Network for Studies on Pensions, Aging and Retirement

Feiten en fabels over de (reken)rente

Januari 2017

Bas J.M. Werker
Tilburg University en Netspar

Inhoud

- Wat is de (risicovrije) rente?
- Wat is de (functie van de) rekenrente?
  - in uitkeringsovereenkomsten
  - in premieovereenkomsten
- Doorlopend: een aantal beweringen over de (reken)rente nader bezien
- Samenvatting

Netspar

Wat is de (risicovrije) rente?

Netspar

Definitie

- De (risicovrije) rente is het rendement dat je kunt maken zonder risico te lopen
- Met andere woorden: elke beleggingscategorie die meer rendement *kan* opleveren, *kan* óók minder opleveren
  - dit inzicht vormt de basis van de beleggingstheorie
- Feitelijke rendementen kunnen dus hoger, maar óók lager uitvallen dan de geldende rente

Netspar

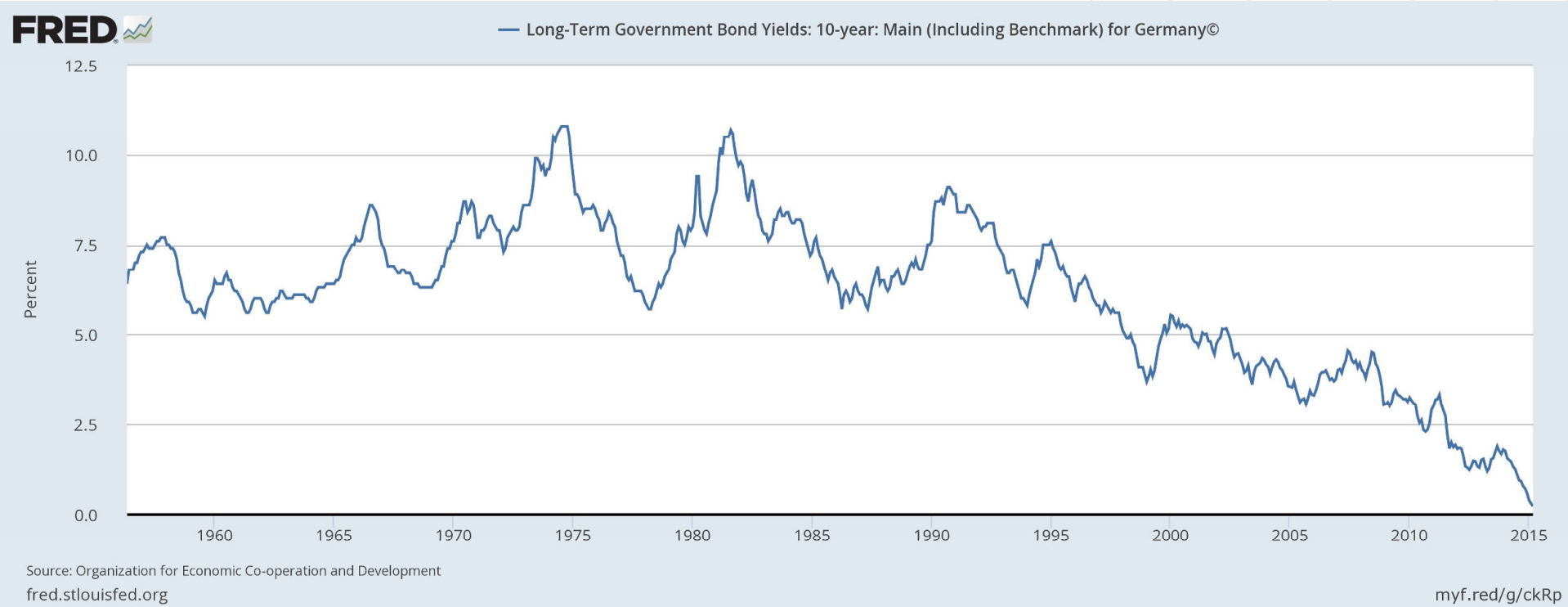
Dé rente bestaat niet

- De rente hangt af van de looptijd (termijnstructuur)
  - lange rentes zijn vaak, maar niet altijd, hoger dan korte rentes
- De (risicovrije) rente verwijst naar een situatie waarin het geld gegarandeerd terugbetaald wordt
  - dus geen kredietrisico of (economisch) waardeloze garanties
- De rente is verschillend voor verschillende valuta
  - de rente staat ook wel bekend als ‘de tijdswaarde van geld’
- De rente wordt gebruikelijk uitgedrukt op jaarbasis
  - behalve voor creditcards

Netspar

Feit of fabel 1

- De risicovrije rente is historisch laag
- Feit: voor alle looptijden is de rente fors lager dan de afgelopen decennia



Feit of fabel 2

- De risicovrije rente gaat zeker stijgen
- Fabel: dit is niet ‘zeker’ of zelfs ‘waarschijnlijk’; het zou best kunnen, maar mogelijk ook niet
- Merk op: rente is al toekomstig rendement op obligaties
- Een pensioenfonds kan een ‘rentevisie’ hebben
  - maar dan vragen: ‘wie heeft er last of baat van indien die visie niet uit blijkt te komen?’
  - evenwichtige belangenbehartiging betekent dat je je realiseert wie de consequenties draagt van (beleggings)beleid

Netspar

Feit of fabel 3

- De risicovrije rente wordt kunstmatig laag gehouden
- Feit en fabel: ECB beleid speelt een rol, maar er zijn ook demografische argumenten te geven
- Nogmaals: de rente is, per definitie, de tijdswaarde van geld (ongeacht de oorzaak van het niveau)
- Eventuele klachten over lage rente dus niet naar Draghi, Knot of Klijnsma, maar naar Dijsselbloem
  - Minfin betaalt maar 0.5% als je hen nu tien jaar lang geld leent

Netspar

Marktconsistente waardering

- De vraag is gerechtvaardigd of marktprijzen wel leidend moeten zijn bij het bepalen van dekkingsgraden
  - dit heet ‘marktconsistente waardering’
- Marktprijzen zijn niet ‘ethisch’, ‘eerlijk’ of ‘rechtvaardig’
  - marktprijzen zijn marktprijzen: hoeveel Euro krijg je bij koop/verkoop
- Activa worden per definitie marktconsistent gewaardeerd
- Het verlaten van marktconsistente waardering voor verplichtingen is daarmee ook het verlaten van kapitaaldekking (naar omslag tussen generaties)

Netspar

Wat is de (functie van de) rekenrente?

Netspar

Wat is de (functie van de) rekenrente?

- In uitkeringsovereenkomsten bepaalt de rekenrente het vermogen dat gereserveerd wordt om pensioentoezeggingen na te komen

- Alleen als de feitelijke rendementen precies gelijk blijken te zijn aan de rekenrente, dan wordt de toezegging ook precies nagekomen

Netspar

Rekenrente in premieovereenkomsten

- Ook in premieovereenkomsten speelt de rekenrente een rol en heet daar projectierente
- De reken/projectierente bepaalt de snelheid waarmee opgebouwd pensioenkapitaal wordt uitgekeerd
- Een hogere reken/projectierente betekent een hogere uitkering nu en een lagere uitkering later
- In premieovereenkomsten dus van belang voor communicatie toekomstige pensioenuitkeringen

Netspar

Herverdelingseffecten

- In premieovereenkomsten met *individuele* toedeling leidt een andere projectierente *niet* tot herverdelingseffecten
  - met een hogere projectierente eet je je *eigen* potje sneller leeg

- In uitkeringsovereenkomsten of premieovereenkomsten met *collectieve* toedeling leidt risicovrije reken/projectierente niet tot herverdelingseffecten

- Een andere reken/projectierente dan risicovrij leidt wel tot herverdelingseffecten
  - met een hogere reken/projectierente eet je de *collectieve/andermans* pot sneller leeg

Netspar

Feit of fabel 4

- Pensioenfondsen halen ‘gemiddeld zeker 2%’ rendement (en een lagere rekenrente is dus onzinnig)

- Feit en fabel:
  - *korte* rente ligt onder 2%: om volgend jaar €1.000,- pensioen te betalen moet je meer dan €980,- reserveren
  - *30-jaar’s rente:* Nederlandse obligatie 10 jan 2017 tegen 1.145%
  - *extreem lange* (reken)rente ligt boven 2% (UFR)

- Rekenen op meer dan de risicovrije rente legt risico bij toekomstige generaties

Netspar

Feit of fabel 5

- Een hogere rekenrente leidt tot meer indexatie en is dus goed voor jong en oud
- Fabel: er zijn veelal geen externe sponsors meer
- Pensioenfonds is een collectieve pot met geld: meer voor de een is minder voor de ander (‘zero-sum game’)
- Eenvoudig in te zien: iedereen jaarlijks 10% indexatie gaat niet werken

Netspar

Intermezzo: niet korten

- Het kan een politieke keuze zijn om gepensioneerden niet te willen korten
- Maar, doe dat dan transparant door gepensioneerden te indexeren en jongeren af te stempelen (bij gelijkblijvende dekkingsgraad)

Netspar

Feit of fabel 6

- Het verhogen van de rekenrente leidt niet tot herverdelingseffecten
- Fabel: elke beleidsmaatregel die tot andere pensioenbetalingen leidt, leidt tot herverdelingseffecten
- Soms kunnen *combinaties* van beleidsmaatregelen netto leiden tot beperkte herverdelingseffecten

Netspar

Feit of fabel 7

- Pensioenenuitkeringen zijn onzeker en dus is een risico-opslag in de rekenrente marktconsistent

- Fabel (bij disconteren bestaande aanspraken):
  - Theorie: disconteer *verwachte* uitkering inclusief risico-opslag
  - Huidige pensioenpraktijk: disconteer aanspraken
  - Verwachte uitkering ligt echter boven aanspraken (bij 100% dekkingsgraad ten gevolge van risicopremie)
  - Verwachte uitkering disconteren inclusief risico-opslag levert dezelfde dekkingsgraad op als aanspraken disconteren zonder risico-opslag

Netspar

Rekenvoorbeeld

- Stel aanspraak 1.000,- en risico-vrije rente 2%
- Situatie fonds: verwacht jaarlijks 1% indexatie

- Verwachte uitkering over 10 jaar $1.000 \times 1.01^{10} = 1.105$
- Waardering inclusief risico-opslag (dus 3% rekenrente) levert $\frac{1.105}{1.03^{10}} = 822$

- Waardering aanspraak tegen risicovrije rente: $\frac{1.000}{1.02^{10}} = 820$ (klein verschil door afronden)

Netspar

Samenvatting

Feiten en fabels over de rekenrente 1

- Risicovrije rekenrente is marktconsistent in huidige uitkeringsovereenkomsten
  - obligatieportefeuile van fondsen levert komende jaren nu eenmaal maar 0.5% op per jaar (klagen bij Minfin, niet bij DNB of SZW)
  - aandelenportefeuille misschien meer, maar misschien (nog) minder
- Andere rekenrente leidt tot omslagelement (herverdelingseffecten) in uitkeringsovereenkomsten
- Lage risicovrije rente is mogelijk vervelend, maar wel een feit

Netspar

Feiten en fabels over de rekenrente 2

- Verhogen rekenrente heeft identiek effect als ouderen indexatie verlenen en jongeren afstempelen
- Budgetrestrictie: meer voor de een is altijd minder voor de ander
- Verhogen rekenrente schuift *risico* door naar jongeren, maar geeft risico*premie* aan ouderen

Netspar