

Pensioenakkoord – Aantrekkelijkheid beleggingscategorieën

December 2020



Jitzes Noorman
Delegated CIO, BMO GAM

Contact

BMO Global Asset Management,
Nederland
Jachthavenweg 109E
1081 KM Amsterdam
Netherlands

+31 (0)20-582 3758
Gerben Borkent

gerben.borkent@bmogam.com

Inleiding

Welke beleggingscategorieën worden aantrekkelijker door het pensioenakkoord en welke juist minder aantrekkelijk? In deze publicatie laten wij dit kort zien aan de hand van vijf perspectieven die wij relevant achten: regulatorisch risico versus marktrisico, liquiditeit, rendement, reëel karakter en absoluut return karakter van de categorieën. Een totaalscore is achterwege gelaten, omdat elk pensioenfonds andere gewichten zal toekennen aan de verschillende invalshoeken.

Deze 'art and science' exercitie betreft een relatieve analyse, waarbij alleen de verschillen tussen twee regimes worden beoordeeld. Dat hedge funds bijvoorbeeld relatief aantrekkelijker lijken te worden, laat onverlet dat menig pensioenfonds nog steeds vanuit een absoluut perspectief negatief oordeelt over deze categorie, bijvoorbeeld vanwege hoge kosten, reputatierisico en complexiteit.

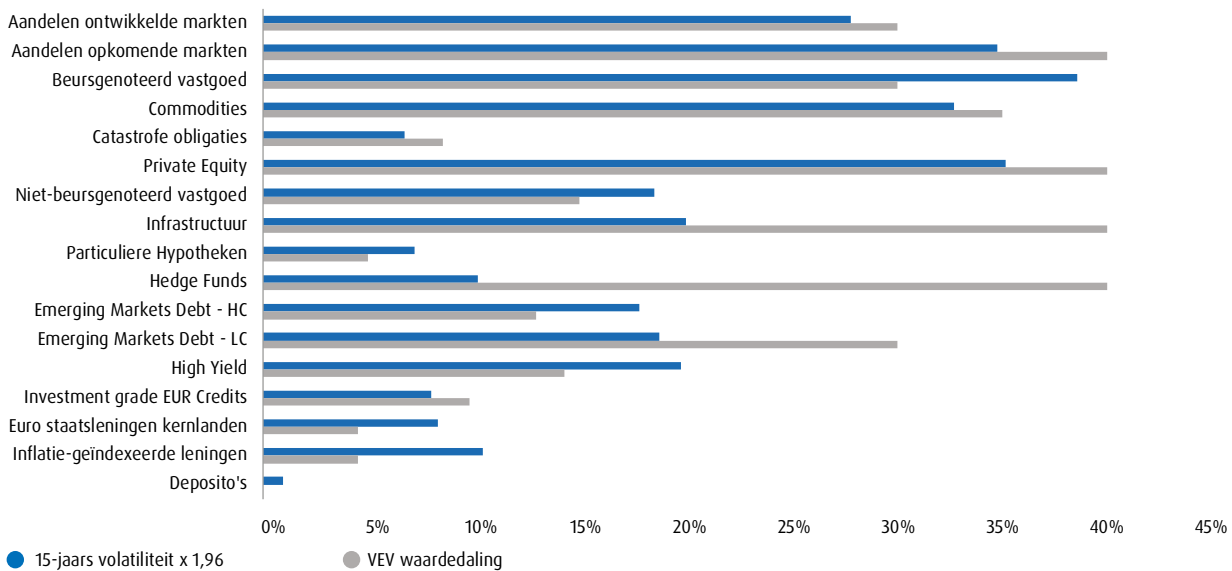
Tot slot merken wij graag op dat het nog wachten is op meer details over de methodiek van het 'projectierendement'. Meer informatie zal nieuwe inzichten wat betreft de relatieve aantrekkelijkheid van beleggingscategorieën aan het licht kunnen brengen.

Toelichting perspectieven

I. Risicoprofiel: regulatorisch risico (VEV) versus marktrisico

Een belangrijke wijziging in het pensioenakkoord is dat geen sprake meer is van expliciete verplichtingen. Zonder verplichtingen en een balans, komt het Vereist Eigen Vermogen (VEV) ook te vervallen. Gegeven de lage dekkingsgraden in de Nederlandse pensioensector, vormde het VEV een belangrijke restrictie voor het beleggingsbeleid en risicoprofiel van veel pensioenfondsen. Zonder VEV zullen fondsen eerder in categorieën kunnen beleggen die nu vanuit het huidige toezichtkader relatief zwaar worden belast wat betreft het VEV. Omgekeerd kan ook gelden dat een prikkel wegvalt om in categorieën te beleggen met een relatief lage VEV-schok.

Regulatoir risico versus marktrisico per beleggingscategorie



Bron: BMO GAM, november 2020

Voor individuele beleggingscategorieën hebben wij de VEV-schok (regulatoir risico) vergeleken met het marktrisico. Marktrisico wordt uitgedrukt als de volatiliteit die BMO GAM hanteert per categorie vermenigvuldigd met 1,96, om zo uit te komen op een 2,5%-kans scenario gelijk aan de zekerheidsmaatstaf van de VEV-formule¹. Grosso modo valt een positief verband waar te nemen tussen beide maatstaven. Ofwel, het VEV is geen onrealistische weergave van daadwerkelijk risico.

Er zijn echter ook verschillen. Die treden met name op bij categorieën waar geen specifiek scenario voor bestaat, zoals de private, alternatieve categorieën Private Equity, Infrastructuur en hedge funds, waarvoor de maximale schok van 40% geldt binnen S2. Het marktrisico zoals wij dat inschatten voor deze categorieën valt significant lager uit, met name voor hedge funds en Infrastructuur. Ook EMD LC kent een relatief hoge VEV-penalty (zowel kredietrisico als valutarisico) in vergelijking met het marktrisico.

Omgekeerd geldt dat staatsobligaties (zowel nominaal als inflatie-geïndexerd) een relatief lage VEV-schok kennen, mede als gevolg van de vrijstelling van Euro staatsobligaties met een AAA-rating voor de kredietschok (S5).

Bij deze analyse gaan wij overigens uit van een 'asset only' perspectief. Voor obligaties wordt alleen rekening gehouden met kredietrisico (S5), maar niet met het feit dat

obligaties ook het renterisico vanuit een balansperspectief (S1) reduceren. Ook is geen rekening gehouden met diversificatie-effecten, bijvoorbeeld voor commodities die een eigen 'S4' kennen en daarmee het totale VEV reduceren.

II. Liquiditeit

Illiquide beleggingen kunnen een rol spelen bij het streven naar een hoog rendement en behoud van koopkracht.

Toch is het de vraag of pensioenfondsen daar meer in zullen gaan beleggen dan momenteel het geval is. Ook in het huidige stelsel kunnen pensioenfondsen beleggen in illiquide activa en vormen het FTK en VEV geen significante belemmeringen.

Daarnaast zouden illiquide beleggingen een complicerende factor kunnen zijn voor een aantal processen bij het nieuwe pensioencontract. Zo schrijft de Commissie Nieuw Pensioencontract van de Pensioenfederatie in het rapport 'Onderzoeksgroep Uitvoering'² het volgende: "Er moet afhankelijk van de leeftijd worden gestuurd op een bepaalde mix (die resulteert uit de life-cycle). Wanneer ook illiquide beleggingen in deze mix zijn opgenomen, is dat erg lastig. Illiquide beleggingen kennen namelijk geen dagelijkse waardering. Wanneer er niet in illiquide assets wordt belegd, gaat er een deel van het rendementspotentieel verloren. De waardering van illiquide beleggingen vormt een complicerende

¹ Uiteraard zullen pensioenfondsen meerdere risicomaatstaven gaan hanteren. Naast volatiliteit zullen indicatoren voor neerwaarts risico belangrijk worden zoals "maximum drawdown" en "Value at Risk (VAR)". Ook krijgt de 'vervangingsratio' een prominente rol in het nieuwe risico kader.

² <https://www.pensioenfederatie.nl/paginas/nl/openbaar/publicaties/service/documenten/rapporten-pensioenfederatie-toekomst-pensioenstelsel>

factor voor een aantal processen. Bijvoorbeeld voor het bepalen van de hoogte van de buffer.”

In de beoordeling van liquiditeit spelen twee aspecten een rol:

- **Stuurbaarheid:** in hoeverre kan de exposure naar een categorie bijgestuurd worden wat betreft snelheid en kosten? Categorieën die laag scoren op dit vlak zijn Private Equity en Infrastructuur. Wel is de liquiditeit in recente jaren verbeterd met de opkomst van ‘secondaries’, maar er is nog steeds sprake van discounts van gemiddeld 5-10% in de secundaire markt. Toch hoeft de ‘stuurbaarheid’ niet een groot probleem te vormen in het nieuwe stelsel. De samenstelling van het deelnemersbestand wijzigt geleidelijk en voorspelbaar over de tijd, waardoor geen sprake zal zijn van grote plotselinge veranderingen. Ook kan stuurbaarheid worden verbeterd door private activa te combineren met beursgenoteerde varianten.
- **Waardering:** dit is een belangrijker aspect omdat aan verschillende leeftijdscohorten periodiek rendementen toegewezen moeten worden. Hoewel boekhoudkundige waarderingen periodiek toegepast kunnen worden, zal dit een uitdaging vormen voor bijvoorbeeld Private Equity waar het een aantal jaar duurt vanaf de lancering van een fonds voordat enig beeld ontstaat over de performance. Wellicht is dat een consequentie die eenvoudigweg geaccepteerd dient te worden door een pensioenfonds, zolang vooraf geen sprake is van een ‘bias’ wat betreft boekhoudkundige waarderingen. Voor een private categorie als particuliere hypotheek vormt dit naar onze mening geen probleem, aangezien op maandbasis waarderingen beschikbaar zijn.

De score voor liquiditeit is een optelsom van de stuurbaarheid en de waarderingsfrequentie. Voor private categorieën varieert de negatieve score in de vergelijking met de situatie in het huidige pensioenstelsel van één tot drie ‘rode vinkjes’. Alle instrumenten die publiek verhandeld worden ontvangen een ‘groen vinkje’ in deze vergelijking.

Hedge funds zijn een bijzondere categorie vanuit dit perspectief. Onderliggend handelen hedge funds vaak in beursgenoteerde obligaties en aandelen. De strategieën en fondsstructuren maken de categorie echter (enigszins) illiquide. En soms ook de onderliggende activa zoals “distressed assets”.

III. Reëel karakter beleggingscategorieën

De geest van het pensioenakkoord is reëel. Zo spreekt de Hoofdlijnennotitie over “Eerder perspectief ... op een koopkrachtig pensioen” en “Het is de ambitie om het perspectief op het verhogen van pensioenuitkeringen te vergroten”.

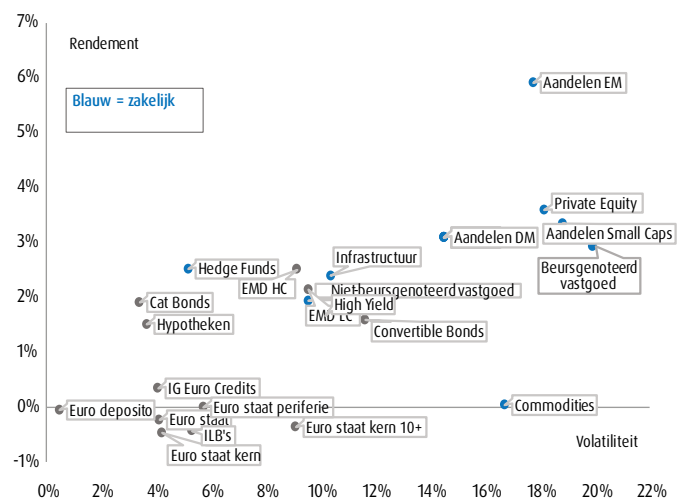
Om uiting te geven aan dit perspectief hebben wij alle categorieën met een reëel karakter eenvoudigweg een positieve score meegegeven en alle nominale categorieën een negatief oordeel. De scheidslijn is nagenoeg gelijk aan

het onderscheid tussen zakelijke waarden en vastrentende waarden. Een uitzondering vormen inflatie-geïndexeerde obligaties. Dit betreft een vastrentende categorie, maar wel met een reëel karakter aangezien de hoofdsom meegroeit met de gerealiseerde inflatie. Een categorie die noch positief noch negatief scoort op dit vlak zijn hedge funds, aangezien deze zowel actief zijn in de aandelen- als vastrentende markt. Tot slot hebben wij ook deposito’s een neutrale score meegegeven: hoewel vastrentend, past de variabele geldmarktrente zich in theorie aan het inflatiepeil aan.

IV. Rendement

Het pensioenakkoord legt ook meer nadruk op het behalen van rendement. Zie bijvoorbeeld dit citaat uit de Hoofdlijnennotitie: “Pensioenfondsen hoeven niet langer te sturen op een bepaalde dekkingsgraad; hierdoor ontstaat meer ruimte om het beleggingsbeleid te richten op een zo goed mogelijk rendement, gegeven de risico’s die de deelnemers kunnen en willen dragen.” Om uiting te geven aan dit perspectief hebben wij alle categorieën eenvoudigweg gerangschikt wat betreft de door BMO GAM verwachte rendementen (zie figuur hieronder) en scores toegekend variërend van zeer positief tot neutraal en zelfs negatief.

BMO GAM: verwachte rendementen en volatiliteiten, 15-jaars horizon



Bron: BMO GAM, 1 december 2020

V. Absolute return

Met het verdwijnen van pensioenverplichtingen komen zowel het Vereist Eigen Vermogen (VEV) als de Tracking Error (TE) van de beleggingsportefeuille ten opzichte van de verplichtingen te vervallen. In plaats van een balansperspectief zal een 'asset only' perspectief belangrijker worden en daarmee wordt de volatiliteit van de beleggingsportefeuille belangrijker als risicomaatstaf. Naar verwachting zal de behoefte van pensioenfondsen om het neerwaarts risico te beperken toenemen. Stel dat de beleggingsportefeuille negatief rendeert, dan leidt dat in de huidige situatie niet direct tot een korting van de pensioentoezeggingen (daarvoor zal de dekkingsgraad eerst meerdere jaren onder een kritisch niveau moeten liggen).

In het nieuwe kader resulteert dat echter wel direct in een lagere waarde van het potje dat elke deelnemer bezit, en dus eerder tot het communiceren van negatief nieuws. Dit vormt een prikkel om neerwaarts risico te beperken. Dat kan door simpelweg minder risicovol te beleggen (maar dat gaat ten koste van rendement) of door gebruik te maken van opties. Dat laatste heeft het nadeel dat het complex is en er een premie betaald dient te worden.

Een andere mogelijkheid die wij zien is dat vanuit

pensioenfondsen meer vraag komt naar instrumenten met een zogenoemd 'absolute return' karakter: een risicopremie bovenop een cashcomponent. In theorie zijn absolute return producten minder gevoelig voor marktbevingen dan 'beta' producten zoals aandelen of obligaties. Twee alternatieve beleggingscategorieën kwalificeren zich als 'absolute return', namelijk catastrofe-obligaties en hedge funds. Catastrofe-obligaties zijn kortlopende obligaties waar de coupon vaak bestaat uit een variabele geldmarktrente plus een vaste spread (als vergoeding voor natuurrampenrisico). Hedge funds hanteren vaak een return doelstelling van enkele procentpunten boven cash. Ook deposito's behoren tot de categorie absolute return, aangezien de hoofdsom niet gevoelig is voor rentebewegingen doordat de rente variabel is.

Totaalbeeld

Resumerend toont onderstaande tabel een totaalbeeld voor de verschillende beleggingscategorieën op basis van de vijf invalshoeken.

Graag merken wij nogmaals nadrukkelijk op dat dit een relatieve analyse betreft, waarbij alleen de verschillen

Relatief oordeel beleggingscategorieën vanuit pensioenakkoord-perspectief

Beleggingscategorieën	VEV vs Volatiliteit	Liquiditeit	Reëel	Rendement	"Absolute Return"
Aandelen ontwikkelde markten	=	✓	✓	✓✓	✗
Aandelen opkomende markten	=	✓	✓	✓✓	✗
Beursgenoteerd vastgoed	✗	✓	✓	✓✓	✗
Commodities	=	✓	✓	=	✗
Catastrofe obligaties	=* ✓✓✓	✓	✗	✓	✓
Private Equity	✓	✗✗✗	✓	✓✓	✗
Niet-beursgenoteerd vastgoed	✗	✗✗	✓	✓	✗
Infrastructuur	✓✓	✗✗✗	✓	✓	✗
Particuliere Hypotheken	=	✗	✗	✓	✗
Hedge Funds	✓✓✓	✗	=	✓	✓
Emerging Markets Debt - HC	✗	✓	✗	✓	✗
Emerging Markets Debt - LC	✓	✓	✗	✓	✗
High Yield	✗	✓	✗	✓	✗
Investment grade EUR Credits	=	✓	✗	=	✗
Euro staatsleningen kernlanden	✗	✓	✗	✗	✗
Inflatie-geïndexeerde leningen	✗	✓	✓	✗	✗
Deposito's	=	✓	=	✗	✓

* De VEV impact hangt af van hoe Cat Bonds worden meegenomen. Via kredietrisico S5 dan gering, via zakelijk S2 dan groot (40% schok)

Bron: BMO GAM, November 2020

tussen de beleggingscategorieën in het huidige en het nieuwe stelsel worden beoordeeld.

Geen enkele categorie scoort in het nieuwe pensioenstelsel op alle criteria beter dan wel op alle criteria slechter dan in het huidige pensioenregime. Wij kunnen wel de volgende observaties maken:

- Beursgenoteerde aandelen sluiten goed aan bij het beoogde nieuwe regime: een hoog rendement met een reëel karakter. Ook is de liquiditeit positief gegeven de periodieke toewijzing van rendementen;
- Private categorieën zoals Private Equity en Infrastructuur worden aantrekkelijker vanuit risicoperspectief (met het wegvallen van het VEV) en scoren goed wat betreft rendement en reëel karakter. Het illiquide karakter vormt daarentegen een complicerende factor;
- Vastgoed scoort gemengd. Voor zowel beursgenoteerd als niet-beursgenoteerd vastgoed geldt dat de VEV-formule relatief mild is. Het wegvallen daarvan vormt dus geen voordeel. Daarentegen zijn het beide reële categorieën met een hoog rendement. Relatief wint beursgenoteerd vastgoed het meest bij het nieuwe regime, gezien het hogere verwachte rendement zonder de liquiditeitsaspecten die spelen bij niet-beursgenoteerd vastgoed;
- Euro staatsobligaties met een hoge kredietwaardigheid lijken het meest te verliezen aan aantrekkelijkheid met het pensioenakkoord. Het voordeel van de VEV-vrijstelling voor AAA-overheden vervalt en het nominale laag renderende karakter scoort ook negatief;
- De meeste Spread producten scoren gemengd. De categorie binnen de return obligaties die relatief het meest aan aantrekkelijkheid wint is EMD LC;
- Voor commodities spreekt met name de rol als inflatiehedge;
- Particuliere hypotheek scoren gemengd. De huidige VEV-schok wijkt niet significant af van het marktrisico. Het wegvallen van de VEV-formule levert voor deze categorie daarom geen voordeel op. Ook het nominale en private karakter van particuliere hypotheek levert in het nieuwe stelsel geen voordeel op. Het positieve aspect betreft het rendement dat aanzienlijk hoger is dan van andere activa die momenteel veel in matchingportefeuilles worden gebruikt;
- Tot slot valt op dat twee alternatieve categorieën aantrekkelijker lijken te worden: catastrofe-obligaties en hedge funds. Beide categorieën betreffen 'absolute return' waar wellicht meer vraag naar komt in een pensioenstelsel zonder verplichtingen. Ook maakt het rendement en het vervallen van het VEV deze beleggingscategorieën interessanter.

Belangrijke informatie

Dit financiële promotiemateriaal wordt in Nederland uitgegeven door BMO Global Asset Management en is uitsluitend bedoeld voor marketing- en informatiedoeleinden. De informatie die wordt verstrekt in het marketingmateriaal, is geen, of kan niet worden opgevat, als beleggingsadvies of een aanbeveling om te kopen, verkopen of anderszijds transacties uit te voeren met betrekking tot de Fondsen. De

informatie, meningen, schattingen en/of verwachtingen in dit document zijn afkomstig van bronnen, waarvan redelijkerwijs wordt aangenomen dat ze betrouwbaar zijn en die op ieder moment kunnen wijzigen. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De waarde van beleggingen kan fluctueren. Het is mogelijk dat beleggers hun inleg niet (volledig) terugkrijgen.