



Gosse Alserda
Investment Strategist



Jenze Sibma
Investment Strategist



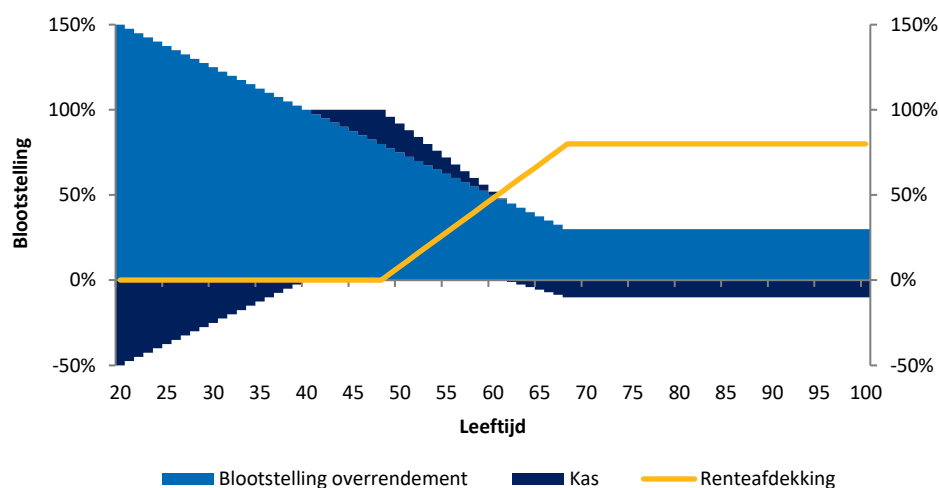
Arjen Tebbenhof
Investment Strategist

Deze zomer hebben het kabinet en sociale partners overeenstemming bereikt over een vergaande herziening van het pensioenstelsel. Dit pensioenakkoord heeft grote gevolgen voor hoe pensioen wordt opgebouwd en wordt belegd. In deze serie bespreken we het pensioenakkoord en de gevolgen voor het beleggingsbeleid.

Dit tweede artikel gaat in op de beleggingsmix per leeftijdscohort en hoe we daarmee impliciet komen tot de 'lifecycle'. We richten ons op de beleggingsinhoudelijke onderdelen en laten de rolverdeling tussen sociale partners en pensioenfondsen bij het vaststellen van dit beleggingsbeleid hier buiten beschouwing.

Zoals we in het eerste artikel hebben aangegeven, worden beleggingen in het nieuwe pensioencontract nog steeds gerealiseerd via één collectieve mix, maar wordt afgestapt van één en dezelfde beleggingsmix voor alle deelnemers. Elk leeftijdscohort krijgt zijn eigen renteafdekking en blootstelling naar zakelijke waarden via de vooraf vastgestelde verdeelregels. Hieruit volgt een impliciete lifecycle die de blootstelling naar risico's weergeeft met het ouder worden van de deelnemer. Hieronder is een lifecycle getoond zoals die eruit zou kunnen zien in het nieuwe pensioencontract.

Figuur 1: Voorbeeld van impliciete lifecycle in nieuw pensioencontract

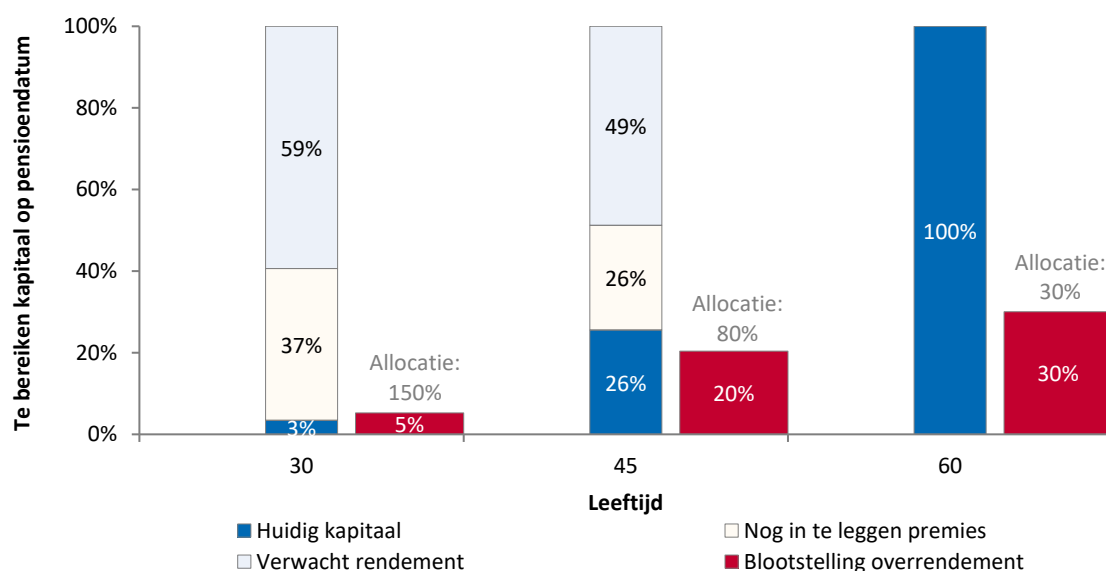


Bron: Aegon Asset Management. Voorbeeld is enkel ter illustratie.

Net als bij de lifecycles die we momenteel zien bij individuele beschikbare premieregelingen neemt het gewicht naar zakelijke waarden normaal gesproken af wanneer het pensioen dichterbij komt. Jonge deelnemers hebben nog maar een beperkte hoeveelheid premies ingelegd, waardoor de impact van het beleggingsrendement op het uiteindelijk te bereiken pensioen nog zeer beperkt is. Om hetzelfde risico te bewerkstelligen op pensioenleeftijd moet een jonge deelnemer dus relatief meer in zakelijke waarden beleggen dan een oude deelnemer, die minder demping ervaart vanuit de nog in te leggen premies. In de meeste gevallen is voor jonge deelnemers zelfs een allocatie naar zakelijke waarden gewenst van meer dan 100% om voldoende kapitaal op pensioendatum te bereiken. Dit betekent dat er voor jongeren belegd moet worden met geleend geld.

De impact van toekomstige premies op de gewenste allocatie naar zakelijke waarden is geïllustreerd in figuur 2. Hoewel voor jongeren het gewicht in zakelijke waarden ten opzichte van huidige kapitaal hoog is (150%), is het gewicht beperkt als ook rekening wordt gehouden met toekomstige premies en verwacht rendement (slechts 5% van het totaal verwacht pensioenkapitaal in dit voorbeeld). In tegenstelling tot individuele premieregelingen zijn allocaties met meer dan 100% zakelijke waarden eenvoudiger te implementeren in het nieuwe pensioencontract.

Figuur 2: Percentage zakelijke waarden t.o.v. te bereiken kapitaal en huidige pensioenpot



Bron: Aegon Asset Management, geabstraheerd van loongroei en inflatie.

Vaststellen van de lifecycle

Een belangrijke stap in het vaststellen van het beleggingsbeleid in het nieuwe pensioencontract is daarom het ontwerp van de impliciete lifecycle die gevolgd wordt. Hiervoor kan dezelfde methodiek gebruikt worden die gehanteerd wordt om lifecycles binnen beschikbare premieregelingen vast te stellen. Deze komt neer op de volgende stappen:

1. Vaststellen van een bepaald aantal lifecycles dat doorgerekend gaat worden.
2. Berekenen van een groot aantal economische scenario's.
3. Op basis van economische scenario's de ontwikkeling van het pensioenkapitaal doorrekenen voor elke lifecycle. We abstraheren voor nu van een eventuele solidariteitsreserve vanwege de naar verwachting kleine impact.
4. Per scenario het pensioenkapitaal vertalen naar een pensioeninkomen tijdens pensionering.
5. Selectie van de lifecycle die de beste verhouding tussen verwacht pensioen en risico oplevert, rekening houdend met de ambitie.

Het startpunt om tot een optimale impliciete lifecycle te komen is het definiëren van een bepaald aantal potentiële lifecycles. Hiervoor kan gekeken worden naar hoe een lifecycle er volgens de theorie ongeveer uit moet zien of er kan gekozen worden om een groot aantal lifecycles vast te stellen die onderling verschillen op de belangrijkste kenmerken (o.a. gemiddelde weging naar zakelijke waarden, afbouwpad en renteafdekking). Met behulp van economische scenario's worden deze lifecycles vervolgens vertaald naar een groot aantal mogelijke pensioenuitkomsten per lifecycle. De keuze van economische scenario's is bepalend voor de uiteindelijke prognoses van pensioenuitkomsten, dus het is belangrijk dat deze goed de uitgangspunten van het pensioenfonds zoals de investment beliefs weerspiegelen.

Zakelijke waarden portefeuille bepalen

Daarnaast is het belangrijk dat wordt vastgesteld hoe de zakelijk waarden portefeuille eruit ziet. Hoe meer risico er in de zakelijke waarden zit, hoe lager normaal gesproken het gewenste gewicht hiernaar is. In het volgende artikel in deze serie zullen we stilstaan bij de invulling van de zakelijk waarden portefeuille. Ten slotte moet er een keuze gemaakt worden tussen de verdelingen van pensioenuitkomsten van de verschillende lifecycles, waarbij de keuze vooral in het teken staat van een uitruil tussen verwachte pensioenuitkomst en risico. Deze keuze is onder andere afhankelijk van de risicohouding van de deelnemers van de cohorten binnen het pensioenfonds. Deze moet door het bestuur worden vastgesteld, al dan niet op basis van een uitvraag onder deelnemers.

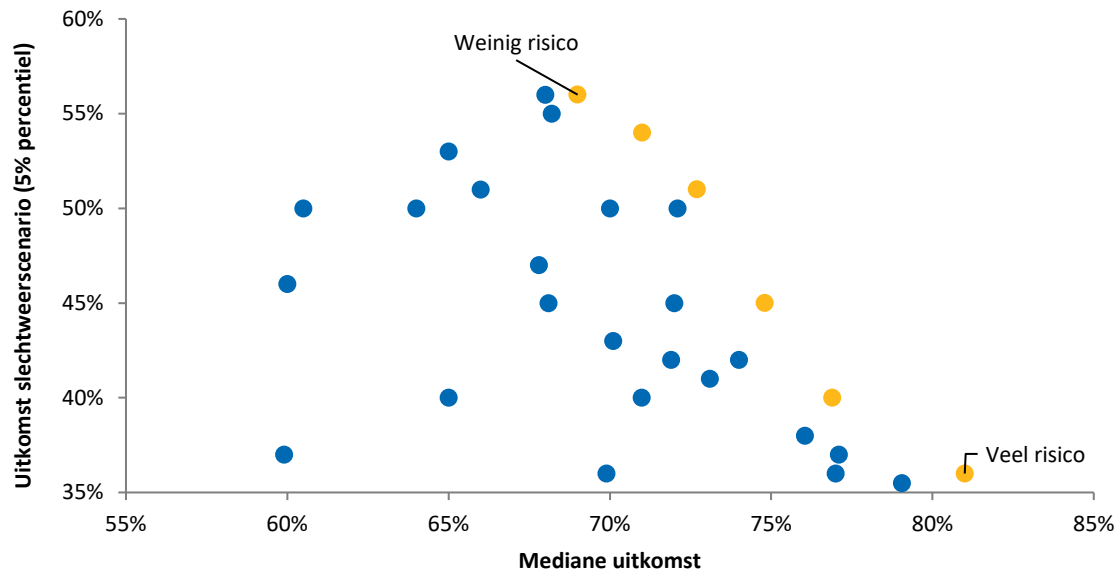
Het 'verwachte nut' van de pensioenuitkomsten

Voor het toetsen van beleidsvarianten aan de risicohouding kunnen meerdere maatstaven gebruikt worden. Zo kan gekeken worden naar de risicohouding zoals die binnen WVP moet worden vastgesteld; namelijk het verschil tussen de mediaan en het 5% percentiel (slechtweerscenario). Anderzijds kan er gebruik gemaakt worden van meer complexe maatstaven, zoals het 'verwachte nut' van de pensioenuitkomsten¹. Eventueel kan de analyse nog worden aangevuld met specifieke deterministische scenario om de robuustheid van de lifecycles te controleren in bijzondere situaties. De lifecycle die de meest gunstige verdeling van uitkomsten heeft – over zowel de stochastische als deterministische scenario's – vertegenwoordigt de optimale lifecycle.

In figuur 3 hieronder is een voorbeeld gegeven van de mogelijke uitkomsten (mediaan en slecht weer) van een dertigtal verschillende lifecycles. De lifecycles die in het geel zijn weergegeven vertegenwoordigen de efficiënte lifecycles (hoogste mediane uitkomst gegeven risico in slechtweerscenario). Afhankelijk van de gewenste risicohouding en de door sociale partners geformuleerde ambitie zal op één van deze lifecycles de keuze vallen (hoe meer risico wordt geaccepteerd, hoe verder naar rechtsonder bewogen zal worden). Dit proces wordt voor de verschillende cohorten doorlopen.

¹ Voor meer informatie zie: 'Lifecycle investing: From theory to practice' (2018), Oliver Warren & Gosse Alserda.

Figuur 3: Voorbeeld van uitkomsten vervangingsratio voor verschillende lifecycles



Bron: Aegon Asset Management. Voorbeeld is enkel ter illustratie.

Top-down of bottom-up?

Bovenstaande methodiek gaat uit van een bottom-up aanpak, waarbij gestart wordt bij de individuele deelnemers en het collectieve beleggingsbeleid als het ware volgt als de som der delen. Als alternatief kan er ook begonnen worden bij de collectieve beleggingsmix – zoals de huidige beleggingsmix – en vanuit daar een toedeling per leeftijdscohort. De impliciete lifecycles volgen dan uit de eerder vastgestelde collectieve beleggingsmix. Hoewel deze aanpak de transitie makkelijker zal maken, leidt dit niet tot de meest efficiënte lifecycles vanuit de deelnemers (leeftijdscohorten) gezien, omdat door de nieuwe toedelingsregels naar verwachting ook het (collectief) gewenste beleggingsbeleid zal veranderen.

In de praktijk zal de bottom-up methodiek gecombineerd worden met een top-down aanpak. Zo kan de aanwezigheid van een solidariteitsreserve de gewenste lifecycle beïnvloeden. De solidariteitsreserve kan alleen goed worden doorgerekend op collectief niveau en vereist dus ook een top-down element. Aanvullend beïnvloeden de samenstelling van de zakelijk waarden portefeuille en het basisrisico van de renteafdekking de optimale lifecycle, deze punten moeten ook vanuit een top-down perspectief worden meegenomen. Deze onderwerpen zullen onderzocht worden in de volgende artikelen in deze serie.

Conclusie

De impliciete lifecycle speelt een belangrijke rol in het beleggingsbeleid binnen het nieuwe pensioencontract. Voor het vaststellen van de gewenste lifecycle kan gebruik worden gemaakt van de methodieken die we al toepassen voor onze klanten met individuele beschikbare premiereregelingen. Hierbij vormt de ambitie en de risicohouding de basis, waarmee aan de hand van economische scenario's de optimale lifecycle kan worden geselecteerd. Dit moet worden aangevuld met top-down analyses om ook de invulling van de zakelijk waarden portefeuille en de renteafdekking te bepalen en om de impact van de solidariteitsreserve mee te nemen.

Belangrijke informatie

Aegon Investment Management B.V. is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten als een beheerder van beleggingsinstellingen. Op basis van haar vergunning is Aegon Investment Management B.V. geautoriseerd om individueel vermogensbeheer en beleggingsadvies te verlenen in de zin van de Wet op het financieel toezicht.

Dit artikel is vertrouwelijk en uitsluitend bedoeld voor professionele beleggers in de zin van de Wet op het financieel toezicht aan wie de presentatie wordt gegeven.

De inhoud van dit document is uitsluitend ter informatie en moet niet worden beschouwd als een commerciële aanbieding, zakelijk voorstel of aanbeveling om beleggingen in effecten, fondsen of andere producten uit te voeren. Alle prijzen, markt indicaties of financiële gegevens zijn alleen ter illustratie.

Deze informatie is met zorg samengesteld namens Aegon Investment Management B.V. Er is naar gestreefd de informatie zo juist en volledig mogelijk weer te geven. Onvolkomenheden als gevolg van menselijke vergissingen of informatiesystemen kunnen echter voorkomen, waardoor gegevens en calculaties kunnen afwijken. Aan de verstrekte informatie en berekende waardes kunnen geen rechten worden ontleend.