

Aan	Vaste commissie Financiën	Nummer	PA2019/09-01
C.c.		Datum	20 september 2019
Van	Peter J.C. Borgdorff	Telefoonnr	030-2779959
Onderwerp	Oorzaken en gevolgen van de lage rente		

Woord vooraf

Graag dank ik de vaste commissie Financiën van de Tweede Kamer der Staten-Generaal voor de uitnodiging om deel te nemen aan het rondetafelgesprek over de oorzaken en gevolgen van de lage rente. Daarbij kom ik graag tegemoet aan uw verzoek om vooraf een schriftelijke inbreng te leveren.

Het effect van lage rente op onze pensioenen

Pensioenfondsen zijn gericht op de lange termijn. Bestuurders moeten zich rekenschap geven van maatschappelijke trends, maar tevens weg blijven van de 'waan van de dag'.

De extreem lage marktrente van dit moment houdt pensioenfondsen en hun bestuurders desalniettemin zeer intensief bezig. Omdat het in potentie zeer grote impact heeft op de pensioenen van hun deelnemers, zowel de jongeren als de ouderen.

De rente, waar pensioenfondsen mee moeten rekenen, wordt door verschillende factoren beïnvloed. Het effect dat het 'quantitative easing' beleid (QE) van de ECB heeft gehad¹ en het effect dat de nieuwe ultimate forward rate (UFR) van de Commissie Parameters nog gaat hebben² zijn zaken waar pensioenfondsbesturen zelf geen invloed op hebben, maar waar ze wel mee te 'dealen' hebben.

Scherp onderscheid tussen drie zaken

Het is belangrijk om in de discussie over de impact van de lage rente op onze pensioenen een scherp onderscheid aan te brengen tussen drie zaken:

1. de discussie kapitaaldekking versus omslagfinanciering;
2. de effecten op het huidige, kapitaal-gedekte pensioencontract;
3. de effecten op (de overgang op) een nieuw kapitaal-gedekt pensioencontract.

Deze drie zaken worden hieronder apart toegelicht.

Ad 1. De discussie kapitaaldekking versus omslagfinanciering

De lage rente heeft negatieve effecten voor het huidige, kapitaal-gedekte pensioencontract. Het lijkt daarom wellicht aantrekkelijk om naar een alternatief te zoeken. Dan komt omslagfinanciering, als meest duidelijke tegenhanger van

¹ "Schattingen voor de impact van de onconventionele monetaire maatregelen op de daling van de nominale lange rente in het eurogebied lopen uiteen van circa 80 tot 150 basispunten". Bron: De Nederlandsche Bank, Overzicht Financiële Stabiliteit, Voorjaar 2017.

² Eind augustus 2019 bedroeg dit effect ruim 30 basispunten.

kapitaaldekking, al snel in beeld. Zelf ben ik daar zeer terughoudend in, om een aantal redenen.

Ten eerste moeten we niet de fout maken om te denken dat het huidige pensioencontract de enige vorm van kapitaaldekking is. We zijn niet voor niets op zoek naar een nieuw contract, dat minder afhankelijk is van de rente en juist meer afhankelijk is van de rendementen. Want dáár draait het uiteindelijk om: de behaalde rendementen. Die bepalen uiteindelijk echt of de kapitaal-gedekte tweede pijler nog aantrekkelijk genoeg is. En die rendementen zijn, ook als we ze corrigeren voor het effect van de gedaalde rente, goed. We kunnen, ook op basis van de nieuwe parameters, nog steeds stellen dat deelnemers hun ingelegde premie dubbel en dwars terugverdienen.

We moeten ervoor waken, nu niet plotsklaps over te (willen) stappen van kapitaaldekking op omslagfinanciering. Liever zoeken we *binnen* het kapitaaldekkingssysteem naar een passend contract. Graag verwijs ik hier ook naar de nadere toelichting bij punt 3.

Ten tweede moeten we ons goed beseffen dat een omslagstelsel weliswaar niet gevoelig is voor ontwikkelingen in rente en rendementen, maar wel zeer gevoelig is voor demografische ontwikkelingen. Daarenboven maak je in een omslagstelsel alleen gebruik van nationale groei, terwijl je in een stelsel met kapitaaldekking ook kan profiteren van wereldwijde groei. Nederland heeft een mooie mix van omslagfinanciering en kapitaaldekking en spreidt zo de demografische en economische risico's op een verstandige wijze. Die verstandige mix moeten we koesteren, niet ontmantelen.

Tot slot moeten we ons ook goed beseffen dat een eventuele overstap op omslagfinanciering een eenrichtingsweg is. Het is, als we in de toekomst tot de conclusie komen dat kapitaaldekking toch wel zeer fraaie eigenschappen heeft, nagenoeg onmogelijk om de stap terug te zetten. Dus: bezint eer gij begint.

Voor de goede orde: de discussie kapitaaldekking versus omslagfinanciering is niet per se een 'óf – óf' discussie, maar kan ook gaan over de verhouding tussen beide vormen. Om bovengenoemde redenen zie ik, ondanks de lage rente, momenteel geen noodzaak om die verhouding nu 'hals over kop' aan te passen.

Ad 2. Effecten voor het huidige pensioencontract

In het huidige pensioencontract vormt nominale zekerheid het uitgangspunt. Waarderen van de pensioenverplichtingen tegen de risicovrije marktrente (inclusief UFR) is daarvan een uitvloeisel. Die marktrente is de laatste maanden fors gedaald: van 1,5% een jaar geleden naar 1,0% in april van dit jaar naar 0,4% eind augustus. De dekkingsgraad van PFZW daalde als gevolg daarvan mee, naar een niveau van rond de 90%.

Dit leidt - in combinatie met de bestaande regels in het huidige FTK en de nog in te voeren nieuwe UFR - tot een gerede kans op een stapeling van pensioenverlagingen in de komende jaren. In de bijlage is een rekenvoorbeeld opgenomen dat laat zien dat de impact daarvan voor de deelnemers van een fonds zoals PFZW fors kan zijn.

De gedaalde rente heeft tegelijkertijd ook een forse impact op de nog op te bouwen pensioenen en de kostprijs daarvan. Voor PFZW geldt daarbij de volgende vuistregel: een 1%-punt lagere rente betekent een 25 tot 30% hogere kostprijspremie.

Dat heeft in het huidige pensioencontract, vanwege de mogelijkheid tot premiedemping, niet direct impact op de feitelijke premiehoogte. De gedaalde rente leidt echter wel tot een premiedekkingsgraad die ver onder 100% ligt, hetgeen betekent dat de dekkingsgraad

van het fonds verder daalt als gevolg van nieuwe pensioenopbouw. Het is evident dat een dergelijke situatie niet langjarig houdbaar is.

Ad 3. Effecten voor (de overgang op) een nieuw pensioencontract

In het onlangs gesloten Pensioenakkoord worden twee verschillende typen pensioencontracten beschreven. Beide contracten worden momenteel uitgewerkt. Daarbij is de afspraak dat beide pensioencontracten aan een aantal doelstellingen moet voldoen, zodat decentrale partijen straks een echte keuze kunnen maken uit beide opties. Beide contracten zijn premiereregelingen.

In het eerste type contract wordt de ingelegde premie direct omgerekend naar een uitgestelde annuïteit, een aanspraak op een toekomstige levenslange uitkering. Die annuïteit is expliciet voorwaardelijk; er is geen sprake van een juridische zekerheid, zoals in het huidige pensioencontract. De hoogte van de voorwaardelijke annuïteit wordt afgeleid uit de ingelegde premie via leeftijds- en rente-afhankelijke rekenfactoren (zogenoemde "degressieve opbouw").

De inzet van het kabinet is dat hierbij gerekend moet worden met de risicovrije marktrente. De opbouw in dit nieuwe annuïteitencontract is dus niet alleen van maand tot maand onvoorspelbaar, de opbouw is vanwege de lage marktrente de komende tijd vooral ook erg laag. Dit geldt, vanwege het rente-op-rente effect, met name voor de jongere deelnemers.

Ook voor het waarderen van de opgebouwde annuïteiten zet het kabinet in op de risicovrije marktrente. De dekkingsgraad blijft dus afhankelijk van de marktrente. En dus is de jaarlijkse vraag of, en hoeveel, de pensioenen verhoogd of verlaagd kunnen worden direct afhankelijk van de risicovrije marktrente. De kans op verlagingen bedraagt daardoor ongeveer 1 op 3. Dat is met name voor ouderen pijnlijk. Pensioenfondsen kunnen de stabiliteit vergroten door te beleggen in (op dit moment) negatief renderende assets. Maar dat is juist pijnlijk voor de jongeren.

Dit klinkt al met al niet als een houdbaar pensioencontract. Eerder heb ik in uw Kamer bepleit dat de disconteringsvoet (of: rekenrente) moet passen bij de aard van de pensioenaanspraken.³ Zoals ik hiervoor bij punt 2 aangaf, is het waarderen tegen de risicovrije marktrente logisch in een contract met zekere aanspraken. Het omgekeerde geldt ook: als de aanspraken niet zeker zijn, maar expliciet voorwaardelijk, dan is de risicovrije marktrente geen logische disconteringsvoet. Als we in het nieuwe annuïteitencontract de voorwaardelijke aanspraken marktconsistent willen waarderen, dan is het passend om voor de aanspraken die verder weg in de tijd liggen (ook) (deels) een verwacht rendement in te rekenen. Het zijn niet de minste wetenschappers die ons dat hebben geleerd.

In het tweede type contract wordt de ingelegde premie in een persoonlijk pensioenvermogen gestort. Ook dit contract heeft last van de lage marktrente. Naarmate een deelnemer ouder wordt, zal hij/zij zijn/haar pensioenvermogen minder risicovol willen beleggen, teneinde meer zekerheid te krijgen over de toekomstige pensioenuitkering. Daarbij is de deelnemer op dit moment aangewezen op negatief renderende assets. Het

³ Bijzondere procedure inzake "zachtere pensioenaanspraken en de risicovrije rente", 21 januari 2019.

voordeel daarbij is wel dat de jongere deelnemers in dit contract geen hinder ondervinden van de naar zekerheid zoekende ouderen.

In dit contract speelt (ook) nog de lastige vraag hoe het huidige, anonieme fondsvermogen moet worden verdeeld over de persoonlijke pensioenvermogens. Als we dat doen op basis van de huidige lage marktrente, dan geven we de jongeren relatief veel geld en de ouderen relatief weinig.

Ook bij het afschaffen van de doorsneesystematiek, bij de overgang van het huidige contract naar één van de twee nieuwe contracten, speelt die lage marktrente een rol. Het goede nieuws is dat de compensatielast bij lage renteverwachtingen kleiner wordt. Het slechte nieuws is dat er dan nauwelijks nog compensatiebronnen zijn.

Bijlage: Risico op stapeling van verlagingen in het huidige contract

De lage marktrente leidt - in combinatie met de bestaande regels in het huidige FTK, de nog in te voeren nieuwe UFR en de gemaakte afspraken in het Pensioenakkoord - tot een gereede kans op een stapeling van verlagingen in de komende jaren. Onderstaande tabel illustreert dat aan de hand van een gestileerde voorbeeldberekening. Hierbij wordt uitgegaan van een dekkingsgraad van 90% eind augustus 2019. Tevens wordt ervan uitgegaan dat de dekkingsgraad de komende jaren niet stijgt of daalt als gevolg van ontwikkelingen in rente en/of rendementen. Om inzicht te geven in de impact van de verlagingen, bekijken we wat er zou gebeuren met de uitkering van een gemiddelde deelnemer. Die uitkering bedraagt op dit moment ongeveer 700 euro per maand.

moment	DG	verlagen, want:	uitkering	DG na verlaging
nu	90%	nvt	€ 700	nvt
begin 2020	90%	DG < 94%	€ 697	90,4%
eind 2020	90,4%	DG < 104,3% langer dan 5 jaar	€ 630	100%
begin 2021	92%	DG < 97%	€ 627	92,5%
eind 2021	92,5%	DG < 104,3% langer dan 5 jaar	€ 580	100%

Toelichting bij bovenstaande tabel:

- Begin 2020 is de dekkingsgraad 90%. Dat is lager dan de kritische dekkingsgraad van 94%. Er is dan sprake van een VEV-verlaging. Deze bedraagt $(94 - 90)/10 = 0,4\%$. Als gevolg van deze verlaging stijgt de dekkingsgraad naar 90,4%.
- Eind 2020 is de dekkingsgraad nog steeds 90,4%. Hij ligt dan langer dan 5 jaar onder 104,3%. Er is dan sprake van een MVEV-verlaging. Deze verlaging bedraagt, op basis van de afspraak in het Pensioenakkoord dat er slechts verlaagd hoeft te worden tot een niveau van 100%, $100 - 90,4 = 9,6\%$. Deze verlaging mag gespreid worden doorgevoerd (in maximaal 10 jaar), maar moet dan wel een gesloten karakter hebben. Dat wil zeggen dat alleen de bestaande aanspraken mogen worden verlaagd; de nieuwe aanspraken niet. Dat is erg complex, zowel in de administratie als in de communicatie. Als gevolg van deze verlaging stijgt de dekkingsgraad naar 100%.
- Begin 2021 wordt de nieuwe UFR ingevoerd, en mogelijk ook de nieuwe rente-benchmark (€STR). Als gevolg daarvan daalt de dekkingsgraad van 100% naar 92%. Dat is lager dan de kritische dekkingsgraad, die vanwege de Commissie Parameters inmiddels is gestegen naar 97%. Er is dan sprake van een VEV-verlaging. Deze bedraagt $(97 - 92)/10 = 0,5\%$. Als gevolg van deze verlaging stijgt de dekkingsgraad naar 92,5%.

- Eind 2021 is de dekkingsgraad nog steeds 92,5%. Hij ligt dan nog steeds langer dan 5 jaar (6 jaar inmiddels) onder 104,3%. Er is dan opnieuw sprake van een MVEV-verlaging⁴. Deze verlaging bedraagt $100 - 92,5 = 7,5\%$. Deze verlaging mag, mits gesloten, ook weer gespreid worden doorgevoerd (in maximaal 10 jaar). Als gevolg van de verlaging stijgt de dekkingsgraad naar 100%.

⁴ In het Pensioenakkoord is weliswaar afgesproken dat pensioenen slechts verlaagd hoeven worden tot een dekkingsgraadniveau van 100%, maar daarbij is niet afgesproken dat het pensioenfonds dan ook uit onderdekking is. Daarvoor blijft het dekkingsgraadniveau van 104,3% vooralsnog maatgevend. Zie: 'Mogelijk meer en grotere kortingen door MVEV-maatregel', Pensioen Pro, 18 september 2019.