

Is de huidige rekenrente achterhaald?



Raph Schaepekens

Inleiding

Door de lage rentestand van afgelopen jaren staan pensioenfondsen onder druk en kunnen ze steeds moeilijker aan hun verplichtingen voldoen. Dit blijkt onder andere uit het aantal pensioenfondsen waarvan de dekkingsgraad onvoldoende is geworden. Wettelijk is alleen rente toegestaan als middel om de toekomstige verplichtingen te bepalen, terwijl het rendement grotendeels bepaald wordt door beleggingen.

De huidige manier waarop de verplichtingen bepaald worden krijgt steeds meer kritiek vanuit de samenleving. Neem als voorbeeld de landelijke staking van 28 mei van het openbaar vervoer met als doel de pensioenleeftijd terug naar 66 te brengen. Daarnaast proberen politieke partijen als 50PLUS en de SP stemmen te winnen door beloftes te maken om verdere kortingen op pensioenuitkeringen en verhoging van de AOW leeftijd te stoppen, of zelfs terug te draaien.

Nu de roep om hervormingen steeds luider wordt stel ik de vraag:

Is de huidige rekenrente-methodiek niet achterhaald?

In dit essay zal ik deze vraag beantwoorden. Maar voor ik dat kan doen zal ik eerst het ontstaan van de huidige rekenrente-methodiek toelichten. Vervolgens zal ik de voor- en nadelen van de huidige rekenrente beschrijven. Daarna volgt een omschrijving van het beleggingsrendement als disconteringsvoet voor de bepaling van de pensioenverplichtingen. Tot slot zal ik een conclusie trekken en mijn advies beargumenteren.

Geschiedenis van de rekenrenteproblematiek

Pensioenfondsen gebruiken een rekenrente om hun toekomstige verplichtingen vast te stellen. Zij hebben deze nodig om te bepalen hoeveel middelen zij in kas moeten hebben om aan hun toekomstige verplichtingen te kunnen voldoen. Er zijn legio methodes om de toekomstige verplichtingen te bepalen, enkele voorbeelden zijn; vaste rekenrente, marktrente, gemiddelde van een marktrente of een beleggingsrendement.

In Nederland zijn door de jaren heen verschillende methodieken gehanteerd, veelal als een reactie op veranderende omstandigheden. Hoe de huidige rekenrente tot stand is gekomen is het onderwerp van hevige discussies geweest.

In de vorige eeuw werd een vaste rekenrente gebruikt door de pensioenfondsen, vaak van 4%. Op de beurzen haalden pensioenfondsen vaak hogere rendementen en de beurzen leken alleen maar omhoog te kunnen gaan. Tot in het begin van deze eeuw de internet zeepbel knapte. De malaise die hierdoor ontstond was de aanleiding voor de autoriteiten om strengere regelgeving op te stellen voor de financiële sector als geheel en de pensioensector in het bijzonder. Dit leidde tot het instellen van het nieuwe Financiële Toetsingskader (nFTK) dat werd vastgelegd in de Pensioenwet die op 1 januari 2007 in werking is getreden.

Voor de bepaling van de rekenrente betekende dit dat de vaste rente werd vervangen door een rentetermijnstructuur. In deze rentetermijnstructuur werd de rekenrente gebruikt, van de actuele marktrente met een vergelijkbare looptijd, als die van de te bepalen verplichtingen op moment van berekenen.

Echter kwam er al snel kritiek op deze methodiek, omdat een plotselinge renteschok de rekenrente flink onder druk kon zetten, met als gevolg dat de buffers plotseling ontoereikend zouden zijn voor de toekomstige verplichtingen. Als reactie hierop heeft de Nederlandsche Bank (DNB) in 2012 de Ultimate Forward Rate (UFR) methodiek ingevoerd als methodiek voor het bepalen van de rekenrente.

Bij deze methodiek wordt de forwardrente voor looptijden van langer dan 20 jaar niet meer volledig afgeleid van de actuele marktrente, maar er wordt verondersteld dat de UFR toegroeit naar een bepaald niveau. Dit wordt bereikt door de marktrente vanaf de looptijd van 20 jaar steeds minder zwaar te laten meewegen. Uit bovenstaande blijkt dat er onderscheid wordt gemaakt bij de vaststelling van verplichtingen op basis van de looptijd. Bij verplichtingen korter dan 20 jaar wordt namelijk alleen gekeken naar de actuele marktrente.

Tot 15 juli 2015 werd een vast niveau van 4,2% voor de UFR gehanteerd. Vanaf 15 juli 2015 wordt het voortschrijdend gemiddelde van de 20-jaars forwardrente over de laatste 10 jaren gebruikt om de UFR te bepalen¹.

Voor- en nadelen van de UFR methodiek

Bestendigheid tegen renteschokken

Het grote voordeel van de UFR is het beter bestendig maken van de dekkingsgraden tegen renteschokken. De UFR leent zich hier uitermate goed voor omdat het uitgaat van een gewogen gemiddelde over de afgelopen 10 jaar. Een wijziging van de rente in enkele jaren heeft daardoor een relatief kleine impact op het niveau van de UFR en daarmee op de dekkingsgraad van een pensioenfonds.

Het lage rente niveau

De UFR is in feite een kunstmatig gegeven niveau waar de lange termijn rente verondersteld wordt naartoe te bewegen. In deze veronderstelling ligt misschien wel het grootste nadeel van de UFR. Want als de werkelijke lange termijnrente onder het niveau van de UFR uitkomt, is er te weinig geld in kas om aan de verplichtingen te kunnen voldoen².

Hoewel de UFR zeer geschikt is om volatiliteit in de marktrente te dempen, is het niet bedoeld om een lage rentestand van het afgelopen decennium op te vangen. Deze lage rente stand heeft als gevolg dat de UFR geleidelijk daalt. Uit een prognose van het Actuarieel Genootschap blijkt dat de UFR zelfs tot 2% zal dalen ultimo 2020. Dit maakt de kans dat het veronderstelde niveau van de UFR niet bereikt wordt alsmear groter, waardoor de UFR een te rooskleurig beeld geeft van de benodigde middelen.

Daarnaast wordt bij wettelijke prognose berekeningen het verwachte renteniveau afgeleid van de UFR zoals de DNB die publiceert. Daarbij wordt de UFR als een gegeven beschouwd en wordt er dus geen rekening gehouden met een verwachte daling van de UFR. Dit zorgt ervoor dat de herstelkracht in het herstelplan van een pensioenfonds wordt overschat.

Duration

Omdat de UFR alleen gebruikt wordt voor looptijden vanaf 20 jaar is de impact op de verplichtingen groter naarmate de looptijd langer wordt. Hierdoor worden fondsen met relatief veel jongere

¹ <https://www.ag-ai.nl/view/37821-De+UFR+als+sluipmoordenaar+%2820+maart+2018%29.pdf>

² <https://www.azl.eu/pensioen kennis/opinie/ufr>

deelnemers sterker beïnvloed door een daling van de UFR dan fondsen met doorgaans veel oudere deelnemers. Dit kan afhankelijk van het deelnemersbestand zowel voordelig als nadelig uitpakken.

Beleggingsrendement als maatstaf voor de rekenrente

Nederlandse pensioenfondsen hebben een buitengewoon sterk beleggingsbeleid gevoerd in de afgelopen decennia. Alleen al het ABP heeft over de afgelopen jaren een gemiddeld rendement van meer dan 7% per jaar behaald³. Alle Nederlanders samen hebben een gigantisch pensioenvermogen opgebouwd. Uitgedrukt in een percentage van het Bruto Binnenlands Product (BBP) zelfs veruit het grootste van de wereld, zo'n 180% van het BBP. In 2017 is het totale geïnvesteerde vermogen van alle Nederlandse pensioenfondsen uitgegroeid tot meer dan 1.600 miljard dollar⁴.

Het lijkt niet meer dan logisch dat we dit rendement mee moeten laten wegen in de bepaling van de rekenrente. Toch is dat nu niet het geval. Wij gebruiken zelfs een lagere disconteringsvoet voor toekomstige verplichting dan onze buurlanden. Dit komt vooral door de strenge eisen die Nederland stelt aan pensioenfondsen. Zo hebben wij de strengste regels voor wat betreft de hoogte van buffers en hanteren wij de laagste gemiddelde disconteringsvoet van alle Europese landen⁵.

Voor- en nadelen van beleggingsrendement als disconteringsvoet

Hogere rekenrente geeft lucht

De gemiddelde rendementen over de afgelopen jaren liggen veel hoger dan de UFR, zeker als de huidige dalende trend verder doorgezet wordt. Het grote voordeel van het meewegen van (verwachte) beleggingsrendement in de disconteringsvoet is de onmiddellijke verbetering van de dekkingsgraad van de pensioenfondsen. Herstelplannen kunnen hierdoor voorkomen of gestaakt worden, iets wat veel deelnemers en gepensioneerden zullen toejuichen.

Voorspelbaarheid van beleggingen

Hoewel de verplichtingen (passiva) van een pensioenfonds gewaardeerd worden volgens de UFR-methodiek, worden de bezittingen (activa) gewaardeerd tegen de marktwaarde. Dit creëert een risico dat, met name op de lange termijn, moeilijk af te dekken is⁶. De oorzaak hiervan zit in het feit dat bij een wijziging in de rente, het effect op de bezittingen moeilijk te voorspellen is.

Stel dat de rente daalt en we de waarde van de bezittingen en verplichtingen opnieuw moeten bepalen. De technische voorziening zal dan moeten toenemen. Er wordt immers verondersteld dat het rendement door de rentedaling lager uit zal vallen en dus moet er meer geld in kas zijn om dit tekort op te vangen.

De bezittingen worden gewoonlijk onderverdeeld in vastrentende waarden en zakelijke waarden. Dit onderscheid is van belang omdat beide verschillend reageren op een wijziging in de rente. Bij een rentedaling, stijgt de waarde van vastrentende waarden, terwijl de waarde van zakelijke waarden zal afnemen. Omdat pensioenfondsen gewoonlijk een mix van vastrentende en zakelijke waarden aanhouden is het moeilijk om het effect van een rentewijziging op de activa van een pensioenfonds te voorspellen.

³ <https://www.abp.nl/over-abp/duurzaam-en-verantwoord-beleggen/resultaten.aspx>

⁴ https://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=PNNI_NEW

⁵ <http://www.mejudice.nl/artikelen/detail/de-hervorming-van-een-goed-pensioenstelsel>

⁶ <https://www.aq-ai.nl/view/37821-De+UFR+als+sluipmoordenaar+%2820+maart+2018%29.pdf>

Conclusie en advies

Een zeer bekende disclaimer die veel gebruikt wordt door beleggingsinstellingen luidt; “in het verleden behaalde resultaten, bieden geen garantie voor de toekomst!”. We doen er goed aan om dit ook in ons achterhoofd te houden.

Tocht pleit ik ervoor om de teugels voor onze pensioenfondsen te laten vieren. De UFR heeft een sterk middelend effect gehad op renteschokken en ik ben van mening dat we een vergelijkbaar resultaat kunnen halen met het beleggingsrendement. Mijn advies is niet om uitsluitend over te gaan naar beleggingsrendement als rekenvoet, maar om een gemiddelde van de behaalde beleggingsresultaten mee te laten wegen in de UFR-methodiek.

Om de reële risico's van beleggingen te ondervangen stel ik voor om de huidige regelgeving omtrent aan te houden buffers ongewijzigd te laten. Hiermee zijn wij al de meest voorzichtige speler in de internationale pensioenmarkt. Het gedegen beleggingsbeleid waar onze pensioenfondsen zich mee onderscheiden hebben leidt tot verdere mitigatie van deze risico's.

Dit alles zal ertoe leiden dat we een nauwkeurigere bepaling van de rendementen bereiken. Daardoor wordt de kans op onvoldoende dekkinggraad kleiner, waardoor pensioenen minder vaak gekort hoeven te worden en de pensioenleeftijd minder snel hoeft toe te nemen. Hiermee bereiken we niet alleen een bestendiger, maar vooral ook een leefbaarder pensioenstelsel. Niet alleen voor de huidige generatie, maar ook voor de toekomstige generaties.