



Rabobank

Pensioenachtbaan

Het broze herstel van de dekkinggraad van de Nederlandse pensioenfondsen in de nasleep van de kredietcrisis is weer ongedaan gemaakt. Het slechte beursklimaat en de dalende rente zorgen ervoor dat de financiële positie van pensioenfondsen in rap tempo verslechtert. Hoe kan het dat de solvabiliteit van pensioenfondsen zo snel kan omslaan? En wat moet er worden gedaan zodat de fondsen het hoofd boven water kunnen houden?

Dekkingsgraden in de gevarenzone

In amper een jaar tijd verkeren de pensioenfondsen opnieuw in zwaar weer. De dekkinggraad van het gemiddelde pensioenfonds in Nederland schommelt momenteel rond de 100%. Dat is lager dan het wettelijke minimum van 105%. Ook de grootste pensioenfondsen, zoals het ABP (ambtenaren), Pensioenfonds Zorg & Welzijn (zorgsector) en de metaalfondsen PMT en PME –samen goed voor 400 miljard euro, de helft van het Nederlandse pensioenvermogen– hebben te maken met een dekkingstekort. Daarmee is de financiële positie

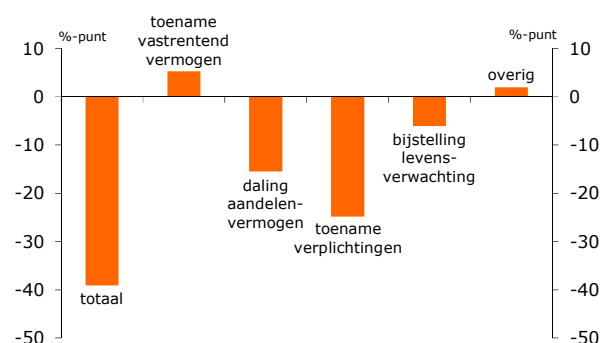
Dekkingsgraad

De dekkinggraad is de verhouding tussen enerzijds de contante waarde van de contractuele pensioenaanspraken en anderzijds het aanwezige vermogen. Er is binnen de huidige regelgeving sprake van een dekkingstekort als de dekkinggraad van een pensioenfonds kleiner is dan 105%. Indien er sprake is van een dekkingstekort moeten pensioenfondsen een herstelplan inleveren bij De Nederlandsche Bank (DNB) waarin ze aangeven hoe ze de dekkinggraad binnen drie jaar weer terugkrijgen op het gewenste niveau van 105%. Naast het minimale eigen vermogen van 5% dienen pensioenfondsen ook een extra buffer aan te houden als er sprake is van een risicovolle portefeuille. Voor een fonds met een gemiddelde portefeuille ligt de vereiste dekkinggraad op lange termijn op ongeveer 130%.

van pensioenfondsen in rap tempo verslechterd; eind juni van dit jaar bedroeg de dekkinggraad van een doorsnee pensioenfonds nog 110%.

De dekkinggraad is een maatstaf voor het kunnen voldoen aan toekomstige verplichtingen. De keuze om pensioenen wel of niet te laten meestijgen met de prijs- of loonontwikkeling (indexeren) en de hoogte van de premies zijn de instrumenten die pensioenfondsen hebben om hun dekkinggraad te sturen. Toen de kredietcrisis losbarstte, was er eveneens sprake van een forse daling van de dekkinggraad, zij het dat de situatie toen een stuk dramatischer was dan nu het geval is. Recent heeft het CPB de oorzaken van die daling op een rijtje gezet (figuur 1). Het blijkt dat de verslechtering van de dekkinggraad vooral kan worden verklaard door een dalende rente en een daling van de koersen op de financiële markten. Verhoudingsgewijs was de invloed van de dalende rente op de dekkinggraad belangrijker dan die van tegenvallende beleggingsresultaten. Ook de recente daling in de dekkinggraad lijkt vooral het gevolg te zijn van een neerwaartse renteontwikkeling.

Figuur 1: Waardoor is de dekkinggraad sinds begin 2008 gedaald?



Bron: CPB (2011)

Een nominaal toetsingskader

Op 1 januari 2007 is met de invoering van de Pensioenwet het Financieel Toetsingskader

voor pensioenfondsen (FTK) in werking getreden. Binnen het FTK staan drie toetsen centraal:

- De continuïteitstoets: deze kijkt op langere termijn naar de financiële situatie van het fonds.
- De solvabiliteitstoets: fondsen dienen een zodanige buffer aan te houden dat de kans op een dekkingstekort binnen de periode van een jaar maximaal 2,5% is.
- De minimumtoets: fondsen dienen op elk moment een minimaal eigen vermogen van 5% ten opzichte van de onvoorwaardelijke pensioenverplichtingen aan te houden.

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 onvoorwaardelijk toezeggen.¹ Een gevolg van dit nominale toetsingskader is dat pensioenfondsen sterk gericht zijn op het bewaken van de één-jaars nominale dekkinggraad. De solvabiliteitstoets kijkt namelijk niet langer dan één jaar vooruit. Aan de andere kant hebben pensioenfondsen een reële ambitie; de doelstelling is om pensioenen te laten meestijgen met de prijs- dan wel loonontwikkeling. Vanuit het perspectief van de deelnemer is namelijk alleen een geïndexeerd pensioen in economische zin waardevol.²

Het nominaal georiënteerde risicobeheer en de reële ambitie staan op gespannen voet met elkaar. Er is een sterke prikkel voor pensioenfondsen om het beleggingsbeleid aan te passen om de nominale dekkinggraad te beschermen. Een extreem voorbeeld hiervan is Liability Driven Investment (LDI) waar de beleggingen

precies de nominale verplichtingen matchen. Het gevolg van de invoering van het FTK is dus dat de continuïteitstoets naar de achtergrond is verdwenen en de solvabiliteitstoets een prominente plaats heeft gekregen. Daarnaast blijkt de nominale zekerheidsmaat van 97,5% vooral een schijnzekerheid te zijn. De modellen die binnen het FTK worden gehanteerd, houden onvoldoende rekening met extreme scenario's om op een 2,5%-kans op onderdekking uit te komen (De Jong en Pelsser, 2010). De dekkinggraden van pensioenfondsen zijn binnen een periode van tien jaar al drie keer in gevaar geweest, terwijl een dekkingstekort uit hoofde van de solvabiliteitstoets slechts eens in de veertig jaar zou mogen voorkomen.

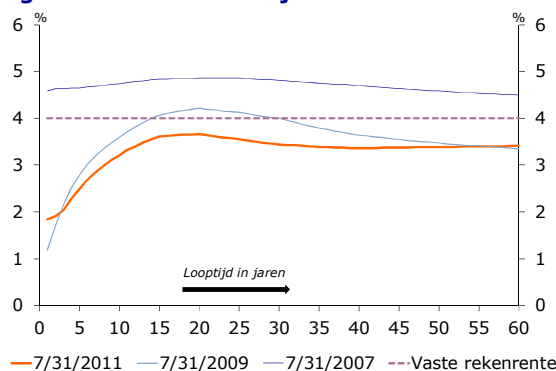
De invloed van het rente-mechanisme

De verplichtingen van pensioenfondsen liggen doorgaans ver in de toekomst. Om de waarde van het eigen vermogen te kunnen bepalen, zetten pensioenfondsen de marktwaarde van het belegde vermogen af tegen de dagwaarde van de pensioenverplichtingen. Het berekenen van de dagwaarde van pensioenverplichtingen gebeurde in het verleden tegen een vaste rekenrente van 4%. Onder het FTK dienen pensioenfondsen hun verplichtingen te waarderen tegen de nominale rentetermijnstructuur.³ Dat betekent dat de rekenrente afhangt van de looptijd van de pensioenverplichtingen en de op dat moment heersende rente op de financiële markten. De verschuiving naar een op marktwaarde gebaseerde waardering van verplichtingen paste binnen het Bazelse toezichtmodel dat in de jaren tachtig en negentig werd ontwikkeld en eveneens op marktwaarde was gebaseerd (De Jong en Pelsser, 2010). Het gevolg was dat de waarde van de pensioenverplichtingen sterker is gaan fluctueren, omdat de rentetermijnstructuur per periode sterk kan verschillen (zie figuur 2).

¹ Het begrip 'onvoorwaardelijk' is misleidend, omdat de Pensioenwet fondsen verplicht om nominale aanspraken te korten als er sprake is van een dekkingstekort zonder realistische kans op herstel.

² Het opgebouwde nominale pensioen van deelnemers tot veertig jaar heeft op de ingangsdatum naar verwachting circa de helft van de koopkracht verloren als er tussentijds niet wordt geïndexeerd.

³ De rentetermijnstructuur is een set van rentes voor iedere looptijd. Voor de bepaling van de rentetermijnstructuur gebruikt de toezichthouder (DNB) de Europese swaprentes. Bij deze renteswaps wordt de 6-maands EURIBOR (de rente waartegen banken elkaar geld uitlenen) uitgeruild tegen een vaste rente.

Figuur 2: De rentetermijnstructuur

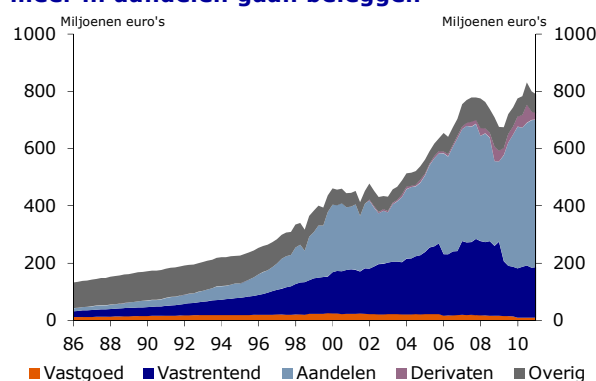
Bron: DNB (2011)

De afgelopen jaren is de rentetermijnstructuur in zijn geheel lager komen te liggen. Daardoor stijgt de (markt)waarde van de pensioenverplichtingen. Voor een gemiddeld pensioenfonds resulteert een rentedaling van 1% in een toename van de opgebouwde pensioenverplichtingen met 17% (Pensioenthermometer, 2011). Een dergelijke rentedaling wordt onvoldoende gecompenseerd door een stijging in de waarde van de obligatieportefeuille. Per saldo verslechtert de dekkingsgraad dus fors als de rente daalt. Het voorstel in het nieuwe pensioenakkoord is om de verplichtingen opnieuw te gaan waarderen tegen een vaste rekenrente, namelijk het verwachte gemiddelde langetermijnrendement. Dat is echter niet zonder gevaar, want het gebruik van een te optimistische discountvoet kan desastreus uitpakken voor de financiële positie van pensioenfondsen op lange termijn. In plaats daarvan is het beter als DNB een rekenrente verplicht stelt die is gebaseerd op een langjarig voorschrijdend gemiddelde van de risicovrije marktrente (bijvoorbeeld de Europese swaprentes of de 10-jarige rente op overheidsobligaties), maar wel met een afslag om de discountvoet conservatief te maken.

De beleggingsmix

De beleggingsmix van pensioenfondsen is de afgelopen decennia steeds meer in de richting van aandelen en derivaten verschoven. Met de komst van het FTK in 2007 is de groei van het percentage aandelen in de portefeuille wel afgevlakt. Sinds de introductie van het FTK bewegen pensioenverplichtingen namelijk mee

met de nominale marktrente. Het eigen vermogen is daardoor blootgesteld aan schokken in de reële rente en de inflatie.⁴ Door die volatiliteit is het risicobeheer bij pensioenfondsen nadrukkelijker op de voorgrond gekomen. Fondsen zijn meer gaan beleggen in waarden die een negatieve correlatie hebben met de marktrente. Voorbeelden hiervan zijn langlopende obligaties en derivaten zoals renteswaps en swaptions.

Figuur 3: Pensioenfondsen zijn aanzienlijk meer in aandelen gaan beleggen

Bron: DNB (2011)

De nadruk die pensioenfondsen leggen op risicobeheer resulteert echter niet snel in een optimale beleggingsmix voor de lange termijn. Op de lange termijn hebben pensioenfondsen namelijk een reële doelstelling: het veilig stellen van de koopkracht van pensioenen van de deelnemers. Om dat te bereiken beleggen pensioenfondsen niet alleen in risicoarme obligaties, maar bijvoorbeeld ook in aandelen. Bij een dergelijke reële ambitie past het om de verplichtingen te waarderen tegen de reële rente. Maar doordat indexatie bij de meeste pensioenfondsen geen harde toezegging is, mag de nominale rente worden gebruikt om de dekkingsgraad te bepalen. Bij het afdekken van het nominale renterisico blijft de reële dekkingsgraad echter nog steeds blootgesteld aan inflatieschokken. Bij een positieve inflatieschok blijft de waarde van de verplichtingen immers gelijk, terwijl de waarde van langlopende obligaties aan de activazijde

⁴ Volgens de Fisher vergelijking kan de nominale rente worden geschreven als een optelsom van de reële rente en de inflatie: $i=r+\pi$.

van de balans daalt. Het beleggingsbeleid van pensioenfondsen zit dus gevangen tussen twee doelstellingen. Op korte termijn proberen fondsen de één-jaars nominale dekkingsgraad te beschermen, terwijl op lange termijn de reële doelstelling leidend is.

Naar een reëel kader

De huidige lage dekkingsgraad dwingt pensioenfondsen opnieuw om met een dynamisch strategisch beleggingsbeleid de nominale dekkingsgraad te beschermen. Een duur beleid dat ook nog eens procyclisch kan werken. Op lange termijn willen pensioenfondsen echter vooral een goed rendement behalen en daarvoor is een bepaalde mate van risicotolerantie onontbeerlijk. Daarom zou het goed zijn als pensioenfondsen hun nominale garanties loslaten en de hoogte van pensioenen expliciet afhankelijk maken van mee- en tegenvallers. Dat is precies wat het nieuwe pensioenakkoord beoogt te doen. Bovendien bevriest het nieuwe akkoord in principe de hoogte van pensioenpremies. Ook dat is een goede ontwikkeling, want door een dalende verhouding tussen het aantal werkenden en het aantal gepensioneerden zijn premies niet langer een geschikt instrument om tegenvallers mee op te vangen (DNB, 2011). Wel is het van fundamenteel belang dat duidelijk wordt hoe de mee- en tegenvallers over de verschillende generaties worden verdeeld. In het pensioenakkoord is echter niet helder vastgelegd welke generaties of deelnemers eigenaar zijn van een dekkingsoverschot (Bovenberg en Mehlkopf, 2011). Bovendien is het oneerlijk tegenover jongere generaties om de bestaande pensioenbuffers toe te kennen aan ouderen door bij een dekkingsoverschot meteen over te gaan tot indexeren, terwijl jongeren met de risico's blijven zitten.⁵

Conclusie

In het huidige pensioenstelsel wordt te krampachtig omgesprongen met de solvabiliteits-toets. Daardoor krijgt het beschermen van de

nominale dekkingsgraad teveel nadruk, terwijl het nastreven van een waardevast pensioen leidend zou moeten zijn. Dat laatste vergt het nemen van risico, zelfs als de dekkingsgraad laag is. Het huidige pensioenstelsel biedt daar onvoldoende ruimte voor. Het nieuwe pensioenakkoord biedt die ruimte wel door de pensioenuitkeringen expliciet afhankelijk te maken van de beleggingsresultaten, maar is weer niet helder over hoe er wordt omgesprongen met dekkingstekorten en -overschotten. Een nieuw akkoord dient helder vast te leggen welke generaties of deelnemers eigenaar zijn van een dekkingsoverschot en hoe er wordt omgesprongen met mee- en tegenvallers. Het verdient aanbeveling om schokken over een relatief korte periode af te rekenen met huidige deelnemers, omdat anders de verleiding te groot is om tegenvallers door te schuiven naar de toekomst.

augustus 2011

Theo Smid (030 – 2167599)

T.H.Smid@rn.rabobank.nl

www.rabobank.com/kennisbank

Literatuur

Bovenberg, A.L. en R. Mehlkopf, *Hoe snel moeten pensioenfondsen herstellen? Een aantal overwegingen*, TPEdigitaal, jaargang 5(2) 69-82

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

DNB (2011), *Balans risico's en weerbaarheid pensioenfonds nodig*, DNBulletin, 3 augustus 2011

Jong, F. de en A. Pelsser (2010), *Herziening Financieel Toetsingskader*, Netspar NEA Paper, No. 33

Pensioenthermometer (2011), www.pensioenthermometer.nl

⁵ Zie voor een uitgebreide discussie ons Themabericht *Pensioenakkoord voor de toekomst?* (2011/15).