

3 maart 2017

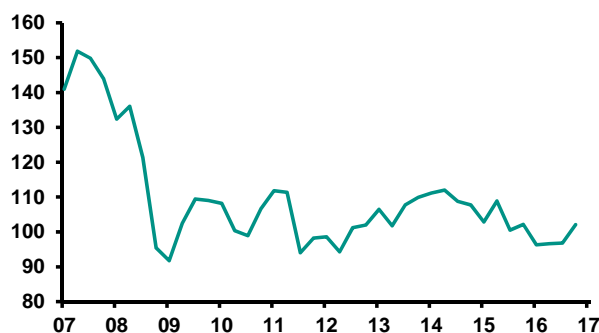
**Han de Jong**  
 Chief Economist  
 Tel.: 020 628 42 4201  
 han.de.jong@nl.abnamro.com

Vooruitlopend op de verkiezingen publiceren we een aantal rapporten over onderwerpen die in de komende regeerperiode op de agenda staan

## Herziening pensioenstelsel: 'O Nederland, let op uw saeck'

- **Ons pensioenstelsel is sterker en staat er beter voor dan vaak wordt beweerd.**
- **Een fundamentele herziening van het stelsel moet beginnen met een bezinning op de ambitie van het stelsel. De verkiezingsprogramma's zeggen er onthutsend weinig over.**
- **De verplichtstelling en collectiviteit van beleggen worden breed gesteund. Dat is goed.**
- **De doorsneepremie lijkt op de schop te gaan. Voor behoud van draagvlak lijkt dat onvermijdelijk. Dit is een meer complexe operatie dan je zo zou denken.**
- **Over persoonlijke pensioenvermogens bestaat veel onduidelijkheid. Ze kunnen de bijl aan de wortel van de collectiviteit en risicodeling zijn. Daarvoor moeten we hoeden.**
- **Er zullen allerlei ander keuzemogelijkheden op tafel komen in de discussie. Sommige zijn goed en wenselijk. Maar neem de waarschuwing van de SER uit 2015 hierover ter harte: veel keuzemogelijkheden hebben de pensioenresultaten in andere landen fors verslechterd.**
- **Voer een principiële discussie over het waarderen van de verplichtingen en laat economische logica, niet actuariële leidend zijn.**

### Dekkingsgraad pensioenfondsen gebaseerd op marktinformatie, %



Bron: DNB, tabel 8.8

*Nederland heeft volgens de internationale ranglijstjes een van de mooiste en beste pensioenstelsels in de wereld. Het is ook zeker een van de best gekapitaliseerd systemen in de wereld. Toch piept en kraakt het. Over een ingrijpende herziening wordt al enkele tijd nagedacht. Die zal waarschijnlijk in de aanstaande regeerperiode haar beslag krijgen. De perceptie die velen van ons pensioenstelsel hebben is veel te negatief. Die negativiteit voedt de wens tot verandering. Het valt te hopen dat veranderingen die worden aangebracht, ook werkelijk verbeteringen zullen zijn.*

### Perceptie en werkelijkheid

“A first class and robust retirement income system that delivers good benefits, is sustainable and has a high level of integrity”. Dat is het label dat ons pensioenstelsel krijgt in de internationale vergelijkingslijst van Mercer<sup>1</sup>. Deze kwalificatie staat veraf van de perceptie die veel Nederlanders hebben over ons pensioensysteem. In de ranglijst van Mercer staat Nederland tweede, (vlak) achter Denemarken.

Ons stelsel piept en kraakt om een aantal redenen. Zo staan dekkingsgraden van pensioenfondsen al enkele jaren onder druk. Dit heeft een negatief sentiment gevoerd rond pensioenfondsen en pessimisme over de financiële toekomst van mensen. Door de vergrijzing en de verschuiving tussen aantallen werkenden en niet werkenden verandert daarnaast de dynamiek van ons stelsel. Verder lijkt ons pensioenstelsel steeds minder goed te passen bij maatschappelijke trends en spitst de discussie over generatieconflicten zich steeds meer toe. Ook werkt ons huidige stelsel pro-cyclisch, hetgeen ongewenst is.

Aantal deelnemers <sup>a</sup> etc (mln personen)		
	2003	2015
Deelnemers <sup>b</sup>	6,1	5,5
Slapers <sup>c</sup>	7,8	9,4
Gerechtigden <sup>d</sup>	2,2	3,1

Bron: DNB

<sup>a)</sup> personen kunnen meerdere keren in deze statistiek voorkomen

<sup>b)</sup> deelnemers zijn personen die rechten opbouwen en in de meeste gevallen daarvoor premie betalen

<sup>c)</sup> slapers zijn mensen die in het verleden rechten hebben opgebouwd, maar nu niet meer en die nog geen uitkering genieten

<sup>d)</sup> gerechtigden zijn mensen die een pensioenuitkering ontvangen

Er is de afgelopen jaren het nodige gebeurd op pensioengebied. Staatssecretaris Klijnsma heeft in 2014 een Nationale Pensioendialoog gestart. Deze heeft geresulteerd in een Kamerbrief met hoofdlijnen van een toekomstig bestendig pensioenstelsel. De SER heeft in 2015 een uitvoerig advies uitgebracht over de toekomst van het pensioenstelsel<sup>2</sup> en in 2016 nog een verkenning<sup>3</sup>. Ook het CPB heeft diverse notities gepubliceerd. Wetenschappers en andere betrokkenen hebben evenmin stil gezeten en hebben legio analyses en commentaren geproduceerd.

Wat betreft feitelijke maatregelen is het veel rustiger gebleven. De aanpassingen van de laatste jaren leken vooral ingegeven door de lage dekkingsgraden en de dreiging

<sup>1</sup> Melbourne Mercer Global Pension Index, October 2016

<sup>2</sup> SER, 'Toekomst Pensioenstelsel', *Advies* 15/01, februari 2015

<sup>3</sup> SER, 'Persoonlijk pensioenvermogen met collectieve risicodeling', *Verkenning*, mei 2016

van kortingen. Zo werd de 'beleidsdekkingsgraad' geïntroduceerd waardoor de negatieve gevolgen van een almaar dalende rente wat worden uitgesmeerd door de tijd. Daarnaast is de kans op korten verminderd door langere herstelperiodes toe te staan. Meer fundamentele en zeer complexe vraagstukken zijn blijven liggen. Erg is dat niet, want die moeilijke vraagstukken vragen om weloverwogen besluiten en die kosten tijd. Ook zullen de komende wijzigingen waarschijnlijk ingrijpend zijn. Dan is het essentieel dat er breed maatschappelijk draagvlak is. Het bouwen van draagvlak kost eveneens tijd.

In de pensioenwereld zelf zijn de laatste jaren een paar belangrijke trends waar te nemen. Eerder al werden eindloonregelingen omgevormd tot middelloonregelingen. De laatste jaren zijn in veel gevallen de beleggingsrisico's geleidelijk van werkgevers naar deelnemers verschoven. Soms gebeurde dat doordat werkgevers het 'verplicht bijstorten' hebben afgekocht, soms door 'defined benefit' te vervangen door 'defined contribution'.

### Stand van zaken

Ons pensioenstelsel kent drie pijlers. De eerste pijler is de AOW. Iedereen vanaf vijftien jaar oud die in Nederland woont, bouwt rechten op. De AOW is een omslagstelsel en wordt gefinancierd uit premies en, in toenemende mate, uit de algemene middelen. Het verschaft gepensioneerden een minimuminkomen.

#### Premie ontvangsten en pensioenuitkeringen

	premie EUR	premie % BBP	uitkering EUR	saldo premie-uitkering eur <sup>e</sup>
1997	7,0	1,9	9,0	-2,0
2000	10,4	2,2	11,7	-1,3
2005	25,0	4,6	17,7	7,3
2010	28,7	4,5	24,2	4,5
2011	30,6	4,8	25,1	5,5
2012	32,3	5,0	25,9	6,4
2013	34,3	5,3	26,5	7,8
2014	31,7	4,8	27,1	4,6
2015	28,6	4,3	27,9	0,7

Bron: DNB, tabel 8.4 Baten en lastenrekening pensioenfondsen

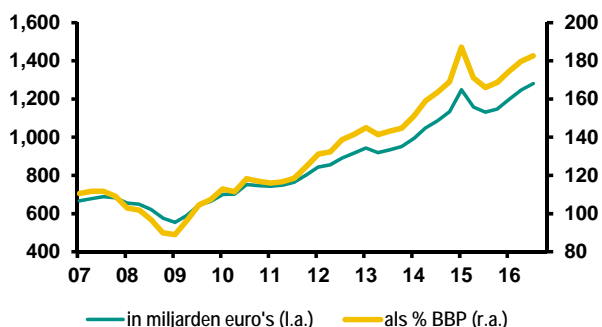
<sup>e)</sup> De verandering van het ene op het andere jaar van de premiebetalingen en van het saldo van premies en uitkeringen geeft een indicatie van de macro-economische effecten van onze pensioensector (2e pijler). Zo heeft de daling van de premies van 2013 tot 2015 met 1% BBP een impuls aan de conjunctuur gegeven. Ook stegen de uitkeringen over die periode waardoor de totale impuls nog iets groter was.

Deze notitie gaat over de tweede pijler. Die bestaat uit pensioenfondsen. Dit betreft een kapitaaldeckingsstelsel. Het doel van deze pijler is om de financiële consequenties van pensionering beperkt te houden. Qua omvang is de eerste pijler iets groter dan de tweede. Zo werd in 2015 voor EUR 35,9 mld aan AOW betaald terwijl de uitgaven aan pensioenen door de fondsen 27,9 mld beliepen. Maar juist de combinatie van een omslagstelsel in de eerste pijler en een kapitaaldeckingsstelsel in de tweede is een kracht van ons systeem.

De derde pijler bestaat uit fiscaal gefaciliteerde opbouw van eigen pensioenvoorzieningen.

**Belegd vermogen voor risico pensioenfondsen**

incl derivaten, in miljarden euro's en % BBP



Bron: DNB, tabel 8.9

De vermogens van onze pensioenfondsen zijn de laatste jaren fors toegenomen. Het gaat om zo'n EUR 1200 mld, ofwel ruim 170% BBP.<sup>4</sup> Voor de crisis, eind 2007, stond de teller op ca EUR 680 mld, 110% BBP. De dekkingsgraden zijn ondanks gestegen pensioenvermogens de laatste jaren fors gedaald. Eind 2007 bedroeg de gemiddelde dekkingsgraad nog 144%, inmiddels is dat 102%. Dat komt door de gedaalde rente. Om de dekkingsgraad te berekenen worden de verplichtingen contant gemaakt met de marktrente<sup>5</sup>. Momenteel bedraagt de 20-jaars swaprente ca 1,20%<sup>6</sup>, in 2007 was dat nog bijna 5%.

Zeer sterke punten van onze pensioenfondsen zijn de 'verplichtstelling', waardoor de participatiegraad hoog is, de collectieve deling van diverse risico's (lang leven, beleggingsrisico, arbeidsongeschiktheid, overlijden) en de relatief lage uitvoeringskosten.

**Totaal belegd vermogen pensioenfondsen - 2016 Q3 (incl derivaten)**

	mld euro	%
Vastgoed	111,8	8,7
Aandelen	381,3	29,8
w.v. ontwikkelde economieën	309,9	
opkomende markten	71,4	
Alternatieven	61,7	4,8
w.v. private equity	43,0	
Vastrentend	726,7	56,7
w.v. staat	408,9	
inflation linked	54,9	
hypotheke	39,1	
credits	170,3	
vorderingen op banken	54,5	

<sup>4</sup> Sinds 2012 bestaan ook Premie Pensioen Instellingen. Zij hebben inmiddels een belegd vermogen van EUR 4mrd. PPI's blijven hier verder buiten beschouwing

<sup>5</sup> Ik laat de discussie rond de UFR hier buiten beschouwing.

<sup>6</sup> Mede door het rekenen met een UFR ligt de feitelijke gemiddelde rente waarmee pensioenfondsen hun verplichtingen contant maken, iets hoger.

Hedge funds	23,8	1,9
Grondstoffen	3,4	0,3
Overig	-27,2	-2,1
<b>Totaal</b>	<b>1281</b>	

Bron: DNB, tabel 8.9 Belegd vermogen voor risico pensioenfondsen

### Wat de partijen willen

De verkiezingsprogramma's van de diverse partijen lopen nogal uiteen wat betreft detaillering omtrent pensioenplannen. Toch vallen er wel overeenkomsten en verschillen op te tekenen.

### De ambitie van het systeem

Heel opmerkelijk vind ik dat weinig partijen iets expliciets zeggen over het karakter van de pensioenambitie, terwijl dat toch het uitgangspunt moet zijn van een nieuw in te richten systeem. Momenteel kenmerkt ons systeem zich door de nominale uitkeringsdoelstelling, met de ambitie om te compenseren voor inflatie. Zoals we de laatste jaren hebben gemerkt, wordt die ambitie veel minder dan volledig waargemaakt en ook de nominale uitkering is in nogal wat gevallen minder zeker gebleken dan verondersteld. PvdA en D66 lijken af te willen van de nominale uitkeringsdoelstelling. Zo wil D66 geen 'zekerheden' meer en zegt de PvdA dat de 'minimale garantie' weg moet. In ruil daarvoor wil de PvdA wel een extra bijdrage van werkgevers, die dan immers niet meer hoeven op te draaien voor tekorten, al is dat in veel gevallen nu ook al niet meer zo. In mijn optiek lijken de voorstellen van D66 en PvdA vooral op het aanpassen van het systeem aan de feitelijke omstandigheden, hetgeen mij realistisch voorkomt. De VVD wenst een 'vaste premie'. Dat lijkt impliciet ook op het afschaffen van de nominale uitkeringsverplichting. Ik kom later nog terug op waarom dit van groot belang kan zijn.

### Verplichtstelling en collectiviteit

Over de verplichtstelling wordt in de programma's evenmin veel gezegd. Waarschijnlijk wil niemand die dus afschaffen. Dat lijkt verstandig want het opbouwen van een goed pensioen duurt zeer lang en bij vrijwilligheid zouden kortetermijnoverwegingen makkelijk de overhand kunnen krijgen, waardoor mensen later in hun leven grote financiële problemen zullen krijgen. Wel pleiten sommige partijen ervoor dat de fiscale facilitering van de pensioenopbouw, die de aflopende regeerperiode al is beperkt tot een jaarinkomen van EUR 100.000, verder wordt beperkt. Dat vinden we expliciet in de programma's van GroenLinks en de PvdA. Dit is een politieke keus. Over de positie van ZZP'ers lopen de programma's wat meer uiteen. Sommige partijen pleiten voor een mogelijkheid voor ZZP'ers zich vrijwillig te laten aansluiten bij een pensioenfonds. Het CDA wil de zelfstandigenaftrek in de toekomst slechts toestaan als de betrokkene het bespaarde geld inzet voor pensioenopbouw.

De collectiviteit bij de beleggingen wordt breed gesteund. Sommige partijen zeggen daar niets over, maar alle andere partijen bevestigen expliciet vast te willen houden aan collectief beleggen. De schaalvoordelen die dit biedt, maken ook deze keus verstandig.

### **De doorsneepremie**

De zogenaamde doorsneepremie<sup>7</sup> zal een belangrijk onderwerp zijn bij de komende pensioenherziening. VVD, D66, ChristenUnie, SGP en GroenLinks willen ervan af. PvdA, SP, PVV en 50Plus zeggen er niets over in hun programma's. Ook de reeds aangehaalde rapporten van bijvoorbeeld de SER besteden de nodige aandacht aan de doorsneepremie. Gelet op de unanimité onder de partijen die er iets over zeggen, mag je aannemen dat de doorsneepremie serieus ter discussie zal worden gesteld en waarschijnlijk op de schop gaat. De doorsneepremie wordt als onrechtvaardig ervaren omdat het geld dat jongeren nu inleggen veel langer kan renderen dan wat ouderen nu inleggen. Toch bouwen jong en oud elk jaar gelijke pensioenrechten op. Zo bezien impliceert de doorsneepremie een subsidie van jong naar oud. Jongeren voelen zich terecht tekort gedaan omdat ze feitelijk te veel betalen voor de rechten die ze opbouwen. Hier tegenover zou je nog kunnen betogen dat jongeren later ouderen worden en dan juist profiteren. Ook zijn er pleitbezorgers voor het handhaven van de doorsneesystematiek<sup>8</sup>, maar het maatschappelijke gevoel dat de doorsneepremie onrechtvaardig is, lijkt mij onweerstaanbaar sterk. Alleen al ten behoeve van het behoud van draagvlak is het daarom raadzaam hiermee aan de slag te gaan.

Het afschaffen van de doorsneepremie is waarschijnlijk echter minder eenvoudig dan het lijkt. Wat moet ervoor in de plaats komen? Moeten we naar een leeftijdsgebonden en dus progressieve pensioenpremie? Of juist naar een degressieve opbouw van rechten. En moet het alleen gelden voor nieuwkomers of ook voor nieuwe premies en rechten van bestaande leden van pensioenfondsen? Hierbij spelen de kosten van jongere en oudere werknemers een rol. De doorsneepremie heeft geen invloed op de relatieve loonkosten van ouderen en jongeren. Progressieve premies zouden dat wel hebben, of die zouden moeten leiden tot een lagere nettobeloning voor ouderen. Een degressieve opbouw van rechten zal de invloed die het inkomen in de jonge jaren heeft op de pensioenopbouw vergroten. Dit is ongunstig voor mensen met een sterke inkomensgroei tijdens hun loopbaan. Verder verhoogt het afschaffen van de doorsneepremie de looptijd van de verplichtingen van pensioenfondsen. Dat betekent dat de rentegevoeligheid van pensioenfondsen zal toenemen. Die rentegevoeligheid heeft de laatste jaren juist voor veel problemen gezorgd. Een ander vraagstuk omtrent het afschaffen van de doorsneepremie is de transitie naar de nieuwe systematiek. Die kan wel eens erg duur zijn en de lasten daarvan zullen op een voor alle betrokkenen acceptabele manier verdeeld moeten worden. Het zal geen sinecure zijn om dit goed uit te werken. (Binnen de SER is er daarom ook een Werkgroep Doorsneesystematiek opgericht.) Ik vermoed dat het afschaffen van de doorsneepremie in de praktijk veel ingewikkelder zal zijn dan je op basis van de

<sup>7</sup> De premie is een voor iedere deelnemer gelijk percentage van het loon en er worden door leden elk jaar dezelfde rechten opgebouwd, ongeacht leeftijd.

<sup>8</sup> Zie bijvoorbeeld: B. van Praag, 'De doorsneepremie al houdbaar met kleine aanpassing pensioenuitkering', in *ESB* 19 november 2015.

ogenschijnlijke eensgezindheid hierover in de partijprogramma's zou vermoeden. De *devil* zal hier zeker *in the detail* zitten.

### **Een eigen potje, het persoonlijke pensioenvermogen**

In ons huidige systeem krijgt elke deelnemer jaarlijks een UPO (Uniform Pensioen Overzicht) waarin onder andere is vermeld hoeveel er tot dan toe is opgebouwd aan rechten. Maar hoeveel pensioenvermogen er namens de betrokkene in 'de gezamenlijke pot' zit, wordt niet vermeld. De laatste jaren gaan steeds meer stemmen op om mensen een eigen pensioenpot te geven. Het verhoogt de transparantie en de betrokkenheid, zo wordt betoogd. De SER heeft er vorig jaar een apart rapport over geschreven onder de titel "Verkenning persoonlijk pensioenvermogen met collectieve risicodeling". Van de partijen die in hun programma iets over een eigen potje zeggen, verklaren VVD, D66, ChristenUnie en SGP er een voorstander van te zijn. De PvdA ziet het juist liever niet. Er is aldus een serieuze kans dat persoonlijke pensioenpotjes op de agenda zullen staan bij een stelselherziening.

Over de wenselijkheid van persoonlijke pensioenvermogens kan men niet veel zeggen als niet duidelijk is wat mensen met hun persoonlijke pensioenvermogen mogen doen. Wat mij betreft, is de collectieve deling van diverse risico's een grote kracht van ons systeem. Het is de vraag in hoeverre een stelsel van eigen potjes die collectieve risicodeling verstoort. Het opbouwen van een goed (kapitaalgedekt) pensioen kost decennia. Veel te veel mensen kunnen die discipline niet opbrengen en zullen verkeerde keuzes maken als ze vergaand over hun eigen pensioenvermogen kunnen beschikken. De samenleving moet mensen hiervoor behoeden. Heel veel vrijheid bij persoonlijke pensioenpotjes lijkt mij daarom onverstandig. En als de mogelijkheden iets met je eigen potje te doen heel beperkt zijn, is het de vraag wat het toevoegt. Het leveren van maatwerk bij het beleggingsbeleid door bijvoorbeeld te beleggen op basis van levenscyclus zou bij individuele potjes mogelijk zijn en kan interessant zijn. Wel moet dan eerst goed bepaald worden of de voordelen ervan de nadelen werkelijk overtreffen.

### **Meer keuzemogelijkheden**

De laatste jaren wordt vaak gesproken over meer keuzemogelijkheden voor deelnemers aan pensioenfondsen. Daaraan is behoefte door de meer heterogene samenstelling van de beroepsbevolking en afnemend vertrouwen in pensioenfondsen. In de verkiezingsprogramma's komt een aantal mogelijkheden terug. VVD, D66 en SGP willen mensen de mogelijkheid bieden bij het ingaan van het pensioen te kiezen voor een eenmalige uitkering (lump sum). Uiteraard wordt het pensioen daarna wel lager. D66 stelt de mogelijkheid voor om maximaal vijf jaar premievakantie op te nemen.

VVD, PvdA, D66, SP, GroenLinks en GPV pleiten expliciet voor een flexibele pensioenleeftijd al lijkt de VVD alleen de mogelijkheid te willen bieden om later met pensioen te gaan. Daarnaast wil de VVD de mogelijkheid creëren van een deeltijdpensioen.

CDA, ChristenUnie en SGP willen mogelijkheden bieden om een koppeling te maken tussen het pensioen en de hypotheek of zorg. Verder willen SP, PVV en 50Plus de AOW-leeftijd terugbrengen naar 65.

Het klinkt aantrekkelijk om allerlei keuzemogelijkheden te bieden en een aantal van deze mogelijkheden zal ook wel gerealiseerd worden. Maar hoe meer er van deze mogelijkheden komen, des te complexer het systeem wordt. Verder moet men er van doordrongen zijn dat er ook kosten verbonden zijn aan de introductie van keuzes<sup>9</sup>. Welke elementen van ons huidige systeem zullen verdwijnen of veranderen? Vermindert de solidariteit? Vermindert de risicodeling? Zullen mensen verstandige keuzes maken? Wat gebeurt er met de uitvoeringskosten? Niet voor niets liet de SER in 2015 een belangrijke waarschuwing horen. “Ervaringen in het buitenland laten dan ook zien dat veel keuzevrijheid op het gebied van pensioenopbouw over het algemeen leidt tot fors lagere pensioenen”.<sup>10</sup> Het is te hopen dat deze waarschuwing ter harte wordt genomen.

### De rekenrente

Zoals boven al gemeld, zijn de dekkingsgraden de laatste jaren gedaald door de fors gedaalde rente. Dat komt doordat de verplichtingen contant worden gemaakt met de marktrente. Feitelijk gebeurt dat met een rentecurve, maar er kan worden gesteld dat de 20-jaars swaprente een redelijke benadering is, al ligt de feitelijke rente waarmee gerekend wordt iets hoger door gebruik van de UFR.

Deze manier van werken wordt ingegeven door twee zaken. Zoals ook al eerder gesteld, is de basis van ons huidige systeem een nominale uitkeringsdoelstelling. Op een UPO staat tot op de euro nauwkeurig het bedrag van de te ontvangen uitkering. Om te garanderen dat zo'n bedrag betaald kan worden, zou er voldoende geld in een fonds moeten zitten om via een risicoloze belegging de belofte waar te kunnen maken. Dat pleit voor de risicovrije rente als disconteringsvoet. Een bijkomend principe is dat als de actiefzijde van de balans van een fonds wordt gewaardeerd tegen marktwaarde ook de passiefzijde tegen marktwaarde moet worden gewaardeerd. Vanuit actuaireel oogpunt is de marktrente als disconteringsvoet dan logisch. De gedaalde rente heeft de contante waarde van de verplichtingen van fondsen zodoende geweldig opgeblazen.

Af en toe wordt hier wel wat tegen geprotesteerd. Dan wordt betoogd dat er beter met een wat hogere rente kan worden gerekend. Meestal gaat het om opportunistische betogen die vervolgens leiden tot emotionele reacties van tegenstanders die menen dat jongeren op die manier moeten bloeden voor ouderen. Op basis van kamervragen heeft het ministerie van SZW het CPB laten doorrekenen wat de effecten zouden zijn van een bodem in de rekenrente.<sup>11</sup> Mij lijkt dat er een principiële discussie gevoerd zou moeten worden over de gehanteerde waarderingssystematiek.

In de verkiezingsprogramma's is het opvallend stil rond de rekenrente. 50Plus wil een rekenrente van 4% of een getal gelijk aan het gerealiseerde rendement van een fonds. De SP wil niet gebruik maken van een door de ECB veroorzaakte, kunstmatig lage rente, maar zegt niet wat dan wel. De PvdA spreekt van 'minder strakke dekkingseisen'. Andere partijen hebben het er niet over.

<sup>9</sup> Zie bijvoorbeeld P. de Beer, 'Keuzevrijheid in het pensioenstelsel', in *ESB* 12 februari 2015

<sup>10</sup> SER 2015, p.45

<sup>11</sup> CPB, 'Effecten van bodem in rekenrente voor pensioenfondsen', *CPB Notitie* 30 januari 2017



Ik realiseer me dat mijn standpunt een minieme minderheid vertegenwoordigt. Toch wil ik mijn, kennelijk Don Quichot-achtig, voorstel doen.

Het is de laatste jaren duidelijk geworden dat de nominale uitkeringsdoelstelling in het gedrang komt bij lage dekkingsgraden. Dan kan er worden afgestempeld. Die nominale doelstelling is derhalve helemaal geen garantie. Waarom zou je de rekensystematiek er dan op baseren? Als je accepteert dat je dat beter niet kunt doen, ontvalt aan de marktrente als discontovoet een belangrijk argument.

Daarnaast moet je je afvragen wat de huidige waarderingssystematiek nu feitelijk impliceert. We waarderen verplichtingen tegen marktwaarde, gebruikmaken van de risicovrije rente. Niet één fonds heeft alleen maar risicoloze beleggingen. Dat zou je pas doen als je overweegt jezelf te liquideren. Waarom moeten pensioenverplichtingen worden gewaardeerd tegen liquidatiewaarde. Actuarieel wellicht sluitend, maar de economische logica ontgaat me.

Mensen vergeten wel eens wat de dekkingsgraad precies zegt. Een fonds dat momenteel een dekkingsgraad rapporteert van 100% kan aan al zijn nominale verplichtingen voldoen als het fonds op de lange termijn een gemiddeld beleggingsrendement haalt die gelijk is aan de disconteringsvoet die wordt gebruikt om de verplichtingen contant te maken, nu dus ruim 1,2%. We weten niet wat de toekomst brengt, maar een rendement van 1,2% per jaar op een goed gespreide beleggingsportefeuille zou historisch volstrekt uniek zijn. Het ABP rapporteert op zijn website de behaalde beleggingsrendementen van 1993 tot en met 2016. Het (rekenkundig) gemiddelde over die hele periode bedraagt 7,7%. De laatste tien jaar is het gemiddelde 6,4% en de laatste vijf jaar 8,7%.

Een fonds heeft een beleggingsportefeuille om aan toekomstige verplichtingen te voldoen. De samenstelling van de portefeuille wordt bepaald door het verwachte rendement en risico te optimaliseren. Dan lijkt het mij logisch de verplichtingen contant te maken met het verwachte rendement van de beleggingen. Natuurlijk is dat rendement onzeker. En ik hoor het hoongelach al van sceptici die terecht betogen dat Amerikaanse fondsen zich op deze manier compleet in de nesten hebben gewerkt. Ik zou zeggen dat dat geenszins het geval zal zijn als er conservatieve rendementstaxaties worden gebruikt en stevige buffereisen gelden die afhangen van de risicograad van de beleggingsportefeuille. De Commissie Parameters doet dit werk overigens al. De verwachte rendementen die zij formuleert mogen gebruikt worden bij ALM-studies en kunnen ook gebruikt worden bij het berekenen van de kostendekkende premie.

Een andere (toegegeven, hogere) disconteringsvoet leidt tot heel andere dekkingsgraden. Volgens het CPB<sup>12</sup> scheelt 1%-punt in de disconteringsvoet 12%-punt in de dekkingsgraad voor een gemiddeld pensioenfonds met een renteafdekking van 40%. De verplichtingen nemen 20% toe en op de bezittingen wordt 8% verlies geleden. Overigens betekent die 40% renteafdekking dat we ongeveer 40% van ons pensioengeld (meer dan EUR 500 mld) hebben vastzitten tegen een rendement van 1,2%. Het is nauwelijks voorstelbaar dat dat op langere termijn een mooie belegging

<sup>12</sup> CPB (2017), p.2

zal blijken te zijn. In de pensioensector werken zeer veel mensen met uitnemende kwaliteiten en expertise. Ik begrijp niet dat ik op dit punt een volledige Don Quichot blijf. Misschien ligt het aan mij.

#### Beleggingsrendementen ABP

Jaar	Rendement
1993	16,5%
1994	-1,0%
1995	16,4%
1996	11,8%
1997	11,9%
1998	12,9%
1999	10,0%
2000	3,2%
2001	-0,7%
2002	-7,2%
2003	11,0%
2004	11,2%
2005	12,8%
2006	9,5%
2007	3,8%
2008	-20,2%
2009	20,2%
2010	13,5%
2011	3,3%
2012	13,7%
2013	6,2%
2014	14,5%
2015	2,7%

Bron: ABP

#### DISCLAIMER

*Dit document is samengesteld door ABN AMRO. Het heeft uitsluitend als doel om financiële en algemene informatie te verstrekken over de economie. ABN AMRO behoudt zich alle rechten voor met betrekking tot de informatie in het document en het document wordt uitsluitend aan u verstrekt voor uw informatie. Het is niet toegestaan dit document (geheel of deels) te kopiëren, distribueren, door te geven aan een derde of om het voor enig ander doel te gebruiken dan hier boven bedoeld. Dit document is informatief bedoeld en vormt geen aanbieding van effecten aan het publiek, of een uitnodiging om een aanbod te doen.*

*U mag niet om welke reden dan ook vertrouwen op de informatie, meningen, beramingen, en aannames in dit document noch dat het compleet, accuraat of juist is. Er wordt geen garantie gegeven, uitdrukkelijk of stilzwijgend, door of uit naam van ABN AMRO, haar directeuren, functionarissen, vertegenwoordigers, gelieerde partijen, groepsmaatschappijen of werknemers met betrekking tot de juistheid of volledigheid van de informatie in dit document, en geen enkele aansprakelijkheid wordt geaccepteerd voor enig verlies als direct of indirect gevolg van het gebruik van deze informatie. De opvattingen en meningen opgenomen hierin kunnen op enig moment aan verandering onderhevig zijn en ABN AMRO heeft geen enkele verplichting om de informatie in dit document na de datum hiervan te herzien.*

*Voordat u in enig product van ABN AMRO investeert, dient u zich te informeren over de verschillende financiële en andere risico's, alsmede mogelijke beperkingen voor u en uw investeringen als gevolg van toepasselijke wetgeving en regels. Indien u, na lezing van dit document, overweegt een investering te doen in een product, raadt ABN AMRO aan om een dergelijke investering met uw relatiemanager of persoonlijke adviseur te bespreken om nader te bezien of het relevante product – met inachtneming van alle mogelijke risico's – past bij uw investeringen. De waarde van beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garanties voor de toekomst. ABN AMRO behoudt zich het recht voor wijzigingen in dit materiaal aan te brengen. Alle rechten voorbehouden*