



Een realistische rekenrente

Minister Kamp is recent met plannen gekomen om de rekenrente waarmee pensioenfondsen hun verplichtingen waarden kunstmatig te verhogen. Dit in verband met de historisch lage marktrente die de dekkingen van pensioenfondsen onder druk zet. In Zweden en Denemarken is de discontovoet al aangepast. Dit Themabericht gaat in op de problematiek op de rentemarkt en onderzoekt de wenselijkheid van de voorgestelde aanpassingen.

De rente als waarderingsinstrument

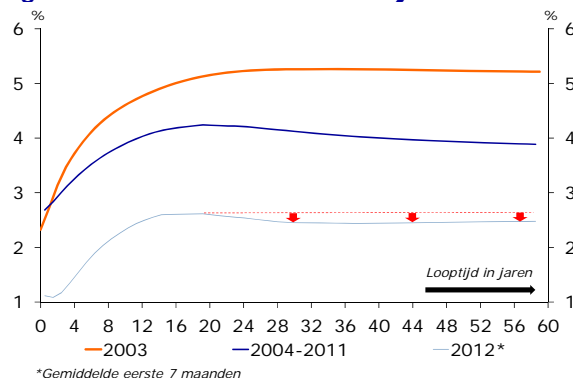
Pensioenfondsen waarden hun verplichtingen sinds de invoering van het Financieel Toetsingskader in 2007 tegen een zogenaamde 'risicovrije' rente. Die is afgeleid uit de interbancaire markt voor renteswaps. Dat zijn contracten waarbij banken een vaste rente uitruilen tegen een variabele rente. Pensioenfondsen worden dus verplicht om hun verplichtingen, die zich immers decennia in de toekomst uitstrekken, tegen een markttarief contant te maken. Voorheen gold hiervoor een vaste rekenrente van 4%. De risicovrije rentevoet past bij het harde karakter van de nominale verplichtingen. Bovendien zorgt de marktrente voor consistentie aan beide zijden van de balans. De bezittingen van pensioenfondsen zijn immers ook op marktwaarde gebaseerd.

Met de invoering van marktwaardering is de dekkinggraad van pensioenfondsen – de verhouding tussen de contante waarde van bezittingen en verplichtingen – onder invloed van de renteschommelingen een stuk volatieler geworden. Daarnaast heeft zich de afgelopen jaren een andere opvallende ontwikkeling voorgedaan: het niveau van de rente is fors gedaald door stress op de financiële markten en de lage beleidsrente van de ECB. Daardoor zijn de dekkingen van pensioenfondsen er een stuk slechter voor komen te staan. Een meerderheid pensioenfondsen zit in een situatie van onderdekking. Dat terwijl een groot aantal pensioenfondsen in 2008 herstelplannen

hebben ingediend om de dekkinggraad weer op orde te krijgen. Nu dat niet binnen de gestelde termijn dreigt te lukken zullen veel pensioenfondsen bij ongewijzigd beleid begin 2013 moeten gaan korten op pensioenuitkeringen en opgebouwde pensioenrechten van werknemers. Een aantal grotere pensioenfondsen heeft hier onlangs voor gewaarschuwd.

De lage rente is weliswaar niet de enige oorzaak van de slechte financiële situatie bij pensioenfondsen, maar wel de belangrijkste. De verschuiving van de rentetermijnstructuur (rts) laat deze ontwikkeling goed zien. De rts is momenteel invers, wat betekent dat de rente lager wordt bij langere looptijden (figuur 1). Dat is vanuit economisch perspectief ongebruikelijk, omdat de lange rente door de inflatie- en risicopremie normaliter boven de korte rente ligt waardoor de rts een stijgend patroon laat zien. Dat de rts nu invers is, komt enerzijds door de ongewone marktomstandigheden. Een andere oorzaak is het relatief beperkte aanbod van overheidsobligaties en renteswaps met lange looptijden terwijl de vraag, zeker vanuit de behoefte van pensioenfondsen en verzekeraars om het renterisico te hedgen, erg groot is (Mensonides en Frijns, 2011).

Figuur 1: Rente-inversie doet zijn intrede



Bron: DNB

De negatieve rente-spiraal

De overgang naar marktwaardering heeft het risicobeheer bij pensioenfondsen nadrukkelijk

ker naar de voorgrond gehaald. Het renterisico vormt daarbij een van de voornaamste risico's. Met de komst van het Financieel Toetsingskader (FTK) zijn veel pensioenfondsen begonnen om hun langlopende renterisico's met swapcontracten af te dekken. Zij kopen deze renteswaps van aanbieders zoals overheden en banken. Naast pensioenfondsen zijn ook verzekeraars grote afnemers van renteswapcontracten. In dit verband zijn aanbieders de betaalers van de vaste rente en de vragers de ontvangers.

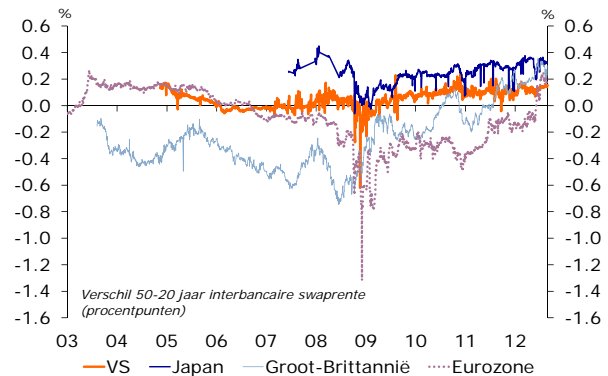
Gezien de grote invloed van de rente op de dekkingsgraad van pensioenfondsen is het ook niet toevallig dat structurele rente-inversie zijn intrede heeft gedaan in de periode direct voorafgaand aan invoering van het FTK. Dit kan worden opgemaakt uit het verschil tussen de 50 en 20-jaars swaprente, die in de eurozone vanaf 2006 voor lange tijd negatief was (figuur 2). Er is sprake van rente-inversie omdat de vraag naar renteswaps voor lange looptijden het aanbod structureel overtreft. Er zijn veel spelers in de markt die dezelfde posities willen innemen, en verhoudingsgewijs te weinig tegenpartijen. Met name voor looptijden vanaf dertig jaar is de verhandelbaarheid van renteswaps gering. Door het hedgen van renterisico's roept de institutionele wereld de inverse rentestructuur als het ware over zichzelf heen.

Tijdens de kredietcrisis was de rente-inversie in de eurozone zeer groot. Deels kwam dit doordat de vraag naar renteswaps vanuit pensioenfondsen door de lage rente nog eens extra werd gestimuleerd. De eurozone heeft een aantal landen, voornamelijk Nederland, met grote institutionele pensioenfondsen. In Nederland, maar ook in een aantal andere Europese landen, waarderen pensioenfondsen hun verplichtingen tegen de marktrente. Deze marktrente wordt afgeleid uit het markttarief waartegen Europese banken in euro's genoteerde deposito's bij elkaar plaatsen, de zogeheten Euribor rente. De combinatie van grote pensioenfondsen en een rekenrente die zijn oorsprong kent in de Europese geldmarkt, maakt

dat de rente-inversie in de eurozone relatief groot is. De aanbieders van renteswaps zijn immers veelal Europese banken of overheden. In de VS en Japan was er de afgelopen jaren niet of nauwelijks sprake van rente-inversie doordat pensioenfondsen in deze landen kleiner zijn in verhouding tot de totale omvang van de economie.

Een interessante observatie is dat de rente-inversie in de eurozone sinds de publicatie van het nieuwe pensioenakkoord medio 2011 is afgenomen, en op dit moment zelfs helemaal verdwenen. De sociale partners stellen in het akkoord voor dat pensioenfondsen hun verplichtingen mogen gaan waarderen tegen maximaal het verwachte portefeuillerendement. Pensioenfondsen lijken hierop te anticiperen door (gedeeltelijk) te stoppen met het afdekken van renterisico's. Deze tendens is de afgelopen maanden versterkt nu Minister Kamp van Sociale Zaken duidelijk heeft gemaakt te willen nadenken over aanpassing van het lange eind van de rts waarmee pensioenfondsen hun verplichtingen waarderen (zie verderop).

Figuur 2: Rente-inversie in de eurozone



Bron: Bloomberg

Naast bovenstaande problematiek speelt ook dat pensioenfondsen gevangen zitten tussen een korte termijn nominale doelstelling en een lange termijn reële ambitie (Frijns, 2010). De wettelijke dekkings- en financieringseisen die uit hoofde van het FTK aan pensioenfondsen worden gesteld, hebben een nominale invalshoek. Dat komt doordat pensioenfondsen doorgaans alleen de opgebouwde nominale pensioenaanspraken garanderen. Een gevolg

van dit nominale toetsingskader is dat pensioenfondsen op korte termijn sterk gericht zijn op het bewaken van de nominale dekkinggraad. Op lange termijn hebben pensioenfondsen echter een reële doelstelling, namelijk het bieden van een koopkrachtvast pensioen. Dat laatste is vanuit het perspectief van de deelnemer namelijk het meest waardevol.

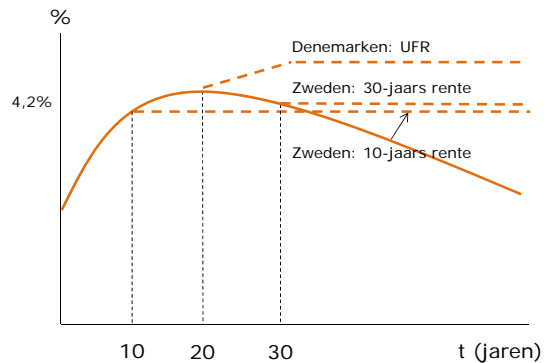
Het gevolg van de focus op nominale risico's is dat pensioenfondsen meer investeren in renteswaps en obligaties dan vanuit een lange termijn perspectief voor de hand ligt. Daardoor lopen fondsen opwaarts potentieel rendement mis. Bovendien zijn ze nog steeds blootgesteld aan inflatierisico. Een nominale rentehedge beschermt fondsen weliswaar tegen schommelingen in de nominale dekkinggraad, maar in een scenario van toenemende inflatie en een gelijk blijvende reële rente pakt een dergelijke hedge slecht uit voor de reële dekkinggraad. De reële waarde van de verplichtingen blijft immers ongewijzigd, terwijl het nominale swapcontract aan waarde verliest.

Buitenlandse ontwikkelingen

Het probleem van de lage rentestand is niet beperkt tot Nederlandse pensioenfondsen. In Zweden, Denemarken en Finland speelt dezelfde problematiek. Deze landen, die vergelijkbare pensioenstelsels kennen en die net als ons land als veilige havens worden gezien, maken net als Nederland al enkele jaren gebruik van marktconforme waardering van verplichtingen. Onlangs hebben de Deense en Zweedse toezichthouders de regels met betrekking tot de rekenrente van pensioenfondsen aangepast. In Denemarken heeft de toezichthouder recent besloten de rente vanaf een looptijd van 20 jaar geleidelijk te verhogen naar een vaste rentevoet van 4,2%, de Ultimate Forward Rate (UFR) (figuur 3). Daardoor valt de waarde van de verplichtingen lager uit en verbetert de financiële positie van pensioenfondsen. De keuze voor een UFR van 4,2% correspondeert met een lange termijn inflatieverwachting van 2% en een reële korte rente van 2,2%. Het idee achter een UFR voor pensioenfondsen is

afkomstig uit de Solvency II voorstellen: uniforme Europese regelgeving voor verzekeraars die op komst is. De rts is in Denemarken, net als in Nederland, grotendeels opgebouwd uit swaprentes (rentetarieven waarbij een vaste rente tegen de Euribor rente wordt uitgeruild).

Figuur 3: Sleutelen aan de rekenrente



Bron: Rabobank

In Zweden is de rts opgebouwd uit de rente op Zweedse staatsobligaties, waarbij de rente na een bepaalde looptijd constant wordt verondersteld. Pensioenfondsen kunnen kiezen uit de meest langlopende obligatie (10-jaars of 30-jaars) van waaruit ze de rentecurve willen opbouwen (figuur 3). Bij een rentecurve opgebouwd vanuit de 10-jaars looptijd, wordt de rente bij looptijden groter dan 10-jaar gelijk gesteld aan de 10-jaars rente. Dit komt neer op het vlak trekken van de rente. Het voordeel hiervan is dat er door de niet al te lange looptijd veel handel in onderliggende instrumenten is. Het alternatief, een rentecurve gebaseerd op een 30-jaars looptijd, heeft als voordeel dat de huidige waarde van de verplichtingen lager uitvalt. Doordat er minder handel is in 30-jaars instrumenten, kunnen er wel rare schommelingen in de rente optreden.

Vanwege stress op financiële markten en de historisch lage rente heeft de Zweedse regelgever aangekondigd een tijdelijke bodem (voor de periode van één jaar) onder de te gebruiken discontovoet te leggen. Verzekeraars en pensioenfondsen mogen straks kiezen of ze de actuele rts toepassen of de rts van 31 mei van dit jaar. Daarmee wordt de huidige waarde van de verplichtingen dus gemaximeerd. Wel heeft de

toezichthouder aangegeven dat de huidige maatregel een tijdelijke is en dat het de verantwoordelijkheid van de pensioensector zelf is om met producten te komen die ook in volatiele perioden houdbaar zijn. Dat kan betekenen dat pensioenfondsen op den duur de huidige nominale garanties zullen moeten loslaten.

Een realistische rekenrente

Uit de recent naar de Tweede Kamer gestuurde hoofdlijnennota herziening FTK blijkt dat Minister Kamp van Sociale Zaken de UFR ook voor de Nederlandse pensioenfondsen wil gaan invoeren. Minister Kamp wil de nieuwe pensioenregels die gepland stonden voor 2014 vervroegd invoeren. De gedachte achter een UFR is dat korte rentes op lange termijn convergeren naar een stabiel niveau. Maar door beperkte activiteit in de markt voor langlopende rentecontracten en de uitzonderlijke omstandigheden kan deze informatie niet of onvoldoende uit marktinformatie afgeleid worden. Het plan is om net als in Denemarken een UFR van 4,2% in te voeren.

Een van de voordelen van de UFR is dat hiermee wordt voorkomen dat pensioenfondsen de lange rente verder omlaag duwen door aankopen van zeer langlopende rente-instrumenten. Bij het beleggingsbeleid komt de lange termijn weer centraal te staan, wat past bij de lange horizon die pensioenfondsen hebben.

Er kleven aan het gebruik van de UFR echter ook een aantal nadelen. Om te beginnen ligt er een rente-visie in besloten en is de UFR niet verhandelbaar, waardoor wordt afgestapt van het principe dat de rekenrente uit marktprijzen moet worden afgeleid. Een ander gevaar is dat in een scenario van een sterk stijgende korte rente de UFR een inverse rentecurve kan veroorzaken. En dat is juist wat de UFR beoogd te voorkomen.

Het belangrijkste bezwaar tegen de huidige voorstellen is dat een UFR van 4,2% veel verder gaat dan het corrigeren van de rente-inversie. Het verschil tussen de 50- en 20-jaars euroswaprente bedraagt enkele tienden van

een procent, terwijl de UFR zo'n 1,5 tot 2% boven de huidige 50-jaars swaprente komt te liggen. Een oplossing voor dit probleem zou zijn om de rente na een bepaalde looptijd constant te houden, bijvoorbeeld vanaf 20 jaar. Om het renterisico vanaf 20 jaar toch verhandelbaar te houden, kan als alternatief ook worden gekozen voor het middelen van lange rentes tussen de 20-jaarsswaprente en de in de markt waargenomen swaprentes voor de betreffende looptijd (De Lange en Troost, 2012). Een UFR die ver boven de 20-jaars rente ligt schiet zijn doel duidelijk voorbij. Niet alleen doet het onnodig afbreuk aan het principe van marktwaardering, het is onduidelijk of een dergelijke hoge rente voor lange looptijden realistisch is. Op basis van lange datareeksen valt niet op te maken dat er een voor de hand liggende 'evenwichtsrente' is, laat staan dat die evenwichtsrente 4,2% bedraagt.

De rente waarmee pensioenfondsen rekenen is ogenschijnlijk een detail, maar heeft in werkelijkheid grote gevolgen voor de verdeling van pensioenvermogen. Mocht een lange rente van 4,2% onrealistisch blijken, dan impliceert dat een herverdeling van pensioenvermogen van jongeren naar ouderen. Op korte termijn kan er door de UFR weliswaar meer indexatie aan ouderen worden toegekend, maar de lange termijn risico's komen terecht bij jongeren.

Conclusie

Het voorstel van Minister Kamp om de rekenrente voor pensioenfondsen geleidelijk op te trekken naar een vaste rente is goed voorzover de insteek is om rente-inversie te corrigeren. De huidige voorstellen gaan echter uit van een lange rente die aanzienlijk boven de 20-jaars rente ligt en waarvoor een duidelijke onderbouwing ontbreekt. Een betere oplossing zou zijn het vlak trekken van de rekenrente voor lange looptijden.

september 2012

Theo Smid (030 – 2167599)

T.H.Smid@rn.rabobank.nl

www.rabobank.com/economie

Literatuur

Commissie Frijns (2010), *Pensioen: onzekere zekerheid*

Lange, G. de en G.J. Troost (2012), Laat waardering pensioenverplichtingen over aan de markt, niet aan experts, *Me Judice*, 23 maart 2012

Mensonides, J. en J. Frijns (2011), Begrenzing marktwaardering pensioenverplichtingen, *ESB*, 96(4614&4615): 430-433

SZW (2012), *Hoofdlijnnota herziening financieel toetsingskader pensioenen* (Brief aan de Tweede Kamer), Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid, 30 mei 2012