

VOORZITTER:

Martijn Euverman, *Sprekels & Verschuren*

DEELNEMERS:

Carolien van Eggermond, *Bestuurder en Toezichthouder*

Jens van Egmond, *BlackRock*

Maarten Hoedjes, *BNP Paribas Asset Management*

Gerard Moerman, *Aegon Asset Management*

Arjen Monster, *NN Investment Partners*

Jan Willem van Stuijvenberg, *Van Stuijvenberg*

Financial Services

Marion Verheul, *ICC*

Foto: Cor Salverius Fotografie



INTEGRAAL BALANSBEHEER EN LDI WORDEN COMPLEXER

Door Hans Amesz

Het nieuwe pensioenstelsel, de extreem lage rente en de wens om te vergroenen, hebben gevolgen voor het LDI- en balansbeheer van pensioenfondsen. Verdienen lange staatsleningen bijvoorbeeld nog een plek? En hoe zit het met de renteafdekking?



Ligt het voor de hand om LDI- en balansbeheer bij één partij onder te brengen?

Jens van Egmond: 'Wij werken in de praktijk met beide modellen. Als je LDI- en balansbeheer niet bij één partij onderbrengt, moet je duidelijke afspraken maken over zaken als liquiditeitsbeheer, collateral management en het uitwisselen van data. Als je dat goed regelt, kan het goed werken.'

Marion Verheul: 'Ik maak mee dat LDI- en balansbeheer zowel bij één partij worden ondergebracht als afzonderlijk worden behandeld. Qua werkzaamheden en afstemming maakt dat niet veel uit, behalve dat een partij buiten de deur zit.'

Arjen Monster: 'Extern kan je ook goede afspraken maken, al moet je die wel iets meer formaliseren. Ik denk ook dat het goed mogelijk is om beide zowel bij één partij als bij afzonderlijke

partijen onder te brengen. Sommige fondsen willen overigens een zuivere splitsing hebben.'

Jan Willem van Stuijvenberg: 'LDI-beheer vraagt, veel meer dan andere mandaten, om periodieke aansturing en monitoring. Dit hoeft echter niet meteen te betekenen dat de partij die verantwoordelijk is voor het balansbeheer ook de operationele invulling geeft aan LDI. Het tegenovergestelde kan zich bijvoorbeeld voordoen wanneer men de voorkeur heeft voor actief LDI-beheer en de partij die verantwoordelijk is voor het balansbeheer – vaak de fiduciair manager – niet de beste, meest voor de hand liggende actieve manager is. In de situatie waarin LDI-beheer vooral passief is en qua invulling weinig anders dan 'buy and hold' en cash, swaps en AAA-staatsobligaties, is het een meer voor de hand liggende keuze om beide taken bij één partij onder te brengen om zo ook kosten te besparen en het cashmanagement efficiënter en eenvoudiger te maken.'

> **Martijn Euverman** is Partner bij Sprenkels & Verschuren en adviseert besturen, directies en beleggingscommissies van pensioenfondsen en verzekeraars. De werkzaamheden van Euverman omvatten onder meer het uitvoeren van ALM- en risicobudgetstudies, het selecteren en monitoren van fiduciair en LDI-beheerders en het leveren van countervailing power als vaste adviseur in beleggingscommissies. Het Investment Team van S&V bestaat uit 14 personen.



Foto: Cor Salverius Fotografie



> Carolien van Eggermond is onafhankelijk professional, na 25 jaar bancaire ervaring in derivaten, credit structuring, treasury en finance (bij Rabobank en JP Morgan), en is sinds enige jaren actief als expert bij diverse organisaties in verschillende rollen (onder meer bij BpfBouw, SNS REAAL Pensioenfonds, Notarissen Pensioenfonds, TCX, SAREF Hypotheekfondsen en bij Nationale Hypotheek Garantie).

Moet je de valuta-afdekking binnen het LDI-mandaat door één partij laten verzorgen of juist niet?

Maarten Hoedjes: 'Als één partij de valuta-afdekking organiseert, is het belangrijk dat die partij beschikt over alle exposures die plaatsvinden en dat alle documentatie, en met name ook het collateral management, op één plek plaatsvinden. Een matchingportefeuille beschikt normaal gesproken over geschikte bronnen van collateral. Het spreekt voor zich om dit alles door één partij te laten managen, want dat is efficiënter.'

Gerard Moerman: 'Als je gaat werken met derivaten, wil je die graag door één partij laten beheren, omdat het voordelig is dat je één partij hebt die het collateral management verzorgt.'

Carolien van Eggermond: 'Ik zou het ook op één plek doen en zelfs proberen om het afdekken van valuta's binnen mandaten te centraliseren, zodat je nog meer efficiëntie krijgt. Een interne treasury-functie tussen de mandaten is niet voor iedereen weggelegd, maar zou wel het meest optimaal zijn.'

Van Stuijvenberg: 'Valuta-afdekking vindt volgens mij het beste op het totale pensioenfondsniveau, door één partij plaats. Elke maand of frequenter wordt voor het gehele fonds berekend wat de totale vreemde valuta-exposure is. Vervolgens wordt conform vastgesteld beleid de valuta-hedge bijgestuurd. Wanneer bijvoorbeeld het beleid is om 90% van de USD-exposure af te dekken, dan worden zowel de dollars in het LDI-mandaat als de dollars in andere mandaten voor 90% afgedekt. Dit is het meest consistent (dollars zijn dollars) en wellicht ook kosteneffectief.'

Als je LDI- en balansbeheer niet bij één partij onderbrengt, moet je duidelijke afspraken maken over zaken als liquiditeitsbeheer, collateral management en het uitwisselen van data.

Welke voor- en nadelen zijn er bij een mandaat versus een fund-for-one (of QIF- of maatwerkfonds-)oplossing?

Van Stuijvenberg: 'Een maatwerkoplossing in de vorm van een fund-for-one zit heel dicht bij een mandaat. In beide gevallen kan het pensioenfonds de renteafdekking goed aansturen en voor elk looptijdsegment de gewenste renteafdekking inregelen. Dit kan niet bij een algemene fondspropositie, waarbij het pensioenfonds na implementatie willekeurige curve bets oploopt. Zowel het fund-for-one als het mandaat hebben dit nadeel niet. Voordeel van een fund-for-one is dat het volledig ontzorgt. Voordeel van een mandaat is dat het pensioenfonds zaken als custody en derivatendocumentatie naar wens kan inrichten. Nadeel van een fund-for-one kunnen de additionele kosten zijn en de vaak forse minimale omvang.'

Van Eggermond: 'Beide zijn mogelijk. Ik zie in mijn praktijk relatief minder fund-for-one-oplossingen, maar het kan best zo zijn dat die oplossingen in het zicht van het Nieuwe Pensioencontract (NPC) veel meer gaan voorkomen. Met name bij kleinere fondsen zou ik dit verwachten. Er wordt wellicht de voorkeur gegeven aan mandaten omdat men denkt dat een perfectere afdekking beter is dan de voordelen die een fund-for-one biedt.'

Moerman: 'Qua LDI-oplossing zijn beide net zo passend. Wel zijn er een aantal verschillen tussen de oplossingen. Die zitten vooral in asset ownership, transparantie, liquiditeit, het operationeel framework en de kosten. Voor beide oplossingen is het van belang te realiseren dat er sprake is van BTW-plicht, dit in tegenstelling tot pooled fund solutions.'

Hoedjes: 'Als je groot genoeg bent voor dit soort oplossingen, kan je ook inderdaad een mandaat hebben. Daarnaast, als je voor een LDI-oplossing een fund-for-one kiest, moet ook alle documentatie op dat fonds gericht zijn. Die is dan niet voor andere dingen te gebruiken, wat natuurlijk nadelig is.'

Heeft het toevoegen van meer actieve/opportunistische elementen, zoals het actief beheren van de verhouding tussen swaps en bonds of het opnemen van 'SSA (Supranational, Sub-Sovereign and Agency)-obligaties', toegevoegde waarde?

Verheul: 'Bij de verschillende pensioenfondsen is daar nogal wat discussie over. Sommige willen echt alleen maar staatsobligaties, zo min mogelijk swaps en een zo passief mogelijk beheer. Ik vind juist dat enigszins actief beheer met betrekking tot de verhouding tussen swaps en bonds toegevoegde waarde kan hebben. De laatste tijd hoor ik dat heel veel partijen met SSA's willen gaan werken.'

Van Stuijvenberg: 'In principe is elke afwijking van cash & swaps een 'bet' versus de af te dekken verplichtingen. Een LDI-manager die passief cash, staatsobligaties en swaps aanhoudt conform zijn benchmark is vanuit hemzelf gezien passief, maar absoluut niet versus de af te dekken verplichtingen. Het is wellicht beter om, wanneer je deze bets toch al neemt, ze actief te maken. Als je gelooft in actief beheer door 'relative value' te spelen tussen swaps, futures en bonds, dan leent een LDI-mandaat zich daar bij uitstek voor.'

Van Egmond: 'SSA-obligaties blijken in de praktijk beter mee te bewegen met de verplichtingen dan staatsobligaties, aangezien de spreads tussen SSA-bonds en de swaprente minder volatiel is gebleken dan de spreads tussen staatsobligaties en de swaprente. Het zorgvuldig managen van de verhouding tussen swaps, staatsobligaties en SSA-bonds kan leiden tot aanzienlijke voordelen in termen van risico en rendement. Er valt juist waarde toe te voegen als de spreads zo veel oplopen als in maart 2020. Wij hebben in deze periode gekozen om te herbalanceren met obligaties en dat heeft grote voordelen opgeleverd, door het weer inlopen van de spreads sindsdien.'

Monster: 'Wij zien ook de toegevoegde waarde van SSA-obligaties vanwege het verband met swaps. Je kunt ook onderhandse leningen inzetten, bijvoorbeeld binnen Nederland WSW- en WFZ-leningen. Die bieden een extra rendement en extra spreiding tegen een vergelijkbaar risico als langlopende

LDI-beheer vraagt, veel meer dan andere mandaten, om periodieke aansturing en monitoring.

staatsobligaties. Ik denk dat je daarmee prima kunt matchen en elke euro telt voor een goed pensioen.'

Van Eggermond: 'Pensioenfondsen, zeker die gerelateerd zijn aan de financiële sector, besteden hier relatief veel meer tijd en energie aan dan aan de vraag waar de return vandaan moet worden gehaald. Het is wellicht verstandig om de aandacht voor staat en swapspelletjes te minimaliseren.'

Moerman: 'Ik ben het ermee eens dat hier veel tijd en energie aan wordt besteed. De vraag is dan: wat heb je eraan, zeker als je het relateert aan het renteafdeckingspercentage? Als een pensioenfonds bijvoorbeeld maar de helft heeft afgedekt, heeft dat een veel grotere impact dan wanneer je zou switchen van staat naar swaps. Ik zou willen pleiten voor een strategische visie daarop: welke elementen wil je hebben en link dat met de verdisconteringscurve die op swaps gebaseerd is.'

Welke mogelijkheden hebben fondsen om te vergroenen binnen de LDI-portefeuille en wat zijn de vooruitzichten voor de integratie van ESG in de LDI-portefeuille?

Monster: 'Er zijn in toenemende mate mogelijkheden om te vergroenen op bepaalde onderdelen als de geldmarktportefeuille, staatsobligaties, staatsgerelateerde obligaties en onderhandse leningen. Hoe die mogelijkheden benut worden, is afhankelijk van de vrijheid die de beheerder heeft en hoe breed zijn mandaat is. De mogelijkheden zijn er. Nu is het aan pensioenfondsen om die kansen te benutten.'

Van Egmond: 'Als je wat wilt met ESG in je LDI-portefeuille, zul je de instrumenten moeten toestaan die daarin kunnen differentiëren. Daarvan zijn er steeds meer, bijvoorbeeld kasfondsen, staatsobligaties en zeker ook SSA-obligaties. De trend is dat je zaken steeds beter kunt meten, waardoor

> **Jens van Egmond** is Hoofd LDI Client Portfolio Management bij BlackRock. Hij is verantwoordelijk voor het ontwerp, de performance en de continue ontwikkeling van LDI-oplossingen in Europa. Naast zijn rol bij BlackRock is Van Egmond bestuurder en beoogd Voorzitter van de Beleggingscommissie van Stichting Sportfondsen Pensioenfonds. Hij heeft twee MSc-titels van Tilburg University en een MSc-titel van de Vrije Universiteit Amsterdam. Tevens is hij Risk Manager for Financial Institutions (RMFI) en CFA Charterholder.





> **Maarten Hoedjes** is Senior Portfolio Manager bij Institutional Structured Management, Multi Asset, Quantitative & Solutions (MAQS) Investment Group van BNP Paribas Asset Management. Hij heeft 15 jaar beleggingservaring en is Senior Portfolio Manager in het team sinds 2010. In deze rol is hij verantwoordelijk voor het beheer van LDI-mandaten en fondsen voor institutionele beleggers. Daarvoor was hij ALM-verzekeringsspecialist bij SNS REAAL en Portfolio Manager Vastrentende Waarden bij Lombard Odier. Hoedjes heeft een MSc in Investment Management aan de Vrije Universiteit Amsterdam behaald en een MSc International Business aan de Universiteit van Maastricht. Hij is een RBA Charterholder.

pensioenfondsen hun ESG-beleid ten aanzien van vastrentende waarden wat meer kunnen kwantificeren en omzetten in portefeuillerichtlijnen.'

Van Eggermond: 'In de vastrentende sfeer zitten we pas in de beginfase van de vergroening. Om ervoor te zorgen dat de emittenten ook echt groener worden, moeten de volumes vele malen groter worden. Wij kunnen ertoe bijdragen de groene beweging in gang te zetten.'

Moerman: 'We zitten inderdaad nog in de beginfase, maar er zijn mogelijkheden om verder te gaan. Je zou met betrekking tot groene obligaties kunnen kijken naar de emittenten en onderliggende factoren. Je ziet bijvoorbeeld dat bepaalde overheden zich veel meer inzetten voor vergroening en verduurzaming dan andere. Wij merken dat veel klanten geïnteresseerd zijn in onze onderzoeken.'

Van Stuijvenberg: 'Diverse overheden en ondernemingen hebben green bonds uitgegeven. De markt voor green bonds is relatief klein, de vraag is groot en daardoor zijn green bonds vaak prijzig en is er niet op elke gewenste looptijd altijd een interessant aanbod. Het voordeel van LDI is wel dat met swaps altijd kan worden bijgestuurd. Wat natuurlijk wel aanwezig

blijft, is het spreadrisico van de green bonds versus de swaps. Er kan, zoals gezegd, ook worden gestuurd op issuers. Niet alle issuers zijn echter even groen en door hierop te sturen, bereik je ook effect zonder noodzakelijkerwijs te beleggen in green bonds. ESG-integratie is overigens veel complexer dan enkel vergroenen. Het vraagt additionele data en systemen die vooral ook bijgehouden moeten worden. In combinatie met de complexiteit die een LDI-mandaat in de basis al heeft, is het wellicht raadzaam om ESG-integratie eerst bij andere, meer voor de hand liggende mandaten door te voeren.'

Tegenwoordig worden veel meer beleggingen meegenomen in een matchingportefeuille als logisch gevolg van de omgeving van de extreem lage rente. Hoe gaan pensioenfondsen om met deze extra complicatie?

Verheul: 'Ik zie een golfbeweging. Aanvankelijk werd alles wat vastrentend was, zoals hypotheekleningen en onderhandse leningen, goedgekeurd om in de matchingportefeuille te stoppen. Toen kwam er een trend om het weer veel zuiverder te doen: alleen bonds en swaps. En nu zie je weer dat er meer beleggingen in de matchingportefeuille worden opgenomen. Ik ben zelf niet zo'n fan van het toevoegen van illiquide zaken, omdat dat niet echt past bij het doel van de matchingportefeuille.'

Moerman: 'Vanuit een strategisch oogpunt is er niets mis mee om bedrijfsobligaties, Nederlandse hypotheekleningen of staatsgegarandeerde leningen in de matchingportefeuille op te nemen. De correlaties op basis van kwartaal- of jaardata zijn namelijk hoog genoeg om deze keuze te ondersteunen. Het toevoegen van deze beleggingen past goed bij het langetermijnkarakter van de verplichtingen en zorgt bovendien voor een extra rendement in deze lastige omgeving.'

Monster: 'De vraag is of je openstaat voor meer beleggingen in de matchingportefeuille en de complexiteit daarvan aankan. Als het antwoord ja is, zijn wij er voor om dat te doen. De eventuele complexiteit wordt afgevangen door deze beleggingen mee te nemen in een investment case, met kennissessies zorgen dat de kennis op peil is en te zorgen voor een goede rapportage.'



Van Eggermond: 'Ik denk dat die complexiteit wel mee zal vallen. De vraag is of je alles perfect wilt weten en meten, want daarmee creëer je eigenlijk een schijnzekerheid. Er zijn zoveel onzekerheden dat je dat eigenlijk niet zou moeten willen. Ik denk: voeg juist die beleggingen toe waarvan je denkt dat het pragmatisch is en makkelijk te doen, zoals hypotheek.'

Van Stuijvenberg: 'Deze complexiteit was er in mijn ogen eigenlijk altijd al, alleen werd die vaak genegeerd. Wanneer andere instrumenten dan swaps en cash worden meegenomen in de LDI-portefeuille zullen er correcties moeten worden toegepast. Er dienen bijvoorbeeld afslagen te worden gedaan voor non-euro-curve correlatie en spread. Om te beoordelen of een LDI-mandaat correct is ingericht, moet de renteaftdekking per looptijdsegment worden berekend, rekening houdend met non-euro-curve en spread afslagen. Het is belangrijk periodiek vast te kunnen stellen dat ex ante de renteaftdekking per looptijdsegment correct is. Ex post kan deze anders uitpakken en dat moet goed worden weergegeven.'

Hoedjes: 'Het is wel belangrijk dat je ook in de matching-portefeuille voldoende rendement genereert om de verplichtingen te kunnen volgen, zeker onder UFR. Als je bijvoorbeeld alleen in de Duitse staat belegt, wordt dat lastig. Qua risico zorgen andere instrumenten dan swap en cash voor meer spreadrisico ten opzichte van de verplichtingen. Het is zoeken naar een optimale balans tussen benodigd rendement en bijbehorend risico.'

Zijn pensioenfondsen bereid nu meer uit te breiden naar LCH (London Clearing House)?

Van Eggermond: 'LCH is, om het zomaar uit te drukken, onzeker vanwege Brexit. Mijn voorkeur zou zijn wel met clearing te starten – maak de pensioenfondsen daar klaar voor – en ervoor te zorgen dat naast LCH ook EUREX een plek krijgt.'

Hoedjes: 'Het is belangrijk om te gaan clearen, dat klopt. EUREX is minder liquide dan LCH, maar onze ervaring is dat daar ook relatief prima gehandeld kan worden.'

Van Egmond: 'Als de Europese Unie dreigt de uitzondering die nu nog geldt voor LCH niet te verlengen, dan moet je over kunnen

Het zorgvuldig managen van de verhouding tussen swaps, staatsobligaties en SSA-bonds kan leiden tot aanzienlijke voordelen in termen van risico en rendement.

gaan op EUREX. De reden dat er telkens weer wordt verlengd, is dat de regelgever de financiële stabiliteit niet in gevaar wil brengen. LCH is nu eenmaal heel erg groot. Maar de EU heeft wel aangegeven op de lange duur de zaak op het continent te willen hebben.'

Moerman: 'Vanwege alle onduidelijkheid over LCH beweegt onze voorkeur zich naar EUREX, in de hoop dat meer partijen gaan volgen en liquiditeit gecreëerd wordt. Als iedereen op elkaar wacht, zal EUREX nooit tot leven komen en blijven we de afhankelijkheid van LCH houden.'

Van Stuijvenberg: 'Wanneer men overgaat naar cleared, zal LCH de voorkeur hebben boven EUREX. LCH is veruit het grootste platform, terwijl EUREX in vergelijking met LCH klein blijft. Daarnaast zijn de voorwaarden/kosten van EUREX minder gunstig. Wel zijn vrijwel alle partijen klaar om via EUREX te handelen, mocht dat nodig zijn. In het kader van de Brexit is er voor LCH een vrijstelling tot 2022. Deze zal ongetwijfeld weer worden verlengd en wanneer dit niet gebeurt, heeft dit geen negatieve gevolgen voor reeds bestaande posities. In dat geval zullen alleen nieuwe transacties via EUREX verlopen.'

Hoe zien fondsen de mogelijke toenemende vraag naar cash collateral binnen LDI? Hoe wordt deze optimaal gegenereerd, of hoe worden mogelijkheden daartoe gecreëerd zonder dat de performance negatief uitpakt?

Hoedjes: 'Je moet voldoende cash in je portefeuille hebben om bij snelle rentestijgingen liquiditeit te hebben. Vanwege negatieve rentes is het belangrijk om deze zo efficiënt mogelijk te bewaren, maar de cash moet wel direct beschikbaar zijn als dat nodig is.'

> **Gerard Moerman** leidt de afdeling **Fiduciary Services & Investment Solutions** bij **Aegon Asset Management (AAM)**. Deze afdeling biedt klanten advies op het gebied van strategische asset allocatie, alsmede diepgaande research en geschikte oplossingen. Van 2016 tot 2018 werkte Moerman in Parijs als **Hoofd Investment Solutions** bij **La Banque Postale Asset Management** (partner van AAM). Van 2011 tot 2016 was hij **Head of Rates and LDI** bij AAM. Verder heeft hij een **PhD** behaald aan de **Erasmus Universiteit** in **Financiële Econometrie**.





> **Arjen Monster** is werkzaam bij de afdeling Integrated Client Solutions (ICS) van NN Investment Partners (NN IP) en verantwoordelijk voor Strategisch Advies en LDI Advies aan DB pensioenfondsen. Hij heeft 20 jaar ervaring in de beleggingsindustrie en heeft zich in deze periode gespecialiseerd in LDI, derivaten, risicomanagement, portefeuillebeheer en strategische advisering.

Van Stuijvenberg: 'Cash kent dankzij centrale banken helaas een negatieve rente. Hoewel veel economielessen niet meer op lijken te gaan, geldt wel nog steeds: een hoger rendement verkrijgt je alleen door meer risico te nemen. Dus dat betekent kijken naar kortlopende staatsobligaties van minder veilige landen, maar ook het toevoegen van kortlopende credits en andere kortlopende beleggingen met een hoger risico/rendementsprofiel. Voorts is het probleem minder groot dan het lijkt, want ook de verplichtingen worden voor een groot gedeelte verdisconteerd met een negatieve rente.'

Wat gaat er veranderen voor het LDI-beheer onder het Nieuwe Pensioencontract? Wat zouden de pensioenfondsen moeten doen ter voorbereiding op dat nieuwe contract?

Verheul: 'Er is veel discussie over LDI in het NPC. Sommige fondsen zeggen: de renteafdekking kan de deur wel uit, die is niet meer nodig. Andere zeggen: we doen het alleen nog maar voor de oudere leeftijdsgroepen. Er gaat zeker wat veranderen, maar misschien minder dan velen nu denken. Pensioenfondsen neigen licht naar de opvatting dat het lange stuk straks niet meer nodig is.'

Moerman: 'Ik heb twee punten: het curverisico beheersen en het renterisico vaststellen per leeftijdscohort. De vraag is hoe dat laatste precies gaat uitpakken. Samen met onze klanten bestuderen we de opties en hoe die geïmplementeerd zouden kunnen worden. Wij zijn er echter geen voorstander van om daar nu al wijzigingen door te voeren, omdat er nog heel veel onduidelijkheid is.'

Valuta-afdekking kan het beste op het totale pensioenfondsniveau door één partij plaatsvinden. Elke maand of frequenter wordt voor het gehele fonds berekend wat de totale vreemde valuta-exposure is.

Monster: 'In de nieuwe situatie wordt de LDI-portefeuille per generatie bepaald. Je kunt kiezen voor een theoretische toewijzing van het renterisico, maar je kunt ook het daadwerkelijke matchingrendement gebruiken in de toewijzing. In het laatste geval kan je een matchingportefeuille per leeftijdscohort maken en zelf de afweging maken hoeveel risico je wilt lopen en hoe je de portefeuille in wilt richten.'

Van Eggermond: 'Het renterisico blijft intact, maar met wellicht wat andere typen posities dan alleen staatsgerelateerd. De vraag is of je daar voldoende ruimte voor hebt en wat meer aan de creditkant kan gaan zitten. Het is een beetje een zoektocht, je krijgt er wat risico bij en er gaat misschien in de toekomst wat vanaf. Er is nog best veel onzeker.'

Van Stuijvenberg: 'Het LDI-beheer in het NPC wordt complexer. De verschillende leeftijdscohorten krijgen ieder een andere renteafdekking, waarbij zowel het afdekkingspercentage als de kasstromen per cohort enorm verschillen. De jonge cohorten kennen langlopende verplichtingen en een laag afdekkingspercentage en de oudere cohorten kortere verplichtingen met een hoog afdekkingspercentage.'

Onder het nieuwe pensioenstelsel gaat men met leeftijdscohorten werken. De standaardimplementatie hiervan is dat het renteafdekkingspercentage laag is voor de jonge cohorten en hoog voor de oude cohorten. Is dit de meest voor de hand liggende keuze?

Van Stuijvenberg: 'De 'set-up', waarbij gewerkt gaat worden met verschillende leeftijdscohorten, is prima. Het is daarbij evident en wenselijk om de jongere cohorten meer risico te laten lopen dan de oudere. Ik denk dat meer of minder renteafdekking hier niet het juiste stuurinstrument is. Je zou er ook voor kunnen kiezen de renteafdekking voor alle cohorten gelijk te stellen en het risico per cohort vooral te sturen middels de exposure naar de returnportefeuille. Voor exposure naar de returnportefeuille mag immers een excess rendement worden verwacht, terwijl voor het openzetten van renterisico het verwachte additionele rendement nihil is.'

Hoe moet worden omgegaan met de jaarlijkse aanpassingen van de UFR (2021 t/m 2024) met het zicht op het NPC?

Monster: 'Wij zijn al langer voorstander van afdekken op basis van de swapcurve. Als je nu in één keer overgaat naar afdekken op de swapcurve krijg je niet elk jaar een discussie over de vraag of je meer of minder moet gaan afdekken. Dit hoeft overigens niet te betekenen dat je meer gaat afdekken.'

Van Stuijvenberg: 'De nieuwe UFR-methodiek wordt in vier stappen ingevoerd. De UFR-curve gaat daarbij ieder jaar meer lijken op de marktcurve. De rentegevoeligheid van de verplichtingen tegen de UFR-curve zal elk jaar stijgen (ongeveer plus vijf procent), wat in principe vraagt om een additionele renteafdekking. Ook voor partijen die een renteafdekking hebben op basis van marktwaardering is dit relevant. Als men de volatiliteit van de dekkingsgraad constant wil houden, zal de renteafdekking dus moeten worden verhoogd.'

Verdienen staatsleningen en met name de langere varianten nog wel een plek?

Verheul: 'Pensioenfondsbestuurders zijn hier op dit moment mee bezig. Ze vragen zich af of ze op termijn nog wel lange staatsobligaties moeten hebben of toch iets meer voor rendement willen gaan, waarvoor andere vastrentende waarden nodig zijn. Ik vraag me af wat dit betekent voor de overheidsfinanciën en of overheden daar last van zullen hebben. Ik denk dat ze daar niet erg over nadenken.'

Monster: 'Als de renteafdekkingspercentages teruglopen, kan sowieso – even los van de looptijden – de vraag naar staatsobligaties wat verminderen. Je wilt wel een kern van staatsobligaties en cash hebben voor collateral, maar ook omdat je moet kunnen herbalanceren en bijsturen. Ik denk dat dat zo blijft, maar misschien wat minder voor de hele lange looptijden. Langlopende obligaties kunnen daarnaast nog steeds aantrekkelijk blijven, zeker met het oog op het opkoopprogramma van de ECB.'

> **Jan Willem van Stuijvenberg** studeerde in 1998 af aan de Universiteit van Tilburg. Afstudeerrichting: Geld, Krediet en Bankwezen. Daarna begon hij als Strategist bij ABP en volgde een postdoc-opleiding Econometrie voor vermogensbeheerders. Na ABP werkte van Stuijvenberg voor De Lage Landen en Philips Pensioenfonds. In 2002 werd hij gevraagd om voor PME een risicomodel te ontwikkelen. Van Stuijvenberg Financial Services werd opgericht en is nu een belangrijke speler op het gebied van Risk Management. Gerenommeerde partijen zoals Mercer, Achmea IM en Pensioenfonds Vervoer nemen zijn diensten af.

Het LDI-beheer in het NPC wordt complexer. De verschillende leeftijdscohorten krijgen ieder een andere renteafdekking, waarbij zowel het afdekkingspercentage als de kasstromen per cohort enorm verschillen.

Van Egmond: 'Ik denk dat de vraag naar ultralange obligaties en swaps niet helemaal gaat verdwijnen. Je zult daarvan altijd wat nodig hebben omdat sommige mensen in de populatie heel oud worden. Als iedereen stopt met het kopen van lange obligaties, gaat de rente omhoog en als de curves dan heel steil worden, wordt het vanuit een beleggingsperspectief zelfs voor jongeren aantrekkelijk ze te kopen. Lange staatsobligaties blijven altijd een rol spelen in de gebalanceerde portefeuille.'

Van Stuijvenberg: 'Staatsleningen verdienen zeker nog een plek, maar de focus verschuift richting korte en middellange looptijden. Onder het nieuwe contract is er minder af te dekken exposure op de langere looptijden, maar deze is niet geheel verdwenen. Uiteraard moet men zich ervan bewust blijven dat staatsobligaties een actieve bet zijn versus de neutrale LDI-implementatie door middel van swaps. Bij staatsobligaties – ook AAA – moet er een verwacht excess-rendement zijn ter compensatie van het staat versus swap spreadrisico.'

Wat is jullie visie op de ontwikkeling van de rente, zowel qua hoogte als qua vorm van de rentecurve?

Van Eggermond: 'Ik weet het gewoon niet, maar naar mijn mening is dat helemaal niet relevant. Mijn taak is in de verschillende scenario's risico's te mitigeren. Return moet ik niet per se halen door mijn LDI of mijn rentevisie. Die haal ik door in de returnportefeuille bepaalde dingen te doen. De renteafdekking moet zodanig zijn, dat in ieder geval de onderkant voldoende is afgedekt.'



Foto: Archief Jan Willem van Stuijvenberg



Foto: Archief Marion Verheul

> **Marion Verheul** werkt sinds 1994 in het vakgebied Institutioneel Vermogensbeheer en sinds 1997 met specifiek pensioenfondsen als focus. Na haar studie Economisch-Sociale Geschiedenis aan de Universiteit Utrecht en de University of Florida begon zij haar loopbaan in 1994 als Aandelenanalist bij FDA. In 1997 maakte zij de overstap naar PVF Vermogensbeheer (later AGI en weer later F&C). Sinds 2003 is zij zelfstandig Investment Consultant, meestal in de rol van adviseur van beleggingscommissies. Daarnaast begeleidt zij searches naar fiduciair managers en is zij actief als bestuurslid.

Moerman: ‘Het is inderdaad heel lastig om de rente enigszins betrouwbaar te voorspellen. Niemand van ons had tien jaar geleden kunnen verwachten dat we nu zelfs negatieve rentes zouden hebben. Dat neemt niet weg dat je wel naar de renteontwikkeling moet kijken. Mijn verwachting is dat er de eerstkomende jaren aan de korte kant niets gebeurt, maar op den duur denk ik wel dat de rente weer omhooggaat. Te beginnen met het lange eind van de curve.’

Van Stuijvenberg: ‘Geen idee hoe de rente zich gaat ontwikkelen. Daar waag ik mij liever niet aan. Op basis van de forward rates, die liggen besloten in de huidige swapcurve, komt het korte eind omhoog en gaat het lange eind naar beneden. Forwards zijn in een zeer liquide markt als deze naar mijn mening de beste voorspeller. Tevens is gebleken dat forwards hier een heel slechte voorspeller zijn. Mijn conclusie is dan ook dat het niet te voorspellen is.’

Van Egmond: ‘Aan de ene kant heb je meer uitgifte van schuld dan ooit en aan de andere kant de centrale bank die meer opkoopt dan ooit. Hoe die twee krachten zich in de toekomst gaan verhouden, staat te bezien. Het is wel zo dat de kosten van niet afdekken steeds hoger worden als de curve heel steil wordt. Daar moet je wel degelijk rekening mee houden.’

Monster: ‘De rente loopt misschien heel licht op, maar normaal gesproken is niet te verwachten dat er aan het rentefront veel gebeurt. Ik denk wel dat het belangrijk is om meer met verschillende scenario’s te werken. Het risico op een rentedaling is immers nog steeds aanwezig, maar de kans op een scenario van op termijn een stijgende inflatie en rente is toegenomen.’

Hoedjes: ‘De search for yield kan aan de lange kant tevens een drukkend effect hebben. Ook wij denken echter dat er op korte tot middellange termijn niet heel veel gaat gebeuren.’ «

CONCLUSIE

LDI- en balansbeheer kunnen zowel bij één partij als afzonderlijk worden ondergebracht. Als je voor één partij kiest, moet je wel duidelijke afspraken maken over zaken als liquiditeitsbeheer en collateral management. Valutaafdekking vindt het beste door één partij plaats. Enigszins actief beheer met betrekking tot de verhouding tussen bonds en swaps kan toegevoegde waarde hebben. SSA-obligaties blijken in de praktijk beter mee te bewegen met de verplichtingen dan staatsobligaties. Er zijn in toenemende mate mogelijkheden om te vergroenen binnen de LDI-portefeuille, maar we zitten pas in de beginfase. Vanuit een strategisch oogpunt is er niets mis mee om bedrijfsobligaties, Nederlandse hypotheekleningen of staatsgegarandeerde leningen

in de matchingportefeuille op te nemen. Je moet voldoende cash in je portefeuille hebben om bij snelle rentestijgingen liquiditeit te hebben. Vanwege negatieve rentes is het belangrijk om de cash zo efficiënt mogelijk te bewaren. Het LDI-beheer in het NPC wordt complexer. De verschillende leeftijdscohorten krijgen ieder een andere renteafdekking, waarbij zowel het afdekkingspercentage als de kasstromen per cohort enorm verschillen. Bij staatsleningen verschuift de focus richting korte en middellange looptijden. De vraag naar ultralange obligaties en swaps zal overigens niet helemaal verdwijnen. De ontwikkeling van de rente is nauwelijks te voorspellen, maar normaal gesproken is niet te verwachten dat er aan het rentefront in de eerstkomende jaren veel gebeurt.