

Pensioenregels en financiële markten

Pensioenfondsen zullen overstappen op een nieuw pensioencontract onder een nieuw toezichtregime. Hierbij speelt de disconteringsvoet voor de waardering van verplichtingen een centrale rol. Een disconteringsvoet die gedifferentieerder is en die een minder centrale en directe rol speelt in het solvabiliteitstoezicht, leidt naar verwachting tot minder onwenselijke markteffecten. Het gedrag van de sector wordt minder voorspelbaar voor andere grote partijen en onevenwichtigheden tussen vraag en aanbod leiden niet tot een onnatuurlijke vorm van de rentecurve met relatief lage rentes voor lange looptijden.

Eind jaren negentig besloot de Britse regelgever voor pensioenfondsen tot de invoering van een regel waardoor pensioenfondsen verplicht werden om inflatie te compenseren tot een maximum van vijf procent per jaar. Door deze indexatieverplichting niet te koppelen aan reële solvabiliteitseisen, verwachtte de regelgever geen grote impact op financiële markten. Pensioenfondsbesturen zagen in deze indexatieverplichting echter voldoende aanleiding om het beleggingsbeleid te verschuiven en dit leidde tot een sterke stijging van de vraag naar inflatie-gerelateerde obligaties ofwel indexleningen. Aangezien het aanbod van dit type obligaties hier sterk bij achterbleef, leidde deze vraag tot een snelle en scherpe daling van reële rentes tot onder de één procent (figuur 1). Met name voor het lange deel van de reële rentecurve is slechts beperkt aanbod, waardoor de reële rentes voor langere looptijden in het Verenigd Koninkrijk, anders dan destijds in de eurozone, standaard lager waren dan die voor kortere looptijden.

Swapcurve

De invoering van het Financieel Toetsingskader in 2007 heeft in Nederland tot vergelijkbare bewegingen geleid in financiële markten. Door in het toezicht een centrale rol te geven aan een specifieke waarderingsrente, in casu de swaprente, is de vraag naar producten

waarmee het hieruit volgende risico kan worden afgedekt, substantieel toegenomen. Een renteswap is een populair financieel product waarbij twee partijen afspreken om rentebetalingen uit te wisselen. Partij A betaalt een korte, variabele rente aan partij B, en partij B betaalt een lange, vaste rente aan partij A. Het contract kan als zeer risicoloos worden beschouwd, aangezien er sprake is van onderpand en de effecten van renteveranderingen direct worden afgerekend. Voor verschillende looptijden zijn uit deze contracten risicovrije rentes af te leiden.

Ook bij de swaprente liep de vraag voor op het aanbod, met als gevolg een sterke druk op de renteniveaus, met name voor lange looptijden. De situatie waarbij rentes voor langere looptijden lager zijn dan voor kortere looptijden, zoals dat in het Verenigd Koninkrijk zichtbaar was, werd ook in Nederland een vertrouwd fenomeen: tot looptijden van vijftien à twintig jaar loopt de rente op met de looptijd, terwijl er voor langere looptijden sprake is van lagere renteniveaus (figuur 2). Voor de dekkingsgraad heeft dit fenomeen een belangrijk effect: zou de curve horizontaal lopen vanaf looptijden van circa twintig jaar, dan zou de dekkingsgraad een aantal procentpunten hoger liggen. De gehanteerde rentecurve lijkt in feite uit twee delen te bestaan: voor kortere looptijden is het een relatief normale rentemarkt, met rentes die hoger zijn naarmate de looptijd

ANGELIEN KEMNA

Lid van de raad van bestuur APG Groep en CEO van APG Asset Management

ONNO STEENBEEK

Directeur bij APG Groep en universitair hoofd-docent aan de Erasmus Universiteit Rotterdam

PETER VLAAR

Hoofd ALM Modelling bij APG

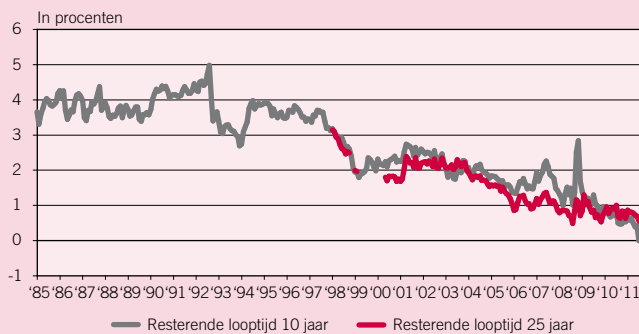
langer is. Spaarders en banken worden zo gecompenseerd voor het langer vastzetten van hun geld, terwijl investeerders deze premie graag betalen voor de zekerheid in de kosten van langdurige financiering. Voor looptijden langer dan twintig jaar ligt het renteniveau lager. Voor dit segment is de belangrijkste vragende partij niet een investeerder die geld wil lenen, maar een pensioenfonds of levensverzekeraar met een nominale verplichting op lange termijn. Deze partijen nemen genoegen met een lagere rentevergoeding voor langere looptijden omdat het langetermijnrendement, benodigd voor de langetermijnverplichting, hierdoor zeker wordt. Het afdekken van renterisico is vooral van belang indien de verplichting op marktwaarde wordt gewaardeerd omdat kortetermijnfluctuaties in de rente in dat geval direct zichtbaar worden op de balans. Zo ontstaat het fenomeen dat er zelfs bij renteniveaus van 2,5 procent partijen zijn die zich genoodzaakt zien zich tegen verdere rentedaling in te dekken en mede door hun eigen acties de renteniveaus nog verder onder druk zetten (kader 1).

In algemene zin lijkt het niet verstandig garanties of ambities voor te schrijven die slechts beperkt afgedekt kunnen worden in de markt. Indien de marktprijs op deze illiquide markten vervolgens gebruikt

wordt voor het bepalen van solvabiliteitseisen, is een belangrijk effect op financiële markten onvermijdelijk, waardoor het realiseren van die ambities erg moeilijk wordt. In het Verenigd Koninkrijk leidde de invoering van een indexatie-verplichting tot onhoudbare pensioencontracten, deels als gevolg van het effect van deze regel op financiële markten. Voorkomen moet worden dat een dergelijke situatie zich in Nederland kan voordoen. De swaprente wordt vastgesteld op een markt waar vraag en aanbod niet altijd in balans lijken te zijn, met name voor langere looptijden. Niettemin speelt deze rente in het huidige pensioentoezicht een cruciale en directe rol, waardoor de bewegingen van de achthonderd miljard euro aan Nederlands pensioenvermogen voorspelbaar zijn en fluctuaties van dekkingsgraden versterkt worden.

Figuur 1

De ontwikkeling van de reële rente in het Verenigd Koninkrijk in de periode 1985–2011.



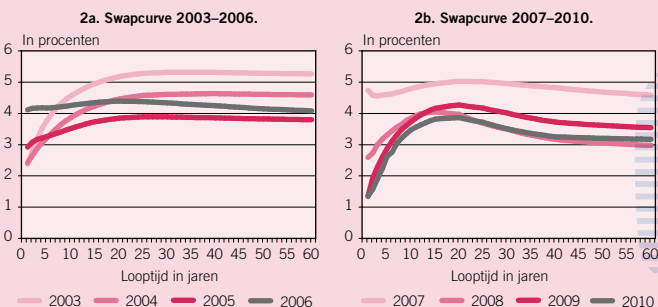
Kader 1

Voorbeeld augustus 2010

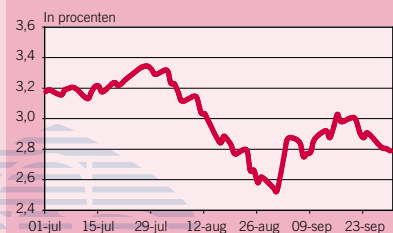
In augustus 2010 daalde de swaprente heel snel heel sterk. Tijdens deze daling zagen veel pensioenfondsen de dekkingsgraad dalen naar niveaus waarvandaan herstel niet mogelijk zou zijn zonder ingrijpende maatregelen te nemen. Om nog verder afglijden te voorkomen, zagen met name deze fondsen zich genoodzaakt om meer renterisico af te dekken, zelfs bij renteniveaus rond 2,5 procent.

Figuur 2

Swapcurve 2003–2006 en 2007–2010.



Rekenrente juli–september 2010.



In deze hectische markt waren de gebruikelijke tegenpartijen bij deze transacties weinig geneigd deze risico's over te nemen. Gegeven de zekere vraag en het beperkte aanbod, kwamen de renteniveaus enorm onder druk te staan.

Waardering verplichtingen

In de discussies rond het pensioenakkoord speelt de wijze van waarderen van pensioenverplichtingen een centrale rol. Het akkoord maakt hierbij onderscheid tussen contracten met garanties enerzijds en strikt voorwaardelijke contracten anderzijds. Het eerste type contract vertoont grote overeenkomsten met de huidige contracten. Het toezichtregime voor dergelijke contracten zal echter worden aangescherpt (FTK1) om aldus de harde toezeggingen beter waar te kunnen maken. Er wordt gewezen op het feit dat de huidige contracten weliswaar een dergelijke nominale toezegging suggereren, maar dat in werkelijkheid beleggingsrisico's worden genomen (Bovenberg *et al.*, 2011). De resulterende portefeuille is gericht op een reële ambitie, waardoor noodgedwongen een voorwaardelijke (zachte) reële pensioenaanspraak resulteert, zonder garanties – ook geen nominale.

Het solvabiliteitstoezicht voor het tweede type contract (FTK2) zal veel soepeler worden omdat minder wordt gegarandeerd. Mogelijk zal het verwachte portefeuillerendement gebruikt mogen worden als disconteringsvoet. De minder knellende toezichtseisen zouden de reële ambitie van pensioenfondsen kunnen helpen. Welk type contract uiteindelijk de overhand krijgt is nog niet duidelijk. Aan de ene kant willen pensioenfondsen garanties – al dan niet nominaal – niet opgeven, maar aan de andere kant prefereren zij een minder streng toezichtregime. Evaluatie van recente voorstellen voor de waardering van verplichtingen op hun mogelijke impact op financiële markten biedt inzicht in de wenselijkheid van verschillende alternatieven.

FTK1: nominale risicovrije rente

Bij contracten onder FTK1 zou de huidige waarderingsmethodiek op basis van de swaprente gecontinueerd kunnen worden. De striktere solvabiliteitseisen zouden ertoe kunnen leiden dat fondsen meer gebruikmaken van technieken om renterisico's af te dekken, met als gevolg dat de markteffecten sterker optreden dan nu al het geval is.

Daarnaast wordt gesproken over diverse aanpassingen aan de swapcurve om dergelijke

effecten juist te mitigeren. Zo wordt er gesproken over het hanteren van een voortschrijdend gemiddelde rente, of het aanpassen van de curve voor langere looptijden (SZW, 2011). Deze aanpassingen zouden er waarschijnlijk toe leiden dat er minder gebruikgemaakt wordt van swapcontracten, waardoor de vorm van de rentecurve zich enigszins normaliseert. Interessant hierbij is de observatie dat het lange eind van de swapcurve in de zomer van 2011 steeg als gevolg van publiciteit rond het pensioenakkoord. De mogelijke aanpassing van de disconteringsvoet maakte het volgens marktpartijen aannemelijk dat in de toekomst de vraag naar lange renteswaps door pensioenfondsen zou afnemen. Dientengevolge werd de rentecurve direct minder invers.

Een mogelijkheid die door de Tweede Kamer is verkend (SZW, 2011), is het voorschrijven van een risicovrije voet zonder te specificeren welke curve dat zou moeten zijn. Hierbij werd naast de swapcurve ook de rentecurve gebaseerd op de meest kredietwaardige staatsobligaties in de eurozone genoemd als mogelijkheid (ECB AAA). Het fonds zou mogen kiezen. Figuur 3 geeft weer hoe de verschillende gesuggereerde risicovrije voeten eruit zouden zien per 31 oktober 2011.

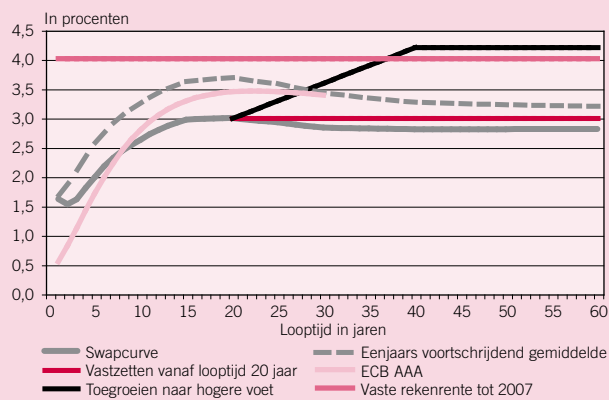
FTK2

Reële marktrente

In FTK2 is de focus van het contract op de reële toezegging. Een belangrijk onderdeel betreft de vereiste consistentie tussen enerzijds de pensioenambitie in reële termen en anderzijds de financiering van deze ambitie door middel van pensioenpremies en prudent ingeschatte beleggingsrendementen. Een belangrijke stuurvariabele hiervoor is de reële dekkingsgraad. Onduidelijk is echter hoe deze bepaald dient te worden. Indien hiervoor de reële marktrente gebruikt moet worden, ontstaat een situatie die vergelijkbaar is met die in het Verenigd Koninkrijk eind jaren negentig. In de Nederlandse situatie zou de impact op de reële rente echter nog veel groter zijn, omdat niet alleen de indexatieverplichting, maar ook de solvabiliteitseisen gebaseerd zijn op deze

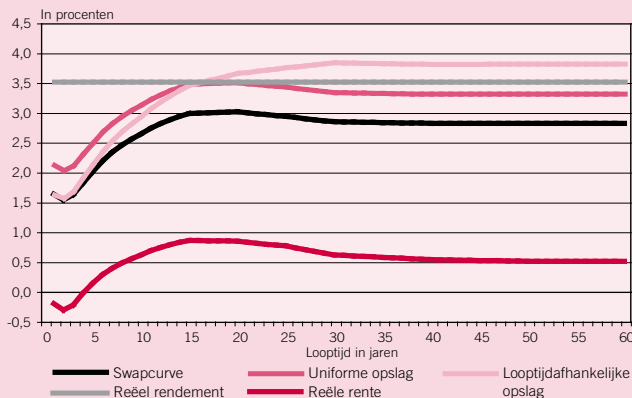
Figuur 3

Risicovrije rentecurves ultimo oktober 2011.



Figuur 4

Disconteringsvoeten FTK2 ultimo oktober 2011.



reële markrente. Dientengevolge zal de vraag naar indexleningen vanuit de pensioensector groeien, terwijl het aanbod op korte termijn waarschijnlijk slechts beperkt zal toenemen. Om de volatiliteit van de reële dekkingsgraad te beperken zullen pensioenfondsen niettemin gedwongen zijn om reële renterisico's zo veel mogelijk af te dekken, wat bij lage reële rentes zal leiden tot lage beleggingsrendementen. Bescherming tegen inflatie wordt duurder als indexatie voor pensioenfondsen een verplichting wordt.

Portefeuillerendement

Een alternatieve methode is het gebruik van een verwacht reëel rendement als basis voor de bepaling van de waarde van pensioenverplichtingen. In feite wordt via deze route een vaste disconteringsvoet geïntroduceerd en wordt het risicobeheer rond de dekkingsgraad gelijk aan de methodiek van risicobeheer voor een beleggingsportefeuille zonder pensioenverplichtingen. De waarde van de verplichtingen verandert uitsluitend wanneer de wettelijke grenzen aan de verwachtingen ten aanzien van rendementen en inflatie worden aangepast, of als de portefeuillegewichten worden aangepast. Dit laatste is direct een belangrijk bezwaar tegen deze methodiek, aangezien er verkeerde prikkels van uit zouden gaan: verschuiving van de portefeuille richting meer risicovolle en in de verwachting hoger renderende beleggingscategorieën leidt direct tot een hogere dekkingsgraad.

Rendement op basis van risicovrije rente plus vaste risico-opslagen

Een alternatief is gebruik te maken van de huidige nominale risicovrije curve met een vaste risico-opslag, gecorrigeerd voor verwachte inflatie. Onder dit regime blijven de huidige markt-effecten zich echter voordoen, aangezien het nominale renterisico rechtstreeks invloed blijft houden op de dekkingsgraad en het beperken van dit risico met behulp van swapcontracten wenselijk zal blijven. Ook de hoogte van de risico-opslag is moeilijk objectief te bepalen.

Fondsspecifieke disconteringscurve

Nijman en Werker (2011) presenteren een disconteringsvoet die afhankelijk is van de mate van zekerheid over de te ontvangen kasstromen. Indien tekorten over een periode van tien jaar worden uitgesmeerd, zijn betalingen op korte termijn relatief zeker. Dientengevolge dienen deze contant gemaakt te worden met een disconteringsvoet die dicht bij de risicovrije rente ligt. De risico-opslag in de disconteringsvoet voor betalingen die ver in de toekomst liggen en daarmee een zeer onzeker karakter dragen is daarentegen hoger. De hoogte van de risico-opslag wordt hiermee afhankelijk van zowel de looptijd van de kasstroom, het risicoprofiel van de beleggingsmix als de gemiddelde leeftijd van fondsdeelnemers. Ook onder deze methode blijven de markteffecten van de nominale rentecurve in stand. Verder zorgt de beleggingsmix-afhankelijke risico-opslag mogelijk voor perverse prikkels. Figuur 4 geeft een aantal disconteringsvoeten weer die in het kader van FTK2 de revue gepasseerd zijn. Als ijkpunt wordt de nominale swapcurve getoond per ultimo oktober 2011.

Conclusie

De Nederlandse pensioenmarkt is te groot om te kunnen veronderstellen dat veranderingen in de regulering ervan geen invloed zouden hebben op financiële markten. Het uiteindelijke markteffect wordt bepaald door de gekozen waarderingmethodiek, in nauwe samenhang met het toetsingskader. Hoe kleiner de markt waar de disconteringsvoet wordt bepaald en hoe strakker de toezichhouder daarop stuurt, des te groter de onwenselijke markteffecten die de sector voorspelbaarder maken en het bereiken van de pensioenambitie bemoeilijken.

LITERATUUR

Bovenberg, A.L., T.E. Nijman en B.J.M. Werker (2011) Nieuw toezicht op hervormde pensioenen. *ESB*, 96(4625S), 4-11.
 Nijman, T.E. en B.J.M. Werker (2011) *Marktconsistente waardering van zachte (reële) pensioencontracten*. Werkdocument bij de Universiteit van Tilburg.
 SZW (2011) *Onderzoek risicovrije rentes voor pensioenfondsen*. Kamerbrief, Den Haag: Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid.

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 voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.