

# Bull-market? Een afschuwelijke bear-market!

De waarde van de beleggingen van Nederlandse pensioenfondsen is enorm. Om Einstein te citeren:

*“Compound interest is the eighth wonder of the world. He who understands it, earns it ... he who doesn't ... pays it.”*

Wij, Nederlanders, begrepen het principe van samengestelde rente (compound interest). Wij waren trots op ons pensioenstelsel. Wij, Nederlanders, spaarden meer dan wie dan ook.



En toen daalde de rente. En daalde de rente verder. De waarde van de beleggingen steeg, en steeg verder. Bull-market, toch?

Als verantwoordelijke, professionele, institutionele beleggers, gingen we uitkeringen echter waarderen op basis van marktwaarde. En plotseling leefden we in een gespiegelde wereld. Alsof we Alice in Wonderland waren. Hoezo bull-market? De dalende rentes betekenen een afschuwelijke *bear*-market! Het gaat niet om de waarde van beleggingen, het gaat om de verwachte uitkeringen! De looptijd van de beleggingen bleek niet hoog genoeg om te voorkomen dat de vooruitzichten voor uitkeringen steeds magerder werden. Dekkingsgraden daalden. Indexaties werden gestopt. En er wordt gesproken over kortingen, kortingen! Hier, in Nederland! Samengestelde rente, het ‘achtste wonder’ van de wereld, werd gespiegeld in de rekenrente, de duivel in eigen persoon. Die werd veel te laag. We rekenen ons arm! Wat is hier gebeurd?

De gedaalde rente is de kern. Je zou, met een beetje overdrijving, kunnen zeggen dat de daling van de rente de koppeling tussen premies en uitkeringen doorknipt. Rente is immers de koppeling tussen premies en uitkeringen. Als de rente steeds lager wordt, verdwijnt de koppeling tussen premies en uitkeringen. Premies zijn het ‘manna’ uit de Bijbel. Bij een negatieve rente verdwijnen ze zelfs naar verloop van tijd: er zijn dan geen

uitkeringen. Het maakt niet uit hoe je een pensioenstelsel inricht – DB, DC of (C)DC – elk stelsel heeft last van de gedaalde rente.

De daling van de rente heeft een aantal oorzaken, namelijk daling van de inflatie, vertraging van de reële economie en soepeler monetair beleid. Deze drie oorzaken hebben verschillende consequenties voor het pensioenstelsel.

De gedaalde rente wordt ten eerste veroorzaakt door de gedaalde (prijs)inflatievooruitzichten. Hoewel we allemaal weten dat alleen reële pensioenen van belang zijn, zien we in de meest gebruikte nominale dekkingsgraden de voordelen van een gedaalde inflatie niet terug. We kijken nog steeds alleen naar verwachte nominale uitkeringen, terwijl die naar verwachting steeds meer reële goederen kunnen kopen. De ontwikkeling van de dekkingsgraden is dus gunstiger dan het lijkt.

Ook over de reële economie valt veel te zeggen. Eén invalshoek is om te kijken naar de zogenaamde Aaron-Samuelson voorwaarde. Deze voorwaarde geeft aan wanneer we pensioen beter via een omslagstelsel kunnen regelen. In deze voorwaarde worden de verwachte beleggingsopbrengsten vergeleken met de loonsom. De loonsom is, afgezien van de eerder genoemde prijsinflatie, gelijk aan de stijging van de beroepsbevolking en de arbeidsproductiviteit. Aan de Aaron-Samuelson voorwaarde wordt momenteel

voldaan. De korte rente is negatief, dus echt lager dan de stijging van de beroepsbevolking en stijging van de arbeidsproductiviteit.

Bij een vergrijzing gaat het niet goed met de (relatieve) omvang van de beroepsbevolking. De arbeidsproductiviteit groeit ook maar mondjesmaat. Het is in zo'n omgeving economisch gezien moeilijk om zorg te dragen voor je pensioen. Bij een lage reële economische groei is alle voorzichtigheid van DNB dus terecht. Een goede boekhouder moet altijd zorgen voor een buffer. Stel bijvoorbeeld dat nominale rentes weer gaan stijgen, dan hoeft de UFR rente echt niet meteen mee te stijgen, tenzij de reële lange rente ook weer oploopt naar het historisch gemiddelde.

Ten slotte het monetair beleid. Als je zaken ook kunt financieren door geld te drukken, waarom zou je dan nog sparen? Waarom zouden overheden moeten bezuinigen? Stel, in een extreem scenario, dat de ECB alle obligaties op zou kopen. Wat moet je dan nog als pensioenfonds? De verwachting is dat het beleid van de ECB gaat normaliseren. Maar als het beleid van de ECB toch structureel zou blijken, moeten we maar stoppen met pensioenfondsen. Geld drukken is dan gemakkelijker. ■

*Tjemme van der Meer, namens de commissie risicomanagement*