

Ook bij beschikbare premie pensioenregelingen de duration verlengen?

Inleiding

Onder de werkingssfeer van het nieuwe Financiële Toetsingskader (FTK) voor pensioenfondsen dienen de verplichtingen op marktwaarde te worden gewaardeerd. Omdat de pensioenverplichtingen zich in deze systematiek als langlopende obligatiebeleggingen gedragen, is het vanuit asset liability management (ALM) oogpunt aantrekkelijk om ook te gaan beleggen in langlopende obligaties, of de duration met

behulp van bijvoorbeeld een swap overlay te verlengen. Op die wijze kunnen de solvabiliteitsrisico's namelijk sterk worden gereduceerd. Het FTK heeft vooral betrekking op pensioenfondsen die een toegezegde pensioen (DB) regeling uitvoeren. De gevolgen van het FTK voor (individuele) beschikbare premie (DC) pensioenregelingen zijn tot nu toe onderbelicht gebleven en vormen het onderwerp van dit artikel.²

Achtergrond beschikbare premieregelingen

In de praktijk komen zowel volledige DC-pensioenregelingen voor, als regelingen waarin DB en DC worden gecombineerd. In zo'n combinatieregeling is bijvoorbeeld een DB-regeling van toepassing op het salaris tot een bepaalde grens, met daarnaast een DC-regeling voor het eventuele meerdere salaris boven deze grens. Het essentiële verschil tussen DB- en DC-regelingen is dat bij DB de pensioenrechten worden toegezegd, terwijl bij DC de sponsor zich alleen committeert tot het doen van bepaalde premiestortingen. Het uiteindelijke pensioenniveau dat in een DC-regeling wordt bereikt, is dus op voorhand onzeker en hangt met name af van het rendement dat de deelnemer maakt op het DC-kapitaal. De verantwoordelijkheid voor de beleggingen kan onder de nieuwe Pensioenwet, die in 2007 in werking treedt, niet simpelweg bij de deelnemers worden neergelegd. Een essentieel element in de Pensioenwet is namelijk het begrip "zorgplicht". In artikel 52, lid 3 en 4 van de Pensioenwet wordt gesteld dat:

"3. Indien de deelnemer of gewezen deelnemer de verantwoordelijkheid voor de beleggingen heeft overgenomen, adviseert de pensioenuitvoerder de deelnemer of de gewezen deelnemer over de spreiding van de beleggingen in relatie tot de duur van de periode tot pensioendatum, waarbij het beleggingsrisico kleiner wordt naarmate de pensioendatum afneemt.

David Blitz
Deputy Head
Quantitative
Strategies bij
Robeco¹



4. De pensioenuitvoerder onderzoekt ten minste een keer per jaar of de beleggingen van de deelnemer of gewezen deelnemer zich binnen de op basis van het derde lid gestelde grenzen bevinden en informeert de deelnemer en de gewezen deelnemer hierover.”

Hieruit kan worden opgemaakt dat de pensioenuitvoerder een normstrategie moet opstellen die goed gespreid is en waarbij het beleggingsrisico wordt afgebouwd naarmate de pensioendatum nadert. Verder moet de uitvoerder minimaal eens per jaar verifiëren of de feitelijke portefeuilles in lijn zijn met de gestelde normen. De pensioenuitvoerder kan daarbij zelf bepalen in welke mate het deelnemers toestaat om af te wijken van de normstrategie.³

Het over de jaren afbouwen van het beleggingsrisico in het kader van de zorgplicht sluit aan bij het bekende life cycle beleggingsmodel, dat ook gekenmerkt wordt door leeftijdsafhankelijke beleggingsmixen met een afnemend risico. Een klassieke vuistregel is bijvoorbeeld om honderd minus de actuele leeftijd (“100-X”) als percentage aandelen in de beleggingsmix aan te houden. Malkiel (1996, p. 420) geeft in de klassieker *A random walk down Wall Street* concrete adviesmixen met afnemend risico voor verschillende leeftijdscategorieën. De motivatie voor het afbouwen van het beleggingsrisico is dat de risicobereidheid in het algemeen afneemt naarmate iemand ouder wordt. Dit kan onder meer worden verklaard uit:

- 1 Toenemende afhankelijkheid van inkomsten uit het reeds opgebouwde vermogen in combinatie met afnemende resterende inkomsten uit arbeid.
- 2 Een kortere resterende levensverwachting en daarmee per definitie een kortere beleggingshorizon.

Conform de zorgplicht en het life cycle beleggingsmodel is het gebruikelijk om een relatief hoog percentage zakelijke waarden in de beleggingsmix te hanteren voor jonge deelnemers en dat percentage af te bouwen naarmate de pensioendatum nadert. Door in de laatste jaren van opbouw de zakelijke waarden geleidelijk te liquideren en de daarmee vrijkomende gelden op een spaarrekening te zetten wordt het reeds opgebouwde kapitaal veiliggesteld. Op de pensioendatum moet het eindkapitaal in een pensioenaanspraak worden omgezet. In sommige gevallen is de deelnemer hiervoor aangewezen op

een verzekeraar. Indien echter sprake is van een pensioenfonds waarbij de DC-regeling een aanvulling vormt op een basis DB-regeling, moet het pensioenfonds de deelnemer ook de mogelijkheid bieden om het pensioen bij het fonds zelf in te kopen. Dit kan aantrekkelijk zijn, omdat een pensioenfonds geen winstoogmerk heeft en omdat op het moment dat het DC-kapitaal is omgezet in een DB-aanspraak, deze DB-rechten onder het reguliere indexatiebeleid van het pensioenfonds vallen. Het is dus goed om te beseffen dat het DC-karakter van DC-regelingen slechts van tijdelijke aard is, namelijk alleen gedurende de opbouwfase. Pensioenfonds kunnen op het moment van pensionering van de deelnemer plotseling weer DB-rechten op hun balans krijgen, die vanaf dat moment, net als de overige DB-aanspraken, kunnen profiteren van de vermogensbuffer van het pensioenfonds.

De traditionele focus op de absolute hoogte van het eindkapitaal impliceert dat in feite van een asset-only benadering sprake is. Voor de komst van het FTK was dit een terechte insteek, aangezien de hoogte van het uiteindelijke pensioen recht evenredig was met de hoogte van het opgebouwde kapitaal. De kostprijs bij de inkoop werd namelijk berekend tegen de klassieke vaste rekenrente van 4%, net als bij waardeoverdrachten en bij de inkoop van reguliere DB-aanspraken. In het licht van het FTK valt echter te verwachten dat de inkoopprijs voor het pensioen op de pensioendatum afhankelijk van de marktrente zal worden. Dit roept de vraag op of durationverlenging ook wenselijk is voor deze regelingen. De beantwoording van deze vraag staat centraal in het vervolg van dit artikel.

Marktrente of vaste rekenrente?

Het FTK gaat weliswaar van marktwaardering uit, maar dat betekent nog niet dat daarmee de vaste rekenrente in één klap geheel is verdwenen uit de pensioenwereld. Bij waardeoverdrachten zijn pensioenfonds bijvoorbeeld vooralsnog wettelijk verplicht om de klassieke vaste rekenrente van 4% te hanteren.⁴ Ook de inkoop van een pensioen aan het einde van de opbouwfase van een beschikbare premieregeling vindt nog steeds plaats tegen diezelfde vaste rekenrente van 4%. Zolang de pensioeninkoop tegen de vaste rekenrente van 4% plaatsvindt, zal de hoogte van het pensioen één op één blijven samenhangen met de hoogte van het opgebouwde kapitaal.

Traditionele life cycle beleggingsmixen, die gericht zijn op het bereiken van een zo hoog mogelijk eindkapitaal tegen een aanvaardbaar risico, blijven in dat geval optimaal.

Vanwege de trend richting marktwaardering valt echter te verwachten dat de vaste rekenrente vroeg of laat geheel zal verdwijnen. Voor alle deelnemers die niet in de nabije toekomst met pensioen gaan is het dan ook verstandig om op die verandering te anticiperen. Het gaat daarbij naar onze mening vooral om de deelnemers die binnen tien jaar met pensioen verwachten te gaan. Voor hen zijn de nog resterende toekomstige premiestortingen immers relatief laag ten opzichte van het reeds opgebouwde kapitaal en bovendien worden de beleggingen in zakelijke waarden van deze deelnemers doorgaans in snel tempo afgebouwd. We concentreren ons in het vervolg op de situatie waarbij het pensioen op de pensioendatum tegen de dan geldende marktrente moet worden ingekocht, waarbij we met name ingaan op de consequenties voor de optimale beleggingsmix.

Renterisico voor een beschikbare premie deelnemer

Tabel 1 geeft inzicht in het belang van de hoogte van de rekenrente op het moment dat een pensioen moet worden ingekocht. De zogenaamde inkoopfactor kan worden geïnterpreteerd als het aantal euro's dat moet worden betaald per euro pensioen dat wordt ingekocht. Deze factoren zijn actuariel berekend door de verwachte pensioenuitkeringen (gegeven sterftekansen) te verdisconteren met een bepaalde vaste rentevoet. Te zien is dat de inkoop van één euro pensioen 14.5 euro kost bij de traditionele rekenrente van 4%. Uitgaande van een 1% lagere rente stijgt de kostprijs echter ongeveer 10%, terwijl uitgaande van een 1% hogere rente de kostprijs ongeveer 10% daalt. Hieruit kunnen we concluderen dat het pensioen op de pensioendatum een rentegevoeligheid, ofwel duration, van ongeveer 10 jaar kent.

Tabel 1: Inkoopfactoren bij verschillende rekenrentes (65-jarige man, OP + 70% NP)

Rekenrente	Inkoopfactor	Inkoopfactor t.o.v. 4%
2%	17.9	23.6%
3%	16.1	10.8%
4%	14.5	0.0%
5%	13.2	-9.2%
6%	12.0	-17.0%

Stel nu dat een deelnemer er op mikt om over N jaar met pensioen te gaan en het renterisico tot die tijd volledig wil afdekken. Met andere woorden, de deelnemer wil geen risico lopen met betrekking tot de hoogte van het nominale pensioen dat kan worden ingekocht op de pensioendatum gegeven het reeds opgebouwde kapitaal. De pensioenduration van 10 jaar impliceert dan dat de deelnemer consequent zou moeten beleggen in obligaties met een duration van 10+N jaar, dus tien jaar plus het aantal resterende jaren tot de pensioendatum.⁵ In dat geval is het effect van een renteverandering op de inkoopprijs van het pensioen namelijk even groot als de waardeverandering van de portefeuille. Als de rente daalt, stijgt de inkoopprijs van het pensioen, maar neemt de waarde van de portefeuille ook navenant toe. Omgekeerd geldt ook dat bij een rentestijging de waarde van de portefeuille weliswaar afneemt, maar de inkoop van het pensioen navenant goedkoper wordt.

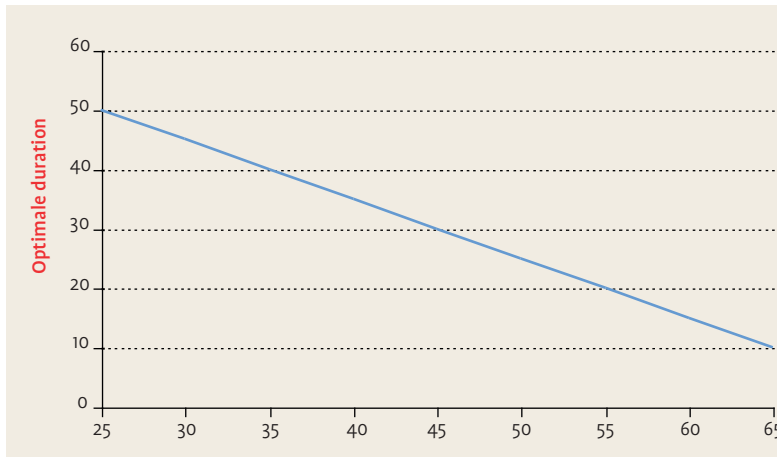
Figuur 1 illustreert tot welke durations dit concreet leidt voor een deelnemer die mikt op pensionering op 65-jarige leeftijd. Het is duidelijk dat dit neerkomt op het doorvoeren van een aanzienlijke looptijdverlenging, aangezien traditionele obligatiebeleggingen slechts een duration van circa 5 jaar kennen, en gezien het feit dat de duration van spaarproducten zelfs praktisch nihil is. Merk op dat voor pensioenfondsen met DB verplichtingen de duration typisch slechts zo'n 15 tot 20 jaar bedraagt. Daaronder vallen echter ook tevens de reeds ingegane pensioenen, die een relatief lage duration kennen.

Veiligstellen van de nominale pensioenaanspraak

De conclusies in de voorgaande paragraaf volgen rechtstreeks uit de veronderstelling dat de deelnemer het nominale renterisico wil afdekken. De voor de hand liggende vraag is derhalve in hoeverre deze veronderstelling valide is. Hierbij is het van belang om onderscheid te maken tussen jonge en oude deelnemers.

Eerst staan we stil bij de oude deelnemers, zeg de 55-plussers.⁶ Deze deelnemers hebben doorgaans een relatief hoog kapitaal opgebouwd, dat gegeven het beperkte aantal resterende jaren van opbouw (premiestortingen) nog slechts relatief weinig zal groeien. Het reeds opgebouwde kapitaal representeert voor deze deelnemers een pensioen dat overeenkomt met een

Figuur 1: Optimale duration op verschillende leeftijden



bepaald percentage van bijvoorbeeld hun eindloos, en het zal hen er vooral om gaan om dat pensioenniveau veilig te stellen. Stel bijvoorbeeld dat een deelnemer vlak voor het moment van pensioeninkoop uitzicht heeft op 65% eindloos, dan willen we voorkomen dat als gevolg van een plotselinge rentedaling bijvoorbeeld nog maar een pensioen overeenkomend met 60% eindloos kan worden ingekocht. Of dat de deelnemer in feite gedwongen is om nog een aantal jaren door te werken en aanvullend pensioen op te bouwen. Om die reden is voor deze groep deelnemers verlenging van de duration conform Figuur 1 wenselijk.

Voor jonge deelnemers is verlenging van de duration echter minder wenselijk, met name omdat het voor jonge deelnemers van groot belang is dat hun pensioenkapitaal waardevast blijft. Naarmate de inflatie in de toekomst hoger is zal het salaris naar verwachting harder groeien. Het pensioenkapitaal dient dan dus navenant mee te groeien om te zijner tijd hetzelfde pensioen, uitgedrukt als percentage van het eindloos, in te kunnen kopen. Een belegger in langlopende obligaties legt het rendement over de gehele looptijd echter in feite vast en heeft daardoor geen enkele bescherming tegen stijgende inflatie. In onder meer Campbell & Viceira (2002) en Blitz (2005) wordt aangetoond dat traditionele, kortlopende obligaties zijn te prefereren boven langlopende obligaties voor beleggers die zijn geïnteresseerd in inflatiebestendige rendementen op lange termijn.⁷

Durationverlenging voor jonge deelnemers is tevens minder interessant vanwege een tweetal aanvullende

argumenten. Zoals gezegd beleggen jonge deelnemers in het kader van een life cycle model doorgaans relatief veel in zakelijke waarden. Als durationverlenging praktisch alleen gerealiseerd kan worden door een forse allocatie naar een obligatiefonds met een hoge duration, kan dat ten koste gaan van de allocatie naar zakelijke waarden. Dit heeft een nadelig effect op het verwachte rendement van de portefeuille. Verder kan ook worden gesteld dat het inkooprisico relatief minder groot is voor jonge deelnemers, omdat (a) een eventuele tegenvaller over een groot aantal jaren kan worden uitgesmeerd en (b) rentes op lange termijn *mean reversion* vertonen.

Meer over waardevastheid

Het punt van inflatierisico is ook de reden waarom pensioenfondsen in het kader van DB-regelingen bedenkingen hebben bij de strategische wenselijkheid van durationverlenging.⁸ Toch is het naar onze mening gerechtvaardigd, dat oudere deelnemers aan een beschikbare premie regeling zich concentreren op het veiligstellen van het nominale pensioen dat op de pensioendatum kan worden ingekocht en uit dien hoofde de duration verlengen. Met name indien geldt dat het DC-kapitaal op de pensioendatum kan worden omgezet in een DB-pensioenaanspraak bij het pensioenfonds in kwestie. In dat geval wordt de waardevastheid immers gewaarborgd, doordat het pensioen vervolgens onder het reguliere indexatiebeleid van het pensioenfonds valt.

Stel nu echter dat er weinig of geen perspectief op waardevastheid is, bijvoorbeeld omdat het pensioen

wordt ingekocht bij een pensioenfonds met een zwakke financiële positie of omdat het pensioen wordt ingekocht bij een verzekeraar die alleen een nominaal pensioen biedt. In theorie kunnen dan vraagtekens worden gezet bij de wenselijkheid van durationverlenging. De deelnemer zou namelijk als volgt kunnen redeneren. Stel dat de nominale rente stijgt, maar de reële rente niet. Met andere woorden, de verwachte inflatie neemt toe. Als de duration is verlengd, daalt het DC-kapitaal door de stijging van de nominale rente, maar de inkoopprijs van een nominaal pensioen daalt navenant. Per saldo kan dan hetzelfde nominale pensioen in euro's worden ingekocht. De reële waarde daarvan is echter lager in verband met de hogere verwachte inflatie. Als de duration niet was verlengd, dan zou het DC-kapitaal niet zijn gedaald en had een hoger nominaal pensioen ingekocht kunnen worden, dat compensatie biedt voor de hogere inflatie.

De medaille kent echter ook een keerzijde. Namelijk het omgekeerde scenario van een dalende nominale rente bij gelijkblijvende reële rente, ofwel een daling van de verwachte inflatie. Volgens dezelfde redenering zou de deelnemer die de duration niet heeft verlengd dan niet rouwig moeten zijn om een lager nominaal pensioen, omdat dit in reële termen wordt gecompenseerd door een lagere verwachte inflatie. Wij denken echter dat de gemiddelde deelnemer dat niet zo zal ervaren, omdat deze voornamelijk zal kijken naar het nominale pensioen in concrete euro's, in plaats van de veel minder tastbare reële, voor inflatie gecorrigeerde waarde die dat pensioen representeert. Zelfs wanneer er weinig of geen perspectief op indexatie is denken wij daarom dat de meeste deelnemers toch primair hun nominale aanspraken veilig zullen willen stellen, wat impliceert dat durationverlenging ook voor hen de voorkeur verdient.

Goede communicatie is essentieel

Als een deelnemer van 55 jaar zijn nominale pensioen wil veiligstellen en mikt op pensionering op 65-jarige leeftijd, volgt uit onze voorgaande analyse dat de duration van het kapitaal 20 jaar zou moeten bedragen. Dit zou bijvoorbeeld kunnen worden gerealiseerd door 50% te beleggen in een "long duration" fonds met een duration van 40 jaar.⁹ Dergelijke fondsen zijn op de institutionele markt reeds beschikbaar.¹⁰ Wanneer wordt overgegaan tot het substantieel verlengen van de duration in de indivi-

duële portefeuille van een deelnemer zal goede communicatie essentieel zijn. In absolute zin neemt het risico namelijk sterk toe. Een renteverandering van 1% leidt bijvoorbeeld tot een koersverandering van 40% voor het genoemde "long duration" fonds. De volatiliteit van het te realiseren pensioenniveau zal evenwel sterk verminderen. Het nut van durationverlenging wordt de deelnemer dus alleen duidelijk indien een rechtstreekse link wordt gelegd met het pensioen dat door de deelnemer kan worden ingekocht. Als een dergelijke link niet wordt gelegd, zal dat naar verwachting tot veel verwarring en onbegrip leiden bij de deelnemers.

Bij de durationkeuze dient verder rekening te worden gehouden met de mogelijkheid van vervroegde pensionering en/of de mogelijkheid dat bij een tussentijdse waardeoverdracht van het DC kapitaal een omzetting naar een pensioenaanspraak plaatsvindt. De logische manier om hier mee om te gaan, is door een soort gemiddelde verwachte pensioendatum in te schatten en de durationkeuze daarop af te stemmen. Merk op dat aangezien wij alleen voor oudere deelnemers tot de conclusie komen om de duration te verlengen, we het hebben over deelnemers die hun verwachte pensioendatum redelijk goed zullen kunnen inschatten.

Samenvatting

In dit artikel hebben we stilgestaan bij de vraag of verlenging van de duration aantrekkelijk is voor deelnemers aan beschikbare premieregelingen. Vooralsnog wordt bij de inkoop van een pensioen op de pensioendatum uitgegaan van de vaste rekenrente van 4%, zodat een asset-only benadering in feite volstaat. Traditionele life cycle mixen, die richting de einddatum afbouwen naar spaarproducten, zijn in dat geval optimaal. Zeker voor deelnemers die binnen tien jaar met pensioen verwachten te gaan, is het echter raadzaam te anticiperen op een toekomst waarin het pensioen waarschijnlijk tegen een actuele marktrente moet worden ingekocht.

Voor oudere deelnemers representeert het reeds opgebouwde, relatief hoge kapitaal een pensioen dat overeenkomt met een bepaald percentage van het salaris. Deze deelnemers zullen naar onze mening vooral de nominale hoogte van dit pensioen willen veiligstellen. Uit onze uiteenzetting blijkt dat het in dit geval optimaal is om de duration van de

portefeuille te verlengen tot 10 jaar plus het aantal nog resterende jaren tot de pensioendatum. Als men namelijk zou vasthouden aan beleggingen in traditionele obligaties en/of spaarproducten kan zich een behoorlijke tegenvaller voordoen, als de rente op het moment van inkoop blijkt te zijn gedaald. Door de duration te verlengen realiseren oudere deelnemers in feite een “pensioenclick”, waarmee vervelende verrassingen met betrekking tot het uiteindelijke pensioenniveau worden voorkomen.

Theoretisch hoeft durationverlenging voor oudere deelnemers niet meer optimaal te zijn, als er weinig of geen perspectief op waardevastheid is vanaf het moment van pensionering. Als het DC-kapitaal op de pensioendatum kan worden omgezet in een DB-aanspraak bij het pensioenfonds in kwestie is dat echter nauwelijks aan de orde, aangezien deze aanspraak vanaf dat moment onder het reguliere indexatiebeleid van het fonds valt. Maar zelfs als er echt geen perspectief op indexatie is, dan nog denken wij dat de meeste deelnemers de voorkeur geven aan het veiligstellen van hun nominale aanspraak in euro's, in plaats van te sturen op een minder tastbare reële waarde.

Voor jonge deelnemers is waardevastheid wel van essentieel belang. Verlenging van de duration is voor deze groep minder opportuun, aangezien traditionele obligaties een betere bescherming bieden tegen een mogelijk oplopende inflatie op langere termijn. Bovendien zou het voor deze deelnemers vanuit het oogpunt van verwacht rendement onwenselijk zijn om het gewicht in zakelijke waarden te verlagen, om ruimte vrij te maken voor producten waarmee de duration kan worden verlengd. Ten slotte is het inkooprisico voor deze groep ook relatief minder groot in verband met lange termijn mean reversion van rentes.

Verder hebben we benadrukt dat goede communicatie bij het beleggen in langlopende obligaties essentieel is. Durationverlenging verhoogt het risico van de portefeuille in absolute zin en het nut ervan wordt alleen duidelijk, indien een rechtstreekse link wordt gelegd met het pensioen dat kan worden ingekocht. Voor aanbieders van beschikbare premieregelingen betekent dit een verschuiving van louter informatieverschaffing over de hoogte van het opgebouwde kapitaal naar informatie over de hoeveelheid pensioen die te zijner tijd kan worden ingekocht.

Referenties

- Blitz, D.C. (2005), *Renterisico voor pensioenfonds*, VBA Journal, 21^e jaargang, nr. 1, p. 13-21
- Campbell, J.Y. en Viceira, L.M. (2002), *Strategic Asset Allocation: Portfolio Choice for Long-Term Investors*, Oxford University Press
- Koijen, R., Nijman, Th.E., en Werker, B.J.M. (2005), *Labour Income and the Demand for Long-Term Bonds*, Netspar Discussion Paper 09
- Malkiel, B. (1996), *A Random Walk Down Wall Street*, W.W. Norton & Company

Noten

- 1 Dit artikel is geschreven in nauwe samenwerking met Ad van Hulst en Bas Zwaal van de afdeling Pension Providers van Robeco.
- 2 Zogenaamde “collectieve DC-regelingen” vallen buiten het bestek van dit artikel.
- 3 De ervaring bij Robeco is dat het overgrote deel van de deelnemers in de praktijk kiest voor aansluiting bij de normstrategie zoals door het pensioenfonds gedefinieerd.
- 4 Overigens lijken pensioenfonds inmiddels wel overeenstemming te hebben bereikt over een jaarlijks wijzigende, centraal vastgestelde rekenrente.
- 5 Gegeven de veronderstelling dat de deelnemer de N jaar tot de pensioendatum overleeft.
- 6 Merk op dat we in deze uiteenzetting een nogal zwart/wit onderscheiding maken tussen oude en jonge deelnemers. In een praktische uitwerking zou uiteraard voor een meer gefaseerde invulling kunnen worden gekozen.
- 7 (Inflatie)geïndexeerde obligaties kunnen vanuit dit perspectief overigens ook interessant zijn, alhoewel deze een wat lager verwacht rendement kennen en Koijen et al. (2005) aantonen dat de aantrekkelijkheid van deze beleggingscategorie vaak wordt overschat.
- 8 Daarnaast vragen veel fondsen zich ook sterk af of het wel aantrekkelijk is om de huidige, relatief lage renteniveau's voor langere termijn vast te leggen, maar dat is meer een tactische (korte termijn) overweging.
- 9 Hierbij veronderstellen we gemakshalve een duration van nul voor aandelen. In het verleden heeft de rentegevoeligheid van aandelen een grillig verloop gekend. Er zijn perioden geweest waarin aandelen empirisch een positieve duration vertoonden, maar ook perioden waarin de duration juist negatief was. Een veronderstelde rentegevoeligheid van nul is dan ook redelijk in lijn met het lange termijn historische gemiddelde.
- 10 Merk op dat we ons in het kader van DC richten op fondsbeleggingen. Institutionele alternatieven zoals swap overlays zijn bij DC doorgaans niet van toepassing.