

# Balansrisico's binnen individueel Defined Contribution

Achmea Investment Management

achmea 



# Inhoudsopgave

<b>1</b>	Inleiding	3
<b>2</b>	Renterisico	5
<b>3</b>	Aandelenrisico	8
<b>4</b>	Inflatierisico	11
<b>5</b>	Valutarisico	13
<b>6</b>	Overige risico's	15

**Wilt u meer weten over balansrisico's binnen iDC?**

Neem dan contact op met uw accountmanager of met Jeroen Roskam via [jeroen.roskam@achmea.nl](mailto:jeroen.roskam@achmea.nl) of Marijn Jansen via [marijn.jansen@achmea.nl](mailto:marijn.jansen@achmea.nl).

# 1 Inleiding

Individueel Defined Contribution (iDC) regelingen krijgen steeds meer aandacht. Dit zijn beschikbare premiereregelingen 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.

## Welke pensioenbalans bedoel je?

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.

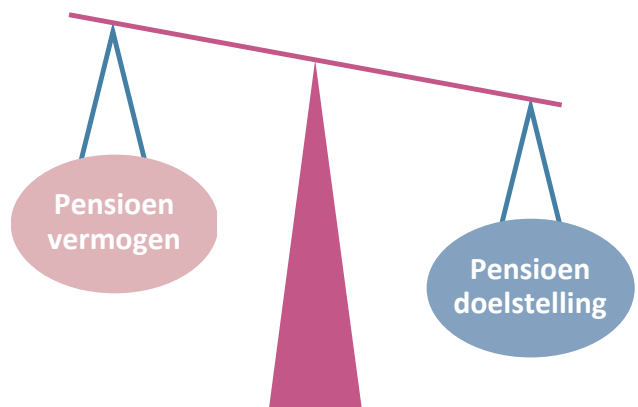
Kunnen we de risico's dan beheersen aan de hand van een pensioendoelstelling? De pensioendoelstelling kan uitgedrukt worden in een te verwachten pensioenuitkering. Door het relateren van de verwachte pensioenuitkering aan het pensioenvermogen kun je spreken van een balans. De risico's van deze balans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

## Er zijn verschillende soorten (balans)risico's

Net als bij de bekende Defined Benefit (DB) en Collective Defined Contribution (CDC) regelingen zijn er binnen iDC ook verschillende risico's die de omvang van de pensioenuitkering beïnvloeden, zoals:

- Renterisico
- Aandelenrisico
- Inflatierisico
- Valutarisico
- Concentratierisico
- Liquiditeitsrisico
- Tegenpartijrisico
- Kredietrisico
- Actief risico

In deze reader 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.

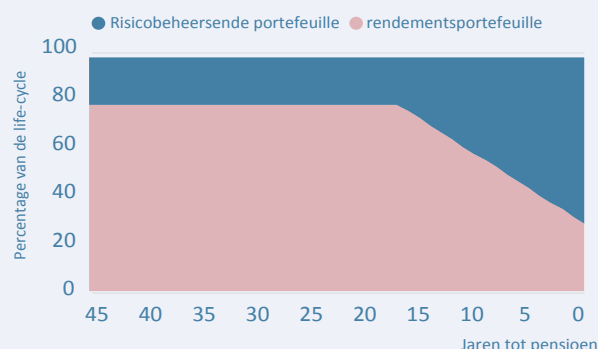


### Wat is een life cycle?

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 een fase waarin de rendementsportefeuille wordt afgebouwd ten gunste van de risicobeheersende portefeuille. Dit heet de risicoafbouwfase. Het moment waarop de risicoafbouw start verschilt per life cycle, evenals de start- en eindallocatie. 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.

Human capital is een belangrijk argument voor het afbouwen van risico richting pensioendatum. Human capital is de capaciteit om in de toekomst geld uit arbeid te ontvangen. Op jonge leeftijd is die capaciteit groot; de deelnemer heeft nog een lang werkend leven voor zich. Hoe ouder men wordt, hoe lager het human capital wordt.

FIGUUR 1 VOORBEELD LIFE CYCLES



Geleidelijk wordt human capital omgezet in financieel kapitaal (waaronder pensioenvermogen). Doordat de toekomstige verdien capaciteit (human capital) afneemt en het financiële kapitaal toeneemt, wordt het steeds belangrijker om financiële risico's af te dekken.

### De keuze voor een vast of variabel pensioen is cruciaal voor de invulling van de life cycle

Richting pensioendatum moet de deelnemer een keuze maken tussen een vast of een variabel pensioen. Een vast pensioen wordt uitgekeerd door een pensioenfonds of een verzekeringsmaatschappij. Hiervoor gelden solvabiliteitseisen (buffers). Zijn de aanwezige buffers hoog genoeg? Dan kunnen pensioenen (deels) geïndexeerd worden. Zijn de buffers negatief? Dan worden pensioenen gekort. Een variabel pensioen kent geen buffers. Het uit te keren pensioen varieert met (onder andere) de rendementen die behaald worden. Een vast pensioen is dus niet rotsvast, maar stabiel dan een variabel pensioen. Daar staat tegenover dat een variabel pensioen hoger kan uitvallen.

Afhankelijk van de keuze die de deelnemer maakt, wordt voorgesorteerd door in de juiste life cycle te beleggen. Het eindpunt van de life cycle moet aansluiten op deze keuze. In deze reader benoemen we de belangrijkste facetten om het risico richting de inkoop van het vaste of variabele pensioen te beheersen.

Aan het einde van een life cycle van een deelnemer die kiest voor een vaste uitkering zijn risico's zoveel mogelijk afgebouwd. In deze reader leggen we uit hoe dat in zijn werk gaat. Voor een deelnemer die kiest voor een variabele uitkering is aan het einde van de life cycle meer ruimte om beleggingsrisico's te nemen. Er wordt na pensioendatum immers nog doorbelegd. Doorbeleggen verlengt de beleggingshorizon, waardoor enige mate van risico nemen nog interessant is.

### Wet verbeterde premieregeling

Het wettelijk kader voor premieregelingen is per 1 september 2016 gewijzigd. Het kapitaal dat in deze regelingen wordt opgebouwd, hoeft sindsdien op de pensioendatum niet altijd meer in een vaste uitkering omgezet te worden, maar kan ook worden gebruikt voor de financiering van een variabele uitkering. De deelnemer belegt – doorgaans in een collectief – verder. Dit wordt ook 'doorbeleggen' genoemd. De deelnemers delen hierbij het langlevensrisico. Vanuit het collectief ontvangt de deelnemer een pensioen. Hierop worden toe- of afslagen toegepast die afhankelijk zijn van de dekkingsgraadontwikkeling van dit collectief. We spreken daarom van een variabele uitkering. Buffers zoals bij DB-regelingen zijn niet aan de orde in dit pensioencontract. Het voordeel van doorbeleggen is dat het pensioenkapitaal na pensionering nog kan renderen.

**In het vervolg van deze reader geven we inzicht in de verschillende risico's, geven we aan wat de impact is binnen een iDC-regeling en benoemen we de mogelijke maatregelen om het risico te beheersen.**

# 2 Renterisico

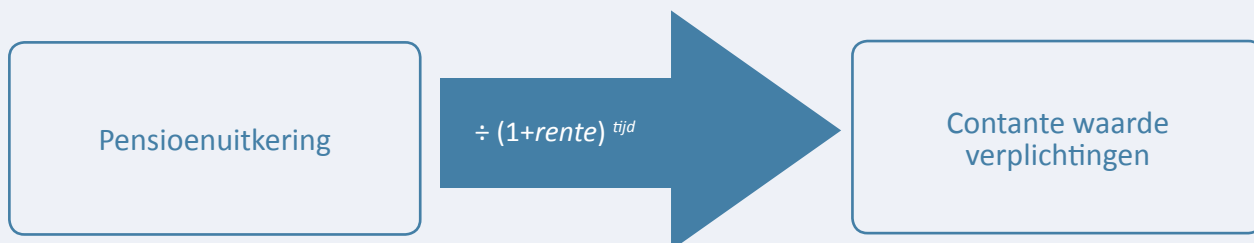
## Renterisico is inkooprisico

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.

Voor een DB-fonds wordt bij renterisico gekeken naar de balans van het gehele pensioenfonds. Aan de ene kant staan de pensioenverplichtingen die het fonds heeft. Aan de andere kant staan de beleggingen die deze verplichtingen moeten financieren. De (reken)rente wordt gebruikt om toekomstige kasstromen contant te maken. Bij het verdisconteren van de kasstromen speelt de lange horizon van pensioenverplichtingen ('tijd' in figuur 2.1) een grote rol. De invloed van de rentestand op de contante waarde van de verplichtingen is daarbij groot. Een pensioenfonds kan dit renterisico beheersen door te beleggen in effecten die eveneens een bepaalde rentegevoeligheid hebben.

**FIGUUR 2.1 VAN PENSIOENUITKERING NAAR DE CONTANTE WAARDE VAN DE VERPLICHTINGEN**



## Renterisico wordt steeds belangrijker richting pensioendatum

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 namelijk hoog, omdat de te verwachten uitkering ver in de toekomst ligt.

### Duratie: hoe zat het ook alweer?

De duratie is een maatstaf voor rentegevoeligheid. De duratie hangt samen met de gemiddelde looptijd van een belegging of kasstroom. Hoe langer de looptijd, hoe gevoeliger voor de ontwikkeling van de rente (dus: hoe hoger de duratie). De duratie geeft de procentuele waardeverandering van het kapitaal weer als de rente 1,0% daalt of stijgt.

Zoals beschreven 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, omdat het moment van inkoop van het vaste of variabele pensioen steeds dichterbij komt. Daarom kijken we naar het beschermen van het renterisico richting pensioendatum.

### 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 echter 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. De waardeontwikkeling van het opgebouwde pensioenvermogen loopt dan gelijk met de waardeontwikkeling van het in te kopen pensioen. Het renterisico is dan beheerst ('gematcht'). De risicobeheersende portefeuille die zorgt voor de afdekking van het renterisico noemen we daarom de rente- ofwel matchingportefeuille.

### Rentegevoeligheid wordt beheerst door de rentegevoeligheid van de beleggingen aan te sluiten op de rentegevoeligheid van het pensioen

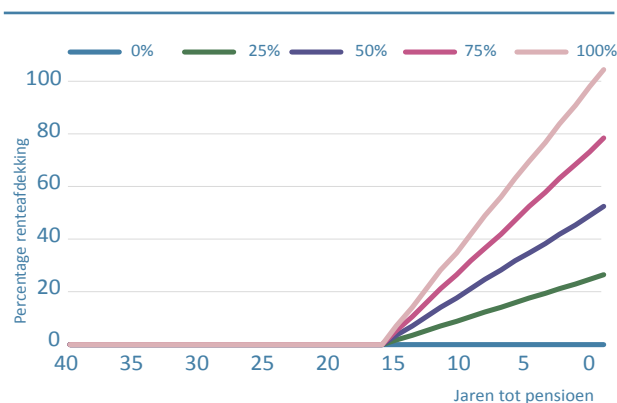
De duratie, ofwel rentegevoeligheid, van de pensioenuitkering is bekend. Deze is ongeveer gelijk aan de gemiddelde looptijd van de pensioenuitkering. Door de duratie van de beleggingsportefeuille te verhogen wordt het renterisico kleiner.

Het opbouwen van duratie van de beleggingen tijdens de pensioenopbouw gebeurt door een steeds groter deel van de bezittingen te beleggen in de risicobeheersende portefeuilles. De risicobeheersende portefeuille bestaat uit twee portefeuilles: een renteportefeuille met een lage duratie en een matchingportefeuille met een hoge duratie. De renteportefeuille (met een lage duratie) bestaat uit kredietwaarde obligaties. De matchingportefeuille (met een hoge duratie) bevat veelal langlopende obligaties en derivaten.

### Het percentage rente-afdekking kan verschillen per life cycle

Bij een defensieve life cycle is het afdekkingspercentage normaal gesproken hoog. De deelnemer loopt dan relatief weinig renterisico. Bij een offensieve life cycle ligt het afdekkingspercentage lager. Het beoogde percentage van renteafdekking wordt geleidelijk opgebouwd. Dit wordt in figuur 2.2 getoond aan de hand van vijf afdekkingsstrategieën: 0%, 25%, 50%, 75% en 100% renteafdekking op pensioendatum.

FIGUUR 2.2 VIJF AFDEKKINGSSTRATEGIEËN



### Een renteschok heeft impact op de hoogte van de pensioenuitkering

Een renteschok heeft invloed op de waarde van het (in te kopen) pensioen. Hoe groot de impact is, hangt onder andere af van de omvang van de schok. Daarnaast speelt de mate van afdekking van het renterisico een grote rol.

Om te illustreren wat de impact van een eenmalige schok is, bekijken we de vijf afdekkingsstrategieën. We nemen aan dat de renteafdekking vanaf 15 jaar voor pensioen lineair wordt opgebouwd tot het gewenste afdekkingspercentage op pensioendatum. Zie ook figuur 2.2. 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). In tabel 2.1 is te zien hoeveel verlies optreedt bij de vijf strategieën. Deze tabel geeft de relatieve, procentuele impact van een rentedaling op de pensioenuitkering weer.

TABEL 2.1 IMPACT VAN -1% SCHOK OP IN TE KOPEN PENSIOEN

Afdekkingsstrategie (op pensioendatum)					
Aantal jaren voor pensioen	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%

Geen renteaftdekking (0%) betekent een verlies van 12% (eerste kolom). Dit is het gevolg van de duratie van 12. De strategieën met 75% en 100% renteaftdekking bieden een redelijke bescherming vlak voor pensioendatum. Als de renteschok 5 jaar voor pensioen plaatsvindt leidt dit tot een verlies van 4% bij een aftdekking op pensioendatum van 100%. Vijf jaar voor de pensioendatum is het aftdekkingspercentage namelijk nog niet opgebouwd naar het beoogde percentage van 100%.

Naast de aftdekkingsstrategie op pensioendatum is het moment van opbouwen van de renteaftdekking ook van belang. In tabel 2.1 is ervan uitgegaan dat het afbouwen van renterisico 15 jaar voor pensioendatum start. Dit komt overeen met wat de meeste aanbieders van life cycles doen. Als vijf jaar voor pensioendatum wordt gestart met het opbouwen van de renteaftdekking, dan heeft eenzelfde schok bij een 100% aftdekkingsstrategie op vijf jaar voor pensioen nog een impact van -12%. Er is 5 jaar voor pensioen immers nog geen aftdekking opgebouwd.

### Renterisico wordt binnen iDC beheerst met derivaten en langlopende obligaties

Langlopende obligaties kunnen zonder problemen worden aangekocht binnen iDC. Binnen iDC wordt wel anders dan bij DB-regelingen omgegaan met derivaten, deze kunnen alleen geïmplementeerd worden via beleggingsfondsen.

***Renterisico binnen iDC is inkooprisico. Richting pensioendatum wordt het renterisico beheerst door de rentegevoeligheid van het opgebouwde pensioenvermogen te laten stijgen. De invulling hiervan vindt plaats met langlopende obligaties en derivaten via beleggingsfondsen.***

### Derivaten in iDC

Derivaten zijn binnen iDC lastig direct te implementeren. Allereerst is het een complex product waardoor het voor deelnemers lastig te begrijpen is. Daarnaast kunnen sommige derivaten (zoals een renteswap) een negatieve waarde krijgen. Er geldt dan een bijstortverplichting. Bij iDC is dit lastig omdat een deelnemer niet verplicht kan worden bij te storten. Daarnaast zijn de hoofdsommen (notionals) van derivaten vaak groot, waardoor het alleen voor een groep van personen / verplichtingen mogelijk is om met derivaten te werken. Tot slot is het lastig om derivaten op naam aan te houden voor een individuele deelnemer. Om deze redenen worden derivaten, indien mogelijk, vaak via beleggingsfondsen geïmplementeerd.

# 3 Aandelenrisico

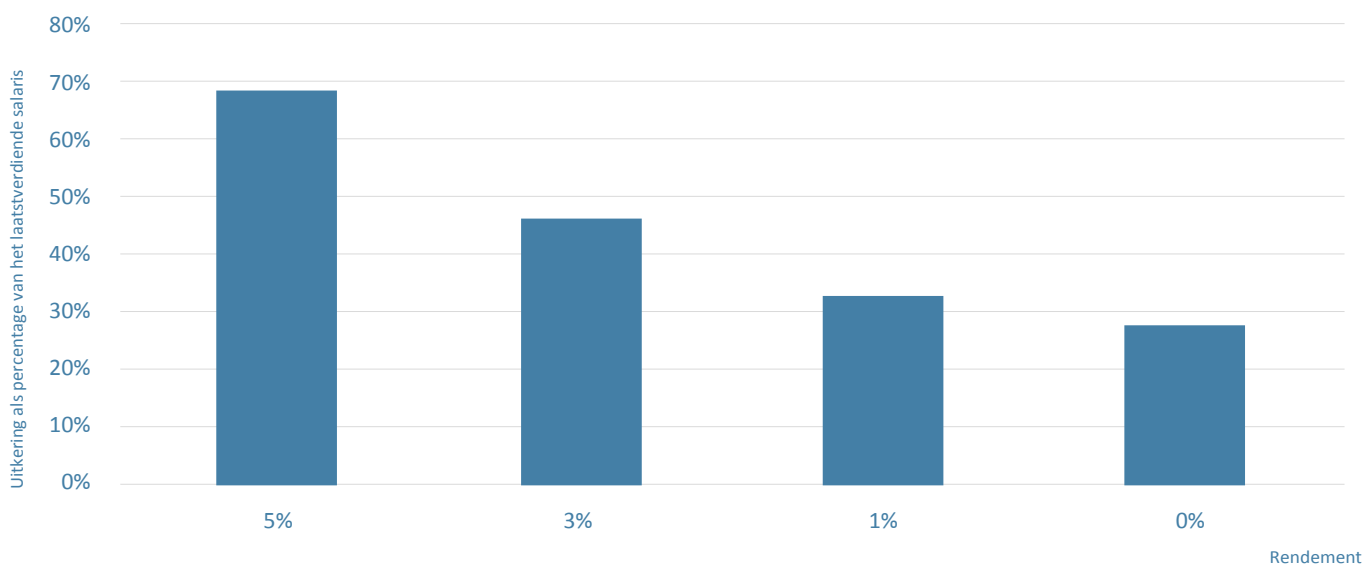
## Aandelenrisico is ‘beloond risico’

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. Onder aandelenrisico verstaan we hier dus ook het (koers)risico van andere zakelijke waarden. 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

Aandelenrisico moet op de lange termijn resulteren in een hoger rendement. Figuur 3.1 laat de impact op de pensioenuitkering zien van een rendement van 0%, 1%, 3% en 5%. Dit is weergegeven als percentage van het laatst verdiende salaris. Hierbij gaan we uit van een startsalairis van € 40.000 en eindsalaris van € 100.000, waarbij premie betaald is volgens een staffel.<sup>1</sup>

FIGUUR 3.1 IMPACT RENDEMENT OP PENSIOENUITKERING



Het rendement heeft grote invloed op de pensioenuitkering. Bij 1% rendement is de uitkering gelijk aan 33% van het laatstverdiende loon. Bij 5% rendement is de pensioenuitkering 69% van het laatstverdiende loon.

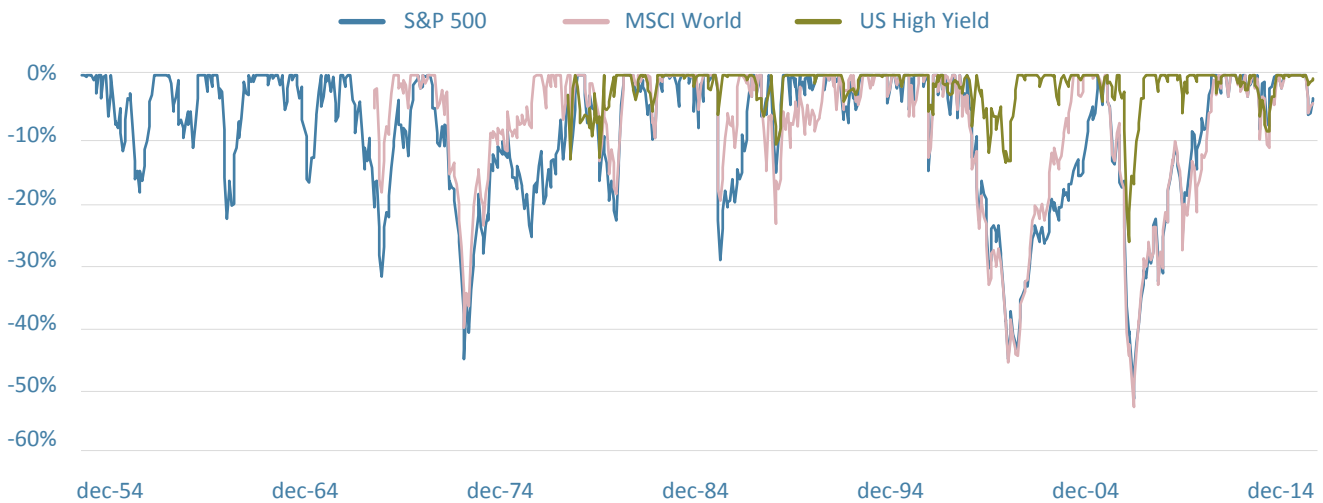
## Een koersdaling vlak voor pensioendatum heeft een grote negatieve impact

Bij een financiële crisis kunnen zakelijke waarden snel en veel in waarde dalen. Voor de (verwachte) pensioenuitkering is dit een belangrijk risico. Een koersdaling leidt tot een lager pensioenkapitaal en dus lagere uitkering op termijn. Figuur 3.2 laat zien dat het piek-dalverlies van aandelen (S&P 500 en MSCI World) historisch zelfs 30 tot 50% is geweest. Voor high yield zien we piek-dalverliezen van 10 tot 30%.

<sup>1</sup> <https://www.doorneweerd.nl/pensioen/premiestaffel-2018-pensioen>



**FIGUUR 3.2 PIEK-DALVERLIES<sup>2</sup> ZAKELIJKE WAARDEN**



Uit figuur 3.2 is af te leiden hoe lang het duurt totdat de koersen zijn hersteld na een crisis. 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 3.1 is de hersteltijd van de crises weergegeven:

**TABEL 3.1 HERSTELTIJD CRISES**

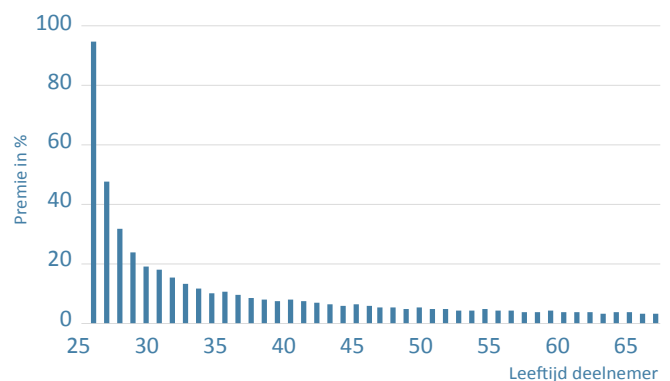
Crisis	Hersteltijd
1970	2 jaar
1974	2 jaar
1987	2 jaar
2002	5 jaar
2009	4 jaar

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 steeds belangrijker richting pensioendatum**

Een forse waardedaling van zakelijke waarden heeft veel meer impact aan het einde van de pensioenopbouwfase dan aan het begin. Dit komt doordat er (1) geen of zeer beperkte hersteltijd is vlak voor pensioendatum en (2) omdat het opgebouwde kapitaal dan relatief groot is. Nieuw te beleggen premiestortingen – waarmee geprofiteerd kan worden van de lagere koersen – hebben slechts beperkte impact op het totale kapitaal, omdat er al relatief veel waarde is opgebouwd.

**FIGUUR 3.3 PREMIE-INLEG ALS PERCENTAGE VAN HET TOTALE VERMOGEN<sup>3</sup>**



<sup>2</sup> Total return indices

<sup>3</sup> In de grafiek is te zien dat de premie als percentage van het totale vermogen soms iets oploopt. Dit komt door het gebruik van de staffel. De premie inleg gaat in stappen van vijf jaar omhoog. Hierdoor daalt de premie als percentage van het vermogen gedurende 4 jaar en stijgt het in het vijfde jaar als de hogere inleg ingaat.

## Aandelenrisico wordt beheerst door zakelijke waarden af te bouwen

Dit gebeurt in de life cycle. Een life cycle heeft altijd 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. Het moment waarop deze risicoafbouw start, verschilt per life cycle en per aanbieder. 7 tot 15 jaar voor pensioen is gebruikelijk.

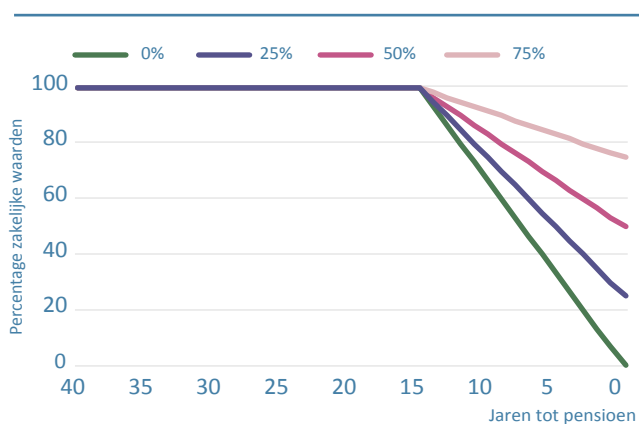
## Ook spreiding helpt het aandelenrisico te beperken

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). De rendementsportefeuille bevat bij voorkeur beleggingscategorieën die onderling spreiden. Hierdoor wordt het risico enigszins beperkt dat alle categorieën op hetzelfde moment in waarde dalen. Binnen de categorie aandelen geldt dit ook voor spreiding over bijvoorbeeld regio's. Zo is in figuur 3.2 te zien dat de dalingen van de MSCI World minder groot waren dan die van de S&P 500. De MSCI World is een brede index die gespreid is over verschillende ontwikkelde landen. De S&P 500 bestaat uit de grootste bedrijven in de Verenigde Staten.

## Een negatieve schok heeft impact op de hoogte van de pensioenuitkering

Voor de impact van een schok op het pensioenkapitaal is het van belang hoeveel er naar zakelijke waarden is gealloceerd. Er zijn verschillende afbouwstrategieën. Om de impact van een aandelenschok te illustreren nemen we hier aan dat de allocatie bij aanvang 100% zakelijke waarden bevat en dat dit vanaf 15 jaar voor pensioen wordt afgebouwd tot vier verschillende eindallocaties: 75%, 50%, 25% en 0% op pensioendatum. Deze afbouw is weergegeven in figuur 3.4.

**FIGUUR 3.4 AFBOWSTRATEGIEËN VOOR AANDELENRISICO**



Als aandelenschok is hier -30% genomen. De impact op het pensioenkapitaal is in tabel 3.2 weergegeven op 10, 5, 1 of 0 jaar voor pensioen.

**TABEL 3.2 IMPACT VAN -30% SCHOK OP IN TE KOPEN PENSIOEN**

Aantal jaren tot pensioendatum	Weging zakelijke waarden (eindallocatie)			
	75%	50%	25%	0%
10	-27,5%	-25,0%	-22,5%	-20,0%
5	-25,0%	-20,0%	-15,0%	-10,0%
3	-24,0%	-18,0%	-12,0%	-6,0%
0 tot 1 jaar	-22,5%	-15,0%	-7,5%	0,0%

Een beoogde eindallocatie van 50% of 75% aan zakelijke waarden op pensioendatum biedt weinig bescherming: bij een crisis leidt dit tot een verlies van 15% of meer. Vooral de resultaten van 1 en 3 jaar voor pensioen zijn relevant. We hebben gezien dat er 5 of 10 jaar voor pensioen historisch gezien voldoende hersteltijd is. Een eindallocatie van 25% zakelijke waarden kan ook nog leiden tot verliezen boven de 5% vlak voor pensioendatum. Een grote schok van -30% heeft hoe dan ook relatief grote impact op het in te kopen pensioen, tenzij het aandelenrisico helemaal wordt teruggebracht naar 0%.

## Bij doorbeleggen is er nog kans op herstel

Voor een deelnemer die kiest voor een variabele uitkering wordt er na pensioendatum doorbelegd met het opgebouwde pensioenvermogen. De aandelen in de portefeuille hebben dus nog kans om na de pensioendatum te herstellen van een eventuele koersdaling. Een deelnemer die kiest voor een vaste uitkering heeft geen kans op herstel omdat het pensioenvermogen na pensioendatum is omgezet in een uitkering die onafhankelijk is van de koersontwikkeling van aandelen na pensioendatum.

## De mogelijkheden voor het beheersen van staartrisico zijn beperkt

Naast de afbouw en spreiding van aandelenrisico is het mogelijk om staartrisico te beheersen. Met staartrisico wordt het risico op extreme gebeurtenissen bedoeld. Gebeurtenissen die weinig voorkomen, maar grote impact hebben. Staartrisico kan worden afgedekt door gebruik te maken van opties. Het gebruik hiervan is echter vrij duur en opties voegen complexiteit toe. De kosten kunnen gezien worden als verzekeringspremie. Een permanente afdekking van het staartrisico is duur, het drukt het rendement en de daarmee vermogensopbouw. Bij een tijdelijke afdekking is het lastig te bepalen wanneer dit instrument ingezet wordt. Een crisis is namelijk niet gemakkelijk te voorspellen. Op het moment van een extreme gebeurtenis zijn opties al erg duur. Implementatie is daarnaast ook complex binnen iDC. Tijdelijke afdekkingen vragen om een plan van aanpak, waarbij op een bepaald moment gekozen wordt voor implementatie. Hiervoor is een goede governance nodig. Dat is lastig te implementeren binnen iDC.

**Aandelenrisico is onvermijdelijk voor het behalen van rendement. Richting pensioendatum wordt de allocatie naar aandelen afgebouwd om zo het risico te verlagen. Daarnaast is spreiding van de rendementsportefeuille een belangrijke maatregel om het risico te beheersen.**

# 4 Inflatierisico

## 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.

### Menselijk kapitaal tijdens de opbouwfase

Het menselijk kapitaal, ofwel human capital, tijdens de opbouwfase heeft een relatie met inflatie. De lonen, en dus de waarde van human capital worden doorgaans verhoogd met inflatie. Dit ontbreekt normaliter tijdens de uitkeringsfase: doorgaans wordt er niet meer gewerkt na pensioendatum.

## Bescherming tegen inflatierisico: streven naar een positief reëel rendement

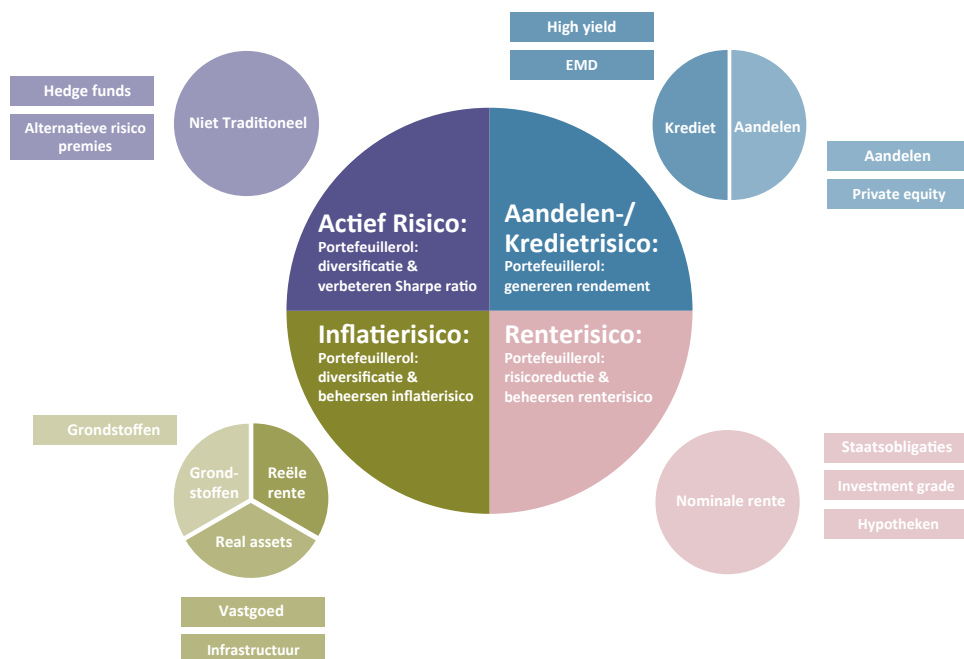
Het beste 'middel' tegen inflatie is rendement. Als het rendement hoger ligt dan de inflatie, neemt de koopkracht van het opgebouwde kapitaal toe. Het rendement minus de inflatie noemen we het reële rendement. Bij een reëel rendement van nul, is het rendement over het kapitaal gelijk aan de inflatie en blijft de koopkracht gelijk.

## Een robuuste portefeuille is beter bestand tegen een hoge(re) inflatie

Een goed gespreide, ofwel robuuste, portefeuille heeft blootstelling naar verschillende bronnen van rendement en risico, waaronder inflatierisico. Alle beleggingscategorieën in een portefeuille kunnen ingedeeld worden naar de (primaire) bron van risico / rendement.

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. Een life cycle met deze beleggingscategorieën in de rendementsportefeuille is naar verwachting beter bestand tegen een (onverwacht) hoge inflatie, dan een life cycle die alleen in bijvoorbeeld aandelen belegt.

FIGUUR 4.1 BRONNEN VAN RISICO EN RENDEMENT IN EEN ROBUUSTE PORTEFEUILLE



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.

#### **Dé inflatie bestaat niet**

Een veelgebruikte maatstaf voor inflatie is CPI, de consumentenprijsindex in Nederland, berekend door het CBS. Niet elke deelnemer voelt de inflatie op dezelfde manier. De berekende prijsinflatie is een gewogen gemiddelde van een “mandje” van goederen en diensten. Het werkelijke bestedingspatroon ziet er in de praktijk voor iedereen anders uit.

**TIP:** Bereken op [www.cbs.nl/nl-nl/visualisaties/persoonlijke-inflatiecalculator](http://www.cbs.nl/nl-nl/visualisaties/persoonlijke-inflatiecalculator) uw persoonlijk 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.

***Het beheersen van inflatierisico is wenselijk voor een waardevast pensioen. Tijdens de opbouwfase is de beste bescherming tegen inflatie het bouwen van een robuuste portefeuille met een hoog verwacht eindkapitaal om (minimaal) de inflatie bij te benen. Tijdens de uitkeringsfase kan alleen met doorbeleggen het risico beheerst worden.***

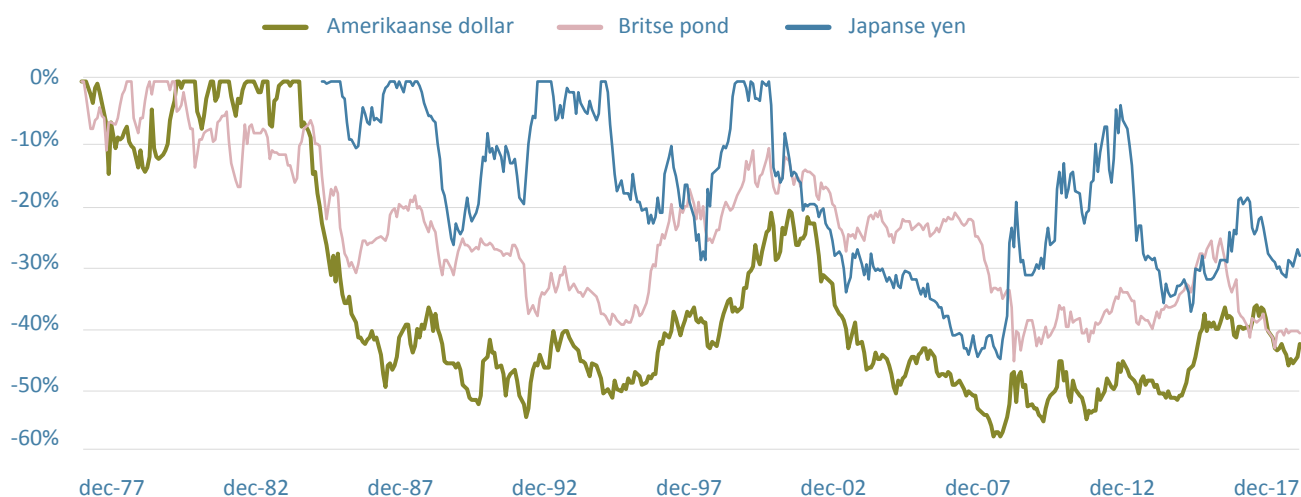
# 5 Valutarisico

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

Valutarisico is het risico dat de waarde van het opgebouwde kapitaal vermindert door ongunstige ontwikkeling van de wisselkoersen. 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.

In figuur 5.1 wordt het piekdalverlies van de Amerikaanse dollar, Japanse yen en Britse pond ten opzichte van de euro weergegeven. Deze drie valuta's hebben, naast de euro, het grootste aandeel in de standaard index voor aandelen ontwikkelde markten (MSCI World Index<sup>4</sup>). Uit de grafiek is op te maken dat valuta's niet alleen op korte termijn impact hebben, maar ook over een langere periode in waarde kunnen dalen. 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.

**FIGUUR 5.1 PIEKDALVERLIJES BELANGRIJKSTE VALUTA'S<sup>5</sup>**



## Zonder valuta-afdekking kan de invloed van valutabewegingen groot zijn

In tabel 5.1 tonen we de invloed van een waardedaling van valuta's ten opzichte van de euro. Hierbij hanteren we voor alle valuta's een daling van 50%, gelijk aan de waardedaling die de US Dollar in het verleden heeft laten zien. Daarbij kijken we naar verschillende allocaties naar aandelen: 0%, 20%, 40% en 60%. Hierop zijn verschillende valuta-afdekkingsstrategieën geprojecteerd, variërend van 0% afdekking tot 100% afdekking.

**TABEL 5.1 IMPACT VAN VALUTAKOERSDALING VAN 50% OP IN TE KOPEN PENSIOEN**

Afdekkingsbeleid	Weging zakelijke waarden			
	60%	40%	20%	0%
0%	-27,0%	-18,0%	-9,0%	0,0%
50%	-13,5%	-9,0%	-4,5%	0,0%
100%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

<sup>4</sup> EUR: 8,7%, USD: 61,0%, GBP: 6,4% en JPY: 8,7%, per 27-6-2018

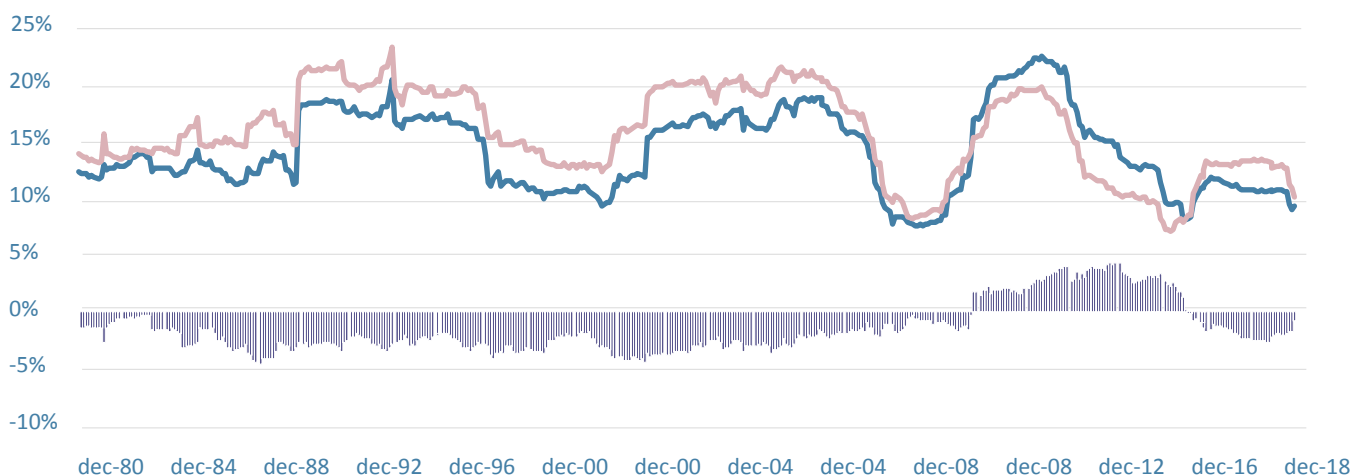
<sup>5</sup> Voor de invoering van de euro is de Duitse mark gebruikt als proxy

De invloed van het niet afdekken van buitenlandse valuta's kan dus fors zijn. In de praktijk bewegen buitenlandse valuta's waarschijnlijk echter niet exact hetzelfde en zal de invloed mogelijk minder groot zijn. Aanvullend kan gesteld worden dat valutarisico scenarioafhankelijk is. In tijden van crisis is er bijvoorbeeld vaak een vlucht naar een veilige valuta's.

### Valuta-afdekking beperkt meestal het risico

In figuur 5.2 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 echter niet het geval. Toen zorgde de valuta-afdekking voor meer bewegelijkheid ten opzichte van een aandelenbelegging waarbinnen het valutarisico niet werd afgedekt.

**FIGUUR 5.2 VOLATILITEIT MSCI WORLD MET EN ZONDER VALUTA-AFDEKKING**



### Valuta's van opkomende landen worden meestal niet afgedekt

Naast de veelvoorkomende valuta's in ontwikkelde aandelenmarkten, zijn er ook valuta's van opkomende landen waarover valutarisico gelopen wordt. In deze categorie zitten veel verschillende valuta's. Het afdekken van deze valuta's is duurder dan het afdekken van valuta's van ontwikkelde landen. Daarnaast leeft de gedachte dat valuta's van opkomende landen op lange termijn in waarde stijgen. Daarom wordt dit valutarisico meestal niet afgedekt.

### Valutarisico kan binnen iDC afgedekt worden binnen beleggingsfondsen

Het afdekken van valutarisico kan met behulp van valutatermijncontracten. Deze derivaten worden niet voor individuele deelnemers aangekocht<sup>6</sup>. Moet valutarisico afgedekt worden, dan wordt vaak gebruik gemaakt van beleggingsfondsen waarbinnen een afdekking plaatsvindt.

***Het afdekken van valutarisico verlaagt het risico van de portefeuille in de meeste gevallen. Het afdekken van valutarisico wordt via beleggingsfondsen geïmplementeerd.***

<sup>6</sup> Zie het tekstvak bij renterisico over het gebruik van derivaten binnen iDC.

# 6 Overige risico's

Hier wordt een aantal risico's kort behandeld. De beheersing komt grotendeels overeen met de beheersing binnen beleggingsfondsen en DB-regelingen voor wat betreft pensioenbeleggen.

We gaan in op de volgende risico's:

- Concentratierisico
- Liquiditeitsrisico
- Tegenpartijrisico
- Kredietrisico
- Actief risico

## Concentratierisico wordt voor iDC beheerst door te beleggen met brede spreiding

Concentratierisico is het risico dat gebrekkige spreiding leidt tot een hoge gevoeligheid naar bepaalde aandelen, sectoren, regio's of landen. Een goede spreiding via beleggingsfondsen beperkt het concentratierisico. In de afgelopen jaren is het assortiment aan beleggingsfondsen met verschillende beleggingscategorieën en strategieën sterk uitgebreid.

## Liquiditeitsrisico is door het beperkte gebruik van derivaten beperkt

Liquiditeitsrisico is het risico dat het pensioenfonds niet aan betaling- en onderpandverplichtingen kan voldoen. Zoals eerder gesteld wordt er weinig gebruik gemaakt van directe derivaten waarbij betalings- en onderpandverplichtingen gelden en is er geen leverage binnen iDC. Daarnaast wordt ook weinig gebruik gemaakt van illiquide beleggingen vanwege het individuele karakter van de portefeuille. Om deze redenen speelt liquiditeitsrisico een kleinere rol dan bij DB.

## Tegenpartijrisico is door het beperkte gebruik van derivaten laag

Tegenpartijrisico is het risico dat tegenpartijen in derivaten-transacties failliet gaan. Er wordt bij iDC geen gebruik gemaakt van directe beleggingen in derivaten. Deze worden geïmplementeerd via beleggingsfondsen. Binnen beleggingsfondsen wordt ook het tegenpartijrisico beheerst.

## Kredietrisico wordt via beleggingsfondsen beheerd

Kredietrisico is het risico dat een kredietnemer zijn afgesproken betalingen niet nakomt of dat de kredietwaardigheid van deze kredietnemer afneemt. Dit wordt beheerst door gebruik te maken van goed gespreide beleggingsfondsen.

## Actief risico wordt beheerst bij de selectie van beleggingsfondsen binnen de life cycle

Actief risico is de mate waarin de performance afwijkt van de benchmark. Dit kan zowel positief (outperformance) als negatief (underperformance) bijdragen aan het resultaat op de beleggingen. Dit risico kan beheerst worden door een combinatie van actieve en passieve beleggingsfondsen te hanteren. Door verschillende strategieën te selecteren kan het risico bovendien gespreid worden.

## Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. ('Achmea IM') heeft de informatie in dit document met zorg samengesteld. De 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, (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies, (iii) geen juridisch, fiscaal of ander advies. Achmea IM raadt u af een (beleggings)beslissing uitsluitend te baseren op de informatie in dit document. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch, fiscaal of andere adviseur. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van zo'n (beleggings)beslissing.

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.

U mag de informatie in dit document alleen voor eigen persoonlijk gebruik kopiëren. 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 als een beheerder van beleggingsinstellingen als 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.