

| | | | |
|-----------|---|------------|---------------|
| Aan | Eerste Kamer der Staten-Generaal | Nummer | PA/2014/11-03 |
| C.c. | | Datum | 14 nov 2014 |
| Van | Peter Borgdorff / PFZW | Telefoonnr | 030-277 9959 |
| Onderwerp | Inbreng financieel toetsingskader (FTK) | | |

Op 18 november organiseert de Eerste Kamer op initiatief van Senator Elzinga (SP) een deskundigenbijeenkomst over de Wet aanpassing financieel toetsingskader (FTK). Graag informeren wij u over de effecten van dit wetsvoorstel op ons fonds en onze deelnemers.

Ambitie tot indexeren is leidend voor PFZW

De ambitie van Pensioenfonds Zorg en Welzijn (PFZW) is een pensioen dat zijn koopkracht behoudt. Dit betekent dat ons fonds een indexatie-ambitie nastreeft. Een goed pensioen is een geïndexeerd pensioen. Echter, door dit nieuwe nominale toetsingskader wordt dát nagenoeg onmogelijk. Een goede reserve opbouwen is uiteraard belangrijk, maar de balans raakt zoek; een loongerelateerd, koopkrachtbestendig pensioen laat zich niet rijmen met absolute zekerheid. Dergelijke zekerheid is onbetaalbaar. Buffers zijn er om slechte tijden te kunnen doorstaan, niet om juist in slechte tijden opgebouwd te worden. Als gevolg hiervan kan PFZW, evenals vele andere pensioenfonds, de pensioenen de komende jaren niet (volledig) aanpassen aan de inflatie.

Graag lichten wij een drietal aandachtspunten nog nader toe:

- (1) de stapeling van zekerheden en prudentie;
- (2) de wisselwerking tussen rente en beleggingsbeleid; en
- (3) de ultimate forward rate (UFR).

(1) Stapeling van zekerheden en prudentie

Het nieuwe FTK bevat een stapeling van zekerheden en prudentie. Daardoor raakt indexatie van pensioenen verder uit beeld. Elementen, waardoor extra prudentie wordt toegevoegd aan het toetsingskader, zijn:

- Het vereist eigen vermogen (VEV) gaat omhoog. Of ander gezegd, de buffers moeten omhoog; het VEV stijgt aanzienlijk, met zo'n 4 tot 8 procentpunt, afhankelijk van het fonds; voor PFZW: vereiste stijging van VEV met 6 procentpunt.
- Pensioenfonds moeten binnen 10 jaar op het vereist eigen vermogen zitten (was 15 jaar), anders moet het fonds rechten en aanspraken korten.
- Pensioenfonds moeten een eventuele verlaging van rechten en aanspraken direct doorvoeren, maar mogen die wel uitsmeren over maximaal 10 jaar.
- Er komen strengere parameters; het in te rekenen rendement daalt met 0,8%-punt (rendement in huidige regeling parameters (2006): 6,6%; nieuwe regeling parameters (2014): 5,8%).
- De indexatiedrempel gaat omhoog van een dekkingsgraad van 105% naar 110%.
- Er komt een nieuwe vereiste van 'toekomstbestendig indexeren' (TBI).
- De rente(curve) daalt door een lagere UFR; deze is zelfs ruim lager dan de UFR die verzekeraars moeten hanteren (UFR voor verzekeraars: 4,2% / UFR voor pensioenfonds: 3,6%). Zie ook hierna onder (3).

Het is van groot belang te beseffen dat deze stapeling van zekerheden geen absolute zekerheid biedt. Het leidt juist tot schijnzekerheid. De buffervereisten geven een goed voorbeeld. De nieuwe buffereisen maken dit FTK strenger. Maar deze zullen niet de zekerheid bieden die deelnemers er wellicht van verwachten, gezien de communicatie die aan deze hervorming is gekoppeld.

Graag gaan we even met u terug in de tijd. In 2008 had PFZW een dekkingsgraad van 148%. Onze buffer was op dat moment dus 48%. Een scherpe daling van de beurskoersen, in combinatie met een dalende rente, leidde echter tot een dekkingsgraad van 92%. Kortom, het fonds was 13%-punt in onderdekking. Immers, de dekkingsgraad diende minimaal 105 te zijn. Maar belangrijker is te constateren dat de dekkingsgraad in één jaar daalde met 56%-punt... ruim een derde van de dekkingsgraad op dat moment. Nu willen wij hier geenszins bepleiten dat het FTK een buffer van 60% moet gaan opleggen. Het is juist van belang te beseffen dat buffers hun dienst bewijzen in slechte tijden, maar niet als 'idee fixe' moeten worden behandeld, met het idee dat onderdekking te allen tijde kan worden voorkomen.

Daarenboven kan worden geconcludeerd dat dit stapelen van prudentie niet past bij een pensioencontract, waarin de indexatie-ambitie het uitgangspunt is. Een goede reserve opbouwen is uiteraard belangrijk, maar de balans raakt zoek. Een loongerelateerd, koopkrachtbestendig pensioen laat zich niet rijmen met absolute zekerheid. Dergelijke zekerheid is onbetaalbaar. Buffers genereren -wanneer ze zijn opgebouwd- rendement, maar tijdens de opbouwfase gaat dit ten koste van de indexering. Als gevolg hiervan kan PFZW, evenals vele andere pensioenfondsen, de pensioenen de komende jaren niet (volledig) aanpassen aan de inflatie.

(2) Wisselwerking tussen rente en strategisch beleggingsbeleid

Het handhaven van de nominale rente in combinatie met de verder dalende rente brengt met zich mee dat jongeren tegen een heel ongunstig tarief hun aanspraken inkopen, die ook nog eens extra duur worden verzekerd door de hoge buffers. En dat betekent op termijn een lager pensioen. Om het rente-dilemma in het kort toe te lichten:

- Dit FTK nodigt bij deze lage dekkingsgraden heel sterk uit tot renteafdekking. Immers, verlagen van pensioenen wil een fonds niet. Maar een omgekeerde Vestia-affaire dreigt als de rente gaat oplopen.
- Dichtzetten van het renterisico is goed voor de ouderen; dat wil zeggen dat geeft hen bescherming, maar hun koopkrachtbehoud is daarmee ook weg.
- Dichtzetten van het renterisico is tegelijkertijd slecht voor jongeren; zij hebben geen bescherming nodig en hun pensioen wordt daardoor steeds minder waard.

Het FTK biedt pensioenfondsen niet de ruimte om in situaties van een reservetekort het beleggingsbeleid aan te passen. De idee daarachter is dat fondsen niet méér risico's moeten kunnen nemen, in de hoop daardoor uit herstel te komen.

Dat is op zich terecht. Tegelijkertijd zijn de regels nu dusdanig restrictief dat ook fondsen die hun strategische beleggingsbeleid willen aanpassen vanwege lange termijn beleidskeuzes of externe omstandigheden dat niet mogen zolang hun dekkingsgraad onder het vereist eigen vermogen (VEV) ligt. Ook dat is een onwenselijke situatie, omdat een optimaal ingericht strategisch beleggingsbeleid hierdoor kan worden gehinderd. Dat klemt te meer in relatie tot dit nieuwe FTK, door het al maar aanhouden van de economische neergang in combinatie met de zeer lage rente. Bij het opstellen van deze regels is zo'n lange periode zonder uitzicht op herstel niet voorzien.

(3) UFR

De ultimate forward rate (UFR) is niks meer (of minder) dan een rentevisie: een verwachte rentestand op enig moment in de toekomst. Het is dan ook vreemd om twee visies op die rentestand naast elkaar te hanteren. Vanuit Europa geldt er namelijk geen UFR voor pensioenfondsen. Ook in de nieuwe concept IORP-II richtlijn is daarin niet voorzien. Nederland loopt met een UFR voor pensioenfondsen dus voor op Europa.

Iedereen is het erover eens dat het vreemd is dat verzekeraars een hogere UFR hebben dan pensioenfondsen, zeker gezien de hogere zekerheidsmaat voor verzekeraars. Dan is het nog vreemder dat, terwijl Europa nog niet tot een aanpassing van de UFR is gekomen, Nederland nu al wel opnieuw een aanpassing voor pensioenfondsen doorvoert. Als we niet oppassen hebben pensioenfondsen drie rente-regimes in anderhalf jaar doorgemaakt. De pensioenfondsen moeten daardoor hun hele rente- en afdekbeleid binnen de beleggingsportefeuille omgooien. Dat impliceert dat pensioenfondsen hoge kosten moeten maken.

Het afdekken van de rente doen pensioenfondsen eerst en vooral voor de nominale onderkant. Voor de reële ambitie heb je het afdekbeleid in die mate niet nodig. Het helpt wel bij stabiliteit, want ook pensioenfondsen willen zich indekken tegen inflatie. Dat is dan echter veel meer gericht op de lange termijn, en structureel van aard. Er hoeft vanuit de reële ambitie niet te worden bijgestuurd bij korte termijn rentefluctuaties. De nieuwe UFR die per 1 januari 2015 van kracht zou worden, leidt echter niet tot (meer) stabiliteit. Het zal een kostenverhogend effect op de premies hebben en de verplichtingen opnieuw doen toenemen, en dus de dekkingsgraad nog verder doen dalen. In combinatie met de lage rente levert dat een ongewenste situatie op voor de (macro) economie. Daarenboven is dit aan de deelnemer niet meer uit te leggen.

Kortom, aanpassing van de UFR levert nauwelijks iets op, maar het kost wel veel geld. Dit dwingt pensioenfondsen hoge extra kosten te maken zonder enig voordeel voor de deelnemer. Het ware logischer, en te prefereren, de huidige UFR-systematiek voorlopig te handhaven, in afwachting van meer duidelijkheid die te verwachten is als EIOPA in februari 2015 de rentetermijnstructuur voor verzekeraars publiceert. In die structuur is namelijk ook de UFR verwerkt.

In conclusie: nieuwe FTK: van 'minder zeker'... naar 'zeker minder'...

Het nieuwe toetsingskader gaat uit van een nominaal kader. Alsof zekerheid te koop is. Daardoor blijft de afdekspagaat integraal bestaan. Dit levert een resultaat dat niet in het belang van de deelnemer is. Eerlijk is eerlijk, dit nieuwe FTK brengt ook een aantal gewenste verbeteringen. Pensioenfondsen worden minder afhankelijk van dagkoersen op de financiële markten, waardoor dekkingsgraad en pensioenpremie stabiel worden. En fondsen mogen tegenvallers uitsmeren over een periode van (maximaal) tien jaar. Dergelijke maatregelen geven rust en duidelijkheid. Maar de verlangde nominale zekerheid en stabiliteit, in combinatie met de eis van toekomstbestendig indexeren, kent een hoge prijs. Dit betekent dat de deelnemer deze kabinetsplannen betaalt met een structureel lager pensioen.

Wij komen tot de conclusie dat het financieel toetsingskader in deze vorm niet brengt wat door staatssecretaris Klijnsma eerder is beloofd, namelijk een FTK dat ook passend zou zijn voor fondsen met een expliciete indexeringsambitie. Welnu, dat lukt niet. Dit is niet het financieel toetsingskader dat wij zoeken. Dit toetsingskader brengt niet wat nodig is om onze ambitie van een inkomens-gerelateerd pensioen met een bestendige en betaalbare indexering waar te maken. Althans, niet zonder een onnodig dure nominale beschermingsomweg.

BIJLAGE – REACTIE OP VRAGEN VAN LEDEN EERSTE KAMER

In deze bijlage gaan we nader in op de vragen die ons vooraf zijn gesteld. Het gaat daarbij om de volgende vier vragen:

- wat zijn de effecten van de rente-afdekking die nu plaats vindt bij extreem lage rente voor toekomstige indexatie?*
- wat zijn de generatie-effecten van de rentedaling sinds 2007 en de beperking van de indexatie sindsdien?*
- wat zijn de generatie-effecten van het nieuwe FTK (i.c.m. andere aanpassingen)*
- hoe verhoudt de UFR zich tot de Europese UFR voor verzekeraars en wat betekent dit? Nu en in de toekomst, met het oog op Europese discussie.*

Wat zijn de effecten van de rente-afdekking die nu plaats vindt bij extreem lage rente voor toekomstige indexatie?

De waarde van de verplichtingen hangt af van de rente. Zonder renteafdekking daalt de dekkingsgraad als de rente daalt en stijgt de dekkingsgraad als de rente stijgt. Renteafdekking wordt juist meer waard als de rente daalt en minder als de rente stijgt. Het stabiliseert dus de dekkingsgraad. Toch dekken de meeste fondsen hun renterisico niet volledig af. Gemiddeld genomen bewegen rente en inflatie dezelfde kant op. Als de inflatie stijgt wil je graag extra indexeren. Als de rente meestijgt verliest het fonds juist geld aan de renteafdekking. Daarom dekken veel fondsen maar een deel van het renterisico af.

Renteafdekking dient dus voornamelijk ter bescherming van de dekkingsgraad tegen dalende rentes. Gezien de huidige historisch lage rente is het de vraag hoeveel de rente nog verder kan zakken. Op dit moment hebben veel fondsen een lage dekkingsgraad, waardoor ze niet kunnen indexeren. Als de rente in de toekomst gaat stijgen, zullen fondsen geld verliezen op de renteafdekking en dus meer kunnen indexeren als ze minder renteafdekking hebben. Daar staat tegenover dat een fonds ook meer moet korten als de rente de komende jaren toch verder zou dalen.

Om het effect van renteafdekking te laten zien vergelijken we een fonds met weinig renteafdekking (30%) met een fonds met veel renteafdekking (70%). De dekkingsgraad van beide fondsen ligt op het minimum vereist eigen vermogen.

Stel dat de rente 1% stijgt. Bij een afdekking van 30% stijgt de dekkingsgraad dan naar 119. Er kan dan ongeveer 1,0% geïndexeerd worden per jaar. Bij een afdekking van 70% stijgt de dekkingsgraad minder, naar 112. Dit fonds kan ongeveer 0,2% indexeren per jaar. Na 5 jaar heeft het fonds met weinig afdekking dus 4% meer geïndexeerd dan het fonds met veel renteafdekking. Bij een rentestijging van 2% is het verschil 5,5%.

Stel dat de rente 0,5% daalt. Bij een afdekking van 30% daalt de dekkingsgraad naar 100. Duurt deze situatie 5 jaar, dan zal er 5% gekort moeten worden, uitgesmeerd over 10 jaar¹. Bij een afdekking van 70% daalt de dekkingsgraad maar tot 105, en hoeft er niet gekort te worden.

¹ Pensioenfondsen moeten korten als de dekkingsgraad 5 jaar onder de 105 ligt. Er moet eerder gekort worden als het herstelplan om in 10 jaar naar de VEV te groeien niet wordt gehaald, maar dit speelt pas bij (veel) lagere dekkingsgraden.

Dekkingsgraad na 1 jaar

| | rentedaling 0,5% | rentestijging 1% | rentestijging 2% |
|-----------|------------------|------------------|------------------|
| 30% hedge | 100 | 119 | 135 |
| 70% hedge | 105 | 112 | 120 |

Indexatie na 5 jaar

| | rentedaling 0,5% | rentestijging 1% | rentestijging 2% |
|-----------|--------------------------------------|------------------------------|--------------------------------|
| 30% hedge | 5% korten (uitgesmeerd over 10 jaar) | 5% indexatie (1,0% per jaar) | 10% indexatie (2,0% per jaar) |
| 70% hedge | niet korten en niet indexeren | 1% indexatie (0,2% per jaar) | 4,5% indexatie (0,9% per jaar) |

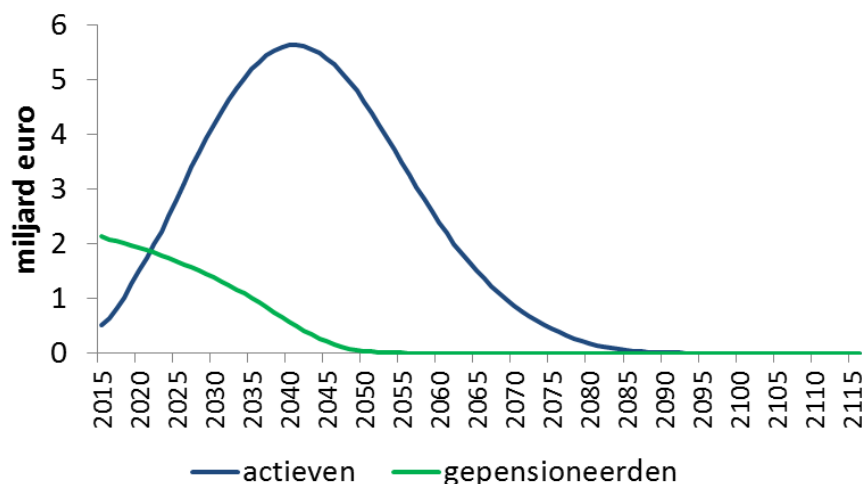
Wat zijn de generatie-effecten van de rentedaling sinds 2007 en de beperking van de indexatie sindsdien?

De 20-jaars rente is sinds eind 2007 met ruim 3% gedaald (van 5,0% naar 1,8%). Hierdoor zijn de pensioenverplichtingen in totaal met ongeveer 67% toegenomen. Uitkeringen die verder in de toekomst liggen reageren sterker op renteveranderingen dan uitkeringen die eerder plaatsvinden. De waarde van de toekomstige uitkeringen van jongeren is daarom harder gestegen (78%) dan die van ouderen (40%)².

Stel dat een fonds eind 2007 een dekkingsgraad had van 120. Bij een renteafdekking van 50% zou de dekkingsgraad door de totale rentedaling tussen 2007 en nu dalen naar 92. Dit is alleen het effect van de rentedaling. Overige effecten op de dekkingsgraad tussen 2007 en nu, bijvoorbeeld het rendement op aandelen, zijn niet meegenomen. Zouden we een gescheiden fonds voor actieven en gepensioneerden hebben, dan zou de dekkingsgraad van gepensioneerden gedaald zijn naar 100 en die van actieven naar 89.

Je zou dus kunnen zeggen dat ouderen het renterisico van jongeren hebben opgevangen. Daar staat tegenover dat ouderen ook meeprofiteren van de rendementen uit risicovolle beleggen, terwijl jongeren het risico van tegenvallende rendementen voor de ouderen opvangen.

Toekomstige uitkeringen



² De duration van het totale fonds is 20 jaar, die van gepensioneerden 10 en die van jongeren 24, op basis van een rente van 3%.

Wat zijn de generatie-effecten van het nieuwe FTK (i.c.m. andere aanpassingen)

Een manier om naar generatie-effecten te kijken is de methode die het CPB heeft gehanteerd. Het CPB heeft doorgerekend wat de impact is van de verschillen tussen het nieuwe en het oude FTK op de verschillende generaties. Hierbij zeg je dus niks over de evenwichtigheid in het huidige contract, alleen iets over de impact van de verschillen tussen het oude en nieuwe FTK. Het CPB heeft berekend dat de generatie-effecten te verwaarlozen zijn. In het nieuwe FTK wordt er minder snel geïndexeerd. Dat is ongunstig voor ouderen. Aan de andere kant worden eventuele kortingen ook uitgesmeerd over een periode van 10 jaar, wat weer gunstig is voor ouderen. In de CPB berekeningen heffen deze twee effecten elkaar ongeveer op.

Een andere manier om naar generatie-effecten te kijken is om voornamelijk naar het meest waarschijnlijke toekomstscenario te kijken. In dit scenario gaan we er vanuit dat de rente gaat stijgen en de rendementen precies zo zijn als we gemiddeld veronderstellen. In dit scenario stijgt de dekkingsgraad en kan er geïndexeerd worden. PFZW heeft al eerder berekend dat in dit scenario er in het nieuwe FTK 6% minder geïndexeerd kan worden over een periode van 15 jaar. Dit komt deels door de strenge eisen voor inhaalindexering. Deze eisen zijn onlangs versoepeld, er mag nu sneller worden ingehaald³. Hierdoor daalt het verschil in indexering tussen het nieuwe en oude FTK naar 2% over een periode van 15 jaar.

Ook de aanpassing van het Witteveenkader leidt tot generatieoverdrachten. Het maximale opbouwpercentage is verlaagd. Dit is ongunstig voor jongeren. Door de doorsneepremie betalen jongeren relatief teveel premie en ouderen te weinig. Nu de opbouw wordt verlaagd profiteren de jongeren van nu, als ze zelf ouder zijn, minder van deze doorsneepremie.

Verder is van belang wat er met de premie zelf gaat gebeuren. Als de opbouw wordt verlaagd, maar de premie niet, is dat ongunstig voor jongeren. Zij gaan dan extra bijdragen aan het herstel van het fonds.

Hoe verhoudt de UFR zich tot de Europese UFR voor verzekeraars en wat betekent dit? Nu en in de toekomst, met het oog op Europese discussie.

Verzekeraars hanteren een vaste UFR van 4,2%. In het nieuwe FTK wordt de UFR voor pensioenfondsen gebaseerd op de gemiddelde rente⁴ van de afgelopen 10 jaar. Op dit moment is deze UFR ongeveer 3,5%. Bij gelijkblijvende rente zal de UFR verder gaan dalen, per jaar ruim 0,2 procentpunt. Dit komt omdat de rente in het verleden een stuk hoger lag. Omdat de UFR is gebaseerd op het gemiddelde rente van de afgelopen 10 jaar, zullen er de komende jaren hoge rentes wegvallen en lagere rentes voor terugkomen. Een lagere UFR zorgt voor een lagere dekkingsgraad. Op dit moment is het verschil 2,2 dekkingsgraadpunten. Dit verschil zal in de toekomst groter worden.

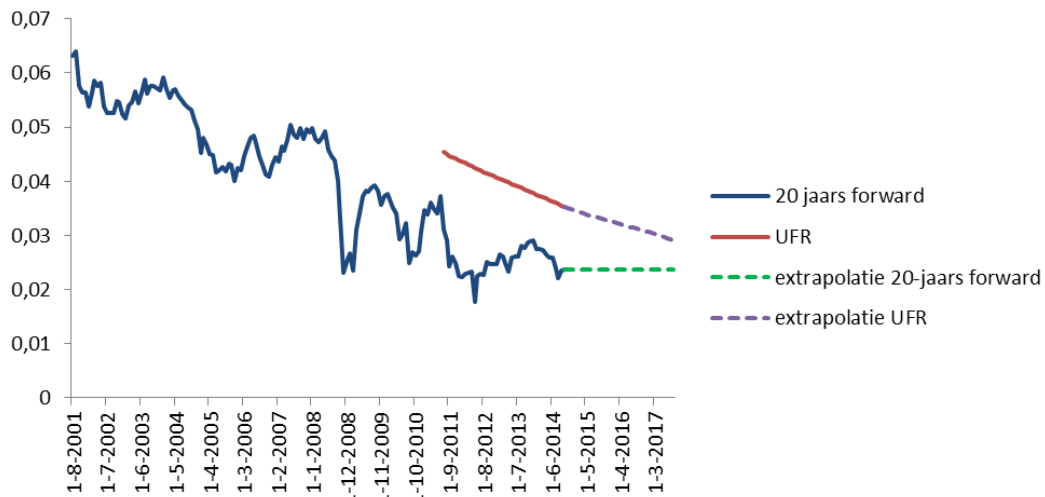
Stel dat een fonds dat op dit moment een dekkingsgraad van 105 heeft. Door de invoering van de nieuwe UFR daalt de dekkingsgraad naar 102,8. Bij gelijkblijvende rente daalt de dekkingsgraad als gevolg van de dalende UFR de komende 5 jaar verder naar 100.

³ Eerst mocht 1/10 van het vermogen boven het vermogen dat nodig is om de ambitie toekomstbestendig waar te kunnen maken voor inhaalindexering worden gebruikt. Dit is veranderd naar 1/5.

⁴ Het 120-maands gemiddelde van de forward van de 20-jaars rente.

Een verschil in UFR betekent dat verzekeraars dezelfde pensioenverplichtingen op een andere manier mogen waarderen dan pensioenfondsen. Dit levert verzekeraars een concurrentievoordeel op.

Historische forwards en UFR



Dekkingsgraad bij gelijkblijvende rente

