

Van klassieke lifecycle naar Total Portfolio Approach

Teun Loermans & Maurice Geraets

INLEIDING

Lifecycle-beleggen is al decennia een vertrouwd uitgangspunt binnen vermogensbeheer en pensioenbeleggen. De kern hiervan is eenvoudig: naarmate de beleggingshorizon korter wordt, verschuift de portefeuille geleidelijk naar minder risicovolle beleggingen. Een jonge belegger kan namelijk meer schommelingen verdragen dan een oudere belegger. Dat idee is intuïtief sterk en praktisch goed uitlegbaar.

Toch is die klassieke benadering vaak te smal. Er wordt vooral naar leeftijd en risicoprofiel gekeken, terwijl de totale economische positie van een belegger veel breder is. Arbeidsinkomen, pensioenrechten, woningvermogen, hypotheekschuld en andere mogelijke schulden bepalen immers mede het totale financiële plaatje. De vraag is dus niet alleen hoeveel risico iemand in alleen de lifecycle wil nemen, maar ook welk risico al besloten ligt in de totale balans.

Daarom is een bredere benadering nodig. In dit artikel laten wij zien hoe lifecycle-beleggen kan worden verbeterd door het te combineren met een bredere Total Portfolio Approach (TPA). In die benadering staat de beleggingsportefeuille in de lifecycle niet op zichzelf, maar maakt deze deel uit van de totale economische

balans van de belegger. Het uitgangspunt verschuift daarmee van 'leeftijdsdenken' naar 'balansdenken'. Daarnaast kan nog een extra stap worden gezet: een dynamische aanpak waarin ook de marktomgeving wordt meegenomen. Die combinatie leidt tot een werkbaar en praktisch kader waarin de lifecycle-portefeuille niet op zichzelf staat, maar wordt afgestemd op impliciete posities elders op de balans en afhankelijk is van de marktomgeving.

HET STARTPUNT: DE KLASSIEKE LIFECYCLE

Om de waarde van het klassieke lifecycle-denken goed te begrijpen, is het nuttig om te beginnen met een vereenvoudigde wereld. Als voorbeeld wordt een belegger verondersteld met alleen een beleggingsportefeuille, zonder andere activa op de balans. Er is geen pensioen, geen woning, geen hypotheek, geen arbeidsinkomen en geen ondernemingsvermogen. Daarnaast is de marktomgeving 'constant'. Rente, inflatie en risicopremies zijn stabiel en voorspelbaar.

In zo'n wereld is de klassieke lifecycle logisch. Een jonge belegger heeft nog veel tijd om tegenvallers op te vangen en kan daarom meer zakelijke waarden aanhouden en dus risicovoller beleggen. Een oudere belegger heeft minder herstelcapaciteit en kiest dus eerder voor veilige beleggingen, zoals obligaties, kasgeld of

Teun Loermans, CFA

Senior Investment Strategist en Account CIO bij Achmea Investment Management



Maurice Geraets, CFA

Senior Investment Strategist bij Achmea Investment Management



andere defensieve beleggingen. Leeftijd en de daarop gebaseerde beleggingshorizon zijn dan de belangrijkste stuurvariabelen.

Deze logica sluit aan bij de klassieke literatuur over portefeuillekeuze, waarin financieel kapitaal, risicoaversie, verwachte rendementen en beleggingshorizon centraal staan (Merton, 1969; Samuelson, 1969). Het klassieke lifecycle-model is daarmee een heldere aanpak: eenvoudig, uitlegbaar en nuttig als vertrekpunt.

Maar dat model wordt al snel te beperkt zodra andere componenten worden meegenomen. Een specifieke leeftijdsafhankelijke aandelenallocatie kan minder passend zijn als rekening gehouden wordt met de stabiliteit van het arbeidsinkomen of de omvang van bestaande pensioenrechten. Daarmee wordt duidelijk dat leeftijd alleen niet genoeg is. De klassieke lifecycle is een nuttig begin, maar geen definitief eindpunt.

TOTAL PORTFOLIO APPROACH

De Total Portfolio Approach (TPA) is een beleggingsfilosofie waarin de volledige portefeuille als één samenhangend geheel wordt beschouwd. Niet elk onderdeel wordt afzonderlijk geoptimaliseerd, maar de bijdrage van elk onderdeel aan het totale doel staat centraal. Dat is een duidelijke breuk met de traditionele aanpak, waarin beleggingscategorieën vaak los van elkaar worden beoordeeld op rendement, risico en benchmark.

DE KLASSIEKE LIFECYCLE KIJKT ALLEEN NAAR LEEFTIJD, TERWIJL DE TOTALE ECONOMISCHE BALANS VAN BELANG IS VOOR DE BELEGGINGSPORTEFEUILLE

Een kerngedachte binnen de Total Portfolio Approach is de portefeuille als een samenhangend geheel te zien. In die geest breiden we de analyse uit en worden niet alleen financiële beleggingen in de lifecycle meegenomen, maar wordt de totale economische balans in kaart gebracht. Die balans omvat onder meer andere financiële beleggingen, human capital, pensioenrechten, woningvermogen, hypotheekschuld, mogelijke overige schulden en toekomstige consumptie- of pensioenverplichtingen. De kern van het idee is eenvoudig. Vermogen en risico's zitten niet alleen in de lifecycle-portefeuille, maar bevinden zich ook daarbuiten.

Het meenemen van de totale economische balans maakt het mogelijk om het beleggingsbeleid in de lifecycle hierop aan te passen. Iemand met een stabiel inkomen en een groot en veilig pensioen draagt al veel zekerheid in de totale balans. Iemand met een cyclisch inkomen, veel woningexposure en veel hypotheekschuld draagt juist al veel risico. Voor de totale economische balans onderscheiden we de volgende componenten: Human capital, Pensioenrechten, Woning en hypotheek.

HUMAN CAPITAL

Human capital is de economische waarde van toekomstige arbeids- of ondernemingsinkomsten. Voor veel personen is dit op jonge leeftijd zelfs de grootste component, al staat die niet op een beleggingsrekening. De literatuur over lifecycle-beleggen laat zien dat arbeidsinkomen en portefeuillekeuze niet los van elkaar kunnen worden gezien (Bodie, Merton & Samuelson, 1992; Viceira, 2001).

Daarnaast is de volatiliteit van het inkomen van belang. Een stabiel salaris met weinig conjunctuurgevoeligheid lijkt economisch gezien op een obligatieachtige kasstroom. Een dergelijke grote en veilige component geeft ruimte om in de lifecycle-portefeuille meer risico te nemen. Een ondernemer of werknemer in een cyclische sector bevindt zich juist in een andere positie. Als het inkomen sterk meebeweegt met de economische conjunctuur, bevat het human capital al veel aandelenachtig risico. Dan ligt een defensievere lifecycle-portefeuille, ofwel een lagere allocatie naar aandelen, eerder voor de hand.

Bij de bepaling van de omvang van de human-capitalcomponent gaat het niet om exacte waardering, maar om een redelijke inschatting van de omvang, looptijd en zekerheid. Een stabiel arbeidsinkomen van €45.000 per jaar dat nog dertig jaar kan doorlopen, vertegenwoordigt economisch een groot en relatief zeker vermogensbestanddeel. Een inkomen van €90.000 per jaar is een stuk hoger, maar potentieel minder waard als het sterk schommelt. Juist dat verschil in zekerheid bepaalt hoeveel risico in de lifecycle-portefeuille passend is.

PENSIOENRECHTEN

Pensioen is vaak een andere grote component van de totale balans. Economisch gezien is pensioen een toekomstige inkomensstroom. De waarde daarvan hangt af van rente, inflatie-indexatie, langlevensrisico en de mate van onzekerheid over toekomstige uitkeringen. Vooral bij uitkeringsregelingen heeft pensioen kenmerken van een annuïteit. De waarde beweegt mee met de rente en, afhankelijk van indexatie, met inflatie (Campbell & Viceira, 2002; Hoenen et al., 2008).

Dat betekent dat pensioenrechten niet los van de lifecycle-portefeuille kunnen worden bekeken. Iemand met een groot en stabiel pensioeninkomen heeft economisch een andere uitgangspositie dan iemand die vrijwel volledig afhankelijk is van de eigen beleggingen in de lifecycle. De lifecycle-portefeuille moet dus rekening houden met toekomstige pensioenrechten en niet alleen sturen op de leeftijd van de persoon.

WONING EN HYPOTHEEK

De eigen woning is deels consumptiegoed en deels belegging. Een woning is in eerste instantie bedoeld om in te wonen, maar brengt als belegging ook concentratie-, liquiditeits- en locatiegebonden risico's met zich mee. Voor veel huishoudens vormt de woning een groot deel van het totale vermogen, waardoor het een dominante rol speelt in de totale balans (Cocco, 2005; Flavin & Yamashita, 2002).

Wie veel vermogen in de eigen woning heeft, heeft al substantieel vastgoedrisico. Dat kan een reden zijn om in de lifecycle-portefeuille minder naar vastgoed te alloceren of juist meer nadruk te leggen op spreiding en liquiditeit.

Ook de hypotheekschuld hoort bij de totale balans en is gerelateerd aan de waarde van de eigen woning. Uiteindelijk is het nettovermogen, de woningwaarde gecorrigeerd voor de hypotheekschuld, van belang. Daarnaast spelen de eigenschappen van de hypotheek ook een rol. Een vaste rente en een variabele rente hebben immers andere risico-eigenschappen. Bij een vaste rente ligt het renterisico grotendeels vast, terwijl bij een variabele rente de rentelasten meebewegen met de marktrentes.

Woningvermogen en hypotheekschuld zijn belangrijke componenten van de totale economische balans en moeten daarom in samenhang met de lifecycle-portefeuille worden bekeken. Deze componenten bepalen gezamenlijk het rente-, liquiditeits- en balansrisico van het huishouden. Een hoge hypotheek kan een huishouden veel kwetsbaarder maken dan de lifecycle-portefeuille op zichzelf doet vermoeden.

VAN LEEFTIJD AFHANKELIJKE NAAR BALANS AFHANKELIJKE LIFECYCLE

Zodra de componenten human capital, pensioenrechten, woningvermogen en hypotheekschuld worden meegenomen, wordt de klassieke lifecycle omgevormd naar een balansafhankelijke lifecycle. Bij de samenstelling van de beleggingsportefeuille in de klassieke lifecycle wordt alleen gekeken naar leeftijd en risicoprofiel.

Als voorbeeld vergelijken we twee personen van 35 jaar met hetzelfde risicoprofiel, maar met een verschillende totale economische balans en brengen we in kaart wat dit betekent voor de lifecycle-portefeuille.

Persoon A beschikt over een stabiel arbeidsinkomen en bouwt een relatief zeker pensioen op. Zijn human capital heeft daarmee het karakter van een voorspelbare, obligatie-achtige inkomensstroom. Vanuit de totale economische balans bezien ontstaat daardoor meer ruimte om in de lifecycle-portefeuille zakelijke waarden op te nemen. Persoon B daarentegen heeft een inkomen dat sterker meebeweegt met de economische conjunctuur, een beperktere pensioenopbouw en een hogere schuldpositie. Hoewel de contante waarde van het human capital van A en B vergelijkbaar kan zijn, verschilt het risicoprofiel wezenlijk. Persoon B draagt via zijn arbeidsinkomen en leverage al impliciet meer aandelenachtig risico. Voor hem ligt een lagere aandelenblootstelling in de lifecycle-portefeuille daarom meer voor de hand. In een klassiek lifecycle-model dat uitsluitend kijkt naar de omvang van human capital zouden beide personen, gegeven een gelijke waarde, tot een vergelijkbare lifecycle-allocatie kunnen komen.

Dit voorbeeld illustreert echter dat niet alleen de omvang, maar ook de aard en het risico van human capital bepalend zijn voor een passende beleggingsmix. De samenstelling van een lifecycle zou daarom niet uitsluitend door leeftijd moeten worden gedreven, maar ook rekening moeten houden met de overige componenten op de totale economische balans van een individu. Naast deze verbreding ten opzichte van het traditionele lifecycle-denken, is bovendien een tweede uitbreiding relevant: het expliciet meenemen van de omstandigheden op de financiële markten.

DRIE RISICOCOMPONENTEN IN DE LIFECYCLE

Marktomstandigheden en beleggingsregimes hebben grote invloed op de uiteindelijke beleggingsresultaten. In een beleggingsregime van lage rentes en stabiele economische groei floreren andere beleggingscategorieën dan tijdens periodes van hoge inflatie of geopolitieke onrust. De klassieke lifecycle negeert deze economische omstandigheden. Wij identificeren drie risico-

Tabel 1 Totale indicatieve balans van twee personen	Kenmerk	Persoon A: stabiel arbeidsinkomen	Persoon B: ondernemersinkomen
	Leeftijd	35 jaar	35 jaar
	Pensioenleeftijd	67 jaar	67 jaar
	Resterende arbeidsjaren	32 jaar	32 jaar
	Risicoprofiel	Offensief	Offensief
	Netto arbeidsinkomen per jaar	€45.000	€90.000
	Stabiliteit inkomen	Hoog	Laag tot middelmatig
	Indicatieve discontovoet	~2,4%	~8,1%
	Geschatte waarde human capital	Circa €1,0 mln	Circa €1,0 mln
	Financiële beleggingen	€150.000	€300.000
	Pensioenrechten / pensioenvermogen	€250.000	€100.000
	Woningwaarde	€450.000	€750.000
	Hypotheekschuld	-€300.000	-€600.000
	Netto woningvermogen	€150.000	€150.000
	Belangrijkste balansrisico	Beperkt	Cyclisch inkomen + leverage
	Aandelenachtig risico buiten portefeuille	Beperkt	Hoog
	Liquiditeitsrisico	Beperkt	Hoog
	Ruimte voor zakelijke waarden in lifecycle-portefeuille	Relatief groot	Beperkter

Bron: Achmea IM

componenten die van grote invloed zijn op toekomstige reële beleggingsuitkomsten: risicopremie aandelen, rente en inflatie.

Aandelen bieden op lange termijn naar verwachting een risicopremie boven veilige beleggingen. Die vergoeding is echter onzeker en beweegt door de tijd. Waarderingen, winstverwachtingen en risicobereidheid beïnvloeden de omvang van die premie bij aandelen (Campbell & Shiller, 1988; Campbell et al., 2003).

Renterisico is breder dan het marktrisico van obligaties alleen. Het renteniveau raakt ook pensioenrechten, hypotheeklasten en de prijs van veiligheid. Voor langetermijnbeleggers kunnen obligaties daardoor ook een functie hebben als afdekking van rentegevoelige verplichtingen (Campbell & Viceira, 2002).

Inflatie is het risico voor de koopkracht op de lange termijn. Voor veel beleggers is dit uiteindelijk het belangrijkste risico, omdat hun doel niet nominaal vermogen is, maar reële consumptie. Inflatiebescherming kan worden gezocht in inflatiegerelateerde obligaties, vastgoed of infrastructuur, maar geen enkele beleggingscategorie is een perfecte hedge. Inflatiegerelateerde obligaties zijn gevoelig voor veranderingen in de reële rente, terwijl vastgoed en infrastructuur weer andere risico's met zich meebrengen.

HUMAN CAPITAL, PENSIOENRECHTEN EN WONINGVERMOGEN BEPALEN MEDE DE SAMENSTELLING VAN DE BELEGGINGS- PORTEFEUILLE OVER DE LIFECYCLE

Rente en inflatie hangen bovendien met elkaar samen. De nominale rente bestaat uit de reële rente plus verwachte inflatie, zoals vastgelegd in de Fisher-relatie (Fisher, 1930). Die relatie is in de praktijk niet altijd helder, omdat monetair beleid, liquiditeit en risicopremies de hoogte van de onderdelen beïnvloeden (Mishkin, 1992).

In deze analyse worden de risicomponenten aandelenrisicopremie, rente en inflatie centraal gesteld. Deze factoren behoren tot de belangrijkste systematische risicobronnen voor beleggers, omdat zij grote invloed hebben op zowel de waarde van de beleggingen als de ontwikkeling van toekomstige reële verplichtingen. Gezamenlijk vertegenwoordigen deze drie componenten de belangrijkste factoren op de financiële markten waarmee

beleggers te maken hebben. Dit betekent niet dat deze selectie volledig is; zij kan in de toekomst worden uitgebreid.

Door rekening te houden met de situatie op de financiële markten, kan de klassieke lifecycle dynamischer worden. Het is echter geen pleidooi om veel te handelen op de korte termijn of de beleggingsportefeuille continu bij te sturen. Het is een pleidooi om het standaard *glidepath*, de afbouw van zakelijke waarden naarmate iemand ouder wordt, dynamischer te maken. Op basis van vooraf opgestelde beleidsregels worden de gewichten van de beleggingscategorieën herijkt binnen bepaalde bandbreedtes.

DE LIFECYCLE IN VIER REGIMES

De vormgeving van een dynamische lifecycle wordt concreter wanneer specifieke beleggingsregimes worden geanalyseerd. Als voorbeeld hanteren we de volgende regimes:

- Neutraal
- Hoge reële rente, hoge inflatie
- Lage reële rente, stabiele inflatie
- Hoge inflatie, negatieve reële rente

Deze regimes zijn geen voorspelling van de toekomst. Zij helpen om vooraf te bepalen welke lifecycle-aanpassing passend is onder verschillende omstandigheden. De aanpassingen blijven altijd begrensd door het basisglidepath, de risicohouding en de totale economische balans van de belegger. Aan de hand van de vier beleggingsregimes tonen we de effecten op de samenstelling van de beleggingsportefeuille binnen de lifecycle.

De beleggingsportefeuille in de lifecycle bestaat uit de volgende onderdelen:

- Zakelijke waarden, vooral aandelen;
- Vastrentende waarden, vooral staatsobligaties;
- Inflatiegerelateerde waarden: inflatiegevoelige beleggingen zoals inflatiegerelateerde obligaties;
- Liquiditeit, kasgeld.

De inflatieparameter bepaalt de allocatie naar het onderdeel inflatiegerelateerde waarden.

DE INFLATIEPARAMETER

Binnen het vastrentendewaardendeel van de portefeuille wordt de inflatiecomponent expliciet gestuurd met de inflatieparameter. Deze parameter bepaalt welk deel van de vastrentendewaardenportefeuille naar reële activa of inflatiegerelateerde instrumenten gaat. Het is mogelijk om op basis van een hedge-optimalisatie de optimale parameter per inflatie- en renteniveau te bepalen. In het voorbeeld hieronder hanteren wij een gestileerde benadering van deze parameter (zie tabel 2).

Tabel 2
Beleggingsregimes met bijbehorende inflatieparameter

Regime	Inflatie-parameter	Interpretatie
Neutraal	30%	Basisniveau van koopkrachtbescherming.
Hoge reële rente, hoge inflatie	20%	Meer ruimte voor nominale matching.
Lage reële rente, stabiele inflatie	30%	Reële bescherming blijft nuttig, zonder extra inflatieschok.
Hoge inflatie, lage reële rente	60%	Koopkrachtverlies is dominant.

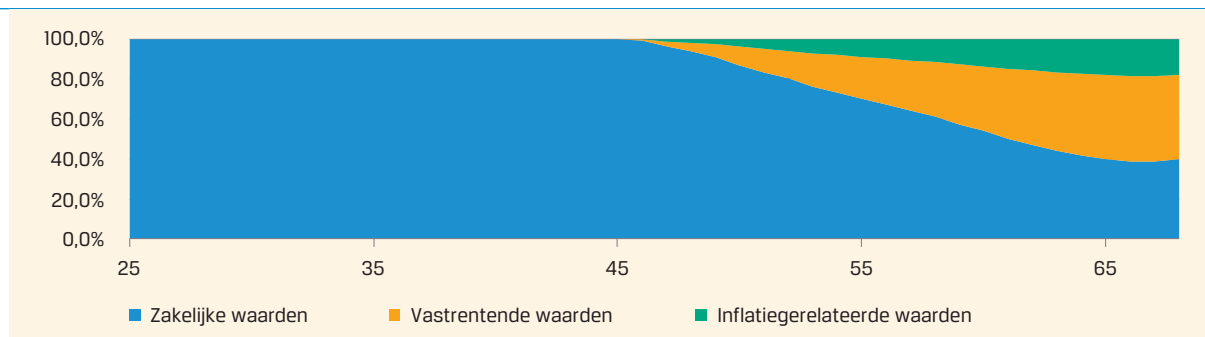
Bron: Achmea IM

Tabel 3
Onderverdeling
portefeuilles in
een neutraal regime

Lifecycle-component	Aanpassing in neutraal regime
Zakelijke waarden	Basisglidepath
Vastrentende waarden	Neutraal
Inflatiegerelateerde waarden	Basisniveau
Liquiditeit	Normaal
Doel	Evenwicht tussen groei, stabiliteit en koopkrachtbescherming

Bron: Achmea IM

Figuur 1
Lifecycle onder
een neutraal scenario



Bron: Achmea IM

1. Neutraal regime

In een neutraal regime zijn reële rente, inflatie en risicopremies ongeveer in balans. De reële rente is niet extreem hoog of laag, inflatie vormt geen dominante bedreiging en nominale obligaties zijn een stabiele bouwsteen. De portefeuille volgt dan vooral het basisglidepath op basis van financieel en menselijk kapitaal met een standaardniveau van koopkrachtbescherming. De inflatieparameter ligt op 30%, zodat ongeveer een derde van de vastrentendewaardenportefeuille naar reële bescherming gaat en twee derde naar nominale obligaties (zie tabel 3, figuur 1).

2. Hoge reële rente, hoge inflatie

Bij een hoge reële rente zijn veilige staatsobligaties relatief aantrekkelijk. Nominale obligaties bieden dan niet alleen stabiliteit, maar ook een aantrekkelijke reële vergoeding. Daardoor neemt de noodzaak om via aandelen extra rendement te zoeken af.

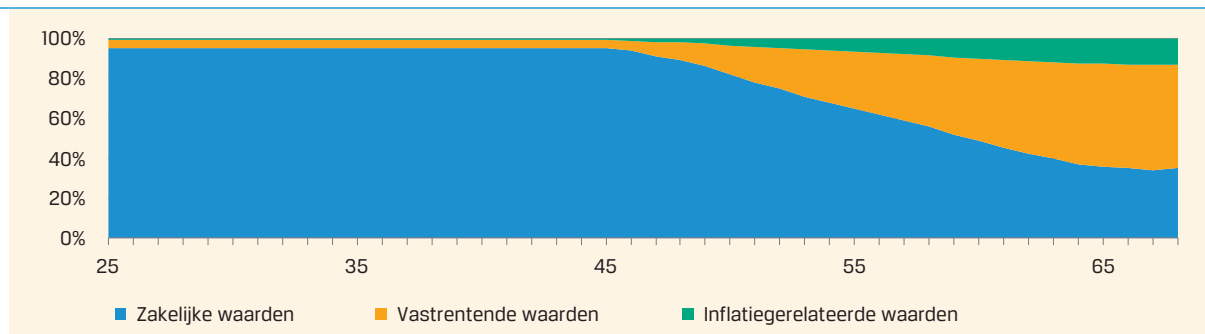
Binnen de bandbreedte kan het aandelengewicht dan iets omlaag. Vooral oudere beleggers profiteren van het aantrekkelijkere reële rendement. De inflatieparameter daalt naar 20%, zodat meer ruimte ontstaat voor nominale beleggingen (zie tabel 4, figuur 2).

Tabel 4
Onderverdeling
portefeuilles bij hoge
reële rente

Lifecycle-component	Aanpassing bij hoge reële rente
Zakelijke waarden	Licht onderwegen binnen bandbreedte
Vastrentende waarden	Overwegen, afhankelijk van looptijd en verplichtingen
Inflatiegerelateerde waarden	Lager of neutraal gewicht
Liquiditeit	Normaal
Doel	Profiteren van aantrekkelijkere defensieve reële rendementen

Bron: Achmea IM

Figuur 2
Lifecycle onder
een scenario met
hoge reële rente,
hoge inflatie



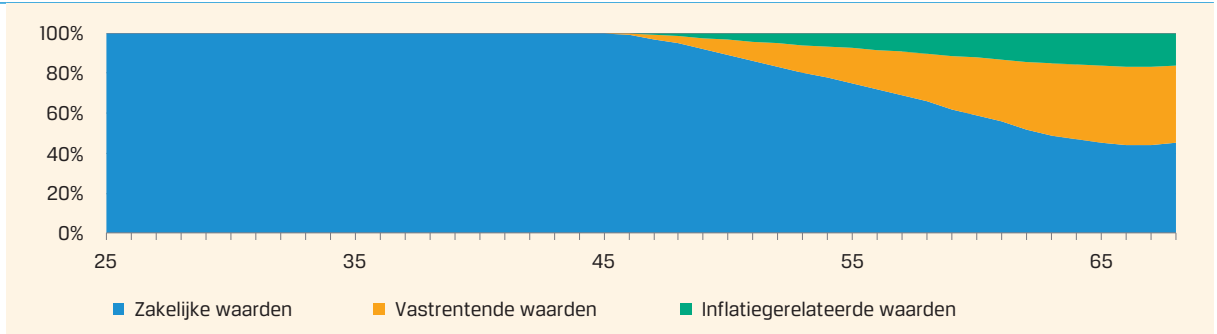
Bron: Achmea IM

Tabel 5
Onderverdeling portefeuilles bij lage reële rente

Lifecycle-component	Aanpassing bij lage reële rente
Zakelijke waarden	Overwegen binnen bandbreedte
Vastrentende waarden	Neutraal tot beperkt, afhankelijk van verplichtingen
Inflatiegerelateerde waarden	Basisniveau
Liquiditeit	Normaal
Doel	Voldoende reële vermogensgroei behouden

Bron: Achmea IM

Figuur 3
Lifecycle onder een scenario met lage reële rente, stabiele inflatie



Bron: Achmea IM

3. Lage reële rente, stabiele inflatie

Bij een lage reële rente leveren veilige obligaties weinig reëel rendement op. Nominale obligaties blijven nuttig voor stabiliteit, maar hun bijdrage aan reële vermogensgroei is beperkt. Daardoor blijven zakelijke waarden belangrijk voor het langetermijnderendement.

In dit regime kan het aandelengewicht binnen de bandbreedte juist hoger liggen dan in het neutrale regime. Vooral beleggers van jonge en middelbare leeftijd met veel human capital kunnen meer risico dragen. De inflatieparameter blijft dan op het basisniveau van 30% (zie tabel 5, figuur 3).

4. Hoge inflatie, negatieve reële rente

In een regime van hoge inflatie en negatieve reële rente staat koopkrachtverlies centraal. Nominale beleggingen worden aangetast door inflatie, terwijl de negatieve reële rente geen compensatie biedt. Voor langetermijnbeleggers is dat een lastig regime, vooral wanneer toekomstige consumptie of pensioenuitkomsten centraal staan.

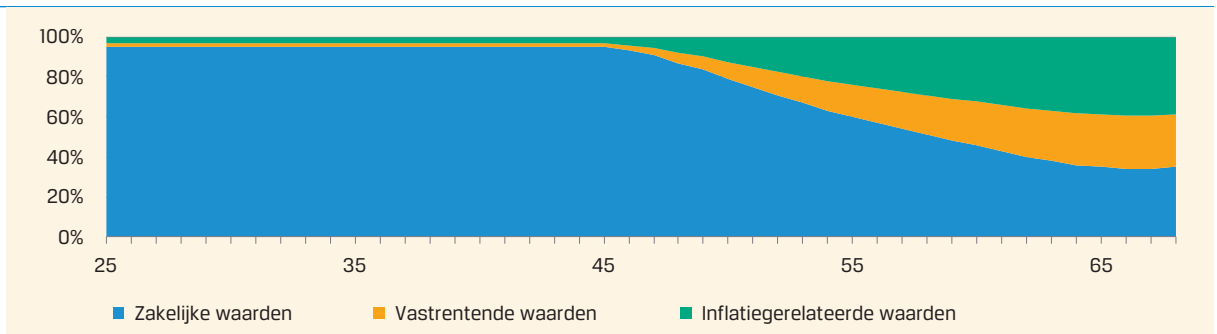
Aandelen kunnen op lange termijn wel enige inflatiebescherming bieden, zeker wanneer ondernemingen de hogere kosten kunnen doorberekenen. Tegelijk blijft het beeld gemengd, omdat kosten normaliter stijgen en marges onder druk staan. De nadruk ligt daarom niet op meer aandelen, maar op inflatiegevoelige beleggingen. De inflatieparameter stijgt naar 60% (zie tabel 6, figuur 4).

Tabel 6
Onderverdeling portefeuilles bij hoge inflatie & negatieve reële rente

Lifecycle-component	Aanpassing bij hoge inflatie en negatieve reële rente
Zakelijke waarden	Selectief, voorkeur voor kwaliteit en prijszettingmacht
Rente / duration	Lange nominale duration beperken
Inflatiebescherming	Sterk overwegen
Liquiditeit	Normaal tot verhoogd
Doel	Beschermen van koopkracht

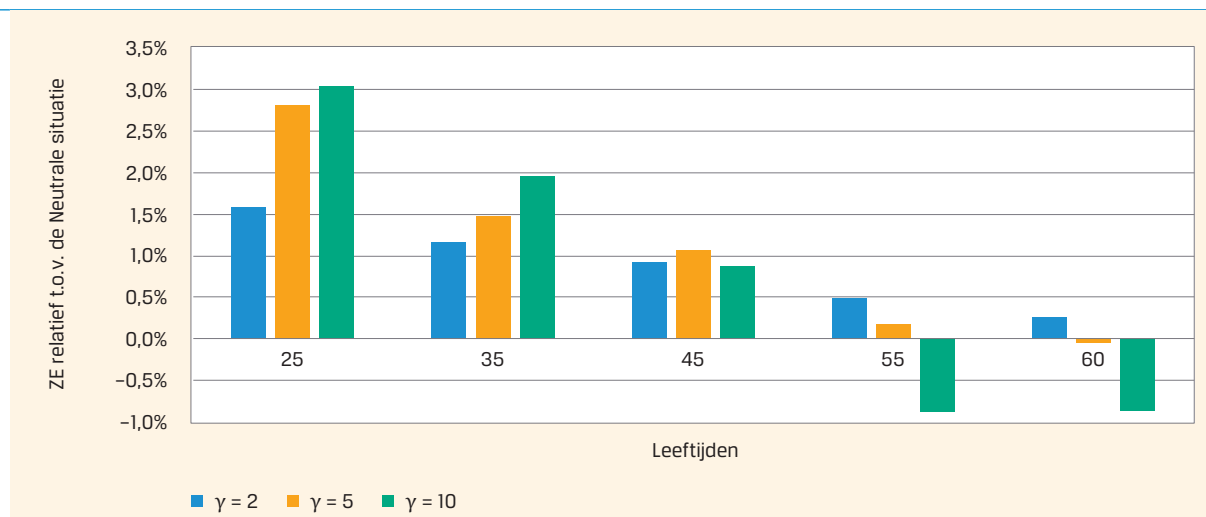
Bron: Achmea IM

Figuur 4
Lifecycle onder een scenario met hoge inflatie & negatieve reële rente



Bron: Achmea IM

Figuur 5
ZE relatief t.o.v.
de Neutrale situatie (%)



Bron: Achmea IM

REGIME-AFHANKELIJKE LIFECYCLE-STRATEGIE

In bovenstaande analyse lag de nadruk op aanpassingen binnen de lifecycle op basis van het heersende beleggingsregime. Voor de kwantitatieve onderbouwing vergelijken wij een vaste neutrale lifecycle met een regime-afhankelijke strategie die de allocatie jaarlijks aanpast op basis van de stand van de reële rente en inflatieverwachtingen. Daarbij testen wij een variant die wisselt tussen vooraf gedefinieerde lifecycles op basis van de regime-definitie. Het doel is te onderzoeken of macro-regime-informatie leidt tot betere pensioenuitkomsten en of die verbetering robuust is vanuit risicoperspectief.

DOOR REKENING TE HOUDEN MET HET HEERSENDE BELEGGINGSREGIME KAN DE LIFECYCLE-PORTEFEUILLE VERDER VERBETEREN

Wij gebruiken hiervoor Amerikaanse historische data (o.a. Shiller), inflatieverwachtingsdata van de Cleveland Fed Center for Inflation Research en voor de stochastische analyse de Achmea IM-scenarioset Flags & Frictions. De portefeuille bestaat uit euro staatsobligaties, euro-inflatiegerelateerde obligaties en aandelen. Het regime wordt jaarlijks vastgesteld op basis van de reële tienjaarsrente ten opzichte van een voortschrijdend gemiddelde.

HISTORISCHE BACKTEST (1983–2025)

De historische analyse simuleert een deelnemer van 25 tot 68 jaar met jaarlijkse, inflatie-geïndexeerde inleg. In deze periode blijken beide regime-strategieën beter te presteren dan de neutrale lifecycle. De full-switchstrategie realiseert circa 7% hoger nominaal eindkapitaal dan de neutrale versie, terwijl de tilt-variant bijna 10% hoger uitkomt. Historisch gezien lijkt het benutten van regime-informatie dus waarde toe te voegen. Tegelijkertijd betreft dit één gerealiseerd pad waarbij de periode 1983–2025 een specifieke

rente- en inflatiedynamiek kende. Voor een robuuste beoordeling kijken wij daarom ook naar een stochastische simulatie.

STOCHASTISCHE SIMULATIE (2000 SCENARIO'S)

In de stochastische analyse gebruiken wij 2000 scenario's met 60 jaren aan rendementen en rentecurves. Voor een deelnemer die start op 25-jarige leeftijd worden 43 jaren doorgerekend. De evaluatie vindt plaats op basis van CRRA-nut op de uiteindelijke reële pensioenuitkering. CRRA-nut (*Constant Relative Risk Aversion*) is een veelgebruikte manier om risicoaversie te modelleren, waarbij de mate van risicoaversie constant blijft in relatieve termen. Een belegger weegt procentuele schommelingen in uitkomsten steeds even zwaar, ongeacht het vermogensniveau. De prestatie-maatstaf is het relatieve zekerheidsequivalent (ZE) ten opzichte van de neutrale lifecycle voor verschillende waarden van de risicoaversieparameter γ . Het zekerheidsequivalent is de zekere uitkomst die een belegger als even aantrekkelijk beoordeelt als een onzekere beleggingsstrategie, gegeven zijn mate van risicoaversie γ . Een verbetering van circa 0,5% tot 1% in zekerheidsequivalent wordt in een langetermijnpensioencontext doorgaans als economisch relevant beschouwd (zie figuur 5).

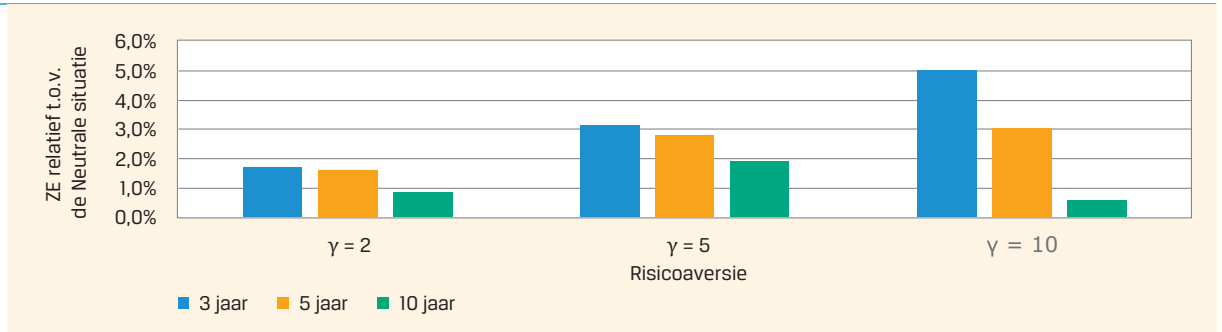
Voor lange horizons is de full-switchstrategie duidelijk positief, ook bij hogere risicoaversie. Naarmate de beleggingshorizon korter wordt doordat de deelnemer ouder is, neemt de meerwaarde af en kan deze bij hoge risicoaversie omslaan in een nadeel (zie figuur 6).

Kortere tijdsperiodes vergroten de regimegevoeligheid en daarmee de impact op het zekerheidsequivalent.

CONCLUSIE

De resultaten laten zien dat regime-informatie, toegepast via een voortschrijdend gemiddelde op de reële rente en de nominale rente, in de stochastische analyse waarde kan toevoegen ten opzichte van een vaste neutrale lifecycle. Voor lange beleggingshorizons is de full-switchstrategie doorgaans positief, ook wanneer risico expliciet wordt meegewogen. Naarmate de horizon

Figuur 6
Gevoeligheid
voortschrijdende
periode



Bron: Achmea IM

korter wordt en risicoaversie stijgt, neemt de meerwaarde af en kan deze omslaan in een nadeel.

REGELGEDREVEN DYNAMIEK

Een dynamische lifecycle moet niet worden verward met markt-timing. Het doel is niet om te voorspellen waar financiële markten op korte termijn heen gaan. Het doel is om vooraf vast te leggen hoe de portefeuille reageert op bepaalde omstandigheden op de financiële markten.

EEN GOEDE LIFECYCLE IS NIET STATISCH, MAAR SPEELT IN BINNEN VOORAF VASTGESTELDE REGELS OP VERANDERENDE OMSTANDIGHEDEN

Een aanpak gebaseerd op vooraf vastgelegde regels is aantrekkelijk omdat daarmee ad-hocbeslissingen worden voorkomen. Het beperkt ook gedragsmatige *biases* en maakt besluitvorming transparanter. Het basisglidepath blijft het anker, maar binnen vooraf vastgelegde bandbreedtes mag de portefeuille afwijken op basis van objectieve indicatoren.

Dat sluit aan bij inzichten uit *behavioral finance*. Beleggers zijn onder andere gevoelig voor verliesaversie, overmoed en kudde-gedrag, waardoor beslissingen onder marktdruk kunnen afwijken van het langetermijnbelang (Barberis & Thaler, 2003; Kahneman & Tversky, 1979). De gedragsbiases leiden vaak tot procyclisch gedrag. Regels vooraf vastleggen verkleint die kans.

IMPLEMENTATIE EN BEPERKINGEN

De voorgestelde bredere Total Portfolio Approach vraagt meer informatie dan een klassieke lifecycle. Naast leeftijd en risico-profiel zijn onder meer gegevens nodig over arbeidsinkomen, pensioenrechten, woningwaarde, hypotheek, liquiditeitsbehoefte, toekomstige verplichtingen, blootstelling aan aandelen-, rente-, inflatie- en vastgoedrisico, en indicatoren voor risicopremies, reële rente en inflatie.

Tegelijkertijd is de aanpak complexer dan een standaard lifecycle. Human capital is moeilijk exact te waarderen. Pensioenaanspraken zijn afhankelijk van regelgeving, indexatiebeleid en lang-levenrisico. Woningwaarde is onzeker en illiquide. Risicopremies zijn vaak niet direct observeerbaar en moeten worden geschat. Ook regimes zijn niet objectief gegeven, maar worden afgeleid uit indicatoren die ruis bevatten en soms tegenstrijdige signalen geven (Brennan, Schwartz & Lagnado, 1997).

Dat is geen reden om de voorgestelde aanpak af te wijzen, maar wel om niet te sturen op schijnprecisie. De beschreven Total Portfolio Approach is geen formule die één optimale portefeuille oplevert. Het is een raamwerk om systematischer, realistischer en beter uitlegbaar te beslissen (zie tabel 7).

CONCLUSIE

De klassieke lifecycle is een nuttig vertrekpunt voor het vormgeven van een beleggingsportefeuille. Leeftijd, en daaraan gerelateerd de beleggingshorizon, en risicohouding zijn belangrijke variabelen. Maar deze variabelen zijn niet voldoende. Een belegger heeft naast deze financiële beleggingen ook human capital, pensioenrechten en woningvermogen. Al die componenten bepalen samen hoeveel risico iemand economisch draagt.

Tabel 7
Vergelijking verschil-lende lifecycles

Type lifecycle	Stuurt op	Voordeel	Beperking
Klassieke lifecycle	Leeftijd en risicopreferentie	Eenvoudig, goedkoop en uitlegbaar	Negeert totale balans en marktomgeving
Balansafhankelijke lifecycle	Leeftijd plus totale economische balans	Houdt rekening met human capital, pensioen, woning en hypotheek	Vereist klantdata en waardering van impliciete posities
Dynamische lifecycle	Leeftijd, balans en marktomgeving	Past risico aan bij niveaus van inflatie, reële rente en aandelenrisicopremie	Vereist robuuste indicatoren, bandbreedtes en discipline

Bron: Achmea IM

Een op de Total Portfolio Approach gebaseerde aanpak maakt de klassieke lifecycle daarom breder en realistischer. De allocatie naar verschillende beleggingen wordt niet alleen afhankelijk van leeftijd en risicoprofiel, maar van de totale economische balans en, binnen duidelijke regels, ook van marktomstandigheden. Human capital, pensioenrechten, woningwaarde en hypotheek worden meegenomen als onderdelen van de totale economische balans. De hoogte van risicopremies, rente en inflatie wordt meegenomen in de bepaling van het beleggingsregime.

De beleggingsregimes worden vertaald naar lifecycle-aanpassingen voor zakelijke waarden, nominale obligaties en inflatiebescherming. Zo wordt zichtbaar wanneer aandelen belangrijker zijn voor reële vermogensgroei, wanneer nominale obligaties aantrekkelijker zijn als defensieve bouwsteen en wanneer koopkrachtbescherming centraal moet staan.

Toch zijn deze beleggingsregimes geen vrijbrief voor tactische markttiming. Ze vormen een kader op basis van vooraf vastgestelde regels om binnen vooraf bepaalde bandbreedtes systematisch te reageren op veranderende marktomstandigheden.

Daarmee verschuift de centrale vraag van: “welke beleggingsportefeuille past bij deze leeftijd?” naar: “welke beleggingsportefeuille past bij de totale economische balans en het heersende beleggingsregime?”

DISCLOSURE

“In dit artikel is uitsluitend gebruikgemaakt van generatieve AI-tools (zoals ChatGPT) voor het redigeren van de tekst. De auteurs nemen de volledige verantwoordelijkheid voor de inhoud op zich.”

Literatuur

- Ang, A., Goetzmann, W. N., & Schaefer, S. M. (2009). Evaluation of active management of the Norwegian Government Pension Fund – Global. Norwegian Ministry of Finance.
- Barberis, N., & Thaler, R. (2003). A survey of behavioral finance. In G. M. Constantinides, M. Harris, & R. M. Stulz (Eds.), *Handbook of the economics of finance* (Vol. 1, Part B, pp. 1053–1128). Elsevier.
- Bodie, Z., Merton, R. C., & Samuelson, W. F. (1992). Labor supply flexibility and portfolio choice in a life cycle model. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 16(3–4), 427–449.
- Brennan, M. J., Schwartz, E. S., & Lagnado, R. (1997). Strategic asset allocation. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 21(8–9), 1377–1403.
- Campbell, J. Y. (2006). Household finance. *The Journal of Finance*, 61(4), 1553–1604.
- Campbell, J. Y., Chan, Y. L., & Viceira, L. M. (2003). A multivariate model of strategic asset allocation. *Journal of Financial Economics*, 67(1), 41–80.
- Campbell, J. Y., & Shiller, R. J. (1988). Stock prices, earnings, and expected dividends. *The Journal of Finance*, 43(3), 661–676.
- Campbell, J. Y., & Viceira, L. M. (2002). *Strategic asset allocation: Portfolio choice for long-term investors*. Oxford University Press.
- Clevelandfed. clevelandfed.org/center-for-inflation-research
- Cocco, J. F. (2005). Portfolio choice in the presence of housing. *The Review of Financial Studies*, 18(2), 535–567.
- Cocco, J. F., Gomes, F. J., & Maenhout, P. J. (2005). Consumption and portfolio choice over the life cycle. *The Review of Financial Studies*, 18(2), 491–533.
- Fisher, I. (1930). *The theory of interest: As determined by impatience to spend income and opportunity to invest it*. Macmillan.
- Flavin, M., & Yamashita, T. (2002). Owner-occupied housing and the composition of the household portfolio. *American Economic Review*, 92(1), 345–362.
- Hoevenaars, R. P. M. M., Molenaar, R. D. J., Schotman, P. C., & Steenkamp, T. B. M. (2008). Strategic asset allocation with liabilities: Beyond stocks and bonds. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 32(9), 2939–2970.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263–291.
- Merton, R. C. (1969). Lifetime portfolio selection under uncertainty: The continuous-time case. *The Review of Economics and Statistics*, 51(3), 247–257.
- Mishkin, F. S. (1992). Is the Fisher effect for real? A reexamination of the relationship between inflation and interest rates. *Journal of Monetary Economics*, 30(2), 195–215.
- Samuelson, P. A. (1969). Lifetime portfolio selection by dynamic stochastic programming. *The Review of Economics and Statistics*, 51(3), 239–246.
- Shiller Data. Shillerdata.com
- Viceira, L. M. (2001). Optimal portfolio choice for long-horizon investors with nontradable labor income. *The Journal of Finance*, 56(2), 433–470.