



Renterisico gaat niet van tafel na pensioentransitie

Cardano

Artikel 1 minuut

Zolang we pensioen als een levenslange uitkering en door middel van kapitaaldekking vormgeven zijn we nooit verlost van renterisico. Dus ook niet met de overgang naar het nieuwe pensioencontract, ook al gaat projectierendement de rekenrente vervangen. Het pensioenfonds moet per generatie vaststellen hoeveel renterisico acceptabel en nodig is om aan de pensioenambitie te voldoen.

- Het nieuwe pensioencontract heeft nog onbekende gevolgen voor het afdekken van renterisico
- Pensioenfonds gaan projectierendement afstemmen op hun beleggingsportefeuille
- De keuze van het projectierendement heeft in de opbouw- en de uitkeringsfases risico-implicaties
- Het afdekken van renterisico is een cruciaal element in het generatie-afhankelijk beleggingsbeleid
- Hanteer een doordachte methode om vast te stellen hoeveel renterisico naar de verschillende leeftijdsgroepen wordt gealloceerd

Het nieuwe pensioencontract zal gevolgen hebben voor het afdekken van renterisico. Maar welke? Het is in ieder geval een misvatting te denken dat met de overgang naar een ‘verwachte’ uitkering, het renterisico wegvalt. Ook in de toekomst wordt de hoogte van het pensioeninkomen bepaald door de combinatie van beleggings- en renterisico’s, ook al wordt de rekenrente vervangen door een projectierendement.

De verandering van het huidige FTK naar een nieuw pensioencontract – het Nieuwe Pensioencontract (NPC) of Wet Verbeterde Premieregeling (WVP) – leidt tot discussie over de gevolgen voor het afdekken van renterisico. De oorzaak hiervan is vooral de veelgehoorde opmerking over ‘gegarandeerde’ uitkeringen in het FTK die in de nieuwe contracten omgevormd worden tot ‘verwachte’ uitkeringen. Sommigen redeneren dat met het verval van toegezegde aanspraken, renterisico als sneeuw voor de zon verdwijnt. Immers, het renterisico volgt uit de rekenrente; straks is die niet meer van toepassing en hebben we een projectierendement. Maar klopt deze redenering wel en waar komt renterisico eigenlijk vandaan? En verandert dit wel met de overgang van toegezegde pensioenaanspraak naar verwachte pensioenuitkering? Op deze fundamentele vragen ten aanzien van renterisico gaan we in dit artikel dieper in zodat we met het juiste perspectief de pensioen transitie ingaan. Nadat het consultatiedocument met de nieuwe spelregels is gepubliceerd leggen we in een vervolgartikel in detail uit hoe pensioenfondsen onder het nieuwe pensioencontract het rente- en inflatierisico kunnen beheersen.

Wat is fundamenteel renterisico bij beleggen in een pensioenfonds?

Onder het nFTK wordt renterisico gedefinieerd als de waardeverandering van toekomstige aanspraken wanneer de rekenrente stijgt of daalt. Omdat de aanspraak op basis van de rekenrente in het nieuwe contract vervalt, redeneren sommigen dat renterisico daarmee ook vervalt. Het verval van aanspraken is in onze ogen met name een juridische en communicatieve kwestie. De ambitie om deelnemers een goed en stabiel levenslang pensioen te geven, blijft onveranderd. Dit zorgt ervoor dat de economische realiteit niet verandert. Daarmee blijft renterisico een essentiële factor in het beleggingsbeleid en risicomanagement.

Van disconteren naar oprenten

Renterisico onder het nFTK lijkt een disconteringskwestie: we weten wat we in de toekomst moeten uitbetalen aan aanspraken, en rekenen terug hoeveel geld we daar nu voor nodig hebben. Maar laten we het

eens omdraaien: we ontvangen nu een pensioenpremie en dienen die zo te beleggen dat we in de toekomst een pensioen kunnen uitkeren dat in lijn is met onze ambitie. Hiermee is het geen disconteringskwestie meer, maar een oprentingskwestie.

Als we in een bepaald stadium gedurende de opbouw-fase grote zekerheid willen hebben omtrent de toekomstige uitkering, doen we er goed aan om de looptijd van de toekomstige verplichting exact te ‘matchen’ in een vastrentende belegging met dezelfde looptijd. Als je namelijk de looptijd van de vastrentende belegging korter kiest dan de looptijd van de pensioenuitkering, ontstaat het risico dat op afloopdatum van de vastrentende belegging de rente is gedaald. Omdat de pensioenambitie in principe niet daalt met de rente, kan je de ambitie vanaf dat moment niet langer ‘risicovrij’ behalen. Dit risico noemen we herbeleggingsrisico. Als het herbeleggingsrisico groot is en nadelig uitpakt, zal de deelnemer een hogere pensioenpremie moeten gaan inleggen of een lagere pensioenuitkering accepteren.

Het herbeleggingsrisico in zakelijke waarden

Let wel, voor jonge deelnemers is het volledig matchen van de pensioenambitie met vastrentende waarden een dure vorm van pensioenbeleggen. Zeker bij de huidige rente van 0% wil matchen immers zeggen dat je het volledige bedrag dat je in de toekomst wilt ontvangen als pensioenuitkering, nu al daadwerkelijk moet inleggen als pensioenpremie. Naast dat langlopende vastrentende waarden voorbij 30 á 50 jaar voor een 20-jarige deelnemer nauwelijks beschikbaar zijn, maakt dit het opbouwen van pensioen onbetaalbaar. Als oplossing hiervoor wijken pensioenbeleggers deels uit naar beleggingscategorieën waarvan ze een hoger rendement verwachten, zoals aandelen. Maar wat als een pensioenuitkering ‘gematched’ wordt met een aandelenbelegging en de rente daalt? Wat is dan het herbeleggingsrisico?

Ter illustratie een sterk vereenvoudigd voorbeeld:

- De ambitie is een kasstroom van EUR 100 over 50 jaar.
- Een belegger veronderstelt een verwacht rendement op aandelen van 5%.
- Op het moment van beleggen bedraagt de rente 1% en de verwachte aandelenrisicopremie 4%.
- Vervolgens daalt de rente met 1% tot 0%.

Wat is de impact van deze rentedaling op het verwachte rendement op aandelen? Stijgt de risicopremie naar 5% waardoor het verwachte rendement niet wijzigt? Of blijft de risicopremie gelijk waardoor de belegger nu in feite naar verwachting een procent per jaar te kort komt?

Of ergens tussen deze twee uitersten in? Precies deze vraag vormt een belangrijk onderdeel van de jarenlange discussie over de hoogte van de rekenrente.

Hoe je het ook wendt of keert, een pensioeninkomen bestaat uiteindelijk uit ingelegde premies en het rendement wat op die premies behaald wordt. Dit rendement wordt bepaald door de hoeveelheid beleggings- en renterisico dat bewust of onbewust wordt gelopen. Deze problematiek verandert niet door een aanpassing aan de regels. Wat verandert er dan wel?

Het projectierendement vervangt de huidige rekenrente

Onder het nieuwe pensioencontract wordt de rekenrente vervangen voor een projectierendement. Het is op dit moment nog niet duidelijk wat de regels omtrent het projectierendement precies zullen zijn en wat de rol van de (reële) rente daarin is. Naar alle waarschijnlijkheid zullen pensioenfondsen wel enige vrijheid krijgen om dit projectierendement af te stemmen op hun beleggingsportefeuille.

Een beleggingsbeleid met veel zakelijke waarden betekent in dat geval een hoger projectierendement maar ook een hoger herbeleggings- en dus renterisico. De keuze van het projectierendement heeft zowel in de opbouw- als de uitkeringsfasen risico-implicaties waar het pensioenfonds rekening mee moet houden in het vaststellen van de risicohouding (zie kader op pagina 4).

Een generatie-afhankelijke risicohouding en beleggingsbeleid

Het is aan een pensioenfonds om per generatie vast te stellen hoeveel risico acceptabel is en hoeveel risico nodig is om aan de pensioenambitie te kunnen voldoen. Vervolgens vertaalt het pensioenfonds deze generatie-afhankelijke risicohouding in een generatie-afhankelijk beleggingsbeleid, en renterisicobeleid. Het weloverwogen vaststellen hoeveel renterisico naar de deelnemers wordt gealloceerd blijft onder het nieuwe pensioencontract een cruciaal aspect van de beleggingsstrategie. Vragen die hierbij moeten worden beantwoord zijn:

- Zie ik herbeleggingsrisico (of renterisico) als een beloond of onbeloond risico en waar hangt dat vanaf (bijvoorbeeld rentevisie)?
- Hoeveel herbeleggingsrisico is verstandig voor de verschillende leeftijdsgroepen?

- Wat is het herbeleggingsrisico in de diverse beleggingscategorieën in mijn portefeuille?
- Is het beleggingsbeleid in de uitkeringsfase voldoende afgestemd op het projectierendement, zodat gepensioneerden stabiele pensioenuitkeringen mogen verwachten?

Bovenstaande vragen behandelen we in de volgende artikelen in deze serie. We gaan dan ook in op het inflatierisico, want koopkrachtbescherming blijft cruciaal voor pensioendeelnemers. In ieder geval is hiermee het renterisico voor de toekomst in het juiste perspectief geplaatst. Met de kernboodschap dat we nooit verlost zijn van renterisico zolang we pensioen middels een systeem van kapitaaldekking vormgeven.

De risico-implicaties van het projectierendement

Het projectierendement kent verschillende functies. Zo wordt aan de hand van het projectierendement het fiscale plafond voor premie-inleg bepaald, wordt de benodigde premiehoogte bepaald die in lijn ligt met de ambitie van het pensioenfonds en wordt gecommuniceerd over de verwachte uitkering op pensioendatum. En tot slot bepaalt het projectierendement de jaarlijkse hoogte van de uitkering in de uitkeringsfase. Het is op dit moment nog niet duidelijk wat de regels omtrent het projectierendement precies zullen zijn en wat de rol van de rente daarin is, dit moet men nog bekendmaken. Het is wel duidelijk dat de regelgever een uniforme methodiek zal voorschrijven voor het bepalen van het projectierendement. Uitgangspunt daarbij is dat de methodiek moet bijdragen aan een ‘zo realistisch mogelijke verwachting van de te verwachten rendementen en financiële markten: niet te optimistisch, niet te pessimistisch’ – Hoofdpijnotitie 22 juni 2020

Bij het bepalen van het projectierendement mag je vanaf 2022 dus waarschijnlijk in enige mate vooruitlopen op verwachte rendementen. Dit geldt zowel voor de opbouw- als de uitkeringsfase. Als deelnemer loop je dan het risico dat de verwachte rendementen uiteindelijk tegenvallen. Op het moment dat dit gebeurt deel je dit risico niet langer met andere generaties zoals onder het huidige contract het geval is, maar ‘deel je dit risico met jezelf’.

Risico's in de opbouwfase

In de opbouwfase spaar en beleg je voor een bepaald pensioenvermogen op pensioendatum. Hoe hoger het projectierendement waarmee gerekend wordt, hoe minder je nu hoeft in te leggen als premie. Tegenvallende rendementen tijdens de opbouwfase betekenen dat je op pensioendatum mogelijk een te laag bedrag hebt gespaard om aan je geambieerde pensioenuitkering te voldoen. Tussentijdse renteontwikkelingen hebben niet alleen een impact op de gerealiseerde rendementen, maar hebben ook invloed op de benodigde omvang van de individuele pensioenpot op het moment van pensionering.

Risico's in de uitkeringsfase

In de uitkeringsfase zullen tegenvallende rendementen ten opzichte van het projectierendement betekenen dat je in de eerste jaren van je pensioen onbedoeld een te hoge uitkering ontvangt ten koste van de pensioenuitkeringen in latere jaren. Om een stabiele pensioenuitkering te realiseren is het belangrijk dat het daadwerkelijke resultaat vanuit

beschermingsrendement en overrendement goed aansluit bij het vooraf verwachte projectierendement. Het matchen van de toekomstige pensioenkasstromen met langerlopende vastrentende waarden blijft voor die stabiliteit het belangrijkste ingrediënt.