

De rol van hypotheke in de SPR

Achmea Mortgages

25 November 2024

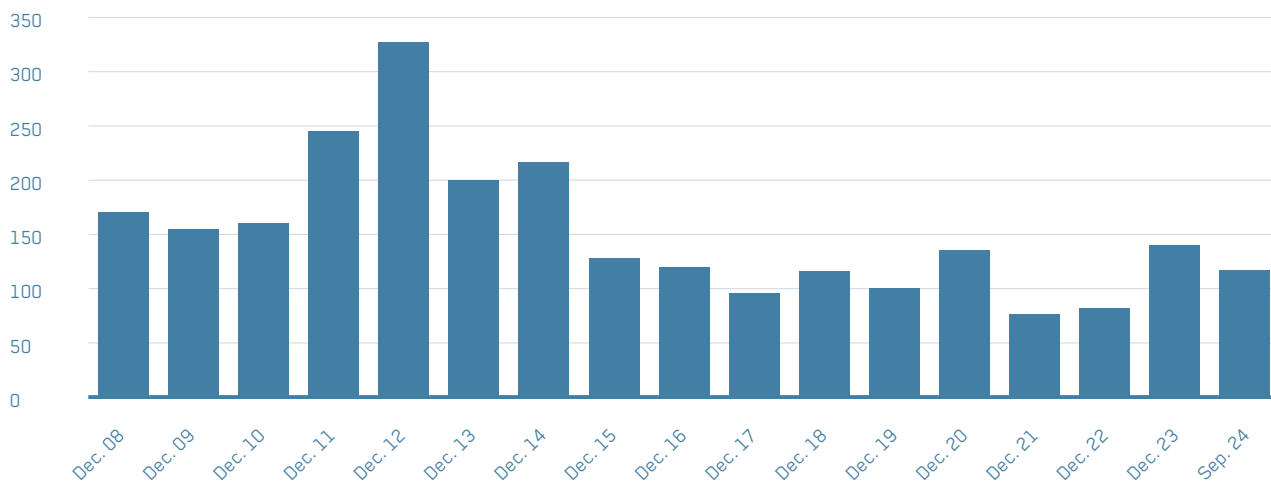
- Hypotheken als aantrekkelijke investering voor pensioenfondsen
- Stabiel rendement met beperkte risico's en illiquiditeitspremie
- Belangrijke rol binnen zowel rendement- als beschermingsportefeuilles

Hypotheke zijn tegenwoordig een belangrijke bouwsteen van de beleggingsportefeuilles van pensioenfondsen. In dit tweeluik geven wij onze visie weer wat de invoering van de Wet toekomst Pensioenen (Wtp) betekent voor de allocatie naar hypotheke. Dit doen we zowel voor de Solidaire Pensioenregeling (SPR) als de Flexibele pensioenregeling (FPR).

In de jaren met zeer lage of zelfs negatieve rentes zijn veel pensioenfondsen meer in hypotheke gaan beleggen. Aangetrokken door de relatief hoge hypotheekrentes hebben pensioenfondsen hun staatsleningen en kredietobligaties deels ingeruild voor een belegging in

hypotheke. Hoewel de rente is gestegen, zijn hypotheke nog steeds een aantrekkelijk alternatief voor obligaties. Ze bieden nog altijd een aantrekkelijke renteopslag versus staats- en kredietobligaties, zoals te zien is in Figuur 1.

FIGUUR 1: CREDIT SPREAD 10 JAAR NHG HYPOTHEEK VS. SWAPCURVE



Bron: Achmea IM, Achmea Mortgages, Bloomberg

Het risico van hypotheekbeleggingen is beperkt. Historisch zijn de kredietverliezen erg klein en de volatiliteit van de hypotheekrente is wat lager dan die van de rente op kredietobligaties. Hypotheken zijn wel een illiquide beleggingscategorie. De lange beleggingshorizon van pensioenfondsen stelt ze echter in staat om te profiteren van de illiquiditeitspremie van hypotheken. Figuur 2 laat de cumulatieve performance van hypotheken zien ten opzichte van staatsleningen en kredietobligaties.

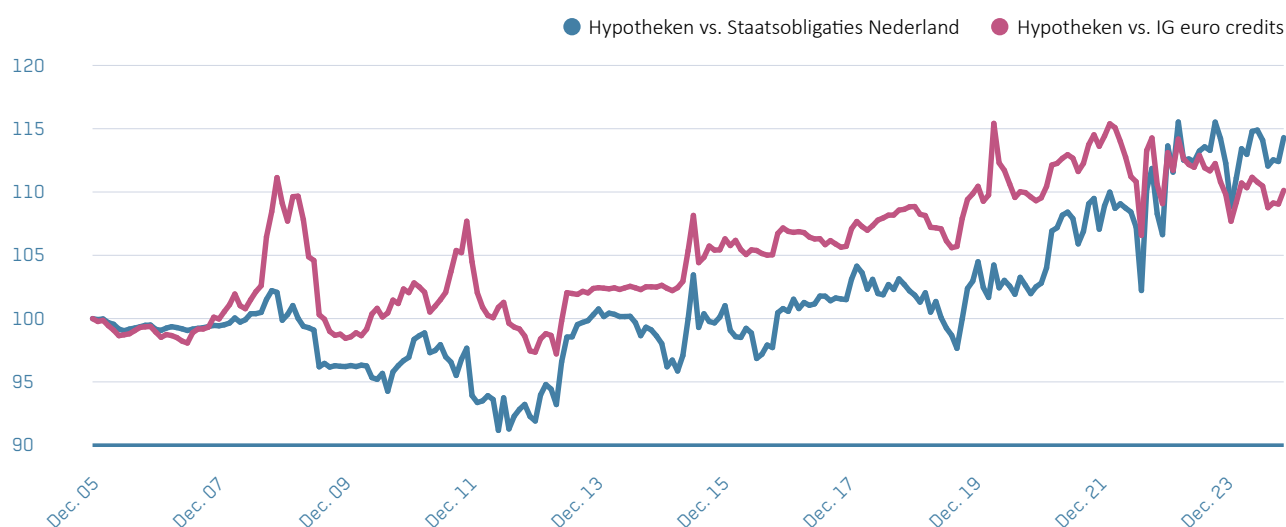
De relatie tussen het rendement op hypotheken en het sentiment op de woningmarkt is zwak. Dalende huizenprijzen zorgen niet voor betalingsproblemen bij de consument en hebben dus weinig invloed op de hypotheekmarkt. Daarentegen is een sterk oplopende werkloosheid wel een risico voor woninghypotheken. Maar een stresstest van De Nederlandsche Bank¹ wees uit dat zelfs in dit scenario de kredietverliezen beperkt blijven tot slechts 20-40 basispunten. De stresstest uit 2014 is uitgevoerd in de periode na de grote financiële crisis waarin de werkloosheid sterk was gestegen en huizenprijzen met 20-25% waren gedaald. Als gevolg hiervan stonden veel hypotheekportefeuilles onder water (de hypotheek was hoger dan de waarde van het onderpand) en waren de betalingsachterstanden opgelopen. Dit resulteerde weliswaar in hogere verliezen voor de belegger in hypotheken, maar absoluut gezien bleven de kredietverliezen laag.

Kredietverliezen in huidige stresstesten komen lager uit doordat de uitgangssituatie nu een stuk beter is. Door de sterk gestegen huizenprijzen en de verplichte aflossing op een hypotheek zijn de loan-to-value ratio's (LTV) momenteel een stuk lager. Het aantal hypotheken dat onder water staat is daardoor beperkt. Ook de arbeidsmarkt ligt er goed bij met een lage werkloosheid. De vooruitzichten zijn gunstig door de krappe arbeidsmarkt en verwachte verdere stijging van de huizenprijzen.

De geringe verhandelbaarheid zorgt voor een aantrekkelijke risico-opslag, waardoor hypotheken een hoger rendement bieden dan kredietobligaties. Het risico-rendementsprofiel is kortom gunstig. Ook vanuit het perspectief van het Vereist Eigen Vermogen (VEV) zijn hypotheken in het huidige pensioenstelsel aantrekkelijk vergeleken met kredietobligaties. Dankzij het lage risicoprofiel van hypotheken is er in het huidige Financieel Toetsingskader (FTK) een relatief kleine buffer nodig, terwijl ze een hoger rendement opleveren dan bedrijfsobligaties.

¹ <https://www.ndfr.nl/content/blg-342405>

FIGUUR 2: ONTWIKKELING CUMULATIEF EXCESRENDEMENT HYPOTHEKEN DOOR DE TIJD (INDEX, DEC 2005 = 100)



Bron: Achmea IM, Achmea Mortgages, Bloomberg

Illiquide beleggingen in de SPR

Onder de Wtp verandert er niets aan de beleggingskenmerken van deze beleggingscategorie. Hypotheken houden een aantrekkelijke risicopremie ten opzichte van veilige staatsobligaties en swaps. Wel krijgen liquiditeit en waarderingen meer aandacht in het nieuwe stelsel.

In de flexibele premiereregeling (FPR) brengt het gebruik van illiquide beleggingen meer uitdagingen met zich mee dan onder de solidaire premiereregeling (SPR). In de SPR is er voldoende ruimte voor illiquide beleggingen. Het is niet mogelijk om het maximum percentage aan illiquide beleggingen exact te bepalen. Dat is namelijk onder meer sterk afhankelijk van de aannames. Achmea IM hanteert een maximale allocatie van 30%. Dat is een prudent percentage waarbij ook in stresstests de liquiditeit van de portefeuille gewaarborgd blijft.

Voor hypotheken is de illiquiditeit een veel minder groot probleem dan voor andere private markten zoals niet-beursgenoteerd vastgoed, infrastructuur en private equity. Zo zijn ze relatief eenvoudig maandelijks te waarderen op basis van de actuele rentestanden. Vooral hypotheekfondsen bieden doorgaans een relatief goede liquiditeit. Meestal kunnen beleggers in fondsen maandelijks in- en uittreden. Ook de constante kasstroom uit rente en aflossingen pleit voor hypotheken.

Door deze niet te herbeleggen maar uit te keren, genereer je liquiditeit en loopt de hypotheekportefeuille snel terug.

Hypotheken in de rendementsportefeuille

De SPR heeft een collectief beheerde portefeuille. Daarbinnen wordt onderscheid gemaakt tussen de rendementsportefeuille en de beschermings- of matchingportefeuille. In de SPR is sprake van één rendementsportefeuille. De belangrijkste doelstelling daarvan is het op een efficiënte manier genereren van rendement om daarmee jonge deelnemers te helpen om hun pensioenkapitaal te laten groeien. Daarnaast kan de rendementsportefeuille worden ingezet om een deel van de koopkrachtbestendigheid van de ingegane pensioenen te realiseren. Hypotheken kunnen zowel een rol spelen in de rendementsportefeuille als de beschermingsportefeuille.

Zeker wanneer gebruik gemaakt wordt van het opheffen van de leenrestrictie en ingezet wordt op een meer robuuste en goed gediversifieerde rendementsportefeuille, ligt de opname van hypotheken voor de hand. Hypotheken bieden dan extra diversificatievoordeel ten opzichte van aandelen en obligaties met een hoog risico. Tegelijkertijd is het rendement aantrekkelijk door de relatief hoge risico-opslag in hypotheken.

TABEL: RENDEMENT EN RISICO HYPOTHEKEN (JANUARI 2006 - OKTOBER 2024)

	Hypotheken*	Kasgeld*	Staatsobligaties Nederland*	Staatsobligaties eurozone*	IG credits euro*	Aandelen*
Fund Rendement jaarbasis	2,9%	0,9%	2,0%	2,4%	2,3%	6,8%
Excesrendement**	2,0%		1,1%	1,5%	1,4%	5,8%
Volatiliteit jaarbasis	3,4%	0,5%	5,4%	4,9%	3,8%	14,4%
Sharpe ratio	0,6		0,2	0,3	0,4	0,4
Maximaal piek-dal-verlies	-18,2%	-2,8%	-24,9%	-21,3%	-17,3%	-51,4%
Correlatie						
Duitse staatsobligaties	0,47	0,08	0,99	0,88	0,78	-0,06
IG credits	0,35	0,04	0,82	0,86	1	0,38
Swap (7 jaar)	0,50	0,12	0,94	0,88	0,83	-0,02
Aandelen	-0,14	-0,10	0,02	0,13	0,38	1

* Hypotheken is het Saref particulieren hypotheekfonds. Dit fonds heeft de langste historie. Kasgeld is het totaalrendement op EONIA. Staatsobligaties Nederland is de Bloomberg Barclays EuroAgg Treasury Netherlands index. Staatsobligaties eurozone is de Bloomberg Barclays EuroAgg Treasury Index. IG credits is de IBOXX Euro Non-Sovereign index. Aandelen is de MSCI World euro hedged index.

** Excesrendement is het rendement boven de risicovrije rente (hier kasgeld).

Bron: Achmea IM, Achmea Mortgages, Bloomberg

Een dergelijke meer robuuste rendementsportefeuille stelt pensioenfondsen in staat om de leenrestrictie op te heffen en een grotere blootstelling naar de rendementsportefeuille toe te kennen zonder dat dit gepaard gaat met te hoog risico.

Renterisico afdekken in de beschermingsportefeuille
In de Wtp blijft de swaprente belangrijk voor pensioenfondsen, zowel in de flexibele als solidaire premieregeling. De swaprente heeft een grote invloed op de hoogte van de verwachte pensioenuitkering en het beheersen van het renterisico. In de matchingportefeuille helpen hypotheekrentes om het renterisico te beheersen. De Europese swaprente is namelijk de basis van de hypotheekrente waardoor beide sterk met elkaar gecorreleerd zijn. Door de aantrekkelijke risico-opslag in de hypotheekrente is de kans erg groot dat een belegging in hypotheekrentes de swaprente verslaat, zeker op lange termijn. Dit maakt deze beleggingscategorie extra aantrekkelijk voor pensioenfondsen.

Bijkomend voordeel is dat met het gebruik van hypotheekrentes de beschermingsportefeuille efficiënter kan worden geconstrueerd. Een traditionele beschermingsportefeuille met staatsleningen en/of bedrijfsobligaties en swaps levert een rendement dicht tegen swaps aan of zelfs lager dan swaps. Staatsleningen worden dan in de regel toegevoegd als veilige haven en voor het storten van onderpand voor de swaps. Door het vaak lagere rendement van staatsleningen ten opzichte van de swaprente, is het behalen van de swaprente of overrendement in de beschermingsportefeuille niet zeker. Het toevoegen van hypotheekrentes aan de beschermingsportefeuille zorgt ervoor dat in ieder geval de swaprente dan wel overrendement wordt behaald. De beschermingsportefeuille kan in zekere zin geoptimaliseerd worden zodat er een hoger rendement kan worden behaald.

De transitie naar de Wtp

Nu veel pensioenfondsen bezig zijn met de transitie naar de Wtp, rijst de vraag hoe deze overgang vorm te geven en welke consequenties dit heeft voor de beleggingsportefeuille. Bij de keuze om eventuele inhaalindexatie en het afschaffen van de doorsnee systematiek te compenseren vanuit de hoge huidige dekkingsgraad, levert dat een transitierisico op voor het pensioenfonds.

In de transitieperiode zou een pensioenfonds kunnen overwegen om de renteafdekking te verhogen. Om deze vervolgens weer te verlagen bij de overstap naar de Wtp. De voorgaande argumenten zouden ook in deze fase pleiten voor een hoge allocatie naar hypotheekrentes, juist in combinatie met de relatief hoge liquiditeit die hypotheekrentes biedt in het spectrum van illiquide beleggingen.

Conclusie

De aantrekkelijke investment case van hypotheekrentes verandert niet onder het nieuwe pensioenstelsel. Hypotheekrentes bieden een mooie spread boven de swaprente, terwijl het kredietrisico laag is. Achmea IM geeft hypotheekrentes daarom nog steeds een plek in de matchingportefeuille onder de solidaire premieregeling. Ook kunnen hypotheekbeleggingen een rol vervullen in de rendementsportefeuille. Overigens hebben pensioenfondsen de wens uitgesproken de rendementen sneller te willen toewijzen aan de deelnemers. Aan aanbieders van hypotheekproducten de taak om sneller en frequenter te rapporteren. ●

Auteurs



Coen van de Laar

Senior Investment Strategist

E coen.van.de.laar@achmea.nl



Rajesh Sukdeo

Portfolio Manager

E rajesh.sukdeo@achmea.nl

www.achmeamortgages.nl

Disclaimer

Achmea Mortgages is een handelsnaam van Achmea Mortgage Funds B.V., een besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid, statutair gevestigd en kantoorhoudende te Amsterdam, ingeschreven bij de Kamer van Koophandel onder nummer 88585670. Achmea Mortgage Funds is een vermogensbeheerder gespecialiseerd in oplossingen voor individuele en collectieve beleggingen in hypotheke.

Achmea Mortgage Funds beschikt over een vergunning van de Autoriteit Financiële Markten op grond van artikel 2:65 sub a van de Wet op het financieel toezicht ('Wft') voor het beheren van alternatieve beleggingsinstellingen voor professionele beleggers in de zin van artikel 1:1 Wft.

De informatie in dit document is uitsluitend bedoeld voor professionele beleggers en is alleen ter oriëntatie. Het vormt geen voorstel of aanbod om in te schrijven op een beleggingsfonds of om op enige andere wijze financiële instrumenten, individueel beleggingsadvies of andere financiële diensten te verwerven of te verkrijgen, noch is deze informatie bedoeld als basis voor een beleggingsbeslissing.

Er worden geen garanties of verklaringen gegeven over de juistheid en volledigheid van de informatie. Aan de verstrekte informatie, aanbevelingen en berekende waarden kunnen geen rechten worden ontleend. De informatie in dit document is slechts indicatief, kan onderhevig zijn aan wijzigingen en kan zonder verdere kennisgeving worden gewijzigd. De waarde van beleggingen kan fluctueren. Resultaten behaald in het verleden bieden geen garantie voor de toekomst. Alle informatie in dit document is eigendom van of in licentie gegeven aan Achmea Mortgage Funds en wordt beschermd door intellectuele eigendomsrechten.