

Afdekking van inflatie en rente onder het Nieuwe Pensioencontract

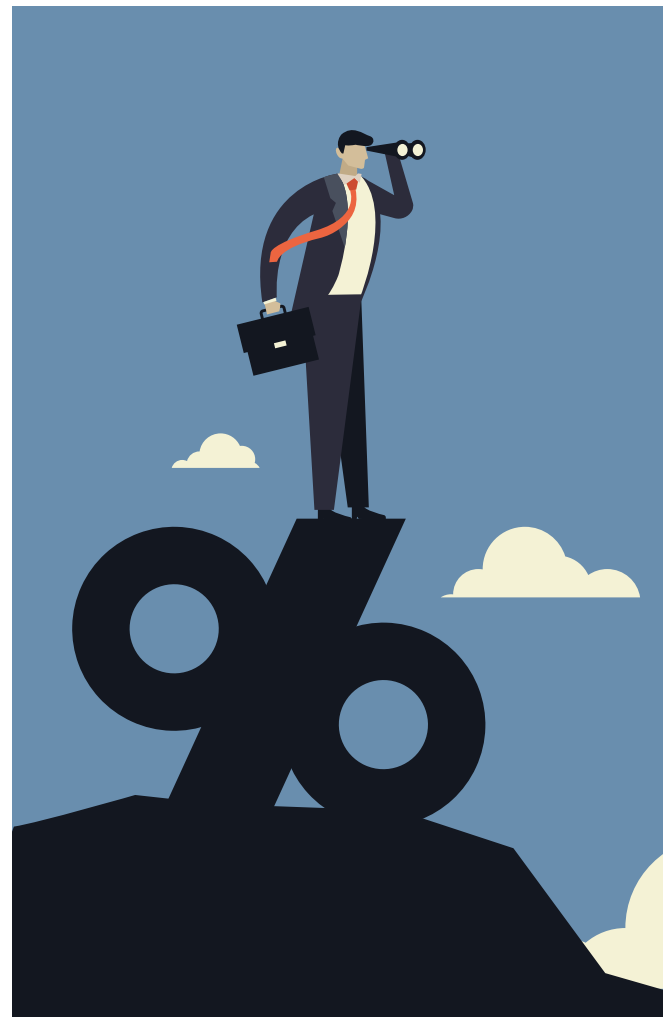
Het in toom houden van de rente- en inflatierisico's is een belangrijk thema voor pensioenfondsen. Wat gaat er in dit opzicht veranderen onder het Nieuwe Pensioencontract? Vier experts gaan in op de verschillende dimensies van de afdekking van de inflatie en de rente.

Door Wim Groeneveld

Het renterisico is van grote invloed op de pensioenverplichtingen van een pensioenfonds. Zoals het er nu naar uitziet, zal onder het Nieuwe Pensioencontract (NPC), met het verdwijnen van de rekenrente, ook de directe koppeling van de pensioenverplichtingen met de rente vervallen. Maar dat wil geenszins zeggen dat het renterisico gaat verdwijnen. Het renterisico blijft minstens zo groot. Een lage rente leidt ertoe dat het geprojecteerde beleggingsrendement en daarmee het pensioenvermogen daalt. Lagere verwachte pensioenuitkeringen zijn het resultaat.

De uitkomsten voor de verschillende groepen gepensioneerden zullen in de toekomst echter kunnen verschillen. Een belangrijk

aspect van het NPC is namelijk dat er meer rekening wordt gehouden met verschillende leeftijdscohorten. Zal de renteafdekking in het nieuwe pensioenstelsel ook afhankelijk worden van leeftijd? De duration zal immers verschillen, ook binnen de groep van gepensioneerden. Volgens Wim Barentsen, Chief Strategist bij Achmea Investment Management, ligt dat wel voor de hand. Via het afdekken van (een deel van) het leeftijdscohort-specifieke renterisico kan de stabiliteit van een geprojecteerde nominale uitkering onder het NPC worden verhoogd. 'De duration van het hiervoor bedoelde beschermingsrendement moet daartoe wel in lijn liggen met de duration van de verwachte uitkeringen in



het betreffende leeftijdscohort. Dus relatief kort voor ouderen en lang voor jongeren', aldus Barentsen.

De noodzaak van meerdere matchingportefeuilles

Hij wijst erop dat de zeer lage (reële) rentes van dit moment een argument zijn om vooral jongere deelnemers op dit moment geen of maar een beperkt beschermingsrendement toe te kennen. 'Het via een rentehedge voor zeer lange tijd vastzetten van een nominaal rendement dat marginaal boven nul ligt, lijkt voor hen immers weinig aantrekkelijk. Voor oude deelnemers met een grote behoefte aan nominale zekerheid ligt dit anders.'

Gerard van de Kuilen, onafhankelijk Pensioenexpert

en Oprichter van Cavani Analyse & Advies, denkt ook dat de renteafdekking in het nieuwe pensioenstelsel afhankelijk zal worden van leeftijd. Het NPC biedt namelijk de keuze tussen het toedelen van beschermingsrendement op basis van de rentetermijnstructuur die DNB publiceert of op basis van het rendement van een specifiek voor renterisico ingerichte portefeuille. In het laatste geval is het logisch om meerdere matchingportefeuilles te creëren en deelnemers afhankelijk van hun leeftijd te laten delen in een mix van de rendementen van die portefeuilles. Van de Kuilen: 'Naarmate het leeftijdsprofiel van het pensioenfonds verschuift, zullen de matchingportefeuilles meeschuiven.'

In het eerste geval kan – vergelijkbaar met de actuariële berekeningen die nu worden uitgevoerd – per deelnemer worden berekend wat de waardeverandering is van het voor die deelnemer geldende patroon aan uitkeringen, zo stelt Van de Kuilen. Afhankelijk van het gekozen beschermingsniveau wordt dan een deel van die waardeverandering toegevoegd (of onttrokken) aan het vermogen van de deelnemer. ‘Het pensioenfonds moet een matchingportefeuille inrichten die zo dicht mogelijk bij het totaal van het te verrekenen beschermingsrendement komt. Zolang de DNB-rentetermijnstructuur niet gelijk is aan een markrente, zal dat niet lukken. De renteafdekking zal moeten meebewegen met veranderingen in de leeftijdsopbouw van het fonds.’

Lopen jonge deelnemers niet veel meer renterisico onder het NPC? ‘In aanleg wel, want hun beleggingshorizon is veel langer’, reageert Barentsen. ‘Uitgaande van een hoger en beter renderend renteniveau dan het huidige, is dat ook een argument om een deel van dat renterisico af te dekken.’ Hij benadrukt echter dat er aan het afdekken van het renterisico ook nadelen en risico’s kleven, die zorgvuldig moeten worden afgewogen. Het betreft onder meer een grotere gevoeligheid voor stagflatieschokken en liquiditeitsrestricties in de portefeuille. Barentsen: ‘De inzet van renteswaps leidt tot leverage in de portefeuille die zich op de lange termijn, bij gemiddeld genomen opwaarts lopende rentecurves, uitbetaalt in extra rendement. In de praktijk zal die lange horizon voor een grote groep

deelnemers echter niet opgaan, omdat ze tussen-tijds van werkkring wisselen.’ Dat zal met name voor jongere leeftijdsgroepen gelden. Het feit dat een rentehedge de volatiliteit van het pensioenvermogen verhoogt, bestempelt Barentsen in dit verband als een serieus nadeel.

Staatsleningen en aandelen

Onder het NPC maakt de rekenrente plaats voor een projectierendement. Hoe de regels daaromtrent eruit gaan zien, is nog niet geheel duidelijk. Wel zullen pensioenfondsnaar alle waarschijnlijkheid meer ruimte krijgen om het projectierendement af te stemmen op hun beleggingsportefeuille. Dat zal vervolgens in sterke mate de pensioenuitkeringen bepalen.

Langlopende staatsleningen spelen echter al lange tijd een belangrijke rol in de beleggingsportefeuilles van verschillende pensioenfondsnaar. Blijft de rentegevoeligheid voor 50-jarige staatsleningen niet nog steeds erg hoog onder het NPC als de uitkering wordt bepaald door het projectierendement? Martijn Euverman, Partner bij Sprenkels & Verschuren, denkt dat er sprake zal zijn van een afnemende invloed. ‘Ik verwacht dat de zeer langlopende instrumenten, zoals de 50-jarige staatsleningen, een minder prominente rol krijgen in het NPC. Het zekerstellen van uitkeringen die wellicht over 50 jaar worden uitbetaald, is enkel interessant als het gegarandeerde rendement op die belegging voldoende hoog is. Momenteel is de vergoeding op een 50-jarige staatsobligatie aanzienlijk lager dan de (verwachte) inflatie en dan

is het mijns inziens voor een op de lange termijn gerichte belegger geen aantrekkelijk instrument.’

En dan is er nog de dimensie van de aandelencomponent in de beleggingsportefeuilles van pensioenfondsnaar. Het thema inflatie lijkt steeds hoger op de agenda van pensioenfondsnaar te komen staan vanwege een vrijwel gegarandeerde stijging van de inflatie dit jaar. Dat wordt mede ingegeven door een naar verwachting fors groeiherstel na de COVID-19-pandemie en doordat overheden en centrale banken het gaspedaal nog steeds een tijd ingedrukt zullen houden. Zakelijke waarden, zoals aandelen, zijn belangrijk om extra rendement te genereren, maar ze zijn ook een effectief middel om de inflatie bij te houden.

In het nieuwe pensioenstelsel zal vermoedelijk een allocatierestrictie gaan gelden van maximaal 35% voor aandelen. Dat roept de vraag op of een indexatie-ambitie in de huidige economische omgeving wel haalbaar is voor gepensioneerden. ‘Jazeker’, meent Jitzes Noorman, Delegated Chief Investment Officer bij BMO Global Asset Management. ‘Allereerst moet worden opgemerkt dat de restrictie van 35% geldt voor het bepalen van het projectierendement voor de vaststelling van de uitkeringshoogte, maar dat het pensioenfondsnaar vrij staat om feitelijk meer dan 35% te beleggen in aandelen.’ Dat zou volgens Noorman overigens meer zijn dan de 31% die Nederlandse pensioenfondsnaar volgens data van DNB in het vierde kwartaal van 2020 gemiddeld hadden belegd in aandelen. >



Wim Barentsen

Chief Strategist, Achmea Investment Management



Martijn Euverman

Partner, Sprenkels & Verschuren



Gerard van de Kuilen

Pensioenexpert en Oprichter Cavani Analyse & Advies



Jitzes Noorman

Delegated CIO, BMO Global Asset Management

‘Uitgaande van een maximum van 35% en rekenend met de maximale rendementsaansname van de Commissie Parameters voor aandelen van 5,6%, zou op totaalniveau een overrendement resteren van 1,96%. Indien de ECB succesvol is in zijn streven naar een inflatie van dichtbij maar onder de 2%, zou het overrendement op de lange termijn voldoende moeten zijn om de indexatie-ambitie voor gepensioneerden volledig te realiseren.’ Noorman benadrukt overigens dat het niet kunnen indexerende gedurende de afgelopen jaren niet zozeer te wijten was aan te weinig aandelenbeleggingen of een te laag aandelenrendement, maar veel eerder aan de gedaalde rente in combinatie met het feit dat het renterisico door Nederlandse pensioenfondsen gemiddeld niet volledig wordt afgedekt.

Hoe er onder het NPC wordt omgegaan met inflatieafdekking in de uitkeringsfase, hangt volgens Euverman mede af van de mogelijkheden die het NPC gaat bieden. ‘In het consultatiedocument wordt vrij expliciet een koppeling gemaakt met de nominale rente.’ Hij meent dat het goed zou zijn als pensioenfondsen de mogelijkheid wordt geboden om ook de inflatieontwikkeling mee te nemen in het beschermingsrendement. ‘In dat geval zal er mogelijk ook meer vraag komen naar inflatieafdekking.’ Daarbij zal het de vraag zijn of het inflatierisico expliciet moet worden afgedekt (met inflatie-bonds of inflatie-swaps, wetende dat er geen Nederlandse inflatie-obligaties zijn) of impliciet, bijvoorbeeld door te beleggen in instrumenten met een meer impliciete koppeling met infla-

tie. Denk bij dat laatste aan asset classes zoals vastgoed of zelfs aandelen. ‘Het zou helemaal goed zijn als de Nederlandse overheid inflatieobligaties zou gaan uitgeven en het beschermingsrendement mede mag worden gebaseerd op de inflatieontwikkeling.’

Inflatieafdekking niet perfect

In het basisvoorstel dat uitgaat van een theoretisch beschermingsrendement, is het afdekken van het inflatierisico niet mogelijk, zo stelt Noorman. Het theoretisch rendement wordt berekend op basis van de nominale rentetermijnstructuur. Het rendement (positief of negatief) op een eventuele inflatiehedge in de beleggingsportefeuille (bijvoorbeeld inflatie-geïndexeerde obligaties) zal dan via het overrendement terecht komen bij de jongeren in plaats van de ouderen. Hoe kan inflatieafdekking het beste worden meegenomen in het beschermingsrendement? Daar heeft Noorman een duidelijke mening over. ‘Hoogstens kan inflatiebescherming worden geboden aan ouderen door ook een deel van het overrendement toe te delen. Dat resulteert onder meer in reële asset classes zoals vastgoed en aandelen. Het probleem is echter dat gepensioneerden daarmee ook worden blootgesteld aan zakelijk risico en dat de inflatiebescherming van aandelen beter werkt op de lange termijn dan op de korte termijn.’ Deze wijze van inflatierisico afdekken is daarmee geschikter voor jongeren, zo stelt Noorman vast.

Alleen in het alternatief dat werd voorgesteld bij de consultatie in het Memorandum van Toelichting, waarbij het beschermings-

rendement wordt bepaald op basis van feitelijke matchingrendementen, is het volgens Noorman mogelijk om het beschermingsrendement daadwerkelijk te koppelen aan een portefeuille van inflatie-geïndexeerde obligaties (of inflatieswaps). ‘Maar ook dan moet je beseffen dat de inflatieafdekking niet perfect is. Deze instrumenten zijn namelijk gekoppeld aan de inflatie in de eurozone en niet aan het Nederlandse prijspeil. Aangezien er per leeftijdscohort gewerkt gaat worden met een ‘eigen’ beleggingsbeleid, biedt dat ruimte voor maatwerk per leeftijdsgroep.’ Daardoor kan er voor de ouderen worden gekozen voor een matching via inflation-linked bonds en voor de jongeren voor het ‘verdienen’ van de inflatie in de rendementsportefeuille, zo geeft Noorman aan.

Kapitaalbehoud versus renteafdekking

Zou de focus van het beschermingsrendement niet méér op kapitaalbehoud moeten liggen en minder op renteafdekking? ‘Wel minder op renteafdekking, maar niet méér op kapitaalbehoud’, antwoordt pensioexpert Van de Kuilen. ‘Het inkomen van de deelnemer na pensioering behoort centraal te staan en dan wel in het bijzonder het reële inkomen. Dus gecorrigeerd voor inflatie. Het gaat er immers niet om wat er in een individueel potje zit, maar vooral om wat daarmee gekocht kan worden.’ Kapitaalbehoud gaat enkel uit van de waarde van het potje, beklemtoont hij. ‘Maar die waarde mag zelfs dalen als dat het gevolg is van een stijgende rente en gelijkblijvende inflatie, omdat dan nog steeds

dezelfde boodschappen kunnen worden betaald.’

In zijn optiek is een risico van het nieuwe pensioenstelsel dat pensioen als ‘asset-only’-categorie wordt behandeld. ‘Als we de afgelopen veertien jaar niet zoveel nadruk op renterisico hadden hoeven leggen, was het belegvermogen van pensioenfondsen niet van € 670 miljard naar € 1.680 miljard gestegen. Dat er ruimte komt om minder aandacht te besteden aan het nominale renterisico en meer aan het inflatierisico is zeker een vooruitgang.’ ■

IN HET KORT

In aanleg lopen jonge deelnemers meer renterisico onder het NPC, omdat hun beleggingshorizon veel langer is.

Aan het afdekken van het renterisico kleven nadelen en risico's die zorgvuldig moeten worden afgewogen.

De indexatie-ambitie in de huidige economische omgeving is wel degelijk haalbaar voor gepensioneerden.

Het zou goed zijn als de Nederlandse overheid inflatieobligaties gaat uitgeven en het beschermingsrendement mede mag worden gebaseerd op de inflatieontwikkeling.