Uniforme Rekenmethodiek

Pensioen-update

5 vragen over... gestegen slechtweerscenario's in de URM.

AUTEURS

Teun Loermans,
Senior Investment Strategist

Sven Klijnhout,
ALM-specialist

De VIX sloot eind augustus op zo'n 14 punten, het laagste niveau van 2026. Ruim de helft onder de piek van eind maart dit jaar. De VSTOXX beweegt in hetzelfde spoor. Optiemarkten prijzen een historisch lage kans op grote uitslagen in. Strategen aan beide kanten van de oceaan waarschuwen intussen juist voor schijnbare rust, richting een traditioneel onrustiger najaar. De deelnemer krijgt ondertussen juist een zekerder pensioen voorgespiegeld.

Wat is de Uniforme Rekenmethodiek (URM)?

De Uniforme Rekenmethodiek (URM) is de wettelijk voorgeschreven methode waarmee pensioenuitvoerders de toekomstige pensioenuitkomsten voor deelnemers berekenen. Elke deelnemer die zijn Uniform Pensioenoverzicht opent of kijkt op mijnpensioenoverzicht.nl, ziet drie getallen: verwacht, goed weer en slecht weer. Die bandbreedte oogt als een directe weergave van onzekerheid over de toekomst. In werkelijkheid is zij het product van een kwartaalmodel.

De Nederlandsche Bank (DNB) publiceert elk kwartaal een nieuwe scenarioset die gebruikt moet worden voor de URM-berekeningen. Rente- en aandelenvolatiliteit worden daarin herijkt op basis van actuele marktdata. De volatiliteit hangt dus niet alleen af van historische data, maar ook van de actuele volatiliteit. En daar zit de kern van de zaak: de bandbreedte tussen goed en slecht weer verschuift niet primair met het onderliggende risico van pensioenfondsen. Zij verschuift met de stemming op de optiemarkt, op de peildatum.

Wat is er gebeurd?

Het gevolg van een veranderende volatiliteit in de scenarioset voor de communicatie aan deelnemers kennen we al. Alleen dan in spiegelbeeld. Kamervragen in 2024 legden bloot dat de langetermijnvolatiliteit van aandelen in de scenarioset in twaalf maanden tijd met bijna 50% was gestegen, destijds als gevolg van herijking van de kalibratie van de set.

achmea
Investment Management

Voor een 30-jarige deelnemer verschoof de verhouding tussen goed- en slechtweerscenario van ongeveer 4-op-1 naar 10-op-1. Het kabinet erkende toen: een modelmatige stijging van de veronderstelde volatiliteit werkt direct door in de risicohoudingtoets van artikel 14d. Fondsen die niets aan hun beleggingsbeleid hadden veranderd, zagen hun berekende risico desondanks oplopen. Overigens daalde de VSTOXX in diezelfde periode juist, van ruim 21% begin 2023 naar 14% begin 2024.

Dit kwartaal zien we een tegengesteld effect. Als gevolg van lage implied volatility op de financiële markt daalt de rente- en aandelenvolatiliteit in de economische scenarioset. De bandbreedte versmalt. Het slechtweer-pensioen op mijn pensioenoverzicht en de fondsportalen valtsubstantieel gunstiger uit. Niet omdat fondsen voorzichtiger zijn gaan beleggen of omdat staartrisico's zijn afgenomen. Maar omdat de marktmomenteel kalm is.

Waarom een lage implied volatility ertoe doet

Een lage implied volatility heeft in de kern 2 consequenties. Ten eerste de risicohoudingtoets zelf. Fondsen moeten hun beleggingsbeleid jaarlijks toetsen aan de vastgestelde risicohouding, en bijsturen zodra ze buiten de grenzen vallen. Een structureel gunstiger slechtweerscenario, mede gedreven door een cyclisch dal in impliciete volatiliteit, kan ruimte creëren binnen het formele kader zonder dat de feitelijke schok-bestendigheid van de portefeuille is verbeterd.

Een risicomaatstaf die meebeweegt met markt-sentiment in plaats van met de daadwerkelijke weerbaarheid van de portefeuille, is pro-cyclisch. In tijden van kalmte, met vaak flink gestegen koersen kan er veel risico worden genomen. In tijden van stress met vaak flink gedaalde koersen moet juist risico worden afgebouwd. De omgekeerde wereld, voor een instrument dat vroegtijdig zou moeten waarschuwen.

Ten tweede het verwachtingenmanagement richting deelnemers: wie nu op basis van een opgepoetst slechtweerscenario denkt dat zijn pensioen minder kwetsbaar is geworden, staat bij de volgende volatiliteitsschok weer voor een abrupt verslechterd beeld. En de geschiedenis van de afgelopen jaren suggereert dat die schok komt, seizoenspatroon incluis. Zonder dat er in de tussentijd iets wezenlijks aan de regeling is veranderd. Dat tast op termijn het vertrouwen in de URM aan als communicatie-instrument. Precies op het moment dat dit instrument, na de stelselwijziging, een centrale rol moet spelen in het uitleggen van onzekerheid.

Wat is het handelingsperspectief voor pensioenfondsen?

Voor een bestuur is dit primair een constatering, geen instrument. De scenarioset wordt centraal vastgesteld door DNB, op basis van het model en de parameters van de Commissie Parameters 2022. Geen fonds kalibreert de volatiliteitsinput zelf. Geen fonds kan in zijn eentje overstappen op een voortschrijdend gemiddelde. Wie daar iets aan wil doen, doet dat via de Pensioenfederatie of een consultatiereactie richting DNB en het ministerie. Niet via het eigen beleggingsbeleid.

Maar rond die constatering ligt wel degelijk ruimte. Op 3 plekken:

- Allereerst de risicohoudingtoets. Die verplicht tot bijsturen zodra het fonds buíten de vastgestelde grenzen valt, niet zodra er toevallig meer ruimte ontstaat. Een bestuur kan in de onderbouwing van de jaarlijkse toets expliciet ontleden welk deel van een verschuiving voortkomt uit gewijzigde kalibratie, en welk deel uit een daadwerkelijk andere beleggingsmix. Een mechanisch verruimde uitkomst is geen vrijbrief.
- Ten tweede de risicohouding zelf, die het bestuur, met instemming van het verantwoordingsorgaan, vaststelt. Een langere beoordelingsperiode, of enige hysterese voordat een kwartaaluitslag tot beleidswijziging leidt, dempt de gevoeligheid voor precies dit soort tijdelijke marktrust.
- Ten derde de deelnemerscommunicatie. Het fonds kan een toelichting opnemen op het UPO of bij de pensioenplanner, die uitlegt dat een verbeterd slechtweerscenario voortkomt uit modelkalibratie en niet uit een lager risicoprofiel van de regeling. Dat voorkomt niet de schommeling zelf. Wel de verkeerde verwachting die eruit voortvloeit.

Welke oplossingsrichtingen zijn er?

De oplossing zit niet in het loskoppelen van de scenarioset van marktdata. Een set die niet reageert op actuele omstandigheden verliest haar geloofwaardigheid als op de werkelijkheid gebaseerd model. Een aanpassing ligt in onze optiek meer voor de hand:

- Kalibreer langetermijnvolatiliteit op een voortschrijdend gemiddelde, niet op een kwartaalsnapshot. Zo worden pieken en dalen gedempt voordat ze doorwerken in de risicohoudingtoets. Die stap is niet gratis. De volatiliteit in de P-set hangt samen met die in de Q-set, dus een gedempte P-set trekt ook de marktconsistente waardering los van de actuele marktstand. Netto-profijtuitkomsten worden daardoor minder afhankelijk van het toevalsmoment van de meting. De vraag is of dat erg is.
- Er is ook een radicalere route. Terug naar één voorgeschreven verwacht scenario, één goedweer- en één slechtweerscenario, vastgesteld door de toezichthouder in plaats van kwartaal na kwartaal herberekend door een stochastisch model. Geen simulaties met duizenden paden, maar een vaste set aannames die niet meebeweegt met elke uitslag van de implied volatility. Dat kost aan de ene kant iets: minder marktconforme scenario's, minder aansluiting bij actuele risico-inschattingen. Maar het wint iets terug dat nu ontbreekt, namelijk stabiliteit in de communicatie richting deelnemers.

Daarmee raken we een belangrijke vraag. Moet de communicatie naar een deelnemer gebaseerd zijn op een dergelijk *sophisticated* model? Een model dat weinigen doorgronden, dat kwartaal op kwartaal andere getallen oplevert, en dat vooral de stemming op de optiemarkt weerspiegelt. Of is een eenvoudiger, minder precies, maar wel stabieler scenario uiteindelijk functioneler voor wat de URM moet doen: Een deelnemer een realistisch, uit te leggen beeld geven van wat er kan gebeuren met zijn pensioen.

Wat de uitkomst van die afwezig ook wordt: het slechtweerscenario zegt op dit moment minstens zoveel over de stemming op de optiemarkt als over het beleggingsrisico dat een deelnemer loopt. Met de marktvolatiliteit op een historisch gezien laag niveau, is dat een onderscheid dat de moeite waard is om scherp te houden en tegelijkertijd een relevant risico voor het vertrouwen van deelnemers in het pensioenstelsel.

Voor meer informatie

Investment Highlights, Investment Letter en whitepapers
Wekelijks publiceert ons Investment Strategy team de Investment Highlights met daarin een analyse van de ontwikkeling op de financiële markten. Met onze Investment Letters blijft u op de hoogte van onze visie en van marktontwikkelingen.

Achmea IM op youtube
Hier vindt u heldere video's met informatie over de implicaties van het pensioenakkoord, impactbeleggen, maatschappelijk verantwoord beleggen, risico management en het selecteren van de bestpassende externe managers.

Achmea IM op LinkedIn
Volg ons LinkedInkanaal voor updates.

www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel
achmeaim@achmea.nl

Contact

Neem contact op met uw contactpersoon bij Achmea Investment Management.

Mark Bakker
Business Development Director
mark.bakker@achmea.nl
+31 6 101 851 94

Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. ("Achmea IM") heeft de informatie in dit document met zorg samengesteld. Deze informatie is alleen bestemd voor gekwalificeerde beleggers en/of professionele beleggers zoals bedoeld in de Wet op het financieel toezicht ("Wft"). Dit document is of bevat (i) geen aanbod of uitnodiging om financiële instrumenten te kopen, te verkopen of te verhandelen (in de zin van 1:1 Wft), (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies (in de zin van 1:1 Wft), en (iii) geen juridisch of fiscaal advies. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch of fiscaal adviseur. Achmea IM raadt u af een (beleggings)beslissing uitsluitend te baseren op de in dit document opgenomen informatie. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van een dergelijke (beleggings)beslissing.

De informatie in dit document is (mede) gebaseerd op informatie die Achmea IM van betrouwbaar geachte informatiebronnen heeft verkregen. Achmea IM garandeert niet de betrouwbaarheid van die bronnen en de juistheid en volledigheid van de van die bronnen verkregen informatie. De informatie in dit document is puur informatief en u kunt daaraan geen rechten ontlenen. Alle informatie is een momentopname, tenzij uitdrukkelijk anders is aangegeven. Het verstrekken van dit document na de oorspronkelijke publicatiedatum is geen garantie dat de hierin opgenomen informatie op die latere datum nog juist en volledig is. Achmea IM heeft het recht om deze informatie zonder aankondiging te wijzigen. Het noemen van rendementen op beleggingen in dit document dient uitsluitend als uitleg en toelichting. Achmea IM spreekt daarmee geen verwachting uit over het rendement of koersverloop van die beleggingen. De waarde van uw belegging kan fluctueren en in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De informatie in dit document is gebaseerd op door Achmea IM gemaakte aannames. Het is mogelijk dat andere aannames worden gemaakt dan de door Achmea IM gemaakte aannames. De door Achmea IM getrokken conclusies zijn daarom niet noodzakelijkerwijs juist en/of volledig.

U mag de informatie in dit document alleen voor eigen persoonlijk gebruik kopiëren. Informatie over de beleggingsinstellingen van Achmea IM kan een publicitaire mededeling bevatten. Raadpleeg het prospectus van de beleggingsinstellingen op **www.achmeainvestmentmanagement.nl** voordat u een beleggingsbeslissing neemt. U mag de informatie niet overnemen, vermenigvuldigen, distribueren of openbaren zonder schriftelijke toestemming van Achmea IM. Alle informatie (teksten, foto's, illustraties, grafisch materiaal, handelsnamen, logo's, woord- en beeldmerken) blijft eigendom van of in licentie bij Achmea IM en wordt beschermd door auteursrecht, merkenrecht en/of intellectueel eigendomsrecht. Er worden geen rechten of licenties overgedragen bij gebruik van of toegang tot deze informatie.

Uitgegeven door: Achmea Investment Management B.V., statutair gevestigd te Zeist en kantoorhoudende te Zeist (Handelsregister nr. 18059537). Achmea IM is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") in Amsterdam (AFM registratie 15001209) als beheerder van beleggingsinstellingen zoals bedoeld in artikel 2:65a Wft en is onder deze vergunning bevoegd tot het verlenen van de beleggingsdiensten als opgenomen in het door de AFM gehouden register.

achmea
Investment Management