

# De matching-portefeuille op weg naar het nieuwe pensioenstelsel

Hoewel de overgang naar het nieuwe pensioenstelsel nog even duurt, zijn er nu al stappen te zetten die het rendement en de duurzaamheid van de matching-portefeuille ten goede komen.

Door *Martin Sanders*

Met het nieuwe pensioenstelsel in aantocht zullen bestuurders strategische keuzes moeten maken. Zoals die tussen het solidaire en het flexibele contract. Maar welke keuze het ook wordt, in beide contracten blijft het Matching & Return-concept zeer geschikt om liquide lifecycle-portefeuilles samen te stellen voor de diverse leeftijdscohorten van deelnemers.

In dit artikel ligt de focus op de matching-portefeuille en de stappen die reeds gezet kunnen worden om het rendement en de duurzaamheid te bevorderen. Dit vereist evenwel zorgvuldigheid en, zolang het nFTK van kracht is, ook een voldoende hoge dekkingsgraad. Daarnaast speelt de risicohouding (VEV) van het fonds een rol.

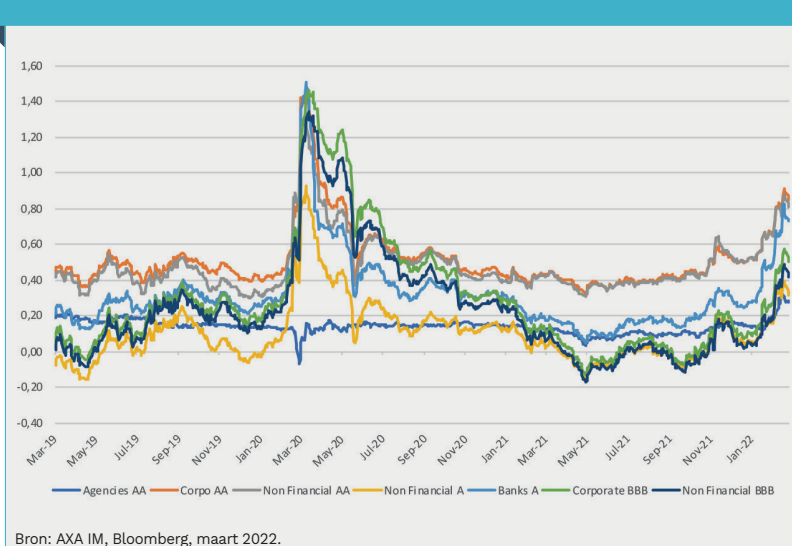
## De matchingportefeuille

De meeste pensioenfondsen hebben hun portefeuille opgedeeld in een matching- en een returnportefeuille. De matching-portefeuille wordt voornamelijk ingezet om de verplichtingen bij te houden, terwijl de returnportefeuille met name wordt gebruikt om extra rendement te behalen waaruit de indexatie kan worden betaald.

Vaak bestaat de matchingportefeuille uit een LDI-mandaat dat belegt in staatsobligaties, swaps en cash, een externe Euro IG Credit-portefeuille die actief of passief wordt beheerd, en een fondsallocatie naar Nederlandse hypotheken. Bij de laatste twee componenten wordt rekening gehouden met de rentegevoeligheid om de duration van het LDI-mandaat te bepalen. Samen matchen zij de duration van de verplichtingen voor het strategisch afgesproken percentage. Dit percentage is vaak afgeleid van de hoogte van de 30-jarige swaprente en volgt een strategische staffel.

De bovengenoemde opzet is vrij eenvoudig van aard. In de beginjaren van het FTK werd zelfs de staatobligatieportefeuille apart beheerd tegen een pan-Europese benchmark, maar de eurocrisis maakte daar een eind aan. Vanwege collateral-behoefte werd de stap gezet om voortaan alleen staatsobligaties van kern-eurolanden op te nemen in het LDI-mandaat. De creditportefeuille wordt wel nog altijd apart beheerd. Dat is qua efficiënte matching van de verplichtingen niet optimaal. Er wordt nu te veel belegd in obligaties met een korte looptijd en vaak moeten hiertegen payer-swaps worden afgesloten, wat inefficiënt is vanuit het oogpunt van kapitaalgebruik en liquiditeit. Het is veel efficiënter om Euro IG credits op te nemen in het LDI-mandaat en deze beter te spreiden, ook over langere looptijden (tot 15 jaar), in een defensieve strategie met een laag transactievolume. Kortlopende cashflows worden

FIGUUR 1: SPREADS BOVEN EEN 10-JAARS STAATSOBLIGATIE



belegd in cyclische sectoren, middellange termijn cashflows naar financiële sectoren en lange termijn cashflows naar defensieve sectoren.

Daarnaast is een uitbreiding van het credit spectrum naar Sub-sovereigns, Supranationals en Agency bonds (SSA-obligaties) met een langere looptijd aan te raden. Deze SSA-obligaties zouden dan vanwege hun goede kredietwaardigheid ingezet kunnen worden in het lange looptijdsegment (tot 30 jaar) van het LDI-mandaat. Tenslotte kunnen de veiligste staatsobligaties dan de langste looptijden voor hun rekening nemen.

Naast het voordeel van de integratie van Euro IG credits in het LDI-mandaat voor een efficiënter gebruik van kapitaal, verhoogt dit ook het rendement. Zowel SSA-obligaties als Euro IG credits hebben een positieve spread ten opzichte van de swapcurve, terwijl de veelgebruikte Duitse en Nederlandse staatsobligaties juist een negatieve rentespread hebben. Uiteraard staat hier een (beperkt) kredietrisico tegenover. Het is echter vaak het geval dat een pensioenfonds juist te weinig van haar VEV-budget allocceert naar kredietrisico. In het voorbeeld dat hierna wordt beschreven, wordt een variant getoond met een gelijkblijvend VEV-budget maar een hoger rendement. Fondsen die uit herstel zijn en een voldoende hoge dekingsgraad hebben, kunnen zelfs een hogere VEV accepteren. Deze fondsen kunnen ook weer deels of geheel indexeren, waardoor inflatieprotectie belangrijker wordt. Dat kan door meer in inflation linked bonds en swaps te beleggen binnen het LDI-mandaat.

Ten slotte worden, waar het mogelijk en zinvol is, green, social en sustainable obligaties ingezet. Dit verbetert de ESG-footprint van de LDI-portefeuille aanzienlijk. Aangezien dit vaak de grootste portefeuille is van een pensioenfonds, kunnen deze instrumenten niet genegeerd worden in het streven naar een strategisch duurzame portefeuille.

### Uitgangspunten:

- Maximaliseer de Z-spread van de geoptimaliseerde LDI-portefeuille
- VEV (FtK S1 and S5) mag niet toenemen
- IG Euro credits worden toegevoegd aan

het LDI-mandaat

- IG Euro credits worden goed gespreid over diverse sectoren (cyclicals, financials, defensives)
- Uitbreiding van LDI-mandaat met SSA-obligaties
- Minimale rating van alle obligaties in het LDI-mandaat is BBB-. Geen BBB-bonds met een looptijd langer dan 10 jaar
- Verbeter de liquiditeitsbuffer voor collateral doeleinden en pensioenbetalingen
- Minimum ESG-score voor de portefeuille of een minimum percentage green, social en sustainable bonds
- Gebruik van actuele marktdata over maart 2022 of historische gemiddelden

### Resultaten op basis van huidige marktspreads:

Het integreren van Euro IG credits en SSA-obligaties in de LDI-portefeuille verhoogt het rendement op jaarbasis met 52 basispunten en door het verbeterde looptijden/rating-profiel neemt het VEV niet toe. Het portefeuillebeheer is op buy & hold-basis (semi-passief), om de transactiekosten zo laag mogelijk te houden.

### Resultaten op basis van gemiddelde historische marktspreads:

Indien gewerkt wordt met gemiddelde spreadniveaus over de lange termijn, is de verbetering van het jaarrendement 26 basispunten ten opzichte van de uitgangspositie.

Mede als gevolg van de crisis in Oekraïne en met het einde in zicht van de ruime geldmarktpolitiek van centrale banken, zijn de huidige (maart 2022) creditspreads ten opzichte van Euro staatsobligaties aantrekkelijk. ■

#### Disclaimer

Dit artikel is uitsluitend bedoeld voor professionele beleggers in de zin van MiFID (2014/65/EU). Het is geen financiële promotie, zoals gedefinieerd door de financiële toezichthouder, en is uitsluitend bedoeld ter informatie. Op basis van de verstrekte informatie dienen geen financiële beslissingen te worden genomen. Dit artikel vormt geen aanbod tot koop of verkoop van enig product of enige dienst van de groep bedrijven die onder AXA IM vallen ('de Groep') en dient niet te worden beschouwd als uitnodiging of aanbeveling om tot enige beleggingstransactie over te gaan. Bovendien moet de informatie in dit document vanwege de vereenvoudiging als subjectief en niet volledig worden gezien. De standpunten in dit artikel zijn geen beleggingsadvies, komen niet per se overeen met de standpunten van enig bedrijf binnen de Groep en kunnen wijzigingen ondergaan zonder voorafgaande kennisgeving, hoewel AXA IM daartoe niet verplicht is. Ofschoon de grootste mogelijke zorgvuldigheid is betracht, wordt geen garantie gegeven, uitdrukkelijk of stilzwijgend, (inclusief aansprakelijkheid jegens derden) met betrekking tot de nauwkeurigheid, betrouwbaarheid en volledigheid van de hier gepresenteerde informatie.



**Martin Sanders**

Head of Pension Investments,  
AXA Investment Managers

## IN HET KORT

De bouwstenen Matching & Return zijn zeer geschikt om lifecycles te implementeren.

Extra return seeking-instrumenten in de matchingportefeuille zijn nodig voor het herstel van pensioenopbouw en indexatie.

IG credits, SSA-obligaties en inflation linked bonds gaan een groter deel uitmaken van de LDI-portefeuille.

De toevoeging van deze instrumenten verhoogt het verwachte rendement van de LDI-portefeuille.