

PensioenPro

Keuze voor theoretisch beschermingsrendement is ondoordacht'

22 jan 2024

De massale keuze van pensioenfondsen voor het theoretisch beschermingsrendement leidt ertoe dat gepensioneerden in het nieuwe stelsel amper inflatiecompensatie krijgen, voorspelt Martin Sanders van AXA IM. 'We gaan hiermee als sector echt de mist in.'

Martin Sanders zit als hoofd pensioenbeleggingen bij vermogensbeheerder AXA IM niet aan tafel bij de gesprekken die pensioenfondsen voeren over de keuze tussen het theoretische en het directe beschermingsrendement. Toch volgt hij dit dossier op de voet. Naar eigen zeggen een erfenis van zijn functie als oud-cio bij Uninvest van 2006 tot 2017, de belegger van de wereldwijde pensioenfondsen van Unilever, waaronder Unilever APF. Hij was destijds ook extern beleggingscommissielid bij de fondsen Vervoer en ANWB.

Sanders windt zich al een tijdje op over de keuze die pensioenfondsen maken voor het theoretische beschermingsrendement. Daardoor komt het beschermingsrendement dat gepensioneerden krijgen toebedeeld overeen met de verandering van de DNB-rentecurve. Een ander uitgangspunt dan die DNB-curve is niet toegestaan. Sanders' grootste bezwaar tegen deze variant is niet zozeer de uitlegbaarheid of mogelijke herverdeling tussen gepensioneerden en werknemers, bedenkingen die eerder werden geuit. Hij is bezorgd over de koopkracht van gepensioneerden.

Sanders: 'Het nieuwe pensioenstelsel is bedacht om de oude dag van gepensioneerden eerder te kunnen verhogen, maar dat zal er in de praktijk amper van komen. Het theoretische beschermingsrendement houdt de nominale oude dag van gepensioneerden op peil, maar leidt niet tot een reële uitkering.' Hij waarschuwt dat dit probleem niet alleen speelt bij gepensioneerden, maar dat werkende vijftigplussers hier ook mee te maken krijgen. 'Zij worden uiteindelijk ingevaren in een nominaal systeem.'

Waarom leidt de theoretische variant volgens u niet tot koopkrachtbehoud?

'Een gepensioneerde heeft in het nieuwe stelsel bij de meeste fondsen 70% tot 80% blootstelling aan het beschermingsrendement. Als dat rendement is berekend op basis van de DNB-rts, dan betekent dit dat de nominale uitkering meestal gelijk zal blijven. Maar inflatiecompensatie zal dan volledig uit het overrendement moeten komen, waaraan een gepensioneerde hooguit 30% blootstelling heeft. Dat aandeel is echt te laag om prijsstijgingen bij te kunnen benen.'

Kunt u dit onderbouwen?

'Uit berekeningen van actuaris Henk Bets, waarmee ik veel contact heb, blijkt dat een gepensioneerde voor het compenseren van 2% inflatie 40% tot 50% blootstelling zou moeten hebben aan zakelijke waarden, in plaats van 20%. Pensioenfondsen zullen dit niet willen, want dan wordt het risico op een korting te groot als de financiële markten tegenzitten. Dat legt een te grote druk op de solidariteitsreserve.'

Uit de berekening van Bets leid ik zelf af, dat een gepensioneerde met 20% blootstelling aan overrendement bij een inflatie van 2% hooguit 1% krijgt gecompenseerd, als het beschermingsrendement is gebaseerd op de theoretische variant. De rest belandt in het overrendement van jongeren. Bovendien: in de berekeningen wordt uitgegaan van 4,5% risico-opslag voor aandelen de komende decennia. Een returnportefeuille zal echter nooit 100% uit aandelen bestaan. Daarom lijkt 2,5% tot 3% mij logischer voor een gespreide portefeuille zakelijke waarden. Daarmee krijgen gepensioneerden nog minder inflatie gecompenseerd.'

Krijgt een gepensioneerde de inflatie dan wél volledig gecompenseerd met een werkelijk beschermingsrendement?

'De kans daarop is een stuk groter. Een pensioenfonds kan dan een beschermingsportefeuille bouwen, waarin bijvoorbeeld ook hypotheek en bedrijfsobligaties zitten. Het rendement dat daarmee wordt behaald, kan dan direct aan gepensioneerden worden toegewezen via het beschermingsrendement, die daaraan een blootstelling heeft van bijvoorbeeld 80%. In zo'n portefeuille kun je ook eventueel ook inflation linked bonds stoppen.'

Als beleggingen als hypotheek en bedrijfsobligaties in het beschermingsrendement belanden, hebben jongeren daar dan niet nadeel van? Zij krijgen maar relatief weinig beschermingsrendement.

'Uit simulaties blijkt dat jongeren in het nieuwe stelsel sowieso beter af zijn dan in het ftk. Ook bij een vrij geringe allocatie naar hypotheek en credits. Zij kunnen straks veel meer in zakelijke waarden beleggen dan in huidige ftk. Misschien wel tot 100% of meer, terwijl dat nu hooguit 50% is. Houd je een blootstelling van 100% een langere tijd vol, dan komen jongeren echt wel op een afdoende pensioenkapitaal. Misschien wel 150% ten opzichte van het huidige stelsel. Dat lijkt mij meer dan genoeg om de inflatie de jaren daarna te financieren.

Mijn zorg zit bij gepensioneerden en oudere werknemers, vanaf pakweg vijftig jaar. Zij hebben de afgelopen jaren erg weinig indexatie gehad en niet de kans gehad, zoals jongeren straks, om enorme kapitalen op te bouwen. Het geld is er gewoon niet. Zij worden uiteindelijk gewoon ingevaren in een nominaal systeem.'

Pensioenfondsen hebben behoorlijke buffers, die worden uitgedeeld bij invaren. Dit leidt tot hogere pensioenuitkeringen voor gepensioneerden bij aanvang. Tot wel 20%. Is het dan erg als de inflatie de jaren daarna niet helemaal wordt bijgebeend?

'Het klopt dat fondsen nu aardig hoge dekkingsgraden hebben, zelfs na twee indexatiesrondes. Maar is die buffer er nog steeds als ze gaan invaren? Sinds oktober zijn de rentes behoorlijk gedaald. Als die trend zich doorzet, dan kost dat dekkingsgraadpunten. Bovendien kun je niet de gehele buffer uitdelen. Fondsen moeten ook een deel opzij zetten om de solidariteitsreserve en operationele reserve te vullen.

Sowieso verwacht ik dat alleen hele rijke fondsen pensioenuitkeringen met 20% kunnen ophogen. Een fonds moet er bij de keuze voor een variant van het beschermingsrendement mijns inziens van uitgaan dat er geen buffer is.'

Dan nog is het de vraag of pensioenfondsen 100% inflatiecompensatie moeten bieden. Nu is dat al vaak niet de insteek. Ook in transitieplannen staat een ambitie van bijvoorbeeld 50%.

‘Tot 2005/2006 is het pensioenfondsen wel degelijk gelukt om de inflatie voor 100% te compenseren. Ik vind dat elke pensioenbestuurder en elk pensioenstelsel die ambitie zou moeten hebben. In het huidige stelsel werd dat helaas onbetaalbaar, vanwege de gedaalde rente.’

Pensioenfondsen kunnen ook gaan voor een lager projectierendement, waardoor de startuitkering bij aanvang relatief laag is. Die uitkering stijgt in de loop der jaren met de inflatie.

‘Dat is een sigaar uit eigen doos. Je kunt ook starten met een hoog projectierendement en hogere uitkering, waar vervolgens niets meer bij komt. Dat maakt over de hele rit geen verschil.’

Theoretisch beschermingsrendement en inflatiecompensatie uit de solidariteitsreserve. Is dat een optie?

‘Voor een gemiddeld pensioenfonds niet. Nu al zie je dat de solidariteitsreserve minimaal gevuld wordt wanneer de dekkingsgraad laag is. Wanneer deze het wel toelaat, dan zou je bij een volledig gevulde maximale solidariteitsreserve een klein deel kunnen gebruiken voor inflatiecompensatie, naast andere doelen. Maar alleen fondsen met een heel hoge dekkingsgraad zijn hiertoe in staat.’

Uw punt is duidelijk. Waarom kiest de sector dan toch massaal voor de DNB-rt's als beschermingsrendement?

‘Ik heb het idee dat pensioenuitvoerders kiezen voor deze variant vanuit een soort gemakzucht. Dat zij het administreren en toedelen van rendementen uit een werkelijke portefeuille te veel gedoe vinden; de deadlines zijn al krap. Maar DNB heeft gezegd dat een werkelijk beschermingsrendement ook met één of twee onderliggende portefeuilles kan worden gemaakt, dus het extra werk zou mee moeten vallen.’

Ik zie dat de sector aan de slag is gegaan met solidair contract en theoretisch beschermingsrendement, zonder er verder over na te denken. Ik snap dat bepaalde inzichten pas later komen. Het is ook best technisch. Dus ik kan mij voorstellen dat een gemiddeld bestuurslid mijn punt van indexatie bij theoretische beschermingsrendement niet heel scherp op het netvlies heeft. Maar als de keuze voor theoretisch blijft staan, dan gaan we hiermee als sector echt de mist in. Om niet voor het werkelijke beschermingsrendement te kiezen, is een gemiste kans.’

Pakt een keuze voor een werkelijke variant gunstiger uit voor een vermogensbeheerder als AXA? Bijvoorbeeld omdat jullie dan meer beleggingen kunnen verkopen aan pensioenfondsen?

‘Nee, dat heeft er niets mee te maken. In beide varianten zullen pensioenfondsen onderliggend beleggen in vastrentende en zakelijke waarden. Het gaat erom of de rendementen daaruit voldoende bij gepensioneerden terecht komen om de inflatie bij te benen. Mijn stelling is dat dit niet het geval is bij de theoretische variant, waar iedereen nu voor kiest. Die keuze snap ik niet. Er is een variant voor handen om werkelijke rendementen toe te wijzen, waarmee deelnemers uiteindelijk beter af zijn.’