

Het nieuwe pensioenstelsel en een veranderende renteomgeving

Door Sebastiaan Reinders en Michel Wetser

In deze editie van het VBA Journaal interviewen wij Martijn Vos en zijn collega Edwin Massie. Martijn is een bekende naam in de financiële wereld, hij is momenteel Chief Operating Officer (COO) bij Ortec Finance. Hij is verantwoordelijk voor advies- en modelleringswerk voor pensioenfondsen, verzekeraars en staatsinvesteringsfondsen, waarbij hij klanten begeleidt en helpt bij investeringen en risicobeheer. Bovendien schreef hij vorig jaar samen met co-auteur Alfred Slager het boek: "Decision Making for Pension Boards". Martijn heeft zijn VBA-diploma behaald in 1997 en is vele jaren dagvoorzitter van het jaarlijks terugkerende ALM-congres van de CFA Society. Tijdens dit interview zullen we enkele aspecten van het nieuwe pensioenstelsel verkennen. Edwin Massie is teamleider bij Ortec Finance, expert op het gebied van Asset en Liability Management (ALM), risk management en investment consultancy.



Martijn Vos werkt sinds 1995 bij Ortec Finance. Sinds 2006 is Martijn als 'managing director van de Pensions & Insurance Business Unit' verantwoordelijk geweest voor het leveren van technologie en advies aan pensioenfondsen, verzekeraars en sovereign wealth funds.

Sinds 2019 is Martijn Chief Operating Officer, in deze rol is hij verantwoordelijk voor: alle oplossingen (technologie, opleidingen en advies) die Ortec Finance levert; de kantoren van Ortec Finance (Londen, Melbourne, New York, Toronto, Zurich) en de afdeling Finance & Control.

Als COO is Martijn lid van het Executive Team van Ortec Finance. Martijn is ook partner in het bedrijf en bestuurder bij Ortec Finance US Inc., Ortec Finance UK Ltd en Ortec Finance Switzerland AG. In 2019 heeft hij aan de wieg gestaan van de oprichting van de Climate & ESG Solutions van Ortec Finance.



Edwin Massie Edwin Massie is sinds 2016 aan Ortec Finance verbonden en sinds begin 2024 hoofd van het team dat pensioenfondsen adviseert over beleggingen en risicomanagement. Als adviseur is hij onder ander betrokken bij diverse pensioenfondsen als risicomanager of beleggingsadviseur.

Edwin studeerde Financiële econometrie (2006) aan de Erasmus Universiteit Rotterdam. Van 2006 tot 2016 fungeerde hij als beleggingsadviseur van pensioenfondsen vanuit Aegon Asset Management en MN.

Om gelijk met de deur in huis vallen. De publicatie van het boek gaat in op de besluitvorming van pensioenfondsbesturen. Op welke vlakken zal de besluitvorming wezenlijk veranderen in het nieuwe pensioenstelsel (NPS)?

Dat is een mooie vraag om mee te beginnen, want dat staat namelijk niet in het boek beschreven. We hebben het boek geschreven met het oog dat het over drie jaar, na invoering van NPS, nog steeds relevant is en ook relevant is voor geïnteresseerden buiten Nederland. Terugkomend op de vraag, een van de moeilijkste dingen aan besluitvorming voor pensioenfondsbesturen, of dat nu in het oude of het nieuwe stelsel is, is dat je pas na een lange tijd ziet of je goed bezig bent. Kun je na twee kwartalen zeggen of je op het goede pad zit of na twee jaar of na twintig jaar? Wat is het gevolg van een besluit en wat is het gevolg van een externe ontwikkeling waar je geen grip op had? Dat gaat allemaal niet veranderen. Het blijft verschrikkelijk moeilijk om besluitvorming te evalueren. Wat wel gaat veranderen is dat de doelen op een andere manier worden gemeten en vastgesteld. We gaan naar een stelsel wat individueler is, maar aan de andere kant met allerlei collectieve elementen uit het solidaire stelsel.

Wat zijn specifiek de gevolgen van het NPS voor de Nederlandse pensioensector?

Een belangrijke verandering van het nieuwe pensioenstelsel is de impact op het risicobeheer. Beleggingsstrategieën moeten voortdurend worden afgestemd op een veranderende marktomgeving, waarbij met meerdere variabelen en factoren rekening wordt gehouden. Bijvoorbeeld, liquiditeitsbeperkingen worden een kritisch aspect van risicobeheer. Dit komt door de toename van oudere deelnemers aan de pensioenfondsen en de mogelijk negatieve netto kasstromen die daarbij gepaard gaan. Het is een proces van voortdurend monitoren en aanpassen van de beleggingsstrategieën om risico's te beperken om zodoende een stabiele en rendement-genererende portefeuille te waarborgen. Mijn advies zou zijn om goed geïnformeerd te blijven, je te richten op de lange termijn en bereid te zijn om je aan te passen aan veranderingen. Het is belangrijk bij te blijven met deze veranderingen en wendbaar te blijven in je beleggingsbeslissingen. Het is essentieel om diversificatie en risicobeheer in evenwicht te brengen met consistente rendementen op de lange termijn.

Het liquiditeitsbeheer bij pensioenfondsen staat meer onder de aandacht. Wat zie je gebeuren?

Bij het bespreken van liquiditeitsbeheer moeten we twee zaken in overweging nemen: lange termijn liquiditeit en korte termijn liquiditeit. Korte termijn liquiditeit verwijst naar het gemak waarmee activa op korte termijn in contanten kunnen worden omgezet. Derivaten, vooral renteswaps, en de daaraan gerelateerde onderpandverplichtingen behoeven korte termijn liquiditeit. Een belangrijke risicofactor daarbij zijn de veranderende rentetarieven. In de nieuwe pensioenomgeving is de renteafdekking, ofwel voor de hele portefeuille het renterisico afdekken, minder voor de hand liggend. Het liquiditeitsbeheer zal ook worden beïnvloed. Het is belangrijk op te merken dat liquiditeitsbeheer deel uitmaakt van de algehele strategie van de portefeuille van een pensioenfonds. Flexibiliteit bij de implementatie van liquiditeitsbeheer is echter essentieel. De hoeveelheid benodigde liquiditeit zal afhangen van de

individuele beleggingsdoelstelling van de portefeuille. Daarom is het cruciaal om een mechanisme op te zetten om de benodigde liquiditeit te beheren en toe te wijzen naar de verschillende portefeuilles.

Terugkomend op het thema van dit nummer, de hoge rente-omgeving. Kwam de stijging voor jou onverwachts?

Iedereen is de laatste jaren een beetje wakker geschud door de rentevolatiliteit en hogere renteniveaus. De periode van een lage rente-omgeving ligt al tijdje achter ons. Een hele generatie van jonge beleggers en beslissers heeft nog nooit een rente hoger dan 2% meegemaakt, laat staan hoge inflatie. Aan de bestuurstafels zit aan ene kant deze jonge generatie en aan de andere kant zit een generatie die zich de inflatie van de jaren zeventig nog kunnen herinneren. Dat geeft meer discussie in de besluitvorming en kan gepaard gaan met emotie. Maar in Nederland zijn bestuurders voornamelijk bezig met de implementatie van het nieuwe pensioenstelsel en is de aandacht voor een veranderde rente-omgeving minder dan in het buitenland.

Hoe kijken de toezichthouders tegen een veranderende rente-omgeving?

De toezichthouders zien deze ontwikkeling ook en kijken scherp naar de korte termijn liquiditeitsrisico's. Drie jaar geleden moesten wij scenariosets maken van een lange periode van lage rente, zogezegd lang voor laag, want de rente kon toen niet meer omhoog. Maar zolang mensen keuzes maken, ben ik overtuigd dat mensen overreageren. Daarom is het belangrijk om beleid te maken en voor te bereiden op een veranderende rente-omgeving. Wapenen voor een hogere onzekerheid en jezelf niet vastzetten op een bepaalde omgeving of wereldbeeld. Voorheen gebruikten we een rente van 5% in een extreem scenario, nu is dat opgehoogd tot 9%. Ook moet je bereid zijn om je doelen aan te passen. Een van mijn persoonlijke lessen is, dat de werkelijkheid vaak meer ellende geeft dan uit de modellen komt en anderzijds we flexibeler zijn in het opvangen van ellende.

Wat is de impact van een hogere lange rente als inputvariabele op de uitkomsten van ALM-studies?

De oorzaak van een hogere rente heeft invloed op de uitkomsten van een ALM-studie. Dat zal een verschuiving teweeg brengen naar meer vastrentend en minder aandelen. Als de rente langere tijd hoog blijft, door inflatie of door afwegingen op basis van risico, is dat per saldo gunstig voor vastrentende waarden. Het absoluut rendement is daardoor aantrekkelijk, zeker in reële termen. Aan de andere kant hebben hogere rentes een negatieve impact op de economische groei en het aantrekken van financiering. Dit is zeker het geval voor snel groeiende ondernemingen, zoals venture capital. En dat moet dus leiden tot een daling van de risicopremies. Stijgende rentes zullen daardoor tot een verschuiving in de asset allocatie leiden naar minder aandelenexposure en meer vastrentend met stappen van maximaal 5%. En in de frequentie van ALM-studies zie ik weinig veranderingen. Allereerst zitten bestuurders van pensioenfondsen in een transitie. Vervolgens in een nieuwe omgeving, waar zij opeens moeten nadenken over de hoogte van de solidariteitsreserve over drie jaar. In het begin moet je vaker herijken en evalueren, omdat je dan vaker nieuwe informatie krijgt

en nog veel moet bijleren. Bijvoorbeeld, een bestuur kan geconfronteerd worden met rechtszaken omdat gepensioneerden vinden dat zij te weinig compensatie voor inflatie krijgen en dat het risico-preferentie-onderzoek verkeerd is uitgevoerd.

Is in de huidige verhoogde rente-omgeving belangrijker om de dekkingsgraad van een pensioenfonds te beschermen bij het invaren van bestaande rechten? Is dit in het voordeel van de gepensioneerden of jongeren?

Veel pensioenfondsen zijn nu voornamelijk bezig met het overgaan naar het nieuwe stelsel. Voor de bescherming van de dekkingsgraad tot het invaarmoment zijn strategische doelstellingen meer leidend dan ontwikkelingen in de economische omgeving. Het invaarmoment is immers een hard afrekenmoment. Op basis van een lange horizon voor jongeren zou afdekking voor deze groep in beginsel meer nadelig zijn. De kosten van de bescherming komen ten laste van de dekkingsgraad, waarvan de ouderen meer baat hebben, maar tegelijkertijd ook het grootste deel van het vermogen bezitten. Aan de andere kant wil je ook niet dat kort na het invaarmoment gepensioneerden mogelijk worden gekort op hun uitkeringen. Dat zal het vertrouwen in het nieuwe stelsel ondermijnen. Daarbij moet wel het sommetje worden gemaakt in termen risico, rendement, dekkingsgraad nu en gewenst bij invaren om tot een evenwichtige afweging te komen. Op het invaarmoment heb je minimaal 105% tot 110% aan dekkingsgraad nodig om alle rechten over te zetten, compensatie te betalen en nog wat over te hebben voor de solidariteitsreserve. Fondsen met een dekkingsgraad van 125% of meer hoeven waarschijnlijk geen bescherming te zoeken. De kosten gaan ten koste van de dekkingsgraad en leveren beperkte meerwaarde in termen van risicoreductie. Mijn inziens bescherm je kapitaal voor een periode van minder dan een jaar.

Laten we nog even ingaan op het nieuwe pensioenstelsel en dan met name in de context van een solidaire premieregeling met een theoretisch beschermingsrendement. Wat wordt de invloed van de rente als inputvariabele in het nieuwe stelsel?

Pensioenfondsen zullen voor een vaste mate van renteafdekking voor de ouderen kiezen op basis van een lifecycle. Vooralsnog zie ik weinig pensioenfondsen die een soort van dynamiek oftewel rentevisie, op basis van economische omstandigheden, in de lifecycle introduceren. Momenteel maken veel pensioenfondsen gebruik van rentestaffels in hun beleid, waarbij de hoogte van de renteafdekking

afhankelijk is van het niveau van de rente. Maar dat zie ik in het nieuwe stelsel verdwijnen. Dynamisch beleid op basis van rentevisie in de feitelijke portefeuille geeft een tracking error ten opzichte van theoretisch beschermingsrendement en dat gaat grotendeels naar de jongeren in vorm van overrendement. Deze rendementsverdeling is natuurlijk moeilijk uit te leggen naar de verschillende deelnemers. Naar mijn verwachting zullen pensioenfondsen daarom in eerste instantie terughoudend zijn met de introductie van dynamisch beleid. Zij willen eerst vertrouwd raken met het nieuwe pensioenstelsel en vooral kortingen na invaren voorkomen.

Zijn er nog andere zaken die je wilt benoemen met betrekking tot het nieuwe pensioenstelsel?

Wat mij verbaast, is dat de hoog-laag constructie niet een default is. Je weet zeker dat jong gepensioneerden meer uitgeven en actiever zijn dan oud gepensioneerden. Straks moeten pensioenfondsen meer liquiditeiten vrijmaken voor de jong gepensioneerden, wat ook weer uitdagingen geeft voor de verdeling van de asset allocatie en mate van liquiditeit in het fonds.

We spraken al kort over de impact van een hogere rente op de strategische asset allocatie via de ALM-studie. Welke verschuivingen in de strategisch asset allocatie neem je waar bij buitenlandse partijen? Zoals je eerder constateerde wordt hun tijd niet volledig opgeslokt met de transitie naar een nieuw pensioenstelsel en hebben zij meer tijd om naar de economische buitenwereld te kijken.

Dat is natuurlijk afhankelijk van de horizon. Op het niveau van de tactische asset allocatie is de gestegen rente nadelig voor vastgoed, private equity en infrastructuur. Dit komt onder meer door de verlaagde rendementsverwachtingen. Veel partijen waren al bezig met de afbouw van deze beleggingscategorieën vanuit rebalancing, omdat de stijgingen in de jaren voor de renteverhogingen heel hoog waren. En meer strategisch, en wat eerder al was besproken, een tandje meer vastrentend en tandje minder risicovolle activa, waarbij er lichte verschuiving plaatsvindt naar hoge kwaliteit. Echter, de strategische allocatiewijzigingen blijven vooralsnog beperkt. In Nederland is er duidelijk minder appetijt waarneembaar voor direct vastgoed. De aanvangsrendementen staan onder druk door de hoge rente, waardoor de risicopremies zijn gedaald. Daarbij komt nog de politieke onzekerheid in Nederland en de plannen om de huursector nog verder te reguleren. Dit heeft zeker impact op de verwachte rendementen.