

Grijze reuzen staat water aan de lippen

Theo Kocken en Joeri Potters leggen uit waarom lange termijn rendementen geen klappen meer kunnen opvangen bij rijpe pensioenfondsen

Een grote financiële crisis is voor een jong pensioenstelsel aanzienlijk minder erg dan een kleine crisis voor een pensioenstelsel dat zich in de uitbetalingfase bevindt. In de komende jaren zal duidelijk worden dat structurele netto uitbetalingen een zeer destabiliserend effect op de pensioendynamiek hebben. Onze grijze, reusachtige pensioenspaarpotten veranderen al bij matige schokken – die over een langere periode onontkoombaar zijn – in onbestuurbare *sinking giants*.

Zowel het premiestuur als de sturing op verwacht rendement zijn botte instrumenten geworden bij zwaar weer. Tenzij we nu de noodzakelijke wijzigingen doorvoeren op het gebied van pensioenontwerp en risicomanagement.

Om dit fenomeen van sterk afnemende stuurkracht op basis van verwachte rendementen te illustreren, laten we een eenvoudig rekenmodel los op twee realistische pensioenfondsen: oud (representant van het gros van de huidige pensioenfondsen) en jong (met een structuur die meer representatief is voor de situatie in de jaren '80). De beide fondsen hebben een dekkingsgraad die op dit moment net boven de 100 schommelt. De strategische assetallocatie is zeer gestileerd. De helft van het vermogen wordt in een obligatieportefeuille belegd, de andere helft wordt toegekend aan risicovolle beleggingscategorieën, zoals aandelen, bedrijfsobligaties en vastgoed.

Het belangrijkste verschil zit in de rijpheid van de fondsen. Het eerste fonds heeft veel oudere werknemers en gepensioneerden. Dit komt tot uiting in een *duration* van de verplichtingen van ongeveer 12. Het tweede, 'jonge' fonds is aanzienlijk minder rijp en heeft verplichtingen

met een *duration* van rond de 27.

Het scenario verloopt als volgt: we veronderstellen dat het fonds de komende periode (in de figuur in 2010) geconfronteerd wordt met een tegenslag op de financiële markten, en dat de dekkingsgraad een niveau van 80% bereikt. Daarna volgen tientallen florissante jaren van alleen maar positieve rendementen. Dit is zeker geen extreem scenario. Het gaat niet om het exacte niveau van de daling, of het herstel, maar om de consequenties indien een pensioenfonds in onderdekking verzeild raakt terwijl het in de uitbetalingfase zit en niet langer in de opbouwfase.

Jong of oud: een wereld van verschil

Omdat de dekkingsgraad vanwege de crisis rond 80% ligt, moeten de beleggingen een gat van 25% (=20/80) overbruggen.

Om een vlugge inschatting van de herstelmogelijkheden van het fonds te maken, kijken we wat er gebeurt indien de zakelijke waarden na de klap een jaarlijks rendement van 3% maken boven op het rendement op de obligaties. Een scenario waarbij de risicopremie dus precies ook de realisatie is. Grafiek 1 laat zien dat het voor het jonge fonds ongeveer 20 jaar duurt voordat de dekkingsgraad weer boven de 100 is. Deze periode is misschien te lang voor een eventueel herstelplan, maar het jonge fonds kan in ieder geval de uitspraak rechtvaardigen dat het op

de lange termijn zal herstellen in geval van 'lange termijn stabiele positieve overrendementen'.

Bij het oude fonds (grafiek 2) ligt de situatie volledig anders. We zien dat dit fonds helemaal niet herstelt wanneer het eenmaal naar een dekkingsgraad van rond de 80% is gezakt. Na de initiële daling zakt de dekkingsgraad eerst geleidelijk en daarna steeds sneller weg, totdat de kas in 2035 volledig leeg is. Het verschil tussen beide fond-

IN HET KORT

- Stuurkracht pensioenfondsen neemt af
- Herstel na tegenslag bij oudefondsen bijna onmogelijk
- Stijging pensioenleeftijd biedt geen soelaas

sen wordt niet verklaard door de hevigheid van de crisis of het herstelscenario. Die is immers voor beide fondsen gelijk. Het verschil zit hem in de rijpheid van het fonds. Het tweede fonds is veel rijper en wordt daarom al veel eerder en sterker geconfronteerd met een uitstroom van geld, waardoor herstel door middel van vermogensgroei (decennia lang positieve rendementen) niet tegen de uitbetalingen aan de verplichtingenkant op kan boksen.

Ter vergelijking: het oude fonds heeft een *duration* van 12. Een groot deel van de betalingen, voor veel fondsen rond driekwart van alle momenteel opgebouwde rechten, vindt dan ook de komende twee decennia plaats. De jaarlijkse betalingen zijn vaak 3-4% van de verplichtingen. Het jonge fonds met een *duration* van 27 keert de komende jaren veelal minder dan 1% uit. Met premiebetalingen erbij (in bovenstaande analyse buiten beschouwing gelaten, omdat ze voor het oude fonds weinig toevoegen) heeft het jonge fonds vaak netto instroom en is het herstel alleen maar nog sneller.

Het oude fonds ziet haar vermogen, dat voor herstel moet zorgen, steeds kleiner worden ten opzichte van de verplichtingen in geval van onderdekking. Immers, 80% dekkingsgraad, dus 80 gedeeld door 100, wordt na 50% uitbetalen 30 gedeeld door 50 ofwel 60%. Een deterministisch proces. Daarom heeft het fonds in de komende decennia een veel hogere risicopremie nodig om te compenseren voor de uitgaande kasstromen. Het fonds heeft op portefeuilleniveau jaarlijks een overrendement op haar risicovolle beleggingen van ruim 6% boven obligaties nodig om te kunnen herstellen. Tientallen jaren op rij. Zonder enige volatiliteit. Dat is dan het meekundig rendement in een fictieve wereld zonder volatiliteit, hetgeen in een wereld met volatiliteit een rekenkundig rendement betekent van grofweg 8% boven obligaties. Zelfs de grootste beleggingsoptimist zal toegeven dat dergelijke rendementen niet realistisch zijn.

De combinatie van onderdekking en uitbetaling is dus desastreus voor de dekkingsgraad. Natuurlijk zal er na jaren van onderdekking wel actie komen in de vorm van 'de wal keert het schip'. Aangezien discussies rond dit soort complexe problemen vaak vele jaren duren voordat er een definitieve oplossing is, zal de dekkingsgraad van rijpe pensioenfondsen in onderdekking met grote waarschijnlijkheid met vele tientallen procenten wegzakken voordat er een oplossing is. Zelfs bij goede rendementen, maar zeer sterk bij matige of negatieve rendementen.

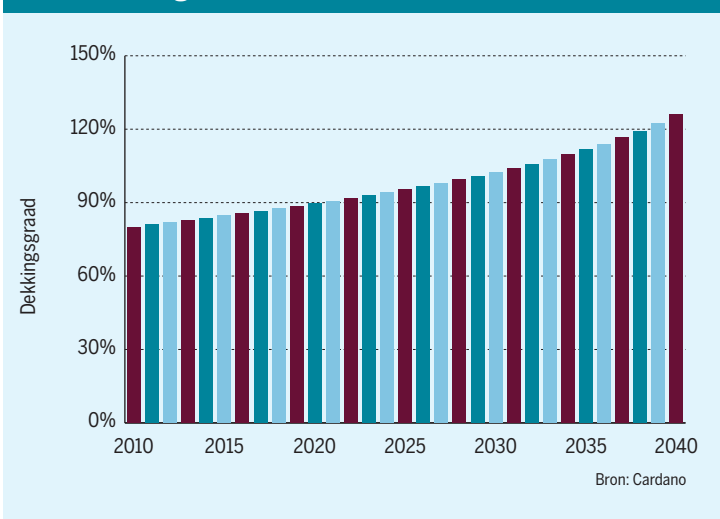
Tijd voor herontwerp

Dit gestileerde, maar voor de komende jaren zeer realistische voorbeeld van de *sinking giants* maakt twee zaken expliciet:

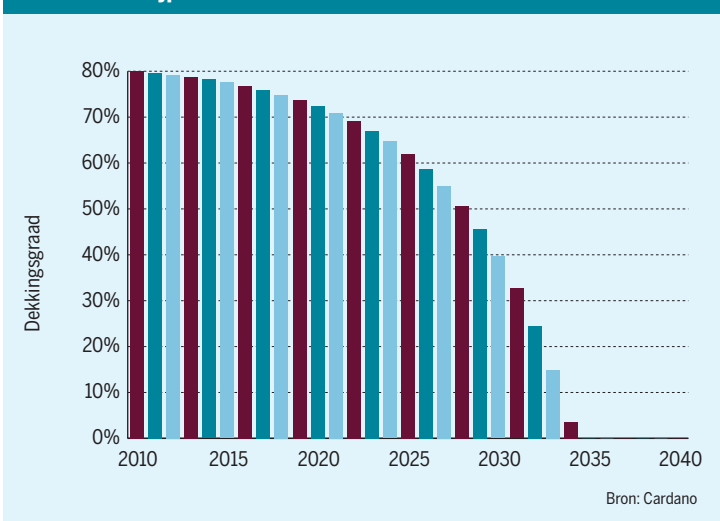
■ Het praten over pensioenfondsen als lange termijn beleggers mag sterk genuanceerd worden. Er is geen lange termijn, als we schokken op de korte termijn niet kunnen opvangen. Er resteert in de toekomst veel minder herstelcapaciteit, en onder normale rendementen

DE COMBINATIE VAN
ONDERDEKKING EN
UITBETALING IS DESASTREUS
VOOR DE DEKKINGSGRAAD

Grafiek 1: Jong fonds



Grafiek 2: Rijp fonds



betekent praten over de lange termijn een versnelde afkalving van de dekkingsgraad in plaats van herstel. Scherper risicomanagement ter voorkoming van grote neerwaartse klappen op de dekkingsgraad is aanzienlijk belangrijker dan enkele decennia geleden.

■ Het huidige ontwerp, zonder momenteel expliciete afspraken over exacte risicoverdeling, kan in zeer wel denkbare situaties leiden tot sterk gereduceerde pensioenen voor de actieve deelnemers. Er zullen duidelijkere, meer symmetrische afspraken gemaakt moeten worden om deze scheefheid tegen te gaan. Dit zal in de sfeer van mee-ademende doelpensioenen moeten liggen. De momenteel in de media veelbesproken toename van de pensioenleeftijd biedt geen enkele soelaas voor de grijze pensioenfondsen.

De vergrijzing is tergend langzaam ons pensioenstelsel binnengekropen, maar zal nu op de vlakken van risicomanagement en herontwerp snel onderkend moeten worden. Tenminste, als we het stelsel op een stabiele manier willen laten doorvaren. ■

Theo Kocken en Joeri Potters zijn werkzaam bij Cardano.