

TEKST: ROLAND VAN GAALEN

# INDEXATIE UIT OVERRENDEMENT: EEN KAT IN DE ZAK

**Sommige pensioenfondsen hebben de indexatie van de pensioenen geheel of gedeeltelijk afhankelijk gemaakt van overrendement. Maar uit indexcijfers blijkt dat het risico van een gering of zelfs negatief overrendement, zelfs gemiddeld genomen over een periode van bijna vier decennia, niet verwaarloosbaar is.**

## OVERRENDEMENT OUDE STIJL

Tussen 1970 en 2000 werd de indexatie grotendeels gelijktijdig met de pensioenopbouw gefinancierd via de premie. In die periode stond de marktrente veel hoger dan de toenmalige vaste rekenrente van 4%. Daardoor kon een pensioenfonds impliciet een marge voor toekomstige inflatie aanhouden. Bij een marktrente van bijvoorbeeld 7% kon een overrendement van  $7\% - 4\% = 3\%$  worden gereserveerd voor indexatie. Door te beleggen in staatsobligaties kon die indexatiemarge zelfs langdurig worden zeker gesteld. Zolang erop gerekend kon worden dat de marktrente hoog en de inflatie binnen de perken zou blijven, leek het erop dat aldus bestendige kapitaaldekking voor waarde vaste pensioenen kon worden gerealiseerd. Maar dit systeem liep omstreeks de eeuwwisseling vast toen de marktrente sterk gedaald was en in de buurt van de rekenrente van 4% kwam.

## OVERRENDEMENT NIEUWE STIJL

Tegenwoordig veronderstellen sommigen dat de indexatie kan worden gefinancierd uit een heel ander soort overrendement, namelijk het verschil tussen het fondsrendement en het marktrendement op een fictief pakket van langlopende staatsobligaties. Dat pakket obligaties moet als een perfecte match de looptijden en de bedragen van de pensioenverplichtingen weerspiegelen. Het rendement daarop is benodigd om de dekkingsgraad ten opzichte van de nominale pensioentoezegging te handhaven, en de rest van het fondsrendement is winst. Het gaat hier steeds om totale marktrendementen uitgedrukt als percentages en inclusief dividenden, coupons en koersbewegingen.

## DE ACHTERLIGGENDE GEDACHTE

Wat is de achtergrond van het nieuwe systeem? Volgens de Pensioenwet van 2007 hoeven pensioenfondsen voor indexatie (mits voorwaardelijk toegezegd, zoals gebruikelijk) geen voorzieningen of reserves aan te houden. Bovendien mogen de fondsen de indexatie afhankelijk maken van het overrendement in zijn nieuwe gedaante. De gedachte – tenminste, bij fondsen die van die mogelijkheid gebruik maken – is dat aandelen en andere zakelijke waarden op de lange termijn meer rendement

opleveren dan staatsobligaties. Pensioenfondsen moeten wel beleggen in aandelen en dergelijke, zo wordt soms zelfs gesteld, want anders kan er geen overrendement worden gemaakt en zonder overrendement wordt de indexatie onbetaalbaar.

Als dit opgaat, moeten de fondsen hun verplichtingen dus niet matchen met staatsobligaties. Juist door mismatchrisico tussen bezittingen en verplichtingen te lopen krijgen ze in deze visie uitzicht op indexatie en kunnen ze tegen een redelijke prijs een waarde vast pensioen realiseren. Maar opwaarts potentieel gaat uiteraard gepaard gaat met neerwaarts risico, waarschijnlijk ook op de lange termijn. Reden te meer om de meevallers van vette jaren te reserveren, althans tot op zekere hoogte, om de tegenvallers van magere jaren te kunnen opvangen.

Zoals hieronder uiteengezet, geeft de historie vanaf 1970 trouwens weinig reden om te verwachten dat het overrendement nieuwe stijl in de toekomst hoog zal zijn.

## INDEXCIJFERS

In tabel 1 staan indexcijfers waarmee zowel aandelenrendementen als benodigde rendementen sinds 1970 geraamd kunnen worden.

De standaardversie van de MSCI-wereldindex van aandelen ("gross" dus inclusief dividenden) is voor de periode tot einde 1998 omgerekend naar Nederlandse gulden. Vervolgens is het verloop gebaseerd op de in euro's gepubliceerde index. Naast de standaardversie wordt de versie met volledige afdekking van het wisselkoersrisico (in "local currency") getoond.

Om het voor de nominale pensioenverplichtingen benodigde rendement te ramen is een index geconstrueerd op basis van een fictieve obligatieportefeuille. Deze bevat couponloze staatsobligaties waarvan de marktwaarde uniform verdeeld is over looptijden van 1 tot en met 30 jaar, met maandelijkse herbalancerings. De duration is dus steeds 15,5 jaar, ongeacht de marktrente. In werkelijkheid daalt de duration als de marktrente stijgt, maar dat effect wordt hier gemakshalve buiten beschouwing gelaten. Voor de jaren tot 1980 is de index berekend op basis van gemiddelde jaarstanden van de Nederlandse kapitaalmarktrente afkomstig van het CBS. Vanaf 1980 zijn maandelijkse ramingen van de rentetermijnstructuur gebruikt afkomstig van de Deutsche Bundesbank. Gebruikmaking van de kapitaalmarktrente van het CBS tot 1990 leidt overigens niet tot substantieel andere uitkomsten. Jaarstanden van de marktrentes staan in tabel 2.



Roland van Gaalen is gepensioneerd actuaaris

TABEL 1 INDICES

**EERSTE HELFT VAN 2008**

In de eerste helft van 2008 daalde de MSCI-wereldindex van aandelen met 17%, terwijl op langlopende staatsobligaties slechts 1% werd verloren. Het overrendement op aandelen was dus minus 16%. Als het wisselkoersrisico was afgedekt, zou het overrendement minus 11% zijn geweest.

**MEDIO 1998 - MEDIO 2008**

In de afgelopen tien jaar zouden aandelen volgens de index gemiddeld 1% per jaar hebben opgeleverd, veel minder dan de 6% die op langlopende staatsobligaties kon worden verdiend. Het resulterende overrendement was dus minus 5% per jaar. Dit zou door afdekking van het wisselkoersrisico kunnen worden verbeterd tot minus 3%. De inflatie was gemiddeld 2%. Het negatieve overrendement heeft ongetwijfeld veel te maken met de sluipkrach van 2000-2003 en de in 2007 begonnen kredietcrisis.

**BEGIN 1970 - MEDIO 2008**

Wellicht schokkend voor sommigen is het ongunstige resultaat van begin 1970 tot medio 2008. Het aandelenrendement van gemiddeld 8% per jaar lijkt hoog, maar het is minder dan de 9% die langlopende obligaties opleverden. Zelfs over deze periode van bijna veertig jaar was het overrendement nieuwe stijl dus negatief, namelijk minus 1% per jaar. Door het wisselkoersrisico af te dekken kon dit worden verbeterd tot plus 0,2%. De inflatie bedroeg in deze periode gemiddeld 3,4% per jaar.

**VERDERE DIVERSIFICATIE EN ACTIEF BELEGGEN**

De volatiliteit van het overrendement kan waarschijnlijk worden verkleind door het risicodragende vermogen te spreiden over niet alleen aandelen, maar ook vastgoed en alternatieve beleggingen. Wellicht zijn bovendien voordelen te behalen door actief in plaats van passief te beleggen. Deze aspecten worden hier wegens gebrek aan betrouwbare gegevens niet uitgewerkt.

**WISSELKOERSRISICO**

Maakt het uit of een bepaalde onderneming een notering in euro's heeft aan de Amsterdamse beurs dan wel in dollars aan de beurs van New York? Waarschijnlijk niet in een ideale wereld met perfecte markten, zonder transactiekosten en zonder verschillen in belastingen en wettelijk kader. Het spreekt dus niet vanzelf dat het wisselkoersrisico op aandelen steeds volledig afgedekt zou moeten worden. Hoe dan ook, met de kennis van nu is duidelijk dat afdekking van dat risico tot hogere rendementen zou hebben geleid, althans volgens de indexcijfers van MSCI.

datum	MSCI wereldindex aandelen		obligatie-index
	standaard versie	wisselkoersrisico volledig afgedekt	duration 15 jaar
1-1-1970	100	100	100
1-1-1971	98	98	114
1-1-1972	105	114	128
1-1-1973	129	141	127
1-1-1974	97	116	105
1-1-1975	65	87	134
1-1-1976	93	120	143
1-1-1977	98	138	176
1-1-1978	93	135	201
1-1-1979	95	149	187
1-1-1980	103	172	228
1-1-1981	148	216	223
1-1-1982	165	221	235
1-1-1983	197	260	319
1-1-1984	282	328	282
1-1-1985	346	367	403
1-1-1986	383	476	497
1-1-1987	432	621	567
1-1-1988	409	625	533
1-1-1989	571	793	593
1-1-1990	639	988	635
1-1-1991	472	781	526
1-1-1992	570	913	719
1-1-1993	577	907	817
1-1-1994	758	1102	989
1-1-1995	715	1099	841
1-1-1996	801	1318	1046
1-1-1997	985	1545	1158
1-1-1998	1342	1899	1418
1-7-1998	1574	2238	1594
1-1-1999	1551	2300	1768
1-1-2000	2277	2946	1572
1-1-2001	2117	2663	1808
1-1-2002	1863	2293	1920
1-1-2003	1272	1748	2186
1-1-2004	1416	2194	2292
1-1-2005	1514	2454	2652
1-1-2006	1920	2854	3068
1-1-2007	2072	3314	2985
1-1-2008	2047	3487	2853
1-7-2008	1705	3051	2814

TABEL 2 MARKTRENTRE (IN %)

jaar / datum	kapitaalmarktrente CBS	rentetermijnstructuur Bundesbank			
		5 jaar	10 jaar	15 jaar	20 jaar
1970	8,0				
1971	7,6				
1972	7,4				
1973	7,9				
1974	9,8				
1975	8,8				
1976	9,0				
1977	8,1				
1978	7,7				
1979	8,8				
1-1-1980		7,9	7,9	7,9	8,0
1-1-1981		9,0	8,9	8,9	8,9
1-1-1982		9,8	9,6	9,5	9,3
1-1-1983		7,8	7,8	7,8	7,8
1-1-1984		8,1	8,4	8,8	9,2
1-1-1985		6,9	7,3	7,5	7,5
1-1-1986		6,3	6,6	6,8	6,9
1-1-1987		5,8	6,2	6,3	6,4
1-1-1988		5,7	6,7	7,1	7,4
1-1-1989		6,2	6,7	6,9	7,1
1-1-1990		7,7	7,4	7,3	7,2
1-1-1991		9,1	9,1	9,1	9,1
1-1-1992		8,5	8,0	7,7	7,5
1-1-1993		7,0	7,0	7,1	7,1
1-1-1994		5,2	5,7	6,1	6,3
1-1-1995		7,5	7,8	7,9	8,0
1-1-1996		5,2	6,2	6,7	7,0
1-1-1997		4,9	6,0	6,5	6,8
1-1-1998		4,9	5,4	5,7	5,9
1-7-1998		4,5	4,9	5,2	5,3
1-1-1999		3,5	4,0	4,4	4,7
1-1-2000		5,0	5,4	5,6	5,9
1-1-2001		4,7	4,9	5,1	5,3
1-1-2002		4,5	5,0	5,3	5,4
1-1-2003		3,6	4,3	4,7	4,9
1-1-2004		3,6	4,4	4,7	5,0
1-1-2005		3,1	3,7	4,0	4,3
1-1-2006		3,1	3,3	3,5	3,6
1-1-2007		3,9	4,0	4,0	4,1
1-1-2008		4,2	4,4	4,6	4,7
1-7-2008		4,6	4,7	4,8	4,9

## TEN SLOTTE

Uit gegevens over de periode van 1970 tot medio 2008 kan worden opgemaakt dat het overrendement gemiddeld genomen over een periode van bijna vier decennia zeer gering en zelfs negatief kan uitvallen. Hopelijk zijn alle fondsbestuurders zich bewust van dit risico en de gevolgen van tegenvallende overrendementen: dalende dekkingsgraden, kortingen op de indexatie, extra premielasten voor de indexatie, en zelfs herstelpremie om de dekking van de nominale pensioenen in stand te houden. Wie indexering financiert uit overrendement, koopt een kat in de zak.

OVERRENDEMENTEN BIJ TWEE  
BEDRIJFSTAKPENSIOENFONDSEN

## VOORBEELD 1

Een bedrijfstakpensioenfonds rapporteert een rendement van gemiddeld 7,3% per jaar tussen begin 1993 en medio 2008. Dat is meer dan de vroegere vaste rekenrente van 4%. Begin 1993 waren de nominale pensioenverplichtingen, berekend op basis van deze rekenrente van 4%, volledig door kapitaal waren gedekt. Er is dus een marge gerealiseerd van ruim 3% per jaar, meer dan nodig was om de inflatie van gemiddeld 2% te kunnen compenseren.

Maar pas op: het benodigde rendement om gelijke tred te houden met de marktwaarde van de nominale verplichtingen was 8,3% per jaar. Het overrendement nieuwe stijl was dus minus 1% per jaar. De indexatie kon daarmee uiteraard niet gefinancierd worden. Bovendien zouden extra middelen nodig zijn geweest als het de bedoeling was om de dekkingsgraad ten opzichte van de marktwaarde van de nominale pensioenverplichtingen (begin 1993 berekend op basis van een marktrente van ongeveer 7%) op hetzelfde niveau te houden.

## VOORBEELD 2

Bij een ander bedrijfstakpensioenfonds was het gemiddelde rendement 8,9% per jaar in de periode van begin 1971 tot medio 2008. Onder aftrek van de traditionele rekenrente van 4% resulteerde een marge van bijna 5%. Dat was ruimschoots meer dan de inflatie van gemiddeld 3,4%. Helaas, het voor de marktwaarde van de nominale pensioenen benodigde rendement was toevallig ook 8,9%. Het overrendement nieuwe stijl was dus nihil. Het gerealiseerde rendement was weliswaar genoeg om de dekkingsgraad ten opzichte van de marktwaarde van de nominale pensioenen in stand te houden, uitgaande van een voorziening berekend tegen ongeveer 8% begin 1971, maar uit dit overrendement kon de indexatie natuurlijk niet worden gefinancierd.

De in de voorbeelden genoemde benodigde rendementen zijn ramingen. Gedetailleerde berekeningen op basis van jaarlijkse gegevensbestanden zouden waarschijnlijk niet leiden tot substantieel andere conclusies.