vermeden worden.

Figuur 1
Swapsread (in bps) gelijkgewogen mandje van 30-jaars FR/NL/DE staatsobligaties



bron: Bloomberg, 15/01/2025

- *Nadelen:* Verhoogde blootstelling aan spreadrisico, met kans op grotere mismatchrendementen tot gevolg. Dit kan onzekerheid introduceren.
- Bij het nemen van veel spreadrisico is een hogere allocatie naar LDI benodigd en dit moeten passen binnen de strategische asset allocatie.

CONCLUSIES

Onder de SPR indirecte methode komen de cash drag en spread-resultaten als onderdeel van het mismatchrendement via het overrendement met name bij jongeren terecht. Een belangrijk voordeel hiervan is dat jongeren een grotere risicodraagkracht hebben en daarnaast kunnen profiteren van het zogenoemde horizon-effect van spreadrisico. Om een cash drag over tijd te compenseren blijft de inzet van langlopende obligaties belangrijk

in de LDI-portefeuille onder voorwaarde dat er een positief rendement boven swaprentes kan worden gerealiseerd. Een dynamisch spreadbeleid, waarin de allocatie naar obligaties aan de hand van de hoogte van spreads wordt aangepast, past hier volgens ons het beste bij. Hierdoor kan men in de beschermingsportefeuille profiteren van aantrekkelijke spreadvergoedingen en kan inefficiënt portefeuillebeheer worden voorkomen. Het vinden van een balans tussen stabiliteit (lage mismatchrisico) en rendement vergt een afgestemd beleid, waarbij de gekozen mate van spreadrisico aansluit bij de leeftijdsopbouw binnen het pensioenfonds, de mate van risicodraagkracht en de gewenste mate van voorspelbaarheid in het overrendement. Obligaties verdienen daardoor zeker een plek in de LDI-portefeuille. Ook onder WTP.