

Speech directeur Kellermann 'Pensioenbeleid één jaar na de ondergang van Lehman Brothers'
Speech

Datum 17 september 2009

Tijd 15:00 uur

Lokatie Jaarlijkse DNB-bijeenkomst voor pensioenfondsbestuurders, Apeldoorn

Spreker Mr. A.J. Kellermann, directeur van de Nederlandsche Bank

Een jaar geleden ging Lehman Brothers ten onder en werd de wereld getroffen door een diepe vertrouwens- en beurscrisis. Sindsdien is er veel gebeurd. Het zal daarom geen verrassing zijn dat ik met u wil terugkijken op een roerige periode in het pensioendomein. Gemiddeld genomen is de dekkingsgraad van Nederlandse pensioenfondsen in 2008 met 50 procentpunt gedaald. Grofweg de helft hiervan komt voort uit een daling van de waarde van de beleggingen. De andere helft is het gevolg van de rentedaling op de waarde van de verplichtingen. De daling van de dekkingsgraad komt overeen met een verslechtering van de financiële positie met circa 220 miljard euro voor de sector als geheel. Dit is bijna negen keer het jaarlijkse premievolume en tweederde deel van wat de Nederlanders op de spaarrekening hebben staan. Nu past bij een dergelijk getal natuurlijk enige nuancering. Iedereen heeft vermogensverlies ondervonden als gevolg van de crisis. Pensioenfondsen blijven dan niet buiten schot. Het verlies kan bovendien geleidelijk weer teruglopen als de beurzen zich herstellen. Zo is de afgelopen maanden de gemiddelde dekkingsgraad weer opgelopen tot het niveau dat hoort bij het minimaal vereist eigen vermogen. Dit is een gemiddelde. Individuele fondsen staan er beter of slechter voor. Bovendien is herstel geen wetmatigheid. De volatiliteit die we hebben gezien kan weer terugkeren als blijkt dat echte groei nog lang op zich laat wachten. De dekkingsgraad fluctueert, afhankelijk van het beleggingsbeleid, met de schommelingen op de financiële markten. Daarom is het zinvol dit beleggingsbeleid eens onder de loep te nemen.

Tegen de achtergrond van de kredietcrisis heeft DNB het beleggingsbeleid op verschillende manieren geanalyseerd. Dit onderzoek is onlangs afgerond. Het onderzoek is gebaseerd op een sectorbrede analyse van toezichtgegevens, de herstelplannen en de toezichtervaringen over de afgelopen jaren. Verder is bij een willekeurige dwarsdoorsnede van de pensioensector een inventarisatie gemaakt van de manier waarop de feitelijke beleggingen tot stand komen. Het onderzoek is uitgevoerd in een periode van grote turbulentie op de financiële markten waarin de meeste beleggers vermogensverlies hebben geleden. Het is daarom goed om te benadrukken dat we het beleid van pensioenfondsen hebben beoordeeld tegen die achtergrond. Daartoe is getracht onderscheid te maken tussen externe omstandigheden waar pensioenfondsen geen invloed op hebben en factoren die wel binnen de invloedssfeer liggen. In het onderzoek is vervolgens gekeken naar de beleggingsstrategie, de vertaling van beleid naar daadwerkelijke beleggingen en de risicobeheersing.

Het onderzoek wijst uit dat bij een aantal pensioenfondsen de risico's waaraan zij in hun beleggingsbeleid blootstaan worden onderschat. Die risico's hebben niet alleen te maken met externe factoren en met de gekozen strategische financiële opzet. Ze hangen voor een deel ook samen met zaken als een actief beleggingsbeleid, complexe derivatentransacties of uitbesteding van activiteiten.

Op dit moment treedt DNB nog niet in detail naar buiten met haar bevindingen. Ik wil graag de commissie Frijns de ruimte geven haar eigen onderzoek te doen. Wel heb ik de commissie Frijns een geanonimiseerde versie van onze studie ter inzage geven. Ook hebben we de koepels ingelicht over onze bevindingen. We gaan de discussie niet uit de weg en het is de

ambitie om in overleg met de sector te kijken waar zo nodig dingen kunnen worden aangescherpt. Dit is geen eenvoudige klus want het beleggingsbeleid van pensioenfondsen is laveren tussen het invullen van een reële ambitie enerzijds en het vermijden van structurele onderdekking anderzijds.

Overigens zijn we bij het onderzoek soms ook positief verrast. Er zijn pensioenfondsen die een adequate risicobeheersing hebben opgetuigd en die de staartrisico's van hun financiële opzet goed op het netvlies hebben. Het risicobeheer is in die gevallen in overeenstemming met het risicoprofiel. We hebben ook pensioenfondsen gesproken die investeringen links hebben laten liggen omdat de voor- en nadelen onvoldoende konden worden gewogen. Dit is een goede zaak want uiteindelijk slaan de risico's neer bij de belanghebbenden van het pensioenfonds, dus de sponsors en deelnemers.

Een observatie die ik in dit verband wil maken is dat rondom de herstelplannen enige weerstand bestond om het onderwerp korten van pensioenrechten aan te roeren. Let wel, ook DNB ziet het korten van opgebouwde pensioenrechten als laatste noodmaatregel. Daar is geen misverstand over. We constateren alleen dat bij de huidige financiële opzet van sommige fondsen het denkbaar is dat korten op enig moment nodig is. Dit voorkomt dat de ingegane pensioenen worden doorbetaald ten laste van de aanspraken van actieve deelnemers en zo het pensioenvermogen wordt uitgehold. Het is wat dat betreft van belang dat de deelnemers van de mogelijkheid tot korten op de hoogte zijn en eventueel daar op kunnen anticiperen. Ik reken het tot uw taak die boodschap aan deelnemers over te brengen en zie dat her en der hieraan wordt gewerkt.

Naast het beleid van pensioenfondsen is het wenselijk om het toezichtkader te evalueren. Het FTK heeft naar mijn mening bijgedragen aan het transparant maken van risico's en het stimuleren van goed risicobeheer. Toch zitten in het toezichtkader elementen die het nemen van risico wat eenzijdig belonen. Dit wil zeggen dat de nadelen van het nemen van risico's minder zwaar doorwegen dan de voordelen. Dit komt op verschillende plekken terug in het FTK, zoals bij de gedempte kostendekkende premie en bij de berekening van het vereiste eigen vermogen. Daarnaast zal er bij de evaluatie van het FTK veel aandacht zijn voor het thema marktwaardering en de gevolgen voor het beleid van pensioenfondsen. Ik ga op deze elementen afzonderlijk in.

Neem de onzekere risicopremies op zakelijke waarden. Deze worden in de gedempte kostendekkende premie ingecalculeerd alsof ze met zekerheid worden gehaald. Op papier is het daarom aantrekkelijk om veel risico te nemen. Bij de berekening van de gedempte premie ontstaat de opmerkelijke relatie dat door het nemen van risico de kostendekkende premie omlaag kan. De kosten van het pensioen worden echter niet bepaald door de verwachte rendementen maar door de realisaties. Het gevolg van te optimistische rendementsverwachtingen en te lage premies is dat de kans op tegenvallers wordt vergroot en de kans op meevallers juist wordt verkleind. Dit betekent dat in de toekomst hogere inhaalpremies nodig zijn om hetzelfde pensioen te financieren. Goedkoop wordt dan uiteindelijk duurkoop. Dit is niet in het belang van de deelnemers.

Een ander punt is het vereiste eigen vermogen. We hebben in Nederland voor een model gekozen dat naar 97,5% zekerheid streeft. Dit betekent dat de buffers niet in alle gevallen toereikend zijn. Zoals ik in de inleiding heb gezegd is in 2008 op macroniveau een verlies geleden dat veel groter is dan de vereiste buffer. Dit kan natuurlijk een speling van het lot zijn. Toch is ook hier een nadere analyse nodig. Sommige risicofactoren worden bijvoorbeeld in

het geheel niet meegenomen bij de berekening van de buffer. Denk aan liquiditeitsrisico's en aan concentratierisico's. Andere risicofactoren worden wellicht onderschat en diversificatievoordelen op hun beurt overschat. Dit komt in de evaluatie van het FTK zeker terug.

Dit alles betekent dat niet alleen bij de pensioenfondsen maar ook in het toezichtkader meer aandacht nodig is voor de beleggingsrisico's bezien vanuit de totale financiële opzet van een pensioenfonds. Het beleggingsonderzoek dat we hebben uitgevoerd suggereert dat daarbij een analyse op hoofdlijnen niet volstaat. Er is ook aandacht nodig voor de implementatie van het beleggingsbeleid. Dit kan deels worden verbeterd door het FTK op onderdelen aan te passen. Maar het is ook gewenst om doeltreffender en specifiekere op te kunnen treden met betrekking tot geconstateerde tekortkomingen.

Een ander thema, dat bij de evaluatie een prominente rol krijgt, is de gevolgen van marktwaardering voor het beleid van pensioenfondsen. Hier is de laatste tijd al veel over gezegd in de sfeer dat die regels pensioenfondsen dwingen om te sturen op dagkoersen. DNB is niet doof voor deze kritiek. Pensioenfondsen zijn verplichtingen aangegaan voor een lange termijn en de taak van het bestuur is om het evenwicht tussen de verplichtingen en de bezittingen over een dito lange periode te beheren. Dit zonder dat de strategie te veel wordt afgeleid door de 'witte ruis' van de dag tot dag fluctuaties op financiële markten. Wat dit betreft hebben we eind vorig jaar serieus gekeken naar mogelijke verstoringen in de swapmarkt. Achteraf was het niet nodig, maar DNB had binnen het huidige kader kunnen besluiten een correctie toe te passen. We zijn daar alert op.

Een verdergaande optie, die door sommigen naar voren wordt gebracht, is middeling van de rente die wordt gebruikt voor het disconteren van de verplichtingen. Dit leidt tot demping van de volatiliteit van de verplichtingen. Wanneer de rente over een lange periode wordt gemiddeld, in dit kader is een termijn van 7 jaar naar voren gebracht, komen trendmatige rentebewegingen echter pas vertraagd tot uiting in de dekkingsgraad. Dit leidt ertoe dat de besluitvorming achter de feiten aan gaat lopen en het doel voorbij wordt geschoten. Dit komt omdat de verandering in de dekkingsgraad niet alleen door de actuele rente wordt bepaald maar ook door de rentes uit een ver verleden die uit de berekening van het voortschrijdende gemiddelde vallen. Dergelijke effecten verminderen het zicht op de risico's die pensioenfondsen lopen.

Zoals gezegd is na de val van Lehman Brothers veel gebeurd. Het is goed om dit diepgaand te analyseren. Maar ik wil natuurlijk ook graag met u vooruit kijken. Herstel van de buffers is een belangrijke voorwaarde voor de duurzaamheid van het Nederlandse pensioensysteem. Naast het vermogen om nieuwe schokken op te vangen kunnen de extra rendementen die over de buffer worden gehaald worden aangewend voor indexatie. Als de buffers zijn hersteld heeft een ieder hier profijt van. Ook de consequenties van de volatiliteit in dekkingsgraden kunnen verder worden beperkt door aan te sturen op de opbouw van hogere buffers in goede tijden.

Dat de dekkingsgraad inmiddels weer is opgelopen tot iets boven het minimaal vereiste niveau wil daarom nog niet zeggen dat achterover leunen alweer op zijn plaats is. Pensioenfondsen kunnen er niet op vertrouwen dat herstel automatisch optreedt en aanhoudt. De toekomst is en blijft - helaas - onzeker.

Het is zaak om door te groeien tot een niveau boven het vereiste eigen vermogen en daarbij op te passen voor een optimistische handelwijze en voor te rooskleurige aannames. Een eerste

beslissing die zich in dat verband aandient is die omtrent de indexatie. Inflatiecorrectie is belangrijk maar creëert ook een dilemma omdat een indexatietoekenning op het herstel drukt. De omgeving waarbinnen pensioenfondsen opereren is complex en de belangen van de verschillende stakeholders moeten zorgvuldig worden gewogen. De pensioensector kent wat dat betreft zijn eigen dynamiek. Dat is overigens ook wat deze sector zo bijzonder maakt.

De komende tijd staat in het teken van herstel maar ook in het teken van evaluatie en toekomstgericht denken. Dit proces is gebaseerd op onderling vertrouwen en resultaatgerichtheid. Ik ben blij dat Minister Donner verschillende initiatieven op de rails heeft gezet om onze pensioenvoorzieningen aan een duurzaamheidtest te onderwerpen. Medio volgend jaar zal er op basis van de uitkomsten van die processen een brede discussie plaatshebben. We moeten ons daarbij nog beter dan in het verleden voorbereiden op nieuwe gevaren die vroeg of laat op ons afkomen. De crisis heeft aan het licht gebracht dat de risico's die pensioenfondsen lopen worden onderschat. Ik wil u graag behoeden voor te veel optimisme. Niet omdat ik van nature pessimistisch ben. In tegendeel. Het streven is dat u zodanig veel ruimte bouwt in uw financiële opzet dat u, na de recente moeilijke periode, zo nu en dan ook weer eens een keer een meevaller kunt melden. Ik wens u dat van harte toe.