

Pensioenakkoord – Beleggen per leeftijdscohort en de renteafdekking

Juli 2021



Justus van Halewijn
Director, Delegated CIO

Contact

BMO Global Asset Management,
Nederland
Jachthavenweg 109E
1081 KM Amsterdam
Netherlands

+31 (0)20-582 3758
Gerben Borkent

gerben.borkent@
bmogam.com

Inleiding

In het nieuwe pensioenstelsel is pensioenopbouw alleen nog mogelijk op basis van een premieovereenkomst. Evenals het huidige FTK-kader, is een premieovereenkomst een kapitaalgedekt pensioencontract waarbij de hoogte van de premie, de beleggingsresultaten en de rentestand uiteindelijk bepalend zijn voor het uit te betalen pensioen.

Met het vervallen van de dekkingsgraad en de vereiste FTK-buffers is de rentegevoeligheid van het pensioen zeker niet verdwenen: een dalende rente zorgt ook dan voor een lagere verwachte pensioenuitkering. Of het nu gaat om het nieuwe pensioencontract (NPC) of de (wet) verbeterde premieregeling (WVP), voor elk leeftijdscohort zal gewerkt gaan worden met een specifiek beleggingsbeleid. Onderdeel daarvan is een renteafdekkingsbeleid per leeftijdscohort. In dit stuk bespreken wij eerst het beleggingsbeleid per leeftijdscohort en gaan dan nader in op het renteafdekkingsbeleid waarbij wij kijken naar argumenten vóór en tegen een hoge renteafdekking. Vervolgens werken wij de rentegevoeligheid van het NPC uit in een gestileerd voorbeeld.

Beleggingsbeleid per leeftijdscohort

In het NPC zullen rendementen periodiek worden toebedeeld aan leeftijdscohorten op basis van het vastgelegde beleggingsbeleid, dat is gebaseerd op de risicohouding van elk cohort. De Memorie van Toelichting bij het Pensioenakkoord (hierna genoemd "MvT") geeft aan dat dit periodiek maandelijks of jaarlijks kan zijn. De verwachting is dat de meeste fondsen zullen kiezen voor maandelijks, aangezien dit goed aansluit bij de huidige bestuursrapportagecyclus.

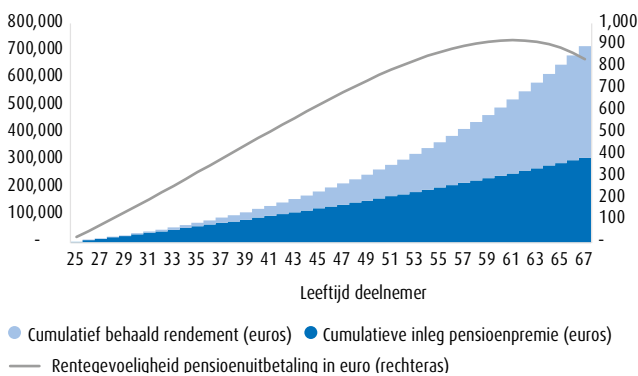
Deelnemers zullen dus op maandbasis geïnformeerd gaan worden over de hoogte van hun pensioenvermogen en de daarbij behorende verwachte pensioenuitkering. Dit sluit aan bij wat we nu al in markt zien bij individuele DC-pensioenplannen. De bekende managementuitspraak "what gets measured gets managed" is hier dan ook van toepassing. Los van de vraag of dat goed is of niet, zullen deelnemers meer naar hun opgebouwde pensioenvermogen kijken en dus ook naar de hoogte en stabiliteit ervan. Hoe hoog het uit te betalen pensioen (ver) in de toekomst zal zijn, zal velen minder direct aanspreken.

Bij het werken met een beleggingsbeleid per leeftijdscohort is het idee dat jongeren veel meer risico kunnen nemen dan ouderen, omdat jongeren nog een heel werkend leven voor zich hebben en de uit te betalen pensioenen nog ver in de toekomst liggen. Nog los van hun risicobereidheid is hun risicodraagkracht dus ook groter dan dat van ouderen. Aangezien beleggingsrisico's op de lange termijn beloond worden met een hoger

rendement, ligt het dan ook voor de hand om voor jongeren meer beleggingsrisico te nemen. Het reeds opgebouwde pensioenvermogen is op dat moment ook nog beperkt en loopt stap voor stap op gedurende het werkende leven tot het hoogste punt, zo rond de datum waarop de deelnemer met pensioen gaat.

Wel is het zo dat dat vanwege de lange horizon waarop de pensioenen uitbetaald worden, de rentegevoeligheid voor jongeren per euro opgebouwd vermogen juist veel groter is dan voor de oudere deelnemers. In het eerste figuur laten wij voor een deelnemer met een bovenmodaal inkomen de opbouw van zijn pensioenvermogen zien. Deze is opgebouwd uit de jaarlijks ingelegde pensioenpremie en de behaalde rendementen over het al opgebouwde vermogen. Daarnaast tonen wij de rentegevoeligheid (uitgedrukt in euro's) van het opgebouwde vermogen. In het eerste jaar is de rentegevoeligheid per euro opgebouwd vermogen het hoogst om vervolgens te gaan dalen naarmate de deelnemer ouder wordt. Tegelijk neemt het opgebouwd vermogen elk jaar toe. Per saldo piekt de rentegevoeligheid, uitgedrukt in euro's die verloren kunnen gaan of die gewonnen kunnen worden door renteveranderingen, zo rond het 59ste tot 63ste levensjaar. Dit is wel afhankelijk van de rentestand en de veronderstelde aangroei van het pensioenvermogen.

Figuur 1: Voorbeeld van opgebouwd vermogen van een deelnemer en de rentegevoeligheid in euro's van zijn pensioenuitbetaling afgezet tegen de leeftijd van de deelnemer.



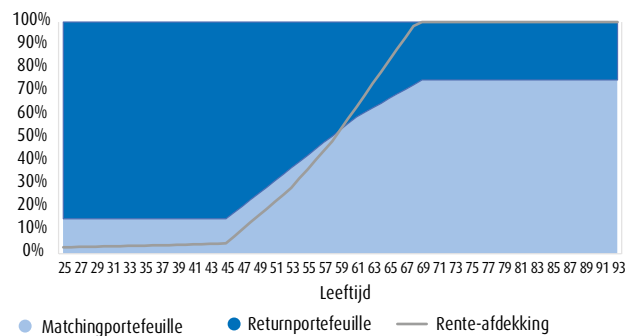
Bron: BMO GAM

Voor ouderen geldt dat tegenvallers op de financiële markten direct effect kunnen hebben op de hoogte van hun pensioenuitkering. Daarom zullen zij de voorkeur geven aan een lager risicoprofiel van de beleggingsportefeuille, onder andere door de rentegevoeligheid van de pensioenuitkering voor een groot deel af te dekken.

Een indicatie van hoe de verdeling tussen de risico-verlagende matchingportefeuille en de risicovolle rendementsportefeuille er uitziet bij het DC lifecycle beleggen wordt weergegeven

in onderstaand figuur. Deze figuur is gebaseerd op de verschillende beleggingsverdelingen in de Nederlandse DC Lifecycle-markt. Daaruit valt op te maken dat deelnemers tot hun 40 tot 45ste levensjaar een hoog risicoprofiel kennen met een lage renteafdekking van de pensioenverplichtingen.

Figuur 2: verdeling matchingportefeuille versus returnportefeuille en mate van renteafdekking afgezet tegen de leeftijd van de deelnemer.



Bron: BMO GAM op basis gebaseerd op verschillende beleggingsverdelingen in de Nederlandse DC lifecycle-markt.

In sommige individuele DC-plannen wordt het renterisico in de beginjaren helemaal niet afgedekt. Dit is opmerkelijk aangezien de looptijd van de pensioenverplichtingen juist dan het langst is met als gevolg dat deze ook de hoogste rentegevoeligheid kent. Anderzijds is het opgebouwde vermogen nog relatief gering en kunnen de deelnemers relatief veel risico dragen. Per saldo wordt in de Nederlandse lifecycle-markt voor de jongere deelnemers eigenlijk nauwelijks rekening gehouden met die lange rentegevoeligheid en wordt er asset-only gekeken naar het risicoprofiel van de beleggingsmix.

Vanaf het moment dat mensen met pensioen gaan geldt dit niet meer en is een laag risicoprofiel van toepassing. Het renterisico wordt dan grotendeels of vaak volledig afgedekt. De periode er tussenin, ongeveer van 45 jaar tot 68 jaar, is sprake van een glijdende schaal. Daarin wordt het risicoprofiel stap voor stap afgebouwd, onder andere door de renteafdekking steeds iets te verhogen.

Een belangrijke vraag is of dit beleggingsbeleid ook van toepassing gaat zijn in het Pensioenakkoord. De meeste pensioenfondsen komen vanuit een DB-wereld waarbij het risico ten opzichte van de pensioenverplichtingen centraal staat. In deze notitie beperken wij ons tot een vergelijking tussen het voor een DB-pensioenfonds gangbare beleggingsbeleid versus het in de Nederlandse DC Lifecycle-markt gangbare beleggingsbeleid, uitgesplitst naar verschillende leeftijdscohorten met de nadruk op het renteafdeckingsbeleid.

Renteafdeckingsbeleid per leeftijdscohort

De MvT geeft aan dat het bestuur van het pensioenfonds verantwoordelijk is voor de uitwerking van het beleggingsbeleid per leeftijdscohort. Dit dient gebaseerd te worden op de risicohouding van de verschillende leeftijdscohorten. Er zal dus ook per leeftijdscohort een besluit moeten worden genomen over de hoogte van de renteafdekking. De argumenten (voor en tegen) voor het bepalen van de hoogte van de renteafdekking zijn niet anders dan in het huidige FTK¹. We zetten de belangrijkste argumenten op een rij.

1) Argumenten **voor** een hoge renteafdekking:

- i. Het nominale rente mismatchrisico. De hoogte van de pensioenuitkering wordt berekend aan de hand van het projectierendement. Een lagere rente zorgt (direct of indirect) voor een lager projectierendement en daarmee voor een lagere verwachte pensioenuitkering.
- ii. De termspread ofwel het verschil tussen de lange en de korte rente. In normale economische omstandigheden is de lange rente hoger dan de korte rente. Het rente-mismatchrisico is daarmee een onbeloofd risico, sterker nog het kost rendement. Het afdekken van het renterisico zorgt niet alleen voor een lager risico maar zorgt ook nog eens voor een hoger rendement. Ofwel, renterisico is onbeloofd of zelfs negatief beloond en het afdekken ervan levert een beloning op in de vorm van een termijnpremie. Hierbij spelen echter wel beleggingsovertuigingen ten aanzien van de mate waarin renterisico beloond wordt een rol.
- iii. De risicohouding van deelnemers zal een limiet stellen aan het totale risicobudget. Indien aandelen als rendementsbron aantrekkelijker worden bevonden dan renterisico, zal dat een reden kunnen zijn om dit risico af te dekken ten gunste van een grotere exposure naar aandelen.

2) Argumenten **tegen** een hoge renteafdekking

- i. Verwachte renteontwikkelingen: de huidige rentestand is laag en rentestijgingen zorgen voor negatieve rendementen op de renteafdekking. Hierbij spelen eventuele beleggingsovertuigingen ten aanzien van de voorspelbaarheid van rente een rol;
- ii. Het reële rente mismatchrisico. Idealiter is er sprake van een waardevast pensioen dat jaarlijks geïndexeerd wordt met de inflatie. De nominale rente is opgebouwd

uit een reële rentecomponent en een verwachte inflatiecomponent. Stijgende inflatieverwachtingen zorgen dus ook voor een stijging van de nominale rente en dus voor negatieve rendementen op de matchingsportefeuille. Dit draagt negatief bij aan een waardevast pensioen.

Overigens geldt dat in een asset-only context het gedeeltelijk beleggen in een returnportefeuille en een matchingportefeuille zorgt voor een goede diversificatie en een lagere volatiliteit.

Een voorbeeld voor het NPC

Hoe gaat in het nieuwe pensioencontract (NPC) de rentegevoeligheid eruitzien? Wij werken een gestileerd voorbeeld-pensioenfonds uit onder de volgende aannames:

- Er is weliswaar geen sprake meer van 'pensioenverplichtingen', maar wel van opgebouwd pensioenvermogen op basis waarvan een pensioenuitkering uitbetaald gaat worden. Aan de hand van het pensioenvermogen bepalen we de hoogte van de in te kopen annuïteit per deelnemer en zo komen we tot een rentegevoeligheid, uitgedrukt via modified duration.
- Er is gekozen voor het NPC met theoretische beschermingsrendementen. Het behaalde rendement op de matchingsportefeuille is daarbij gelijkgesteld aan het theoretische beschermingsrendement, dat berekend wordt aan de hand van de DNB-swapcurve.
- Om het simpel te houden laten we de (in het NPC verplichte) solidariteitsreserve buiten beschouwing.
- Er is sprake van een perfecte leeftijdsverdeling binnen het fonds. Elke jaargang kent evenveel deelnemers, die vervolgens ook hun gehele leven bij het pensioenfonds aangesloten blijven.
- Wij werken met een beperkt aantal leeftijdsclusters.²
- Er wordt voor de jongeren niet gewerkt met leverage in de returnportefeuille. Voor elk leeftijdscohort is de allocatie naar de beschermingsportefeuille plus de allocatie naar de returnportefeuille precies gelijk aan 100%. Net als nu al gebruikelijk is, is er wel sprake van leverage binnen de matchingsportefeuille via de inzet van rente-derivaten.
- De duration van matchingportefeuilles na leverage is gemaximeerd op 60 jaar.
- De rentevergoeding voor het verstrijken van de tijd stellen we gemakshalve op 0%.³

¹ In het huidige FTK werkt de renteafdekking wel door in de hoogte van het VEV (vereist eigen vermogen) en de beweeglijkheid van de dekkingsgraad van het fonds.

² Het pensioenfonds zal ook moet besluiten met hoeveel verschillende leeftijdsclusters er gewerkt gaat worden.

- Het fonds kent in het FTK het volgende beleggingsbeleid: er wordt 50% belegd in de matchingportefeuille en 50% in de returnportefeuille. De renteafdekking is 70% en dat wordt bereikt door een leverage van 40% in de matchingportefeuille.

In onze analyse werken wij met twee beleggingsvarianten. In **variant A** veronderstellen we dat per leeftijdscohort hetzelfde beleggingsbeleid van toepassing is als nu voor het gehele fonds, met dus per cohort dezelfde renteafdekking. Elk leeftijdscohort heeft dan een **gelijk risicoprofiel**.

In **variant B** geldt dat het jongere cohort een hoger risicoprofiel kent onder andere door een lagere renteafdekking. Het cohort van de oudere deelnemers kent juist een veel lager risicoprofiel waarbij het renterisico volledig wordt afgedekt voor het oudste cohort. Oftewel een beleggingsbeleid dat gebaseerd is op de verdeling in figuur 2 met een **lager risicoprofiel naarmate de leeftijd toeneemt**. Op totaalniveau is het beleid wel ongeveer gelijk aan variant A.

Wij berekenen vervolgens voor vier verschillende simpele

economische scenario's de beleggingsresultaten. Dit zijn de volgende:

- De rente stijgt 1%, en het rendement op de returnportefeuille is -10%
- De rente stijgt 1%, en het rendement op de returnportefeuille is +10%
- De rente daalt 1%, en het rendement op de returnportefeuille is -10%
- De rente daalt 1%, en het rendement op de returnportefeuille is +10%

Wij tonen allereerst in onderstaande tabellen het beleggingsbeleid per variant en de daarbij behorende omvang van het opgebouwd vermogen en duration van de pensioenverplichtingen.

Wij tonen allereerst in onderstaande tabellen het beleggingsbeleid per variant en de daarbij behorende omvang van het opgebouwd vermogen en duration van de pensioenverplichtingen.

Tabel 1, beleggingsvariant A: gelijk risicoprofiel per leeftijdscohort

Leeftijdsgroep	Vermogen	Mod Duration	% Matching	% Return	Leverage Matching	Rente afdekking
25 - 45	€ 1,399,176	40	50%	50%	1.4	70%
46 - 53	€ 1,417,310	29	50%	50%	1.4	70%
54 - 61	€ 1,962,262	21	50%	50%	1.4	70%
62 - 68	€ 2,097,148	14	50%	50%	1.4	70%
69+	€ 1,737,884	10	50%	50%	1.4	70%
Totaal	€ 8,613,780	21	50%	50%	1.4	70%

Bron: BMO GAM

Tabel 2, beleggingsvariant B: aflopend risicoprofiel per leeftijdscohort

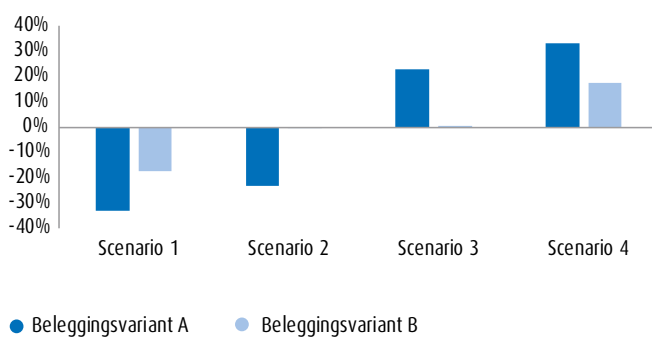
Leeftijdsgroep	Vermogen	Mod Duration	% Matching	% Return	Leverage Matching	Rente afdekking
25 - 45	€ 1,399,176	40	15.0%	85.0%	1.50	22.5%
46 - 53	€ 1,417,310	29	30.0%	70.0%	1.50	45.0%
54 - 61	€ 1,962,262	21	50.0%	50.0%	1.50	75.0%
62 - 68	€ 2,097,148	14	67.0%	33.0%	1.45	97.2%
69+	€ 1,737,884	10	75.0%	25.0%	1.33	100.0%
Totaal	€ 8,613,780	21	50.2%	49.8%	1.45	72.0%

Bron: BMO GAM

³ De MvT schrijft over het beschermingsrendement het volgende voor (blz. 26): "Alle (gewezen) deelnemers en pensioengerechtigden moeten als eerste onderdeel van het beschermingsrendement over de voor de uitkering gereserveerde pensioenvermogens in ieder geval jaarlijks een rentevergoeding voor het verstrijken van de tijd bijgeschreven krijgen. De horizon tot de pensioenuitkering wordt immers ieder jaar korter. Vervolgens wordt de mate vastgesteld waarin deelnemersgroepen aanvullend kunnen worden beschermd tegen renteschommelingen van jaar op jaar."

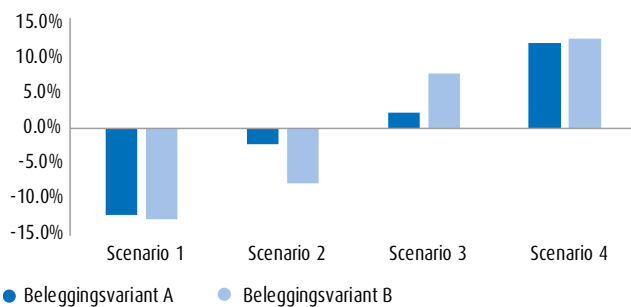
In bijlage 1 zijn alle uitkomsten van de vier economische scenario's voor beide beleggingsvarianten op een rij gezet. Hieronder laten we de rendementen voor de totale beleggingsportefeuilles zien voor de jongste leeftijdscohort en voor de oudste leeftijdscohort:

Figuur 3: rendementen voor leeftijdsgroep 25 – 45 jaar voor de verschillende scenario's en de beleggingsvarianten A en B



Bron: BMO GAM

Figuur 4: rendementen voor leeftijdsgroep 69 jaar en ouder voor de verschillende scenario's en de beleggingsvarianten A en B



Bron: BMO GAM

Observaties van de resultaten

- Omdat het pensioenvermogen gedurende het werkende leven opgebouwd wordt, laten de tabellen 1 en 2 zien dat, ondanks dat de eerste leeftijdsgroep de grootste looptijd heeft (namelijk vanaf leeftijd 25 tot en met 45 jaar), het pensioenvermogen het kleinst is van alle gekozen leeftijdsgroepen. Het zorgt er ook voor dat het leeftijdscohort van 62 tot en met 68 jaar het grootste pensioenvermogen kent, ondanks dat dit slechts uit zeven jaargangen bestaat.

- Logischerwijs is de rentegevoeligheid, gemeten door de modified duration, het hoogst voor de jongste groep en het laagst voor de oudste groep, de 69-plussers.
- In beleggingsvariant A geldt dat voor elk leeftijdscohort 50% van het renterisico wordt afgedekt. Elk cohort belegt 50% in de returnportefeuille en behaalt daarmee hetzelfde resultaat. Dit is gelijk aan hoe het voor een pensioenfonds in het huidige FTK-kader nu ook 'werkt'. Rentedalingen hebben een veel groter negatief effect voor de jongeren dan voor de ouderen. De verplichtingen van de jongeren kennen immers een veel hogere rentegevoeligheid (duration) en reageren dus heftiger op renteveranderingen. De forse rentedalingen van de afgelopen jaren hebben de pensioenfondsen hard geraakt, waardoor er veelal niet geïndexeerd kon worden hoewel juist de impact van de rentedaling voor de ouderen het laagst was. Zo stijgt in scenario's 3 en 4 (met beide een rentedaling van 1%) de waarde van de verplichtingen van het jongste cohort met 40% versus slechts 10% voor de 69+ groep.
- Voor beleggingsvariant B geldt een verschillend risicoprofiel per cohort en daaruit volgend een verschillend beleggingsbeleid, inclusief verschillende leverage-niveaus binnen de matchingportefeuilles. De leverage is het hoogst voor het jongste cohort met als gevolg dat de rendementen op deze matchingportefeuille ook de grootste uitslagen laten zien. Maar omdat het jongste cohort nu een veel beperktere allocatie heeft van 15% naar de matchingportefeuille is het gevolg voor het totaal behaalde portefeuillerendement juist veel geringer dan in variant A (met een 50% allocatie naar de matchingportefeuille).
- In beleggingsvariant B zien we bijvoorbeeld ook het effect van de grote allocatie naar de returnportefeuille voor de jongere cohorten. In scenario 2 stijgt de rente 1% en laat de matchingportefeuille een forse min zien, maar daar staat een positief rendement van de returnportefeuille van +10% tegenover. Voor het jongste leeftijdscohort komt daarmee het totale portefeuillerendement uit op -0,5% versus bijvoorbeeld -7,8% voor de gepensioneerden in hetzelfde scenario 2 voor variant B.
- Voor de jongste groep geldt dat beleggingsvariant A een hoge renteafdekking kent van 50% versus 22,5% in variant B. Samen met de lagere allocatie naar de returnportefeuille kent Variant A daarmee een lager risico ten aanzien van de pensioenuitkeringen. Maar figuur 3 maakt duidelijk dat variant A wel zorgt voor forse uitslagen van het beleggingsrendement en daarmee voor een grote volatiliteit van het al opgebouwde pensioenvermogen. Scenario 1 laat voor variant A een rendement zien van -33% versus -17,5% in variant B. Dit is een belangrijke reden waarom het beleggingsbeleid van DC Lifecycles beperkte renteafdekkingen laat zien voor de jongeren.

- Voor de ouderen geldt in variant B een 100% renteafdekking van de verplichtingen (versus 50% in A) en een fors lagere allocatie naar de returnportefeuille van 25% versus 50% in variant A. Voor beide beleggingsvarianten over alle leeftijdsgroepen kent variant B voor de oudste deelnemersgroep het laagste risico ten opzichte van de pensioenuitkeringen. Figuur 4 laat zien dat beleggingsrendementen desondanks niet zulke grote uitslagen laat zien als voor het jongste cohort.

Resumerend

In de nieuwe pensioenovereenkomst zal het pensioenfondsbestuur zowel voor het NPC als voor het WVP moeten gaan werken met een beleggingsbeleid per leeftijdscohort inclusief een passend renteafdeckingsbeleid.

Behalve over de hoogte van de verwachte pensioenuitkering, zullen deelnemers ook rapportages ontvangen over de actuele omvang en stabiliteit van het reeds opgebouwde vermogen. De omvang en stabiliteit zullen ook meegewogen worden bij het bepalen van het beleggingsbeleid per cohort. Desondanks is het belangrijk om te blijven benadrukken dat er ook in de nieuwe pensioenovereenkomst sprake is van rentegevoeligheid. Een lagere rente leidt ook in de nieuwe situatie tot een lagere verwachte pensioenuitbetaling. De verwachting is dat voor het cohort met de oudste deelnemers het renterisico volledig wordt afgedekt, in lijn met hun lagere risicoruimte en met wat je nu al in de markt ziet bij bestaande DC lifecycle beleggingsprofielen.

De uitkomsten van een voorbeeld-pensioenfonds laten zien dat het cohort van de jongste deelnemers de hoogste

rentegevoeligheid heeft waar de matchingportefeuille op aangepast moet worden. Ook voor deze groep blijft het (in ieder geval gedeeltelijk) afdekken van het renterisico van belang. Al zal een volledige renteafdekking voor deze groep minder snel gebeuren omdat dit tot grote schommelingen in het opgebouwde vermogen kan leiden. Bij bestaande DC lifecycle beleggingsprofielen zie je in de markt veelal een zeer beperkte renteafdekking voor de jongere deelnemers. Maar de vraag die een pensioenfondsbestuur zich moet stellen is of dit een verstandige keuze is gegeven de verschillende goede argumenten die er zijn voor (in ieder geval) een gedeeltelijke afdekking van de rentegevoeligheid.

Tot slot, dit is slechts een gestileerd voorbeeld. Elk pensioenfonds kent zijn eigen karakteristieken waaronder een eigen leeftijds- en vermogensverdeling. Voor het NPC geldt dat er (voor de jonge leeftijdscohorten) ook met leverage gewerkt mag worden voor het beleggen in de returnportefeuille en dat het aanhouden van een solidariteitsreserve, om bepaalde schokken op te vangen, verplicht wordt. Dit alles kan gevolgen hebben voor het beleggingsbeleid per leeftijdscohort. Ook is het bij het NPC mogelijk om met **gerealiseerde** beschermingsrendementen te werken in plaats van met de theoretische op basis van de DNB-swapcurve berekende beschermingsrendementen. Er kan dan, naar de mening van BMO GAM, meer maatwerk in de matchingportefeuilles worden toegepast door te beleggen in spreadproducten zoals bedrijfsobligaties en hypotheeklen waarbij de behaalde rendementen ook daadwerkelijk toevallen aan het beschermingsrendement van het betreffende leeftijdscohort. Ook kan er voor de jongere cohorten in reële producten belegd worden zoals inflation-linked bonds.

Bijlage 1: alle uitkomsten voor de vier verschillende scenario's en beleggingsvarianten A en B

Beleggingsvariant A

Scenario 1 Leeftijdsgroep	Rendement matching	Rendement return	Totaal rendement
25 - 45	-55.9%	-10.0%	-33.0%
46 - 53	-40.4%	-10.0%	-25.2%
54 - 61	-29.4%	-10.0%	-19.7%
62 - 68	-19.2%	-10.0%	-14.6%
69+	-14.5%	-10.0%	-12.2%
Totaal	-30.0%	-10.0%	-20.0%

Scenario 2 Leeftijdsgroep	Rendement matching	Rendement return	Totaal rendement
25 - 45	-55.9%	10.0%	-23.0%
46 - 53	-40.4%	10.0%	-15.2%
54 - 61	-29.4%	10.0%	-9.7%
62 - 68	-19.2%	10.0%	-4.6%
69+	-14.5%	10.0%	-2.2%
Totaal	-30.0%	10.0%	-10.0%

Scenario 3 Leeftijdsgroep	Rendement matching	Rendement return	Totaal rendement
25 - 45	55.9%	-10.0%	23.0%
46 - 53	40.4%	-10.0%	15.2%
54 - 61	29.4%	-10.0%	9.7%
62 - 68	19.2%	-10.0%	4.6%
69+	14.5%	-10.0%	2.2%
Totaal	30.0%	-10.0%	10.0%

Scenario 4 Leeftijdsgroep	Rendement matching	Rendement return	Totaal rendement
25 - 45	55.9%	10.0%	33.0%
46 - 53	40.4%	10.0%	25.2%
54 - 61	29.4%	10.0%	19.7%
62 - 68	19.2%	10.0%	14.6%
69+	14.5%	10.0%	12.2%
Totaal	30.0%	10.0%	20.0%

Beleggingsvariant B

Rendement matching	Rendement return	Totaal rendement
-59.9%	-10.0%	-17.5%
-43.3%	-10.0%	-20.0%
-31.5%	-10.0%	-20.7%
-19.9%	-10.0%	-16.6%
-13.8%	-10.0%	-12.8%
-24.9%	-10.0%	-17.5%

Rendement matching	Rendement return	Totaal rendement
-59.9%	10.0%	-0.5%
-43.3%	10.0%	-6.0%
-31.5%	10.0%	-10.7%
-19.9%	10.0%	-10.0%
-13.8%	10.0%	-7.8%
-24.9%	10.0%	-7.5%

Rendement matching	Rendement return	Totaal rendement
59.9%	-10.0%	0.5%
43.3%	-10.0%	6.0%
31.5%	-10.0%	10.7%
19.9%	-10.0%	10.0%
13.8%	-10.0%	7.8%
24.9%	-10.0%	7.5%

Rendement matching	Rendement return	Totaal rendement
59.9%	10.0%	17.5%
43.3%	10.0%	20.0%
31.5%	10.0%	20.7%
19.9%	10.0%	16.6%
13.8%	10.0%	12.8%
24.9%	10.0%	17.5%

Bron: BMO GAM

Belangrijke informatie

Dit financiële promotiemateriaal wordt in Nederland uitgegeven door BMO Global Asset Management en is uitsluitend bedoeld voor marketing- en informatiedoeleinden. De informatie die wordt verstrekt in het marketingmateriaal, is geen, of kan niet worden opgevat, als beleggingsadvies of een aanbeveling om te kopen, verkopen of anderszijds transacties uit te voeren met betrekking tot de Fondsen. De

informatie, meningen, schattingen en/of verwachtingen in dit document zijn afkomstig van bronnen, waarvan redelijkerwijs wordt aangenomen dat ze betrouwbaar zijn en die op ieder moment kunnen wijzigen. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De waarde van beleggingen kan fluctueren. Het is mogelijk dat beleggers hun inleg niet (volledig) terugkrijgen.