

[Pensioentoezichthouder te voorzichtig in berekening dekkingsgraad](#)

maandag 12 september 2016 10:14 | [Afdrukken](#)



Bij het nemen van cruciale beslissingen over pensioenuitkeringen en –premies speelt de dekkingsgraad een grote rol. Bernard van Praag en Henk Hemmers houden dit centrale begrip tegen het licht en stellen dat de rente die wordt gebruikt om de verplichtingen contant te maken niet strookt met langetermijn ontwikkelingen op kapitaalmarkten. De facto toont de Nederlandse pensioentoezichthouder zich te voorzichtig.

Een goede onderbouwing van waarom de toekomstige rente structureel laag blijft ontbreekt.

Onredelijke definitie

Het Nederlandse pensioensysteem staat om een eufemisme te gebruiken onder druk. Van alle kanten worden oplossingen aangedragen, maar die worden ook weer door andere partijen onderuitgeschoffeld. Ondertussen zitten miljoenen nog actieve werknemers en gepensioneerden in angst over hun levensonderhoud gedurende de laatste twintig jaar van hun leven. Dit wordt nog eens verergerd omdat vele ouderen blindelings op hun pensioen vertrouwd hebben en geen andere noemenswaardige besparingen voor de oude dag hebben opgebouwd. Het debat sleept al voort sinds 2008 en het huidige kabinet (2016) heeft al aangekondigd geen besluiten meer te zullen nemen. In dit artikel verdedigen Bernard van Praag en Henk Hemmers de these dat de paniek over het pensioensysteem slechts wordt veroorzaakt door de onredelijke en eigenlijk onverdedigbare maar door de wetgever vastgelegde definitie van het begrip dekkingsgraad.

Bepaling discontovoet

Er is geen twijfel over dat er onafhankelijk toezicht moet zijn op pensioenfondsen en dat de dekkingsgraad in principe een redelijke maatstaf is om de gezondheid van fondsen op te meten. De cruciale vraag is echter hoe de contante waarde van de toekomstige verplichtingen moet worden bepaald. Met welke discontovoet moet worden gerekend? Bij deze keuze zijn er twee risico's. Stel dat een discontovoet van 4% wordt gehanteerd maar de gerealiseerde rendementen zijn gemiddeld 2%. In dat geval treft de toezichthouder de blaam van een te optimistische inschatting met als mogelijk gevolg een déconfiture van fondsen. Anderzijds, treft het risico deelnemers, wanneer de discontovoet te laag worden ingeschat, zeg op 2%, terwijl in werkelijkheid 4% wordt gerealiseerd. In het tweede geval blijft indexatie uit of dreigen kortingen, die in het geheel niet nodig waren. Bij de afweging van deze twee risico's heeft de toezichthouder de begrijpelijke neiging om aan de veilige kant te gaan zitten, dus een lage discontovoet, maar de vraag kan worden gesteld of de toezichthouder in Nederland niet aan de erg voorzichtige kant gaat zitten.

Langetermijn rendementen

Om een antwoord te krijgen op die vraag of de toezichthouder te voorzichtig is moet er naar de cijfers worden gekeken. Bernard van Praag en Henk Hemmers hebben de rendementen van de Amerikaanse S&P 500 - aandelen geanalyseerd [1] over de periode 1928-2015. Zoals bekend passeren gedurende die periode van 88 jaar crisissen, hoogconjuncturen, oorlogen, enzovoort. "We mogen toch wel spreken van een bewogen periode van de Amerikaanse recente geschiedenis. In die periode fluctueren de rendementen van aandelen enorm, maar observeren we geen structurele dalingen of stijgingen over de periode. Het (meetkundig) gemiddelde rendement over die periode is 9,5%. Wanneer we corrigeren voor inflatie dan krijgen we een gemiddeld reëel rendement van 6,3%. Wanneer we kijken naar de Amerikaanse staatsobligaties, de Treasury

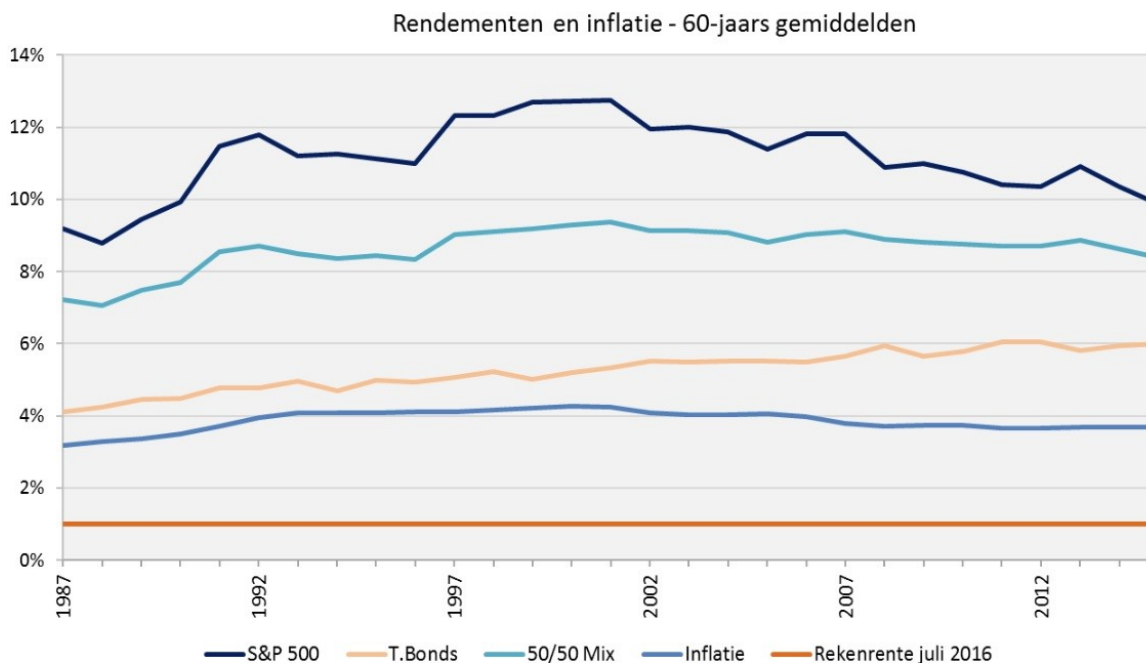
Bonds, over dezelfde periode, dan geven die een gemiddeld rendement van 5% en na aftrek van inflatie 1,9%", aldus Van Praag en Hemmers.

De conclusie is dat een index-tracker op de Amerikaanse beursaandelen, die werd aangehouden van 1928 tot en met 2015, een jaarlijks inflatie-gecorrigeerd rendement had opgeleverd van 6,3% op jaarbasis. Nu gaat het hier over een aaneengesloten periode van 88 jaar, en zo lang lopen pensioencontracten niet. Pensioencontracten lopen over 40 tot 60 jaar. Voor 60-jaarsperioden lag het laagste gemiddelde reële rendement voor de S&P500 op 5,35%, het hoogste op 8,2% en het gemiddeld 60-jarig rendement komt uit op 7% per jaar. Voor U.S. Treasury lag het gemiddelde rendement op obligaties op 1,35%. De mate van fluctuatie van langetermijn rendementen (gemeten als de standaarddeviatie) is van dezelfde orde, 0,74% voor aandelen en 0,55% voor T-bonds. Risicovrije beleggingen beschermen niet tegen inflatie, de zeldzame index-obligatie daargelaten. Het epitheton 'risicovrij' impliceert slechts een vaste betaling van de nominale couponrente en terugbetaling van de hoofdsom.

In ieder geval geven deze cijfers aan dat éénjaarsrendementen geen geschikte basis vormen om de gezondheid van een fonds te waarderen dat is opgebouwd uit contracten met looptijden tot 60 á 70 jaar.

Nu zal elk verstandig fonds aansturen op diversiteit van de beleggingen. In de praktijk hanteert men dus een mengsel van aandelen en beleggingen, bijvoorbeeld 60 of 50% aandelen en 40 of 50% AAA-staatspapier. In de onderstaande figuur 1 wordt het verloop van het nominale rendement op aandelen geschetst, obligaties en een 50-50 mix daarvan voor alle 60-jaarsperioden eindigend in 1987 t/m 2015. Verder brengen we als onderste lijn de risicovrije rente anno 2016, zoals voorgeschreven door DNB, van circa 1% in de figuur.

Figuur 1: Rendementen S&P 500, 10-Yr T.Bonds en 50/50 mix; nominale 60-jaars gemiddelden (Huidige niveau rekenrente ingetekend)



Gezien deze grafiek komt de keuze van DNB op ons over als zwartgallig en overdreven pessimistisch.

Een realistische kijk op pensioenen

"Laten we nu eens kijken naar de 'houdbaarheid van ons pensioenstelsel'. Te dien einde kijken we naar het pensioen volgens de uitkeringsovereenkomst zoals die zonder discussie werd toegepast vóór het van kracht worden van de Pensioenwet 2006. We hebben het dus over een

‘welvaartsvast’ pensioen. We gaan hierbij uit van het verloop van de Amerikaanse rendementen en inflatie en een productiviteitsstijging van een 0,5% per jaar. We verlagen de rendementen met 0,7% voor vermogensbeheer- en administratiekosten. We bekijken zeven verschillende beleggingsmixen. Voor de eenvoud nemen we aan dat er geen sterfte is gedurende die periode van 60 jaar. Deze gestileerde demografie lijkt voor het bekijken van een pensioen in het kader van dit voorbeeld verantwoord," aldus Van Praag en Hemmers.

"Wij kiezen hier voor een presentatie van het pensioenresultaat uitgedrukt in het aantal betaalbare pensioenjaren bij vaste premie en volledige welvaartsvaste indexatie. We doen die exercitie voor de 60- jaarsperiodes 1928-1987, 1938-1997, 1948-2007, en 1956-2015. Voor de periodes, beginnende in tussenliggende jaren vindt men soortgelijke resultaten. Het blijkt dat voor hoge rentevoeten het gespaarde kapitaal zo hoog oploopt dat het pensioen totaal uit de rente kan worden betaald voor de eeuwigheid. Dat is bijvoorbeeld het geval bij beleggen in 100 % aandelen. Daarentegen kan bij een 100% belegging in treasury bonds/obligaties de pensioentoezegging gedurende twintig jaar niet worden waargemaakt. Voor de periode 1928-87 blijkt al na 7 jaar het geld op te zijn", aldus Van Praag en Hemmers.

De resultaten worden in onderstaande tabel samengevat. Het blijkt dat in alle 60-jaarsperiodes zonder problemen de pensioenen konden worden uitgekeerd, wanneer de beleggingsmix voor minstens 60 % uit aandelen bestond.

Tabel 1: Resultaat pensioen-simulaties voor verschillende beleggingsmixen vanaf 1928,1938,1948 en 1956

Mix S&P 500/T.Bonds	Aantal pensioenjaren			
	1928-1987	1938-1997	1948-2007	1956-2015
100/0	∞	∞	∞	∞
80/20	∞	∞	∞	∞
60/40	23	21	43	46
50/50	17	15	34	40
40/60	14	12	27	34
20/80	10	8	19	25
0/100	7	6	14	18

Relevantie en validiteit

Men kan zich afvragen wat de relevantie is van deze retrospectieve berekeningen. Er geldt toch immers dat rendementen in het verleden geen garantie zijn voor de toekomst? Die uitspraak is waar, maar moeten we dan geen enkele voorspellende waarde hechten aan data uit het verleden? Er blijkt immers dat in de laatste tachtig jaar de reële rendementen wild hebben gefluctueerd, maar dat die fluctuaties de uitvoering van langetermijn welvaartsvaste pensioencontracten nauwelijks raken bij een beleggingsmix die niet al te risicoavers is. Het blijkt wel belangrijk hoe we de beleggingsmix kiezen. Er mogen niet teveel obligaties in de beleggingsmix zitten. Wat dat betreft lijken de aanwijzingen van DNB aan zwakke pensioenfondsen om meer te beleggen in obligaties juist averechts te zullen werken. Een mix 60-40 lijkt ons optimaal. Opmerkelijk is dat bij deze berekeningen het afdekken van risico's nergens nodig bleek. De vraag kan gesteld worden of dit vrij kostbare afdekken van renterisico's voor pensioenfondsen nodig is. De noodzaak om het renterisico af te dekken komt uitsluitend voort uit het variabel zijn van de rekenrente. Bij een vaste rekenrente is die noodzaak er niet.

De vraag is natuurlijk of er, zoals wel wordt beweerd door sommige economen (bijvoorbeeld Larry Summers (2014), een recente trendbreuk is opgetreden bij de rendementsontwikkeling, die

zou leiden tot een structurele daling van de toekomstige rendementen. Wij zien hiervoor geen enkele aanwijzing in onze cijferreeksen. De argumentatie voor deze toekomstige ontwikkeling, bijvoorbeeld vergrijzing, lijkt ons ook niet erg overtuigend. De mondiale kapitaalbehoefte wordt bepaald door vele factoren. Zeker is dat klimaat en milieu de kapitaalbehoefte juist opstuwen en dat wijst niet op een structurele daling van de kapitaalrente.

Natuurlijk moet men nooit op de automatische piloot vertrouwen. Het kan zijn dat de rente structureel gaat dalen en daar moeten we alert op blijven. Daarvan zijn echter nog geen tekenen waarneembaar en bij een premie-instroom van circa 30 miljard euro en een pensioen-uitstroom van dezelfde orde en een vereiste buffer van 260 miljard euro (20%) op een reserve van ongeveer 1300 miljard euro kan men zeer geleidelijk bijsturen indien het überhaupt noodzakelijk zou blijken.

Conclusies

De voorzichtige conclusies van Van Praag en Hemmers op basis van het voorgaande luiden:

Op basis van langetermijn cijferreeksen kan worden geconcludeerd dat de fluctuatie van het langetermijn rendement uitermate gering is. Dit geldt zowel voor de rendementen op aandelen als voor rendementen van obligaties. De verplichtingen van pensioenfondsen afhankelijk maken van een variabele rentetermijnstructuur lijkt daarmee onnodig; daarmee wordt ook het afdekken van kortetermijn rentefluctuaties onnodig. De huidige rekenrente van circa 1% ligt ver onder de reële langetermijn rendementen over de periode van 1928 tot heden. Het gemiddelde 60-jaarsrendement na inflatiecorrectie ligt op 6,3% voor aandelen, voor obligaties op 1,9% en voor een 50/50 mix op 4,7%.

Een beleggingsportefeuille van een pensioenfonds van 60% zakelijke waarden en 40% risicovrij papier zou in alle gevallen een welvaartsvast pensioen mogelijk maken waarbij wordt uitgegaan van veertig jaar inleg en twintig jaar uitkering. Bij meer dan 50% belegging in risico-vrij papier loopt de pensioen-uitbetaling gedurende twintig jaar ernstig gevaar.

Na aftrek van circa 0,7% kosten voor beheer en administratie lijkt een vaste rekenrente voor pensioenfondsen zowel voor de premieberekening als voor de dekkingsgraad van 4% verantwoord. Temeer daar ook nog buffers worden voorgeschreven.

Er is derhalve geen financiële noodzaak aan te wijzen waarom in 2006 in het Besluit FTK overgegaan is van de vaste rekenrente naar de variabele rekenrente. "Ons advies is daarom de betreffende wetswijziging terug te draaien", aldus Bernard van Praag en Henk Hemmers.

[1] Een meer gedetailleerde versie van dit artikel Van Praag en Hemmers (2016).

Bron: mejudice.nl

Tweeten



G+ Delen

Vind ik leuk 652

- > [Pensioenbeheer](#)
- > [Pensioenstelsel](#)
- > [Beleidsdekkingsgraad](#)
- > [pensioen](#)
- > [Pensioenen](#)