

Metten met marktwaarde, kans of bedreiging

Op 21 januari jl. organiseerde de VBA commissie Portfolio Management een drukbezochte themadag over het onderwerp ALM op marktwaarde. Gezien de grote belangstelling voor de presentaties en de actualiteit van het onderwerp heeft de redactie van het VBA Journaal besloten om de sprekers te vragen een bijdrage voor dit themanummer te schrijven. Daarin belichten zij in het verlengde van de lezingen het thema ALM op marktwaarde vanuit diverse invalshoeken.

Te oordelen aan de reacties uit de zaal, maar vooral in de wandelgangen, kijken veel pensioenfondsen nog steeds met zorg en scepsis aan tegen het Finan-

cieel Toetsingskader (FTK) dat momenteel in voorbereiding van wetgeving verkeert. Vanaf 1 januari 2006 beoogt deze de uit 1952 daterende Pensioen- en Spaarfondsenwet (PSW) en de Actuariële Principes Pensioenfondsen uit 1997 te vervangen. Er lijkt dus geen ontkomen meer aan; naast de onzekerheid die de financiële markten met zich mee brengen, krijgen fondsen ook te maken met een bewegend doel aan de passiva zijde van de balans. Dat zien veel pensioenfondsen als een bedreiging en een additioneel risico. Voor de auteurs van de artikelen in dit Journaal varieert de loslating van de 4% rekenrente echter van een vanzelfsprekendheid tot een modernisering van de balansverhoudingen.

Philip Menco¹



Kans of bedreiging, in ieder geval valt te constateren dat het oorspronkelijke evenwicht in de balans hersteld is. Tot zo'n tien jaar geleden rekenden veel fondsen immers ook aan de activa zijde met de historische kostprijs. Dat gold in het bijzonder voor beleggingen in vastrentende waarden, die toen nog het leeuwen-deel van de bezittingen vormden. Inmiddels vormt de beurswaarde, ofwel marktwaarde een algemeen geaccepteerd beginsel voor de waardering van de activa. Daartegenover staan nu nog statische passiva. Deze onevenwichtigheid heeft vooral in de tweede helft van de jaren negentig geleid tot een explosieve stijging van de beleggingsreserves en daarmee van de dekkingsgraad. Aangezien toen iedereen in de financiële wereld elkaar wijs maakte dat de bomen tot in de hemel zouden blijven groeien en de rente trendmatig daalde, werden pensioenvoorzieningen steeds generuzer terwijl tegelijkertijd premiekortingen en zelfs terugstortingen plaatsvonden. Indirect legde daarmee de vaste rekenrente een tijdbom onder de toekomst van de solide Nederlandse oudedagsvoorziening.

In de nieuwe wetgeving wordt niet alleen de vaste rekenrente losgelaten, maar krijgen pensioenfondsen ook te maken met twee expliciete eisen die een verdere uitholling van het pensioenstelsel moeten voorkomen. In de eerste plaats moet de pensioenpremie voortaan in principe kostendekkend zijn. Slechts bij substantiële reserves bestaat nog ruimte voor kortingen. Ten tweede dienen partijen duidelijk en eenduidig de voorwaardelijkheid van de indexatie vast te leggen. Alleen dan hoeft daarvoor namelijk geen extra en kostbare voorziening te worden gevormd. Enkel de ambitie om het pensioen welvaartsvast te houden, leidt niet automatisch tot additionele buffereisen.

Het FTK dwingt pensioenfondsen om bewuster om te gaan met risico's, deze te meten en te managen. Daarmee verschuift de aandacht van het rendement naar de volatiliteit van de beleggingsmix en, minstens zo belangrijk, van de relatieve vergelijking naar de absolute werkelijkheid. Niet langer kan men zich verstoppen achter andermans magere resultaten of de toevallige prestatie van de zelfgekozen index. Een ontoereikende dekkingsgraad resulteert onmiddellijk in een stijgende pensioenpremie. De wetgeving zorgt daarmee voor een meer consistente samenhang tussen het beleggingsbeleid, het premiebeleid en het indexatiebeleid. Het dwingt sociale partners tot het maken van bewuste keuzes bij de zogeheten pension deal.

Naast deze impliciete verbetering van de nieuwe ten opzichte van de bestaande wetgeving heeft het gebruik van een variabele rekenrente voor de passiefzijde nog een belangrijk voordeel bij het beursklimaat waarmee we de komende jaren wel eens te maken zouden kunnen krijgen.

Als de rente stijgt, gaat in de vaste 4% rekenrente wereld de dekkingsgraad omlaag. De verplichtingen blijven immers ongewijzigd, terwijl de vastrentende bezittingen en ook dikwijls de aandelen in beurswaarde dalen. In de nieuwe wereld daarentegen nemen de passiva eveneens af, doordat de verdiscontering van de contante waarde van de toekomstige verplichtingen plaatsvindt tegen een hogere rente. Daarbij zorgt de doorgaans lange duration van de passiva voor een extra hefboomeffect op de dekkingsgraad. Per saldo zal een slecht beursklimaat minder effect sorteren op de dekkingsgraad dan onder het huidige stelsel.

Omgekeerd gaan gunstige beleggingsomstandigheden, zoals eind jaren negentig, vergezeld van hogere eisen aan de verplichtingenkant. Dat resulteert in een geringere neiging tot afoming van de reserves door de sociale partners en de overheid.

De grootste bedreiging voor pensioenfondsen gaat in het FTK uit van een deflatoire omgeving. In een dergelijk scenario, dat de afgelopen jaren in Japan optrad en voor Europa de komende tijd niet geheel uit te sluiten valt, zullen de passiva immers tegen een lage verdisconteringsvoet contant worden gemaakt. Tegelijkertijd brengen aandelen, vastgoed en op termijn vastrentende waarden onvoldoende op om de dekkingsgraad in stand te houden. Het verschil in duration tussen de actief en de passief kant van de balans verergert deze problematiek nog.

Gezien dit asymmetrische risico zou de behoefte aan deflation linked instrumenten wel eens groter kunnen blijken dan die aan de momenteel als must beschouwde inflation linked bonds.

Noot

- 1 Philip Menco is de coördinator van dit themanummer over ALM op marktwaarde. Deze bijdrage is onder persoonlijke titel geschreven. Sinds 1 juni is Philip Menco algemeen directeur van Pensioenfonds De Eendragt. Daarvoor was hij werkzaam als onafhankelijk adviseur voor pensioenfondsen (Fortunis Investment Consultancy).