



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 derde artikel gaat in op de vraag hoe de beleggingsportefeuille kan worden geconstrueerd.

We schreven in het eerste artikel van deze serie over de werking van het pensioencontract, waarbij voor elk van de leeftijdscohorten de mate van renteafdekking wordt vastgelegd en tevens de mate waarin het cohort meedeelt in het overrendement. De daadwerkelijke beleggingen vinden plaats in één collectieve portefeuille en de vraag is dan ook hoe deze vast te stellen, gegeven het risicobudget en de vastgelegde verdeelregels.

Deelnemers krijgen twee rendementen toegekend: het beschermingsrendement en het overrendement. Het beschermingsrendement wordt voor de deelnemer vastgesteld op basis van de DNB swaprente. Dit betekent dat bij de huidige uitwerking van het nieuwe pensioencontract het beschermingsrendement dat deelnemers krijgen toebedeeld onafhankelijk is van daadwerkelijke rendementen die met de beleggingen worden gerealiseerd.

Beschermingsrendement en de mate van renteafdekking

Het beschermingsrendement voor een specifiek leeftijdscohort geeft een kasrendement over het gehele kapitaal, zodat dit aangroeit met een risicovrij rendement. Daarnaast geeft het een deelnemer het rendement dat nodig is om een percentage van de door renteveranderingen veroorzaakte verandering in kostprijs van het pensioen te compenseren. De mate waarin deze bescherming tegen de verandering van kostprijs wordt toegekend noemen we in het vervolg van dit artikel de mate van renteafdekking van een cohort.

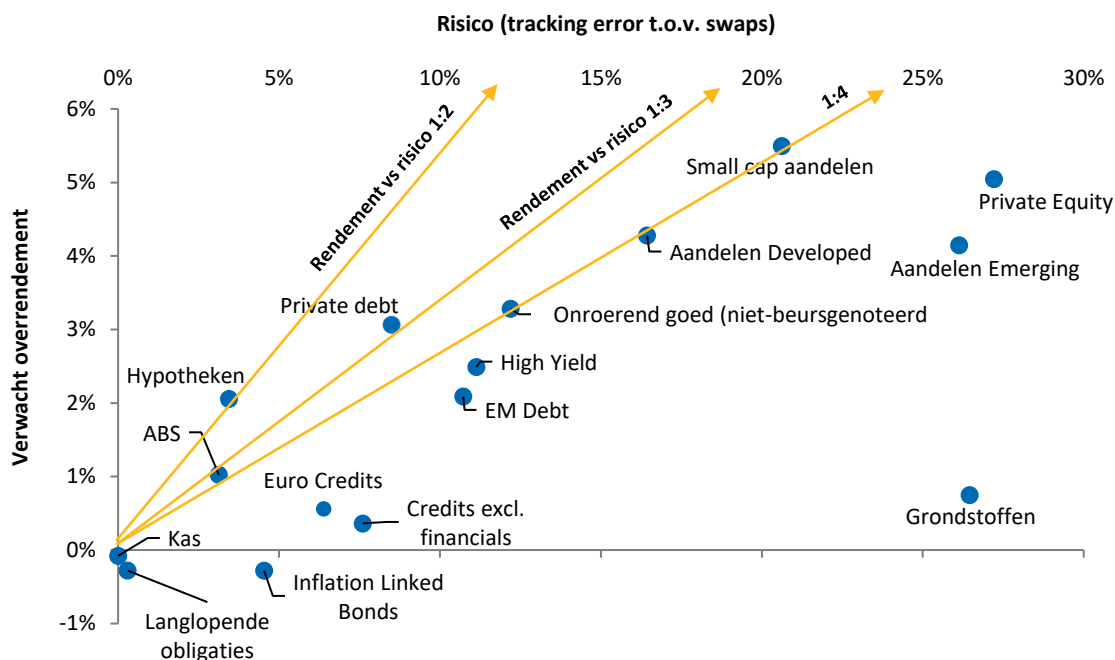
De renteafdekking kan worden gerealiseerd op soortgelijke wijze als in het FTK. De mate waarin verschillende beleggingscategorieën op voorhand bijdragen aan de renteafdekking is afhankelijk van de samenhang van het rendement van de categorie met de ontwikkeling van de swaprente. Het nieuwe pensioencontract kent ten opzichte van het FTK een scherpere toedeling van rendementen en (rente)risico aan verschillende leeftijdscohorten. Daarom kan in beginsel wat makkelijker worden geaccepteerd dat het rendement van een categorie bijvoorbeeld met vertraging reageert op de renteontwikkeling (zoals bij Nederlandse hypotheek) of mede beïnvloed wordt door zakelijke risico's (zoals kredietrisico bij bedrijfsobligaties). De bescherming van deelnemers tegen renterisico blijft immers in stand via het beschermingsrendement op basis van de DNB swaprente. Wel komen alle verschillen tussen daadwerkelijk rendement en het beschermingsrendement in het overrendement terecht en daarmee in grotere mate bij jongere deelnemers.

In het volgende artikel gaan we nader in op de renteaftdekking, hier concentreren we ons op de effecten van beleggingscategorieën op het overrendement.

Optimaal overrendement

Voor optimalisatie van het overrendement is het relevant te kijken naar het verwachte rendement boven het rendement op renteswaps. Het risico moet ook worden afgezet tegen het via het beschermingsrendement uitgekeerde swaprendement. Risico wordt gemeten als de onzekerheid van het rendement ten opzichte van het rendement van renteswaps: de tracking error. Onderstaande illustratieve figuur toont voor verschillende beleggingscategorieën de verhouding tussen het verwachte overrendement boven renteswaps en de tracking error. Hierbij wordt nog geen rekening gehouden met de diversificatievoordelen die beleggingscategorieën kunnen bieden.

Figuur 1: Afweging tussen verwacht risico en overrendement



Bron: Aegon Asset Management, november 2020. Figuur is illustratief en houdt onder andere geen rekening met diversificatievoordelen tussen verschillende beleggingen.

Veiligere beleggingen staan links in de figuur. De rendementen van bijvoorbeeld langlopende obligaties hebben een hoge samenhang met de swaprente en dragen betrouwbaar bij aan de renteaftdekking. De rentegevoeligheid (duratie) van de beleggingen is in de figuur niet zichtbaar. Een belegging met een hoge duratie, die sterk reageert op de swaprente heeft immers geen hoog risico ten opzichte van renteswaps. Bijvoorbeeld staatsobligaties met een hoge kredietwaardigheid horen bij deze categorie. Ze hebben daarnaast echter ook een laag rendement, naar verwachting hebben zij zelfs een negatieve bijdrage aan het overrendement.

Een categorie als Asset Backed Securities (ABS) heeft al een veel gunstigere verhouding tussen overrendement en risico. De lage duratie heeft als voordeel dat het zich goed laat combineren met renteswaps in de renteaftdekking, maar hier heb je dan wel meer van nodig om tot de gewenste renteaftdekking te komen. Nederlandse hypotheek en verschillende soorten Private debt hebben wel meer duratie en daarnaast een gunstige verhouding tussen rendement en risico ten opzichte van renteswaps. Door de minder goede verhandelbaarheid en hogere complexiteit van deze categorieën zijn de effectieve rendementen hoger. De gele lijnen in de figuur laten zien wat de verhouding is tussen het overrendement en het risico.

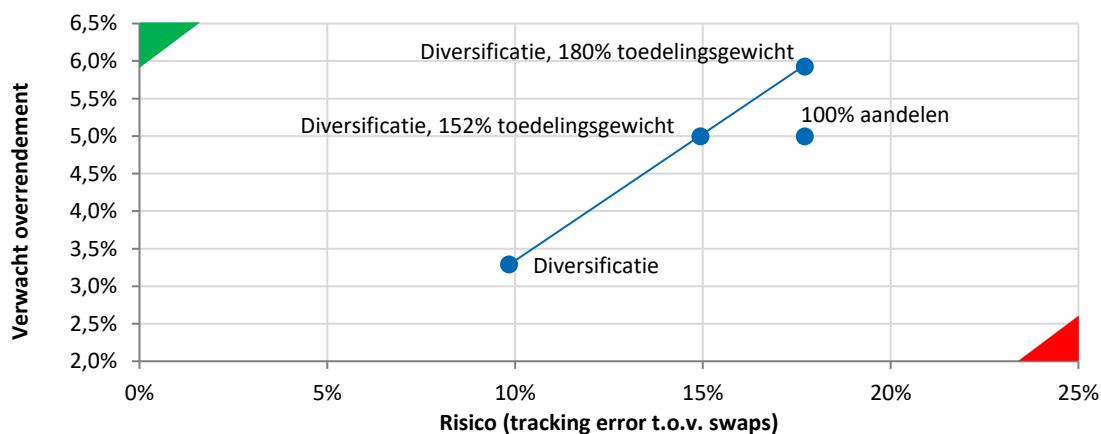
De categorie aandelen vormt in veel beschikbare premie-regelingen de kern van de zakelijke waarden portefeuille. Gegeven de leenrestrictie in deze regelingen is een hoog percentage aandelen voor jongeren ook een goed uitgangspunt. Door vrijwel het gehele vermogen in aandelen te beleggen kan een hoog verwacht (reëel) rendement gerealiseerd worden met een beperkt beschikbaar vermogen. Het risico is echter hoog vanwege gebrek aan diversificatie. Het nieuwe pensioencontract biedt meer mogelijkheden. Door de collectieve portefeuille is ook het kapitaal dat voor ouderen is gereserveerd beschikbaar om het overrendement zo efficiënt mogelijk te realiseren. Een belegging in Nederlandse hypotheek bijvoorbeeld leidt tot enige onzekerheid in de daadwerkelijke realisatie van het uit te keren beschermingsrendement met name omdat hypotheekrentes met enige vertraging worden aangepast aan de marktrentewontwikkelingen. Maar tegenover dit veelal tijdelijke risico staat een verhoudingsgewijs hoog overrendement.

Verschillen met individuele premieregeling

In een individuele premieregeling is het mogelijk om de samenstelling van de op rendement gerichte beleggingen per cohort vast te stellen, waardoor bijvoorbeeld voor jongeren in hoge mate in aandelen wordt belegd, maar voor ouderen rendement wordt gezocht in beleggingen met weliswaar een minder hoog verwacht rendement maar een betere verhouding tussen rendement en risico. Het nieuwe contract kent één collectieve portefeuille en ieder belegt dan ook in dezelfde samenstelling van beleggingen.

Jongeren profiteren in feite door impliciet het kapitaal van ouderen te lenen en realiseren het overrendement. Dit is een veel gunstigere belegging dan enkel aandelen. Het deel van het rendement dat gekoppeld is aan de swaprente gaat naar het collectief en vormt daarmee de vergoeding voor het geleende geld. Mocht de beter gespreide portefeuille te weinig overrendement opleveren dan kan, vanwege het vervallen van de leenrestrictie voor jongeren, voor meer dan 100% van het eigen kapitaal in het overrendement worden belegd. Scenario-analyses moeten uitwijzen hoeveel risico kan worden genomen zonder dat te veel van het kapitaal verloren kan gaan en/of in hoeverre het risico eventueel door de solidariteitsreserve zou kunnen worden opgevangen. De vermogensverhoudingen binnen het fonds tussen jongeren en ouderen is hierbij van belang. Ouderen beleggen in dezelfde overrendement portefeuille met een lager percentage van hun kapitaal. Ook voor hen geldt dat het ten opzichte van een individuele premieregeling eenvoudiger is een goede blootstelling aan risico en rendement te verzorgen. De renteafdekking hoeft niet binnen het eigen kapitaal met staatsobligaties of overlay fondsen te worden ingericht, maar kan op collectief niveau preciezer worden afgedekt. Dit laat een wat groter risicobudget over voor blootstelling aan het overrendement ten behoeve van wat we in het FTK nog 'toeslagen' noemen.

Figuur 2: Opheffen leenrestrictie maakt efficiëntere portefeuilles mogelijk



Bron: Aegon Asset Management, november 2020. Illustratie van diversificatie (50% aandelen, 10% obligaties opkomende landen, 25% NL hypotheek en 15% euro bedrijfsobligaties) hetgeen leidt tot een betere verhouding tussen verwacht overrendement en risico. Door opheffen van leenrestrictie kan vervolgens alsnog het gewenste rendement- dan wel risicoprofiel worden gerealiseerd voor cohorten.

Meer dan enkel keuze beleggingscategorieën

Niet alleen beleggingscategorieën kunnen worden beschouwd voor hun bijdrage aan het overrendement. Eenzelfde afweging is mogelijk voor bijvoorbeeld valutarisico en het accepteren van enig curverisico in het realiseren van het beschermingsrendement. Voor al deze risico's kan op eenzelfde wijze worden gekeken naar de bijdrage aan overrendement en risico ten opzichte van het op renteswaps gebaseerde collectieve beschermingsrendement. De invloed van het vereist eigen vermogen op het beleid, bijvoorbeeld door specifieke regels voor valutarisico, vervalt.

We zien nog twee aandachtspunten voor de portefeuilleconstructie in het nieuwe contract. De eerste betreft de definitieve wetgeving over de invloed van de uniforme projectieset, gebruikt voor discussies over de risicotoedeling door sociale partners, de toetsing van beleid door DNB en de communicatie aan deelnemers. Afhankelijk van de precieze kenmerken van de set en de 'mapping' zoals in de huidige haalbaarheidstoets van beleggingen naar aandelen en de risicovrije belegging kan deze de discussie over de portefeuilleconstructie nog beïnvloeden.

Een ander punt van aandacht is inflatierisico. Jongeren worden veelal voldoende beschermd door het lange termijn verband tussen inflatie en het rendement op zakelijke waarden zoals aandelen, vastgoed en infrastructuur. Een directere afdekking van het inflatierisico is veelal kostbaar en voor jongeren niet nodig. Voor bijna of pas gepensioneerden geldt dat een directer verband tussen inflatie en het rendement wenselijk kan zijn omdat zij op korte termijn afhankelijk zijn van de koopkracht van het pensioen. In tegenstelling tot in een individuele premieregeling kan een dergelijk onderscheid in beleggingsbeleid niet direct worden geïmplementeerd in het nieuwe pensioencontract. Wel kan hier rekening mee worden gehouden in de keuze voor de hoogte van de nominale renteafdekking voor oudere generaties. In het vierde artikel in deze reeks gaan we hier nader op in.

Conclusies

We zien dat de regels waarbij beschermingsrendement – zoals het nu lijkt – puur op de swaprentes zijn gebaseerd goed werkbaar zijn en het optimaliseren van de verhouding tussen rendement en risico voor het overrendement ondersteunen. Ouderen kunnen worden beschermd tegen grote risico's van rentebewegingen en kunnen in een op hun afgestemde mate delen in het overrendement. Er kan in grotere mate worden gericht op een risicomastaf als de tracking error ten opzichte van renteswaps, zonder aandacht te hebben voor de soms specifieke eigenaardigheden van het huidige VEV.

De portefeuilleconstructie kan nog wel beïnvloed worden door de regels omtrent het gebruik van de projectieset voor toetsing van het beleid en communicatie aan deelnemers. Een al te grote invloed kan naar verwachting worden voorkomen door een goede vaststelling van het risicobudget door sociale partners. Het risico van een stijgende inflatie is met name voor ouderen minder eenvoudig weg te nemen. Door de collectieve portefeuille en een nominaal beschermingsrendement kan geen directe blootstelling aan inflatierisico worden gerealiseerd zonder het collectieve beleid voor alle generaties aan te passen. In ons volgende artikel over renterisico gaan we in op de mogelijke invloed van inflatierisico op de gewenste mate van renteafdekking.

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.

Historisch rendement vormt geen indicator voor toekomstig rendement. Toekomstige uitkomsten, waaronder uitbetalingen van inkomen, zijn niet gegarandeerd en kunnen afwijken van het historisch rendement.