

Een kroeg in de woestijn

Moos vertelt aan Bram dat hij een café midden in de woestijn heeft geopend. Bram kijkt Moos vol ongelof aan en roept: “Maar Moos, daar komt toch nooit iemand!”. Waarop Moos antwoord: “Maar als ze komen, hebben ze een dorst.”

Deze oude Joodse mop heeft veel weg van de situatie in de pensioensector. Jarenlang hebben we ons in de zekerheid gewaand van het de betrouwbaarheidsintervallen waarmee ALM studies en modellenbouwers de toekomst voorspellen op basis van het verleden. Bij vrijwel niemand kwam de vraag aan de orde wat er buiten die veilig gewaande wereld zou kunnen gebeuren.

Terwijl de pensioensector qua omvang de totale Nederlandse economie verre overtreft, heerst gebrek aan deskundigheid bij besturen, hun adviseurs, de toezichhouders en politici. Bovendien leven allen in een relatieve wereld van alfa en tracking error, de belangrijkste uitvinding die vermogensbeheerders ooit hebben gedaan om hun eigen inkomsten zeker te stellen, ongeacht de feitelijke prestaties ten behoeve van hun klanten. Zolang de index of de peer group wordt verslagen, de toezichthouder en de minister zelf maar geen risico lopen en de deelnemers zich niet realiseren welke enorm belangrijke inkomensbron zij veronachtzamen, hoeft niemand zich zorgen te maken.

Philip Menco,
schrijft dit artikel
onder persoonlijke
titel als afscheid
na 15 jaar van de
redactie van het
VBA Journaal.



Helaas, in de financiële wereld doen zich elke paar jaar gebeurtenissen voor die statistisch gezien slechts eens sinds het ontstaan van het universum kunnen optreden. Ook 2008 vormt daarvan een voorbeeld.

Ofschoon de financiële markten de laatste maanden weer herstellen en het aantal pensioenfondsen met een onderdekking gestaag afneemt, moet de sector niet in de leunstoel terugkeren, maar lering trekken uit de gemaakte fouten. Een volgende crisis – en het valt niet uit te sluiten dat die zich op korte termijn voordoet, zoals Japan laat zien – zou het prachtige Nederlandse pensioenstelsel anders voorgoed om zeep kunnen helpen.

Short term we are all dead

Bij pensioenen gaat het typisch om de lange termijn. Dat maakt het leggen van de verantwoordelijkheid bij particulieren, in een beschikbare premiereregeling, feitelijk ook ongewenst. De menselijke psyche heeft nu eenmaal voorkeur voor de korte termijn. Geef iemand de keuze tussen 1 euro nu of 2 euro over een jaar en het gros van de mensen kiest voor de eerste optie.

Wie echter de korte termijn totaal negeert, gedraagt zich als de reiziger die van de noord naar de zuidkant van Grand Canyon moet. Beide zijden liggen op het zelfde niveau een paar kilometer uiteen, maar de oversteek vereisen wel een omweg van honderden kilometers of het overbruggen van een hoogteverschil van 2000 meter. Wie in pensioenland de korte termijn veronachtzaamt, zal de verre horizon nooit bereiken.

Pensioenuitvoerders dienen zich dus te richten op de lange termijn, maar er tevens voor te zorgen dat ze de korte termijn zonder grote kleerscheuren overleven. Daarbij blijkt in de praktijk het risico niet symmetrisch. Zit een fonds eenmaal in onderdekking, dan noopt dat tot een meer risico-avers beleid, waardoor het herstel steeds afhankelijker wordt van een rentestijging. Dat geldt nog sterker voor fondsen die zonder resterende reserves al dan niet gedwongen overgaan tot het geheel of grotendeels afdekken van de voorzieningen pensioenverplichtingen (VPV).

Omgekeerd neigen fondsen er toe om in tijden van grote overschotten deze ten goede te laten komen aan premiereductie of –teruggave, verbeteringen in de regeling of andere afomingen. 2008 heeft geleerd hoe snel het tij kan keren.

Het is verbazingwekkend hoe weinig pensioenuitvoerders in de relatief comfortabele situatie van eind 2007 een beleid kenden dat de dekkingsgraad onder alle omstandigheden beschermt tegen een situatie van onderdekking. Pensioenfondsbesturen en ondernemers zijn net mensen: ze geven de voorkeur aan het korte termijn gewin van een lagere premie en hogere winst boven het zekerstellen van het nominale of liever nog het reële pensioen op lange termijn. Maar als het tij keert, gebeurt dat meestal op een conjunctureel ongelukkig moment en kost het bovendien onvoorstelbaar veel geld om de schade te herstellen. In één jaar moet dikwijls meer worden bijgepast dan het gerealiseerde voordeel over de voorgaande tien. Helaas wordt in zo'n geval al snel de strop (deels) afgewenteld op de deelnemer. Diens macht en inzicht is immers beperkt. En blijkt het tegendeel, dan heeft de hele sector, inclusief de goedbedoelende wetgever en toezichhouders, er voor gezorgd dat de kennis ontbreekt. Of denkt echt iemand dat de indexatiematrix en het toeslaglabel voor een normaal mens te doorgronden valt?

De les van het verloren decennium

De crisis leert ons dat zekerheid schijn is, korte termijn gewin leidt tot ongewenst hoge kosten op het verkeerde moment en de wetgever en toezichhouders zich moeten beheersen in plaats van in paniek de schade onherstelbaar te maken.

Modellen werken met een kansverdeling. Binnen een waarschijnlijkheidsinterval bieden die de fictieve zekerheid dat een bepaalde gebeurtenis zich al dan niet zal voordoen. Maar modellen vormen een benadering van de werkelijkheid. In de echte wereld heerst onzekerheid. Daar kan zich altijd en onverwacht iets voordoen dat van te voren niet te voorspellen valt. Wie daarover alles wil lezen, diene zich onverwijld te storten op 400 pagina's van een van de meest overgewaardeerde boeken van de afgelopen eeuw en *The Black Swan* van Nassim Taleb van begin toe eind door te worstelen.

Waar zekerheid ontbreekt, nemen verantwoordelijke mensen maatregelen om de schade onder alle omstandigheden te beperken tot een aanvaardbaar niveau. En in feite kunnen pensioenuitvoerders dat betrekkelijk eenvoudig realiseren. Het nFTK en later de Pensioenwet faciliteren met het marktrente denken het te allen tijde kunnen nakomen van de verplichtingen op korte en lange termijn. Dat valt te

bereiken door een nauwkeurige berekening te maken van de verplichtingen en de beleggingen daar volledig op af te stemmen. Pensioenfondsen kunnen in principe de hele rentegevoeligheid van de VPV afdekken met renteswaps. Aangezien het hier om investeringsloze derivaten gaat, blijft zelfs geld over voor het nemen van hopelijk beloofd risico.

Helaas heeft de wetgever de ruimte geboden om de keuze te maken om de verplichtingen niet af te dekken, een fatale blunder. De Pensioenwet had de hele sector moeten verplichten om bij een dekkinggraad boven de 140% de nominale en boven de pakweg 170% de reële renterisico's volledig dicht te zetten. Misschien kost het de sponsors, waaronder niet in de minste plaats de belastingbetaler, wat meer geld op korte termijn. Maar het veiligstellen van het Nederlandse pensioenfondsstelsel mag niet worden overgelaten aan partijen die vooral aan hun eigen korte termijn belangen denken. Laten we in elk geval er nu voor zorgen, dat het lekke dak straks onder handen wordt genomen als de zon weer schijnt.

Pensioenuitvoerders met een overdekking zouden hun beleggingen kunnen splitsen in een gedeelte ter afdekking van de verplichtingen en een vrij belegbaar deel. Alleen met dat laatste mag men risico's nemen, feitelijk dus de onzekerheid opzoeken in de hoop en verwachting daarvoor een gepaste beloning te ontvangen.

De hausse van de jaren negentig heeft bij velen de verwachting doen postvatten dat hoge rendementen tot de normale verworven rechten behoren. Tien, vijftien procent per jaar leek heel gewoon. Helaas geven de economische en winstvooruitzichten daar de komende jaren de ruimte niet voor. Vastrentende waarden bieden bij de huidige rente en weer ingekomen spreads weinig perspectief. Het recente koersherstel op de aandelenmarkten heeft voor veel opluchting gezorgd, maar neemt tegelijkertijd realistisch gesproken de mogelijkheid weg van een hoge gemiddelde opbrengst op deze categorie in de komende jaren. Misschien dat grondstoffen kansrijk blijven. De volatiliteit en hoge mate van onzekerheid maken dit alternatief echter ongeschikt voor omvangrijke posities. Beursgenoteerd vastgoed verdisconteert inmiddels een herstel van de onderliggende prijzen dat nog zeer af te wachten valt, terwijl niet-genoteerd vastgoed, net als private equity voorlopig nog eerder negatieve dan positieve rendementen zal laten zien. Ofschoon zich altijd mogelijkhe-

den voordoen, zullen beleggers de komende jaren het waarschijnlijk gemiddeld moeten doen met een matige opbrengst en een hogere volatiliteit dan in de voorbije gouden tijd.

Dat extraatje, klein of groot dient er toe om de dekkinggraad verder te verhogen tot het niveau waarop de nominale of de reële verplichtingen geheel kunnen worden afgedekt en pas daarna om de kosten te verlagen of de regeling op te leuken. Voorlopig blijft het helaas bij veel fondsen, overigens evenals bij nogal wat consumenten, moeizaam sparen en, in tegendeel tot die andere groep, hopen dat de rente flink stijgt gaat zonder dat dit komt door een oplopende inflatie.

Het risico van inflatie

Inflatie behoort tot de grote onzekerheden voor de langere termijn. Het is een regelrechte bedreiging voor de pensioensector en vooral voor de toekomstige koopkracht van de deelnemers.

De eerstkomende jaren lijkt het risico op inflatie beperkt (zie ook artikel elders in dit Journaal). De overcapaciteit (output gap) en de benodigde recuperatie van het bankwezen zullen waarschijnlijk voor geringe prijsstijgingen of zelfs deflatie kunnen zorgen. Maar aan de horizon doemen zwarte wolken op. Centrale banken zullen tijdig de overvloedige liquiditeiten, die de afgelopen maanden in het systeem vloeiden, moeten afromen. Stimuleren gaat politiek veel makkelijker dan verkrappen. Je zal als ECB of FED maar een volgende recessie op je geweten krijgen. Blijkt die moed echter wel aanwezig, dan heeft het veel meer effect om aan een touwtje te trekken (verkrappen) dan er tegen te duwen (accommoderen). Desalniettemin gaat van de beschikbare overvloed aan goedkoop geld een behoorlijke bedreiging uit voor de prijsstabiliteit bij een herstelde conjunctuur. Mogelijk dat, net als in de jaren negentig, het overschot neerslaat op de financiële in plaats van de reële markten.

Het gevaar dat inflatie uit heel andere hoek komt, is dan ook aanzienlijk. In Japan, Europa en China vergrijst de beroepsbevolking in hoog tempo. Dat leidt tot schaarste aan arbeidskrachten en extra vraag naar dure diensten als gezondheidszorg en persoonlijke verzorging. Ondanks de crisis beschikt de aanstormende grijze golf over meer koopkracht dan ooit tevoren. In veel landen is dit bevolkingssegment bovendien gewend geraakt aan een bevoorrechte positie. Zorg behoort tot de vanzelfsprekende ver-

worvenheden. Minder aanbod en meer vraag moeten onvermijdelijk resulteren in oplopende prijzen.

Daarnaast gaan de ontwikkelingen in bevolkingsrijke landen als China en India snel. Urbanisatie, motorisering, een toenemend gebruik van elektrische apparaten en een snel stijgende vraag naar grondstoffen zetten opwaartse druk onder de steeds schaarsere beschikbare middelen. Zeker indien massale investeringen in vervangbare energie uitblijven, zullen de grondstoffen en energiedragers de komende jaren een steeds groter deel van het besteedbaar inkomen vergen. Of dat gepaard gaat met deflatoire besparingen op andere uitgaven, valt nog af te wachten.

Het afdekken van inflatie door pensioenuitvoerders blijkt veel minder eenvoudig te realiseren dan die van het nominale renterisico. Dat geldt in het bijzonder voor Nederland door de omvang van de sector en het ontbreken van specifieke indexeringen. Europese substituten of belangen in vastgoed en infrastructurele werken met een inflatiegerelateerd rendement bieden maar zeer beperkt bescherming en brengen zelf ook weer risico's mee. Voor zover al voldoende producten daartoe beschikbaar zijn, valt over het algemeen slechts 20 tot 30% van het totale risico af te dekken.

Toezichthouders let op uw zaak

DNB en AFM doen zonder twijfel hun best om het toezicht op de pensioensector zo goed mogelijk in te vullen. Edoch, zodra de nood aan de man komt, vertonen beide organisaties de neiging zich terug te trekken in het veilige huisje en een tergende traagheid aan de dag te leggen. Ofschoon begrijpelijk uit het oogpunt van eigen risicobeheersing ondervindt de sector veel onnodige schade van een op cruciale momenten zich star achter de wet verschuilende toezichthouder, die bovendien een onevenredig tijdsbeslag legt op het management en de staf van pensioenuitvoerders met het onophoudelijk opvragen van allerlei informatie en berekeningen. In plaats van zich te kunnen concentreren op noodzakelijke maatregelen om verdere op korte en lange termijn problemen te voorkomen, moet de sector onnodig veel tijd en energie stoppen in het beantwoorden van allerlei self assessments, nutteloos ogende rapportages (de dekkingsgraad op wekelijkse basis bijvoorbeeld) en stress tests met situaties die zich in het verleden hebben voorgedaan, maar zich waarschijnlijk niet zullen herhalen. In het algemeen gaan dit soort tes-

ten gebukt onder dat manco, want de volgende gelegenheid lijkt zelden op de gesimuleerde situaties.

Toezichthouders zouden er goed aan doen om in geval van calamiteiten juist ruimte te geven aan de pensioensector om de problemen op creatieve wijze te lijf te gaan. Ook de snelheid van beslissen moet drastisch omhoog. Maanden wachten op toestemming zorgt niet alleen voor langdurige onzekerheid, maar leidt dikwijls tot volstrekt onnodig blijvende schade. Als de situatie weer enigszins is genormaliseerd, blijft er voldoende ruimte en tijd om de sector weer op één lijn te krijgen en de noodverbandjes te vervangen met meer permanente oplossingen. Daarbij kunnen partijen van te voren afspraken maken over de tijdelijkheid van te nemen noodmaatregelen.

Functioneert de swap markt niet meer, geef dan ruimte om op andere wijze de verplichtingen af te dekken en doe dat snel. Hou niet vast aan de oplossingen die eergisteren misschien goed leken, maar durf onconventionele maatregelen toe te staan om erger te voorkomen.

Verder is het kennisniveau op pensioen-, maar vooral op beleggingsgebied bij DNB voor verbetering vatbaar. Niet alleen ontbreekt het nu aan mogelijkheden en deskundigheid om vroegtijdig mogelijke nieuwe crisissituaties te onderkennen, ook missen de toezichthouders de expertise om in geval van nood snel de juiste beslissingen te nemen. Het kenniscentrum van DNB is een stap in de goede richting. Als de toezichthouder nu ook nog eens de moed heeft om de bij de sector breed aanwezige kennis te vergaren, en niet alleen bij een select gezelschap megafondsen met hun dinosaurusachtige kenmerken, kan dat de komende jaren voor een totaal andere houding zorgen in stressvolle perioden.

Daarnaast moet met name de AFM een stabielere koers varen. Het komt nog te vaak voor dat verschillende monden van de zelfde afdeling daar een eigen mening als het beleid uitdragen. Ook heeft de AFM de afgelopen maanden zich te veel laten leiden door de korte termijn marktomstandigheden in beslissingen over bijvoorbeeld de zorgplicht. Dat resulteert niet alleen in onduidelijkheid voor de fondsen en hun deelnemers, maar ook in het voortdurend en zeer ongewenst moeten bijstellen van de communicatie door de pensioensector. De heer Hoogenvorst mag dan in juli 2009 verkondigen dat de crisis uitstekend

te voorzien was, zijn eigen medewerkers hebben dat zeker niet en worstelen nog dagelijks met het bepalen van het beleid dat past bij de huidige marktomstandigheden.

Ook de AFM heeft sterk de neiging om zich te pas en vooral te onpas achter de wet te verschuilen. Daarnaast zien we bij deze organisatie een onbedwingbare lust om haar eigen bestaansrecht (onnodig) te onderstrepen met het afdwingen van het op de letter naleven van regels en wetteksten. De vermaning aan de verzekeringssector dat de UPO's 2007 te laat werden verstuurd (soms een paar dagen na de deadline in december 2008), is daarvan een voorbeeld. Op een moment dat een schip water maakt, moet je niet gaan zeuren over slecht gepoetste koperwerk.

Tenslotte geeft de AFM veel te weinig duidelijkheid over wat op bepaalde gebieden, de zorgplicht maar weer eens als voorbeeld, precies mag en niet mag. Een organisatie die zo gespitst is op communicatie, dient zelf het goede voorbeeld te geven.

Wie het grote niet eert...

Lang leek de pensioensector te geloven in het nut van concentratie. Grote partijen betoogden dat hun bundeling van kennis en ervaring veel waarde konden toevoegen, terwijl kleinere organisaties feitelijk nauwelijks bestaansrecht meer hadden. Ook DNB, zij het niet openlijk, stuurt aan op verdere concentratie van de sector. Dat maakt het leven van de toezichthouder ook eenvoudiger, simpel omdat op minder partijen gelet hoeft te worden. En inderdaad de opeenstapeling van toezichteisen, steeds maar wijzigende regels en communicatieverplichtingen vormen een loden last voor de sector en de kleine spelers in het bijzonder.

De recente crisis laat echter zien dat onaantastbaar gewaande giganten ook grote nadelen kennen. Gedeelde smart mag halve smart heten, dat miljoenen deelnemers te lijden hebben onder de concentratietendens in de sector strekt niet tot veel troost. Natuurlijk hebben ook veel kleine fondsen afgelopen jaar slecht gepresteerd, maar het valt wel op dat de grootste partijen de slechtste resultaten boekten. APG, Zorg en Welzijn en de groot- en kleinmetaal, om de belangrijkste te noemen, hebben alle dramatische verliezen laten zien en hun afdekking van de verplichtingen niet op orde. Alle mooie verhalen over de lange termijn ten spijt en het geluk van een (voorlopig) herstel van de aandelenmarkten aan hun zijde, toont de opgelopen averij aan dat de concentratie

van het Nederlandse pensioenstelsel bij een beperkt aantal spelers grote risico's voor de continuïteit daarvan meebrengt. Het ontbreekt bij deze organisaties aan wendbaarheid en mogelijkheden om snel en flexibel in te spelen op wijzigende marktomstandigheden. Bovendien gaan deze fondsen gebukt onder een hoog politiek bestuursgehalte, wat niet altijd resulteert in de optimale belangenbehartiging van de deelnemers. Andere prioriteiten, variërend van acquisitiedrift tot maatschappelijke stokpaardjes, staan dat veelal in de weg.

Net als in het bedrijfsleven geldt ook voor de pensioensector dat de werkelijke vernieuwingen van kleinere spelers komen, want juist die hebben veelal niet alleen de moed, maar ook de flexibiliteit, de ruimte van besturen en de aansturingmogelijkheden om creatieve oplossingen te bedenken en te implementeren. Het verdient dus sterk aanbeveling om naast de mastodonten ruimte te laten aan een innovatieve middengroep.

Geest en letter

Ten slotte kan ook de politiek en het Ministerie van Sociale Zaken hun lessen trekken uit de crisis. In de afgelopen jaren zijn er veel besluiten genomen die getuigen van onvoldoende diepgaande kennis van de sector en te veel politiek hobbyisme. Bij de invoering van de Pensioenwet, waar terecht jaren over is gediscussieerd, moest de Kamer er op het laatste moment nog even 100 amendementen doorheen jagen, waarvan vele slecht doordacht en nauwelijks met het veld besproken bleken. De indexatiematrix, het toeslaglabel, het pensioenregister, de zorgplicht, afschaffing van de VUT, verhoging van de AOW-gerechtigde leeftijd naar 67 jaar, alle vormen voorbeelden van politieke beslissingen, waarvan de gevolgen voor de sector onvoldoende werden voorzien. Die bestaan soms uit grote kosten om de administratie aan te passen, maar vaak ook uit een onmogelijke eisen die uitmondten in halfbakken resultaten of onbegrijpelijke communicatie. Of had de politiek echt de bedoeling dat een nieuwe deelnemer een startbrief van 35 pagina's zou ontvangen? Die wordt vast en zeker door elke lezer op B1 niveau van kaft tot kaft gespeld.

Tot overmaat van ramp blijken Minister en Kamerleden doof voor ideeën en suggesties uit de sector. Naar de allergrootste wordt nog wel geluisterd, al was het maar omdat daar de politieke vriendjes zitten. Maar wie niet tot de Haagse inteelt behoort,

praat tegen dovemansoren. Gezien de omvang van de pensioensector binnen de Nederlandse economie verdient deze een betere behandeling, meer deskundigheid en vooral meer ruimte. 11 september 2001 luidde het begin in van een nieuw tijdperk, dat van achterdocht en controledrift. De letter van de wet wint het tot worgens toe steeds meer van de geest. Ook in pensioenland treedt dat fenomeen pregnanter op de voorgrond. En de crisis versterkt de paranoia bij wetgever en toezichthouder alleen maar meer.

Conclusie

Nederland staat er, ondanks de crisis, met zijn pensioenstelsel veel beter voor dan vrijwel alle andere Europese landen die vooral een omslagstelsel kennen. Als de vergrijzing straks haar tol eist, dreigen de begrotingstekorten elders onbeheersbaar te worden. Ondanks alle verliezen beschikt het Nederlandse pensioensysteem nog steeds over omvangrijke reserves.

Laten we gezamenlijk proberen die niet te verspelen met tekortschietend beleid. Het wordt hoog tijd voor een nieuw elan, voor durf en politieke moed, voor ruimte aan creativiteit en voor toezichthouders die dat stimuleren in plaats van te verstikken.

Naschrift

Na 15 jaar neem ik met dit artikel afscheid als redacteur van het VBA Journaal. In die tijd is het karakter van deze publicatie veranderd van een wetenschappelijk getint vakblad naar een uitgave die beoogt om vlak bij de interesses van de praktiserend beleggingsdeskundige te staan. Daar heb ik altijd voor geijverd, want schrijven doe je voor de lezer. Hopelijk heeft het Journaal u een zinvolle bijdrage geboden in de overvloed aan informatie die dagelijks op ons allen afkomt.