

NASCHRIFT

Misvattingen creëren

In zijn reactie op ons artikel probeert Van Wijnbergen (2018), net als veel andere Nederlandse financieel economen, een objectieve rekenrente te vinden. Hij haalt daartoe een truc uit door te postuleren dat het pensioencontract een financieel product is dat kan worden nagebootst door een *futures contract*. Vervolgens stelt hij dat de rekenrente gelijk is aan de swaprente die gebruikt wordt om de prijs van dit contract te bepalen. We kunnen daar kort over zijn: het pensioencontract is geen verhandelbaar financieel product en het lijkt ook niet op een *futures contract*.

Een *futures contract* is een contract tussen twee partijen waarbij levering van een financiële asset in de toekomst tegen een vooraf vastgestelde prijs wordt afgesproken. De koper legt het risico van de onderliggende asset dus volledig bij de verkoper van het *futures contract*. Bij pensioenen ligt de toekomstige prijs juist niet vast en voorts is er geen eenduidige contractuele relatie. Het doorsnee Nederlandse pensioenfonds heeft meer weg van een fonds van gemene rekening waarbij het moment van uittrede en intrede vastligt, maar niet de uitredesom (de uitkering) of de intredesom (de premie). Het is een vorm van gemeenschappelijk eigendom, waarbij de individuele deelnemer direct participeert in het rendement en risico van het fonds. De rekenrente voor zo'n collectief fonds is het scharnierpunt om de belangen van de verschillende participerende generaties veilig te stellen.

Het is verleidelijk de hoogte van de rekenrente gelijk te stellen aan een goed waarneembare externe grootheid, zoals de risicovrije swapcurve in Nederland. Vanuit het oogpunt van de wetgever lijkt dat prudent en het is objectief. Zo'n risicovrije rente past bij de marktwaardering van gegarandeerde pensioenuitkeringen maar niet bij het huidige pensioencontract, waar de risico's bij de deelnemers liggen en dat behept is met een grote mate van illiquiditeit. Vanuit de *financieel-economische marktwaardering* behoren deze risico-elementen onderdeel te zijn van de rekenrente, bijvoorbeeld door de keuze van AA-bedrijfsobligaties als benchmark, zoals in het buitenland wordt toegepast. De Nederlandse risicovrije swaprente staat daar ver van af. De risicovrije rekenrente van Van Wijnbergen is gebaseerd op een type pensioencontract dat in de praktijk niet meer bestaat.

Vervolgens stelt Van Wijnbergen dat de oudere generaties zouden worden bevoordeeld ten nadele van de volgende generaties door indexerings die mogelijk wordt door invoering van een hogere rekenrente dan de risicovrije. Die situatie gaat echter alleen maar op wanneer pensioenfonds structureel een gelijk of lager rendement zouden hebben dan deze risicovrije rente. Het tegenovergestelde is het geval: tussen 2007 (invoering markt-

JEAN FRIJNS

Emeritus-hoogleraar aan de Vrije Universiteit Amsterdam en oud-directeur beleggingen bij het ABP

JELLE MENSONIDES

Adviseur en voormalig bestuurder pensioenfonds

waardering) en 2017 hebben de grote pensioenfonds, ondanks de invloed van de crisisjaren, gemiddeld drie tot vier procentpunt extra rendement per jaar gemaakt. Dat is ruimschoots meer dan het extra rendement dat nodig is voor compensatie van de inflatie. De huidige indexeringsruimte is door de rekenrentesystematiek sterk ingeperkt en levert extra vermogensvorming op die uiteindelijk ten voordele komt van de latere generaties.

Vanuit *actuarieel* oogpunt zou de disconteringsvoet gebaseerd kunnen worden op een prudent vastgesteld, reëel verwacht rendement. Dat biedt meer inzicht of de lusten en lasten evenwichtig zijn verdeeld over de pensioengeneraties en of de pensioenambities zijn te realiseren.

Het gebruik van de marktrente kent verder een aantal belangrijke praktische bezwaren waarop wij in ons *ESB*-artikel (Frijns en Mensonides, 2018) zijn ingegaan. Ten eerste lijden financiële markten ten opzichte van de reële economie aan overmatige volatiliteit; en door een 'marktconforme' rekenrente importeren pensioenfonds dit endogene risico. Het gaat hier niet om klein bier: een één procentpunt hogere of lagere rente leidt tot een stijging of daling van de waarde van de pensioentoezeggingen in de orde van twintig procentpunt. Ten tweede, het grote renterisico dwingt pensioenfondsbesturen tot het aangaan van nominale rentehedges. Dit kan leiden tot een reële armoedeval. Bovendien zijn pensioenfonds erg gevoelig geworden voor de ontwikkelingen op de rentederivatenmarkt. Ten derde, de huidige lange rente is een slechte voorspeller van de rente over twintig jaar en verder. Door de huidige rentetermijnstructuur van de rekenrente wordt de rente gefixeerd over tientallen jaren, waardoor het op lange termijn benodigde vermogen wordt onder- of overschat. Dat wringt vooral als de vigerende marktrente zeer laag is zoals nu, of juist zeer hoog is zoals in de jaren tachtig van de vorige eeuw. Dat geeft in deze extreme situaties beslist verkeerde informatie over de financiële soliditeit van een pensioenfonds.

Onze conclusie is dat het artikel van Van Wijnbergen een verdere bijdrage levert aan de misvattingen over de rekenrente. Bovendien voedt hij het populaire sentiment dat oudere generaties de pensioenfonds leegeten. De feiten geven een ander beeld en dat zou hij moeten weten.

LITERATUUR

- Frijns, J. en J. Mensonides (2018) Stabiele pensioenen vereisen vaste rente op lange termijn. *ESB*, 103(4762), 254–257.
Van Wijnbergen, S. (2018) Misvattingen in het pensioendeбат en de voorstellen van de sociale partners. *ESB*, te verschijnen.