

237 of 242 DOCUMENTS

FEM Business

February 19, 2005

## **FINANCIIEEL: RENTEBOM ONDER PENSIOENFONDSEN**

**BYLINE:** Remko Nods

**SECTION:** Financieel

**LENGTH:** 2416 words

Pensioenfondsbestuurders bidden in stilte dat de kapitaalmarktrente weer gaat stijgen, anders kampen ze straks met miljardentekorten. Maar de rente daalt. "De pensioenfondsen zitten met een gigantisch probleem."

Jean Frijns, de scheidend directeur vermogensbeheer van het ABP, was redelijk goedgeluimd tijdens zijn laatste ontmoeting met de pers, in januari. Het ambtenarenpensioenfonds heeft vorig jaar aardig gepresteerd. Het was mooi op tijd in grondstoffen gestapt en had in 2004 ook op de vastgoedbeleggingen een leuke rit gemaakt. De aandelenmarkt veerde na drie beroerde jaren eindelijk wat op, en zelfs de obligatiekoersen deden het onverwacht goed. Niet zonder trots meldde Frijns een beleggingsrendement van 11,5 procent over 2004. Daardoor kon de dekkingsgraad - de verhouding tussen de bezittingen en de verplichtingen - vorig jaar toenemen van 109 tot 118 procent, veilig boven de minimumnorm van 105 procent die de toezichthouder eist.

Maar onder de ogenschijnlijke verbetering van de financiële positie van het ABP smeult een vuurtje dat een enorme binnenbrand kan veroorzaken: de almaar verder dalende kapitaalmarktrente. Deze trend kan het ABP nog meer pijn doen dan de sluipende beurscrash van 2001 en 2002. Als de loontrend het beleggingsrendement langdurig overtreft, komt het fonds in grote financiële problemen. Maar ook op korte termijn dreigt een miljardengat in de balans van het ABP geslagen te worden door de nieuwe vermogenstoets die de toezichthouder begin 2006 introduceert. Toen Frijns rond de jaarwisseling de dekkingsgraad op 118 procent berekende, was de kapitaalmarktrente de vier procent al dicht genaderd. Vier procent is decennialang de vaste rekenrente van het fonds geweest, waarmee de toekomstige pensioenverplichtingen contant worden gemaakt. Maar de toezichthouder, sinds kort De Nederlandsche Bank (DNB), herrekenet vanaf begin januari 2006 de pensioenverplichtingen met een andere disconteringsfactor: de actuele marktrente. Is die op dat moment lager dan vier procent, dan stijgt de pensioenverplichtingen van het ABP schoksgewijs met tientallen miljarden euro's, en duikt de dekkingsgraad fors. Mogelijk zover omlaag dat het fonds op korte termijn de premies draconisch moet verhogen, de jaarlijkse indexatie van pensioenuitkeringen moet beperken of op last van DNB andere pijnlijke maatregelen moet treffen. Zakt de dekkingsgraad namelijk onder de kritische grens van 105 procent, dan eist de toezichthouder dat het fonds binnen een jaar weer boven die grens belandt. Het nieuwe Financieel Toetsingskader (FTK) is op dit punt onverbiddelijk, en de toezichthouder heeft de afgelopen weken actuarissen mondeling aangegeven dat ze pensioenfondsen die moeite hebben met deze korte hersteltermijn niet coulant gaat behandelen. Toen Frijns medio januari de cijfers presenteerde, was de rente al ruim onder de vier procent gezakt. Maar Frijns deed er luchtig over. De rente zou volgens hem dit jaar 'geleidelijk' weer stijgen. Mogelijk is de wens hier de vader van de gedachte. Eind januari is de tienjaarsrente verder gedaald tot 3,5 procent en de trend is nog steeds omlaag. De onafhankelijke technisch analist Royce Tostrams is hiervan overtuigd: "We gaan naar 3,25 procent dit jaar. Daarna zakt de rente verder naar 2,5 tot 2,75 procent." Onheilspellend voegt hij er aan toe: "De rentedaling is een tijdbom voor de pensioenfondsen. Ze hebben een gigantisch probleem."

### Schokeffect

Niet alleen het ABP kampt met dit probleem. Alle pensioenfondsen worden binnenkort geconfronteerd met het nieuwe Financieel Toezichtskader. Actuaris Falco Valkenburg van de consultancy firma Towers Perrin schat dat een gemiddeld pensioenfonds bij een kapitaalmarktrente van 3,5 procent de pensioenverplichtingen met tien tot vijftien procent omhoog zal zien knallen, afhankelijk van de samenstelling van de beleggingsportefeuille. De dekkingsgraad daalt dan automatisch bijna even hard. De schok wordt enigszins gedempt doordat de obligatieportefeuille van een pensioenfonds bij een rentedaling meer waard wordt, maar dat effect is helaas zeer beperkt. De rentegevoeligheid van de pensioenverplichtingen wordt in het nieuwe toezichtregime ongeveer zeven keer sterker dan de rentegevoeligheid van de obligatieportefeuilles. Pensioenfondsen beleggen immers een deel van hun vermogen in obligaties en de obligaties hebben gemiddeld een veel kortere looptijd dan de verplichtingen.

Of de Nederlandse pensioenfondsen eind dit jaar collectief door het ijs zakken is moeilijk te voorspellen, volgens actuaris Rajish Sagoenie van Aon Consulting. "Zonder informatie over de gemiddelde dekkingsgraad van de pensioenfondsen op dit moment kan ik daar geen uitspraak over doen. Ook de inschatting van de rentestand aan het eind van dit jaar is van doorslaggevend belang om hierover een voorspelling te kunnen doen." De informatie over de dekkingsgraden komt pas over enkele maanden naar buiten. Wel staat vast dat de gemiddelde dekkingsgraad niet alles zegt over de problemen, omdat de spreiding rond het gemiddelde groot is. Onder de achthonderd Nederlandse fondsen zijn er vele sterke, maar ook honderden zwakke broeders. Onderzoekers van de Rabobank stellen in een vorige week gepubliceerd rapport over de gevolgen van de nieuwe toezichtnormen dat 'het gemiddelde pensioenfonds in Nederland de (nieuwe, red.) solvabiliteitstoets niet haalt'. Daarbij gingen ze uit van een gemiddelde dekkingsgraad van de pensioenfondsen van 113 procent, eind 2003. Vervolgens lieten ze daar de nieuwe solvabiliteitsnormen op los en rekenden die door tot eind 2004, rekening houdend met de gedaalde rente. Als de extrapolatie van de onderzoekers voorspellende waarde heeft, dan zullen talrijke pensioenfondsen hun premies binnenkort fors moeten verhogen, de indexatie van pensioenuitkeringen moeten schrappen, en wellicht zelfs opgebouwde pensioenrechten moeten aantasten om binnen een jaar het lek boven water te krijgen. Als zulke maatregelen op grote schaal nodig blijken, is dat rampzalig voor het consumentenvertrouwen, de bestedingen en de hele economie.

### Bidden

"De pensioenfondsen hopen dat de rente weer gaat stijgen, maar dat gebeurt niet", zegt Royce Tostrams zeer beslist. Een jaar geleden verwachtten de pensioenfondsen ook al een rentestijging. Tostrams: "Een jaar geleden zei ik al: je moet nu in obligaties stappen. Daar werden toen grapjes over gemaakt." Maar Tostrams' voorspelling kwam uit. De rente daalde en de obligatiekoersen vlogen omhoog. Als technisch analist bestudeert hij het sentiment op de rentemarkt. Hij kijkt daarbij vooral naar veranderingen in de vraag-aanbodverhoudingen. "Een enorme stroom geld wil vastrentend belegd worden. Het is niet alleen conjunctureel, maar ook structureel. Dankzij de hoge olieprijs zijn er veel oliedollars die omgezet worden in euro-obligaties", luidt zijn analyse. Opnieuw staat Tostrams alleen met zijn voorspelling. Een enquête van financieel persbureau Reuters, eind vorig jaar, onder ruim honderd vermogensbeheerders wijst uit dat slechts zeven van hen een rentedaling voorspellen. Overigens niet de minst gereputeerde. Robeco en ABN Amro scharen zich hieronder. Een meerderheid voorziet dit jaar juist een rentestijging. Maar sinds de publicatie van de enquête is de lange rente zo'n zestig basispunten gedaald, en worden de donkere wolken boven de pensioenfondsen met de dag dreigender. Voorzitter Jeroen Steenvoorden van de OPF, de koepelorganisatie van ondernemingspensioenfondsen, erkent dat het risico van de dalende rente het gesprek van de dag is bij pensioenfondsbeheerders. "Het is de actuele discussie. Iedereen vraagt zich af: hoe kijkt mijn sponsor aan tegen de grote fluctuaties in de dekkingsgraad." Die vraag dringt zich op door de invoering van de nieuwe verslaggevingsregels - de international financial reporting standards (IFRS). Volgens die regels moeten ondernemingen met ingang van dit jaar eventuele financiële tekorten van 'hun' pensioenfonds op hun eigen balans als een schuld opvoeren. Geen enkele chieft financial officer (cfo) ziet uiteraard graag dat zijn eigen balans op die manier hypergevoelig wordt van de grillen van de obligatie- en aandelenmarkten.

Pensioenfondsadviseur Fred Nieuwland van beloningsadviesbureau Towers Perrin benadrukt dat pensioenfondsen het

renterisico kunnen afdekken. "Ze kunnen de looptijd van hun obligaties matchen met de looptijd van hun pensioenverplichtingen." Eenvoudig is dat niet. De looptijd van hun verplichtingen is gemiddeld zestien jaar, terwijl die van de obligatieportefeuilles gemiddeld vijf jaar is. Als alle pensioenfondsen nu willen matchen, moeten ze massaal obligaties met extreem lange looptijden van dertig jaar inslaan en die zijn schaars. Pensioenadviseur Catherine Claydon van de Amerikaanse zakenbank Goldman Sachs rekende enkele jaren geleden uit dat Nederlandse pensioenfondsen voor 263 miljard euro aan obligaties met een looptijd van dertig jaar zouden moeten aanschaffen om hun gezamenlijke renterisico volledig af te dekken. Zoveel langlopende obligaties staan er niet eens uit in de eurozone.

Niet happig

Pensioenfondsmanagers zijn nu trouwens niet erg geneigd de obligatiemarkt massaal te bestormen. "Sommige gaan matchen", stelt Jeroen Steenvoorden. "Maar anderen vinden de timing nu niet gunstig." Obligaties zijn op dit moment behoorlijk prijzig en mocht de rente toch stijgen, dan dalen de obligatiekoersen, en dat tast het beleggingsrendement aan. Voor de beheerders die jaarlijks in eerste instantie worden afgerekend op het rendement, is dat geen aantrekkelijk perspectief. Fred Nieuwland vindt die aarzeling link: "Het gevaar bestaat dat de rente verder daalt en dat pensioenfondsen straks op een zeer ongunstig moment massaal in obligaties moeten stappen, of de swapmarkt op moeten gaan."

Een alternatief is de derivatenmarkt. Met name de swapmarkt, omdat die veel dieper is dan de markt voor langlopende obligaties. Via een swapcontract kunnen pensioenfondsen de renteopbrengst van hun (kortlopende) obligaties ruilen voor de lange rente. Directeur Theo Kocken van Cardano Risk zei al in september vorig jaar tegen Het Financieele Dagblad: "Als ik morgen pensioenfondsdirecteur zou worden, zou ik eerst de balans afdekken met swaps en daarna pas vragen hoe mijn collega's heten." Niet iedere fondsmanager heeft dat gratis advies opgevolgd. Met een swapcontract kan een pensioenfonds namelijk ook opbrengsten mislopen als de rente stijgt. Fred Nieuwland zegt nu: "Sommige pensioenfondsen kopen swaptions, opties op swapcontracten. Zulke derivaten zijn echter niet goedkoop." Nieuwland zegt dat een pensioenfonds, gelieerd aan een AEX-fonds, het hele renterisico vorig jaar op de swapmarkt heeft afgedekt. Hij weigert echter de naam van het fonds te noemen. Verschillende door FEM Business benaderde actuarissen kennen deze geluksvogel, maar ook zij geven de identiteit niet prijs. Een geruchtespoor leidt naar Lex Heijnis, de baas van het ABN Amro Pensioenfonds. Begrijpelijk, want ABN Amro Asset Management is een van de weinige vermogensbeheerders die op dit moment een rentedaling voorspelt. Maar een ABN Amro-woordvoerder ontkent dat Heijnis het renterisico heeft afgedekt. Hij beweert ijskoud dat er een verschil kan zitten tussen de rentevisies van het pensioenfonds en van ABN Amro's vermogensbeheerders. Actuaris Rick Westhoff van Watson Wyatt weet dat er in de omvangrijke cliëntenportefeuille van Watson Wyatt "zeven pensioenfondsen, gelieerd aan AEX-fondsen, serieus denken over (het betreden van) de swapmarkt, maar zij willen daar nog geen ruchtbaarheid aan geven". Westhoff bevestigt wel: "Heel veel fondsen buigen zich erover." Ook actuaris Sagoenie van Aon Consulting verwacht later dit jaar "een run op de swapmarkt". Hij vreest dat dit "prijsoptimistisch kan werken".

Het Hoogovens Pensioenfonds is het enige fonds dat openlijk toegeeft het renterisico te hebben afgedekt. Ton Doeleman, voorzitter de beleggingscommissie van het fonds: "We hebben zowel het rente- als het inflatierisico voor het grootste deel uitgesloten." Het pensioenfonds deed dit door de aanschaf van index-obligaties en door een swapportefeuille op te bouwen. Doeleman: "Het Hoogovens Pensioenfonds liep hiermee volgens mij voorop. Ik heb geen informatie of andere grote fondsen dit ook gedaan hebben. Wij hebben de contracten op een gunstig moment afgesloten." De kosten van het afdekken van het renterisico waren volgens hem niet hoog, maar het hedgen, afdekken, van het inflatierisico was "relatief kostbaar". Doeleman stelt overigens dat "de kosten naar verwachting in de toekomst aanzienlijk hoger zullen zijn dan een half jaar geleden". Naar verluidt anticiperen hedgefondsen op de run van pensioenfondsen op de swapmarkt. Ze hebben forse speculatieve posities ingenomen, die tot gevolg hadden dat obligaties met zeer lange looptijden, tot dertig jaar, de afgelopen weken omhoog schoten, en de 30-jaarsrente naar een dieptepunt zakte. Het Agentschap van Financien denkt erover wat druk van ketel te halen door 30-jarige obligaties te plaatsen, maar dat is een druppel op een gloeiende plaat.

In de knel

De meeste pensioenfondsen hebben zich neergelegd bij de onvermijdelijke introductie van het nieuwe toezichtregime, hoewel de weerstand nog groot is tegen de nieuwe waarderingsmethode van hun verplichtingen. Ook de knellende hersteltermijn van slechts een jaar voor pensioenfondsen die plotseling met een onderdekking kampen, krijgt veel kritiek. Actuaris Falco Valkenburg van Towers Perrin denkt dat de toezichthouder wel coulant zal moeten omgaan met deze norm "naarmate meer fondsen onder de 105-procent-grens duiken en het een groter maatschappelijk probleem wordt".

Jean Frijns gokt daar liever niet op. Tijdens zijn ontmoeting met de pers in januari liet hij doorschemeren dat het ABP dit jaar de inzet van swapcontracten "geleidelijk" zal verhogen. Ook hij begint kennelijk te twijfelen aan zijn visie dat de rente dit jaar wel weer zal stijgen.

remko.nods

Bijna iedereen verwacht een rentestijging, maar de rente daalt gestaag verder. De obligatiekoersen gaan daardoor door het dak

Beleggingsdirecteur Jean Frijns (ABP) begint rekening te houden met een verdere rentedaling

Kader bij artikel:

#### ZIJ VOORSPELLEN EEN RENTEDALING

- \* ABN Amro Asset Management
- \* Robeco
- \* Munchen Ergo Asset Management
- \* Petercam
- \* Swiss Life Asset Management
- \* Van Lanschot Asset Management
- \* Western Asset Management

Bron: Reuters/Investment & Pensions Europe

**LOAD-DATE:** February 21, 2005

**LANGUAGE:** Dutch; Nederlands

**GRAPHIC:** Stone; Michael Kooren/HH

**TYPE:** artikel