

# De kooi is opengezet

**Kent u ze nog, de pleidooien tegen de ‘beleggingsspagaat’? Theo Kocken en Jan Tamerus schreven er tien jaar terug talloze opiniestukken over. De consensus: weg met de ‘dubbele doelstelling’ van een reële ambitie in een nominaal pensioen kader. Dit geluid was opnieuw te horen op de deskundigenbijeenkomsten in de Eerste Kamer over de nieuwe pensioenwet. Verschillende experts hekelden de nominale sturing in het nieuwe stelsel.**

Ik ga u een radicaal ander geluid laten horen. Mijn stelling: de nieuwe pensioenwet bevat geen enkele belemmering om reëel te sturen en reëel te beleggen. Jawel, u hoort het goed. U kunt al uw nominale staatsobligaties en swaps bij de transitie van de hand doen en vervangen door inflatiegerelateerde. De nominale rente wordt voor uw deelnemers irrelevant.

Hoe dat zo? Ik neem u even mee in de ‘krochten’ van de nieuwe pensioenwet. De solidaire regeling kan worden ingericht met een fysieke beschermingsportefeuille. Dat maakt een reëel beschermingsrendement mogelijk, gebaseerd op behaalde rendementen op inflatiegerelateerde obligaties en inflatieswaps. Uiteraard kunt u blijven beleggen in zakelijke waarden om voldoende risicopremie binnen te halen. Ook de flexibele regeling geeft alle vrijheid.

Laten we vervolgens kijken naar reëel ‘sturen’. Pensioenuitkeringen kunnen straks worden vastgesteld met een reëel in plaats van een nominaal projectierendement. Dit kan met de inflatieafslag, die kan worden gebaseerd op de break-even-curve uit de markt. Kortom, de wetgever legt u geen strobreed in de weg.

Toch lijken veel pensioenfondsen nominaal te gaan sturen. Met een nominaal beschermingsrendement en een nominaal

projectierendement. De inflatiebescherming moet dan komen vanuit zakelijke waarden. Dat lijkt me prima voor werken-de deelnemers met een lange beleggingshorizon en menselijk kapitaal. Maar gepensioneerden zijn kwetsbaar. Zelfs in een laag inflatoire omgeving zijn er zorgen of zij überhaupt de verwachte inflatie kunnen bijbenen. En als de inflatie onverwacht piekt, dan is er geen enkele bescherming. Denk aan stagflatie, waarin zakelijke waarden geen soelaas bieden op de korte termijn.

Hoe kunnen we dit rijmen met de pleidooien van de afgelopen vijftien jaar tegen de nominale ‘dwangbuis’ van het FTK? De pensioensector lijkt op een gekooide vogel, die altijd wil vluchten, maar toch niet uitvliegt als de kooi wordt opengezet, omdat die omgeving onbekend is.

Ik vertel dit verhaal vaak op conferenties. Daardoor heb ik inmiddels een lange lijst verzameld met twintig ‘hobbels’ om reëel te gaan sturen. De tien grootste pensioenfondsen zeggen dat de inflatiemarkt voor hen te klein is. Dat argument onderschrijf ik. Maar de meeste pensioenfondsen zijn klein of middelgroot. Voor hen is de inflatiemarkt zeker groot genoeg. Een andere tegenwerping is dat deelnemers nu eenmaal ‘nominaal’ denken. Begrijpelijk, maar vergeet niet dat nominale verlies-aversie een bias is.

De meest prangende ‘hobbel’ is dat een reëel pensioen op een lager niveau start. Invaren met een dekkingsgraad van 110% of 120% leidt dan tot een pensioenverlaging. Reëel sturen is dus alleen interessant bij dekkingsgraden van pakweg 130% of hoger. Veel fondsen zitten daar niet.

Als dit het argument is dat u weerhoudt, dan begrijp ik u. Maar vergeet dan niet dat de kooi is opengezet. U kunt alsnog uitvliegen als de dekkingsgraad in de komende maanden stijgt naar niveaus boven de 130%. ■



Door

**Dr. Roel Mehlkopf**, pensioenfondsadviser bij Cardano en postdoctoraal onderzoeker bij Tilburg University. Hij geeft op 2 november 2023 een presentatie over reëel sturen op het ALM-congres van CFA Society Netherlands.