

Fabels over de rekenrente

Door Bernard van Praag

7 september 2012

De laatste maanden wordt het debat over de pensioenproblematiek in toenemende mate verduisterd door de discussie over de 'rekenrente'. Met name een aantal jongeren (Boelaars, Van Thiel) verwijten de ouderen en de reeds gepensioneerden, dat zij door 'trucs' of zelfs 'fraude' met de keuze van de rekenrente trachten de jongeren van nu over ca. 30 jaar af te schepen met zeer karige pensioenen ten voordele van de huidige senioren. Deze discussies worden gekenmerkt door een grote mistigheid, het ontbreken van exacte argumentatie, en een hoog demagogisch en insinuerend gehalte.

De rentevoet is voor de pensioendiscussie relevant om twee redenen. In de eerste plaats dienen de toekomstige verplichtingen van een pensioenfonds te worden gewaardeerd en dat komt neer op een discontering van de verwachte toekomstige stroom van pensioenuitkeringen. We zullen dit de *prospectieve* rente noemen. In de tweede plaats rijst de vraag hoe het huidige vermogen van een pensioenfonds zou moeten worden toegekend aan de verschillende leeftijdscohorten van zeg 20 tot 100 jaar. Deze problematiek speelt bij het zogenaamde 'invaren'. Hier dienen we rekening te houden met de gerealiseerde rente in het verleden. We noemen dit de *retrospectieve* rente.

De keuze van de prospectieve rente dient in de eerste plaats af te hangen van de kwaliteit van het pensioenfonds om goed te beleggen. Er zijn fondsen die gedurende het laatste decennium maar gemiddeld 2% rendement wisten te realiseren, terwijl andere fondsen een gemiddelde van 7% of meer wisten te halen. Het ene fonds weet minder te maken van de geïncasseerde pensioenpremies dan het andere. Het ligt dan voor de hand dat het slechte fonds de contante waarde van zijn toekomstige verplichtingen hoger zal moeten waarderen dan het fonds met een gelukkige hand van beleggen. Zoals bekend geldt als vuistregel dat de dekkingsgraad met 15 punten stijgt bij stijging van de rente met 1%. In het hier bekeken geval zou dus het goede fonds 75 punten meer dekkingsgraad hebben dan het slechte fonds, wanneer we uitgaan van het zelfde vermogen en dezelfde uitstaande verplichtingen. Dit geeft al aan dat het absurd is om pensioenfondsen van verschillende kwaliteit de maat te nemen met de zelfde prospectieve rente.

Uiteraard dienen we rekening te houden met schommelingen in de rendementen die aanzienlijk kunnen zijn en die variëren met de hoogte van de risico's in de beleggingsportefeuille. Dit impliceert een voorzichtige keuze en de eis van een lagere dekkingsgraad voor een 'voorzichtig' fonds en een hogere dekkingsgraad voor een fonds dat meer riskant wil beleggen, voordat tot indexatie wordt overgegaan. Er is geen enkele reden om met één unieke rekenrente te werken, behalve dan dat dit voor De Nederlandsche Bank als toezichthouder de berekeningen gemakkelijker maakt.

Er wordt veelal bepleit als rentevoet de rente te nemen die op risico-vrije staatsobligaties wordt gemaakt, geoperationaliseerd als de zog. Swap-rente. Sinds de invoering van de Pensioenwet in 2007 is deze echter gezakt van 4,8% naar ca. 2%. Hier blijkt wel uit dat ook dit beleggingsmateriaal allerminst risicovrij is. De ervaringen met Zuid-europese obligaties, de invloed van de monetaire politiek en het gesjoemel met Libor-rentes geven aan dat men zich met de acceptatie van de zog. risicovrije swap-rente wel op heel dun ijs begeeft. De meeste fondsen die de dekkingsgraad berekenen met een voorzichtige maar op het eigen langdurige rendement gebaseerde prospectieve rentevoet zullen tot aanmerkelijk hogere dekkingsgraden komen dan gemeten met de zog. swap-rente. Onderdekking zal bij vele fondsen als sneeuw voor de zon verdwijnen. De situatie met het ABP, zoals door Dick Sluimers onlangs beschreven, is hiervan een schrijnend voorbeeld.

Bij Nederlandse pensioenfondsen is men niet gewoon aan verschillende leeftijdscohorten eigendomsrechten toe te kennen in het gezamenlijke pensioenvermogen van het fonds. Bij het 'invaren' van het pensioenvermogen in een andere regeling dienen de rechten van alle pensioengerechtigden echter wel ongeveer gelijk te blijven aan wat ze hadden onder de oude regeling. Stel we hebben een deelnemer van 20 en één van 60. De vraag is dan wat de inleg van de 20-jarige nu waard is vergeleken met de inleg, die de nu 60-jarige stortte toen hij 20 was. Wanneer we uitgaan van een gemiddeld rendement van 2% is de Euro, die 40 jaar geleden gestort is ca. €2,20 waard, terwijl bij een rendement van 6 % diezelfde Euro van toen nu €10,23 waard is geworden. De Euro die de 20-jarige van nu net heeft gestort heeft nog niet gerendeerd en is dus uiteraard nog steeds één Euro waard.

Uit dit simpele voorbeeld moge duidelijk zijn dat de keuze van de rentevoet waarmee de cohortsgewijze verdeling van het collectieve pensioenvermogen wordt vastgesteld, niet irrelevant is. Hoe hoger de gebruikte rente, hoe meer de verdeling in het voordeel van de ouderen uitvalt. Bij de keuze van de retrospectieve rente is er geen enkele valide reden om uit te gaan van een swap-rente in de toekomst. De in werkelijkheid gemaakte rendementen in de laatste decennia zijn voor elk Nederlands pensioenfonds bekend of te achterhalen. En die liggen in het algemeen fors hoger dan de huidige swap-rente van ca. 2 %. Wanneer men dus zou willen 'invaren', wat juridisch een hele moeilijke affaire zal worden, dient men toch in ieder geval uit te gaan van de werkelijke historische rendementen van de fondsen, die met enig archiefwerk gemakkelijk zijn te achterhalen.

Laten we tegen deze achtergrond de aanbevelingen van Van Lynden, Boelaars en andere jonge politici bekijken. Door het opleggen van een voor vele fondsen veel te lage prospectieve rente om de dekkingsgraad te berekenen, wordt de dekkingsgraad veel te laag ingeschat, en dat leidt tot totaal ongerechtvaardigde kortingen van de toegezegde pensioenen van ouderen en de opgebouwde maar nog niet ingegane rechten van nog actieven. Het retrospectief toepassen van de toekomstige verwachting over de swap-rente in plaats van de historische gerealiseerde rendementen komt neer op een poging tot onteigening van opgebouwde pensioenvermogens van ouderen ten gunste van jongeren door het toepassen van de toekomstige swap-rente.

Boelaars, Van Thiel, e.a. suggereren dat ze de steun hebben van hun moederbewegingen D'66, PvdA, FNV, CNV, GroenLinks en zelfs VVD. Als dit zo is, kunnen ouderen weten op welke partijen ze in ieder geval niet moeten gaan stemmen, willen ze hun pensioen veilig stellen. Indien genoemde partijen hier niet achter staan, lijkt het voor die partijen raadzaam dat ze zich in duidelijke termen distantiëren van de mening van hun jongeren.

Willen jongeren het zelfde pensioen als hun ouders krijgen dan dienen zij zich te realiseren dat de levensverwachting na 65 voor in 1960 geboren mannen lag op ca. 14 jaar en dat de in de jaren '90 geboren mannen volgens CBS prognoses nog 21 jaar zullen leven, nadat hun pensioen in 2055 ingaat. Dat is de helft langer! Jongeren zullen dus voor een zelfde pensioenuitkering veel meer premie moeten betalen dan diegenen die omstreeks 1960 het levenslicht zagen. Dat is een betere, eerlijkere en meer permanente oplossing dan tijdelijk de gaten in hun pensioenopbouw te willen dempen door de pensioenrechten van hun ouders te onteigenen.

B.M.S.van Praag

Emeritus-universiteitshoogleraar Toegepaste Economie, UvA

Een verkorte versie verscheen in het Financieele Dagblad van 8 september 2012.