

## Laat pensioenbeleggen terugkeren naar de basis...

Er worden heftige en emotionele discussies gevoerd over de houdbaarheid van het Nederlandse pensioenstelsel. Vanuit verschillende hoeken worden er ingrijpende veranderingen voorgesteld. Door het laten vallen van de eis van kortetermijnzekerheid en het aanpassen van de waarderingmethode van de verplichtingen, is het Nederlandse pensioenstelsel heel goed toekomstbestendig te maken.

In de meest recente financiële crisis kwamen veel pensioenfondsen in een tekortsituatie. De financiële posities verslechterden, doordat de verplichtingen sterk toenamen als gevolg van dalende markttrentes. Dit renterisico wordt door DNB als een van de belangrijkste risico's geïdentificeerd. De pensioenwet eist dat met een zekerheid van 97,5 procent wordt voorkomen dat binnen een periode van één jaar de financiële positie van een pensioenfonds ontoereikend wordt. In de gangbare praktijk vertrouwen pensioenfondsen op ALM-rekenmodellen bij het formuleren van hun beleid en het samenstellen van hun beleggingsportefeuilles. Deze rekenmodellen brengen alle risico's van een pensioenfonds in kaart met behulp van duizenden stochastische economische scenario's. Op het moment is de financiële positie van de meeste pensioenfondsen net toereikend. Als er nu ALM-studies worden gedaan, dan rekenen de ALM-modellen voor dat het risico van stijgende verplichtingen door dalende rentes zo veel mogelijk moet worden beperkt, zodat de kans op een tekort kleiner is dan 2,5 procent. Pensioenfondsen staan onder druk om deze uitkomst op te volgen, omdat er immers van ze wordt verwacht dat ze voldoen aan de Pensioenwet.

De eis van zekerheid op de korte termijn leidt tot risico's op de lange termijn. Met behulp van rentederivaten zetten pensioenfondsen het rendement op delen van hun portefeuille vast voor termijnen die wel langer kunnen zijn dan dertig jaar. Hiermee wordt het risico van een dalende rente afgedekt en worden de nominale pensioentoezeggingen redelijk veiliggesteld. Echter, het afdekken van het ene risico leidt meestal weer tot een ander risico. In het geval van het afdekken van het renterisico wordt er een inflatierisico geïntroduceerd. Immers, als er inflatie komt, dan zijn pensioenfondsen niet in staat om een hoger rendement op hun beleggingsportefeuilles te halen, doordat het rendement voor langere tijd is vastgezet tegen een te laag niveau. In tijden van inflatie kan hierdoor de waardevastheid van pensioenen in gevaar komen. De belangen van pensioenfondsen en hun deelnemers lopen niet helemaal gelijk. Pensioenfondsen staan onder druk om het risico van dalende rentes af te dekken om zo de nominale dekkinggraden veilig te stellen, maar als de rente stijgt door inflatie, dan

verliezen de deelnemers koopkracht. Een oplossing hiervoor kan zijn om de dekkinggraad van een pensioenfonds gevoelig te maken voor het risico van een stijgende rente door hoge verwachte inflatie. Dit kan worden bereikt door de waarderingmethode van de verplichtingen aan te passen. De rente op een staatsobligatie bestaat uit een basisvergoeding en opslagen voor krediet- en inflatierisico. Meestal gaat een hoge rente gepaard met een hoge verwachte inflatie en gaat een lage rente gepaard met een lage verwachte inflatie of zelfs deflatie. Als de rente hoog is door een hoge verwachte inflatie, dan zou het prudent zijn om de verplichtingen te waarderen tegen een lagere rente, zodat pensioenfondsen zich niet te rijk rekenen en overrendementen kunnen worden aangewend om pensioenaanspraken te compenseren voor inflatie. Daarom zou de waarderingmethode van de verplichtingen zo moeten zijn dat het verwachte rendement op basis waarvan een verplichting wordt gewaardeerd gelijk is aan de rente op een staatsobligatie met dezelfde termijn. Het verwachte rendement mag echter nooit hoger zijn dan een bepaalde bovengrens, bijvoorbeeld vier procent. Bij een verwacht rendement van vier procent is de financiële positie van de meeste pensioenfondsen weer toereikend en kan de focus verlegd worden naar het waardevast houden van de pensioenen.

Als de eis van kortetermijnzekerheid vervalt en de hierboven beschreven waarderingmethode wordt geïntroduceerd, dan zullen ALM-rekenmodellen tot andere uitkomsten komen en berekenen dat pensioenfondsen in veel korter lopende obligaties kunnen beleggen. Daarmee zijn pensioenbeleggingen beter in staat om mee te bewegen met inflatie en kan de koopkracht van pensioenen beter worden beschermd. Daarnaast wordt het voor pensioenen minder interessant om complexe derivaatconstructies op te tuigen om het renterisico zo goed mogelijk af te dekken, zodat zij hun capaciteit meer kunnen richten op het doen van beleggingen die de economische activiteit stimuleren. Pensioenbeleggen keert hiermee weer terug naar de basis, namelijk selectie en beheer van kredietkwaliteit.



De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.



**GERWIN GRIFFIOEN**  
Kwantitatief analist bij  
Insinger de Beaufort



**PIETER OMTZIGT**  
Lid van de Tweede Kamer  
voor het CDA

## ...maar voorkom dat waarderingregels de politieke werkelijkheid volgen

Het is voor een politicus gevaarlijk om zich rechtstreeks met de waarderingregels van pensioenfondsen te bemoeien. Wij krijgen vaak het verwijt dat we een overmatige belangstelling hebben voor de korte termijn en niet voor de lange termijn. Terwijl het waarderingsvraagstuk natuurlijk een langetermijnhorizon heeft. Toch is het juist een taak van de politiek om het toezicht te ontwerpen en vorm te geven, want juist via het Financieel Toetsingskader kunnen we controleren of pensioenfondsen wel voldoende geld in kas hebben om de beloftes waar te maken die ze gedaan hebben. Er zijn voldoende voorbeelden van landen die een te soepel kader gehanteerd hebben voor financiële verplichtingen en daar de nare vruchten van plukken. En bij mogelijke kortingen regent het altijd onmiddellijk (e)moties in de Kamer, dat het nu het juiste tijdstip niet is. Nou, politiek gezien is er nooit "het juiste tijdstip" om vervelende maatregelen te nemen.

Met de nieuwe Pensioenwet is een aantal jaren geleden rigoureuze overstap op marktwaardering. Zowel verplichtingen als bezittingen worden op marktwaarde gewaardeerd. Een reële toetsingskader, waarbij de verplichtingen op reële waarde gewaardeerd worden, is natuurlijk ook een mogelijkheid, maar cruciaal is dat er slechts een zeer beperkte markt is voor geïndexeerde obligaties en dat pensioenfondsen en verzekeraars bij zo'n kader onmiddellijk de markt daar totaal zouden leegzuigen. Ideaal zou het natuurlijk zijn als er wel een grote en liquide Nederlandse of Europese markt is voor dat soort leningen. Dat zou meer zekerheid kunnen verschaffen voor de deelnemers aan pensioenfondsen, omdat zij inderdaad geïnteresseerd zijn in hun reële pensioen. Nu die mogelijkheid er niet is, krijgen we in de politiek regelmatig voorstellen om het huidige FTK aan te passen, omdat de dekkinggraad te volatiel geacht wordt. Ten eerste is het opmerkelijk wanneer zo'n voorstel uit de sector zelf komt, omdat de hele sector instemde met het FTK, dat pas na de dotcom-crisis is vastgesteld, en daar zat toch ook een behoorlijke volatilititeit in de markt. Het was destijds in de Kamer een van de saaieste pensioenoverleggen ooit, toen dat kader werd vastgesteld. Uit het voorstel van de heer Griffioen om naar een hybride systeem te gaan, haal ik dat we de rentecurve blijven gebruiken. Hierbij blijft in het midden of dat de swapcurve dan wel de AAA-curve is, maar het voorstel is om te maximeren op vier procent. Omdat een deel van de rentecurve op dit moment boven de vier procent ligt, zal dat leiden tot een onmiddellijke daling van de dekkinggraad, zodat de huidige problemen nog scherper zicht-

baar worden. In het voorstel wordt niet duidelijk of ook de bufferreizen aangepast worden. Daarbij mis ik een onderbouwing voor de vier procent. Waarom vier en geen drie of vijf? De reële rentevoet is gemiddeld toch fors lager geweest dan vier procent, dus als je een forward-looking inflatieverwachting zou willen inbouwen, zou dat percentage lager kunnen en moeten zijn. Ook wordt geïdentificeerd dat pensioenfondsen nu het neerwaartse renterisico afdekken. Maar zelfs in een systeem bij maximering op vier procent zullen pensioenfondsen, ten einde hun dekkinggraad niet te laten dalen onder de 105 procent, er toch voor willen kiezen om af te dekken, ook middels renteswaps. Eigenlijk vind ik het ongewenst dat we het principe van marktwaardering, dat nu redelijk consistent is doorgevoerd, loslaten. Het gevaar ligt dan namelijk op de loer om de waarderingregels regelmatig aan te passen aan de politieke werkelijkheid, en juist dat moeten wij toch zien te voorkomen. Mijn commentaar is overigens geen pleidooi om het FTK niet eens kritisch tegen het licht te houden. De dekkinggraad is wel heel volatiel geweest, hoewel ik me daarbij afvraag of dat ook aan het gekozen beleggingsbeleid gelegen heeft. Slechts weinig fondsen hebben een poging ondernomen om in tijden van voorspoed middels bijvoorbeeld derivaten de ondergrens van 105 procent af te dekken, terwijl de noodzaak daartoe sinds de crisis van 2001 wel duidelijk was.

Ik hoop dat het voorstel voor het nieuwe pensioencontract de focus deels verlegt naar reële rechten. Tijdens de huidige crisis heeft de Europese Centrale Bank een massieve geldinjectie gedaan in de economie en is zij zelf bezig met het opkopen van staatsleningen. Dat beleid strookt niet met de focus op stabiele prijzen. De totale onzekerheid rond inflatie is toegenomen en ook de kans op fors hogere inflatie. In het Verenigd Koninkrijk doet zich die nu al voor. Wat dat betreft vind ik het heel nuttig dat we doordenken hoe we, met alle onzekerheden die we hebben, de focus in het pensioencontract en het toezicht wel verleggen naar een vorm van reële kader.

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.