

Pensioenfondsen willen wel drinken, maar niet betalen



JOHAN SCHABERG

Dit wordt een saai stuk. Het gaat over pensioenen, en dat vindt bijna niemand interessant. Weliswaar vormen de pensioenfondsen in Nederland samen een spaarpot van 700 miljard euro, dat is 42.000 euro voor elke man, vrouw en kind, maar niemand voelt zich daar eigenaar van. Voor een pensioenfondsdeelnemer is het alsof hij is aangesloten op een groot vat. Daar gaat tot zijn 65ste geld in, dat er daarna als een druppelinfuus weer uit komt. De uitkomst vindt hij belangrijk; de inhoud van het vat blijft voor hem een abstractie.

Met veel van die vaten gaat het niet goed. Er zijn problemen, die onder andere komen door de lage kapitaalmarktrente en de tussentijdse koersstijgingen van beleggingen die daar het gevolg van zijn. Die zijn de laatste jaren aanzienlijk geweest, en veel pensioenfondsen hebben zich daardoor in een comfortabele roes laten sussen. Een roes waar ze nu met schrik uit wakker worden.

Neem een hypothetisch fonds als voorbeeld, met een willekeurig aantal deelnemers, één bijdrage van de werkgever en een vermogen van 1 miljoen euro dat volledig is belegd in een 30-jarige staatslening die in 1993 werd uitgegeven tegen de toenmalige marktrente van 7,5 procent.

Nu is de rente sinds 1993 sterk gedaald, begin 2006 bijvoorbeeld tot 4 procent. Dat maakte deze staatslening, met toen nog een jarenlange sappige 7,5 procent couponrente in het verschiet, een uiterst begeerd en waardevol object. Zo waardevol dat de koers toen op ruim 150 procent stond.

De accountant stelde vast dat het pensioenfonds een half miljoen koerswinst aan zijn reserves kon toevoegen, waarop de werkgever concludeerde dat 'zijn' fonds bezig was vanzelf rijk te worden. Dat vonden de fondsbestuurders eigenlijk ook, en samen kwamen ze bij een goed diner overeen dat de werkgeversbijdrage aan het fonds wel kon vervallen. Misschien kon er zelfs wel wat geld teruggestort worden....

Boekhoudkundig klopte het, maar de toegenomen rijkdom van het fonds voegde niets toe aan het pensioenvat van de deelnemers. De 75.000 euro rente per jaar werd niet hoger of lager. Maar wie een 7,5 procentslening van een miljoen op 1,5 miljoen waardeert, maakt er impliciet een 4 procentbelegging van. De tussentijdse opwaardering moet later weer worden afgeschreven; aan het einde van de looptijd wordt er immers gewoon 1 miljoen afgelost, niet anderhalf. Dat gaat ten koste van het rendement. De winst die tussentijds is genomen, moet in de resterende jaren weer worden ingeleverd.

Een pensioenfonds heeft niets aan waardeinstijgingen die worden gestuwd door dalende kapitaalmarktrentes; het enige dat telt is de hoeveelheid geld die het vat in stroomt om de uitstroom te voeden. Goede sier met beleggingsresultaten, ook wanneer de accountant het goedvindt, leidt altijd tot overeenkomstige rendementsdruk later. Wat eerst is opgerekt, moet dan weer krimpen. Tussentijdse winst is geleend, of gestolen, van de toekomst.

„Maar als de lening wordt verkocht, en de opbrengst geherinvesteerd in bijvoorbeeld kantoorpanden, dan is er toch wel een echte winst”, luidt een mogelijke tegenwerping. Het maakt niets uit. Ook de waarde van kantoren, en alle andere mogelijke beleggingscategorieën, wordt grotendeels bepaald door de kapitaalmarktrente. Als de heren Bernanke en Trichet de rente verlagen, stuwt dat alle beleggingswaarden omhoog – beurzen, grondstoffen, vastgoed. Dat was de bedoeling ook. Het gaat allemaal om toekomstige geldstromen, en wat die waard zijn in relatie tot de actuele kapitaalmarktrente.

Naast de opbrengst en de waardering van zijn beleggingen heeft een pensioenfonds ook te maken met verplichtingen aan de deelnemers. Dat zijn toekomstige schulden. Tegen welke waarde moeten die worden opgevoerd? Ook dat hangt af van de rentestand, want op welk rendement mag je als fonds rekenen in de jaren dat je bezig bent het vat te vullen?

Als je van bijvoorbeeld 7,5 procent mag uitgaan, heb je niet zo'n groot beginsaldo nodig om naar een vastgesteld eindbedrag te groeien. Bij 4 procent heb je al meer nodig, en bij 2,5 procent is de aangroei helemaal mager. Dan moet je nu een groter bedrag als huidige verplichting noteren om straks het toegezegde pensioen te kunnen betalen. Dat is een verliespost die ten laste van je reserves gaat, en dat vinden de pensioenfondsen niet leuk.

Jarenlang gold een wettelijk vastgestelde rekenrente van 4 procent. Als je dat als rendement haalde, zat je goed, en de marktrente was zo hoog dat zelfs een blind paard dat kon. 4 procent was een conservatief uitgangspunt.

Maar met een marktrente van 2,5 procent is 4 procent rendement ineens erg optimistisch. „Als we met zulke lage marktrentes moeten rekenen, betekent dat een extra deuk in onze vermogensposities”, klagen de verzamelde pensioenfondsbestuurders van het land. „Dat is slecht voor het vertrouwen, en bovendien betekenen wisselende rentes dat we elk jaar onze verplichtingen zouden moeten bijstellen. Dat levert veel te veel wisselvalligheid op.” Zij willen graag blijven vasthouden aan de oude 4 procent.

Dat is een houding van 'na ons de zondvloed'; het is ook onoprecht. Immers, van de wisselvalligheid die zij aan de verplichtingenkant willen vermijden, hebben zij jaren aan de beleggingskant geprofiteerd. Dankzij de rentedaling hebben zij beleggingswinsten geïncasseerd, terwijl zij de ogen willen sluiten voor de zwaardere verplichtingen die dezelfde rentedaling met zich meebrengt. Zo zijn de pensioenfondsbestuurders als café-gasten die wel willen drinken, maar geen rekening betalen.

De rente kan niet eeuwig zo laag blijven als nu, zeggen zij, dus laten we niet morrelen aan de 4 procent. Benieuwd wat ze gaan zeggen als de rente echt begint te stijgen. Ze hebben gelijk, als ze vasthouden aan de 4 procent, gebeurt er boekhoudkundig niets met de waarde van de verplichtingen van de pensioenfondsen.

Maar er stromen wel liters rode inkt uit de beleggingsportefeuilles. Al die leningen en bezittingen waarvan de waarde met de dalende rente omhoog spoot, moeten dan weer omlaag. Leningen die nu 150 procent noteren, moeten dan weer naar 100 of lager. Dat wordt dan wel betalen, niet drinken.