Actuarieel Adviesbureau Confident B.V.

uw pensioen inzicht

Opheffen leenrestrictie, l'histoire se répète …

Samenvatting

Het opheffen van een restrictie klinkt positief, maar is het dat ook als het om pensioenen gaat? Is het opheffen van de leenrestrictie is niet hetzelfde als het beleggen met geleend geld?

In dit onderzoek wordt uitgelegd wat het opheffen van de leenrestrictie inhoudt en hoe de wetgever dit voor ogen heeft.
Vervolgens is berekend of het opheffen van de leenrestrictie nodig is om het doel te halen en of dit, gegeven de risico's die dit met zich meebrengt, verstandig is om te doen.

Uit ons onderzoek blijkt dat het opheffen van de leenrestrictie niet of onvoldoende bijdraagt aan beter resultaat, terwijl het wél grote ongewenste risico's met zich mee brengt.
Conclusie: Niet doen dus.

Voor onze berekeningen hebben we zoveel mogelijk aansluiting gezocht bij de scenarioset(s) van DNB. Deze sets moeten echter op een aantal punten gecorrigeerd worden om ze in lijn te brengen met de gewenste uitgangspunten en ze anders een te optimistisch beeld geven. Een bijkomende conclusie is dat als over de scenariosets gecommuniceerd wordt, de lezer vaak op het verkeerde been gezet wordt. Zo wordt regelmatig gecommuniceerd over de gemiddelde waarden in de laatste 10 jaar (de periode 2072-2082), terwijl de berekeningen betrekking hebben op de eerste 10 jaar. Dit is bijvoorbeeld gebeurd bij de communicatie over de inflatie van 1,1% of 1,3% en gebeurt nu over de risicopremie van 4,33%.
Hopelijk worden ook deze problemen door de nieuwe Commissie Parameters opgelost.

Inleiding

Het opheffen van een restrictie klinkt positief, zeker als dat welvaartswinst oplevert. Dus waarom zou je tegen zijn?
Aan de andere kant waarschuwen DNB en AFM regelmatig voor beleggen met geleend geld en hebben veel particulieren slechte ervaringen met producten waarin belegd wordt met geleend geld.
Is het dan toch een goed idee om jongeren zonder inspraak hiertoe te verplichten?
Tijd voor een onderzoek.

Bij ons onderzoek komen wij tot andere conclusies dan eerdere onderzoeken die door SZW zijn gebruikt. Een belangrijke oorzaak hiervan is het verschil in de gebruikte scenarioset.

Wat is de leenrestrictie?

In de Wet toekomst pensioenen (WTP) worden rendementen leeftijdsafhankelijk toebedeeld. Jongeren krijgen meer rendement en risico dan ouderen. In de uitwerking in de Memorie van Toelichting (MvT) worden de rendementen zodanig toebedeeld dat iedereen dezelfde aanpassing krijgt in het te bereiken pensioen. Waarbij het te bereiken pensioen bestaat uit actuele pensioenvermogen, dat belegd is, vermeerderd met de toekomstige premies, die nog niet belegd zijn.
Stel dat voor gepensioneerden 35% in aandelen wordt belegd, dan moet voor iemand die de helft van zijn pensioen heeft opgebouwd 70% in aandelen worden belegd en voor iemand die op ¼ zit 140%.
Dit laatste is meer dan 100% en kan dus alleen als er voor deze persoon “belegd” wordt met geleend geld. Dit mag niet volgens de huidige wetgeving en daarvoor moet de leenrestrictie worden opgeheven. Het idee achter deze methode is dat dit extra rendement en dus welvaartswinst oplevert.

In de huidige wetgeving mogen pensioenfondsen niet beleggen met geleend geld. Dit was zo en dit wordt in de Wet toekomst pensioenen (WTP) voor het pensioenfonds als geheel ook niet aangepast. Wat wel wordt aangepast, is dat op individueel niveau iemand over zijn pensioenvermogen een rendement kan worden toebedeeld dat overeenkomt met meer dan 100% belegging in aandelen.

In de Memorie van Toelichting (MvT) staat een uitwerking beschreven. Hierbij wordt uitgegaan van de volgende formule:

$$LC(i) = F/(F+H)x(Fi+Hi)/Fi$$

Als je deze formule uitwerkt, met de veronderstelling dat iemand vanaf zijn 18^e pensioen opbouwt, dan kom je voor een 30-jarige uit op rendementstoedeling vergelijkbaar met meer dan 200% in aandelen. Voor mensen onder de 25 is dit meer dan 300% en voor iemand van 20 durf ik het percentage niet eens te noemen.

Aan de andere kant geldt dat met deze formule voor een 65-jarige nauwelijks meer belegd wordt in aandelen dan voor een gepensioneerde.
Als we er vanuit gaan dat iemand pas vanaf zijn 21ste of een hogere leeftijd pensioen opbouwt, dan worden de bovengenoemde 200% en 300% hoger.

Is het opheffen van de leenrestrictie nodig?

Om te beoordelen of het opheffen van de leenrestrictie nodig is, hebben we de uitkomsten van drie beleggingsvarianten beoordeeld.
De eerste is de zogenaamde 3-2-1 variant zoals eerder gebruikt door het CPB. Dit houdt in dat jongere werknemers 3 keer zoveel en oudere werknemers twee keer zoveel overrendement krijgen als gepensioneerden. De tweede is een lifecycle met 75% in aandelen tot 55 jaar en daarna afnemend tot 35% bij pensionering. In de markt wordt 75% in aandelen tegenwoordig gezien als een defensieve beleggingsmix. De derde variant is op basis van de LC(i) formule.
De premies zijn in alle drie de varianten gelijk en een vast percentage van de pensioengrondslag.
Voor de economische veronderstellingen zijn we uitgegaan van een aangepaste scenarioset van DNB. Deze aanpassingen zijn zeer bepalend voor de uitkomsten en worden verderop beschreven.

De uitkomsten hebben we vergeleken met een niet-geïndexeerde middelloonregeling en een volledig geïndexeerde middelloonregeling. Waarbij de uitkomst van de geïndexeerde middelloonregeling op 100% hebben gezet.

	Middelloon		DC-regeling		
	Zonder indexatie	Met indexatie	3-2-1	Lifecycle	LC(i)
5e percentiel			30%	29%	33%
Mediaan	67%	100%	70%	71%	69%
95e percentiel			204%	218%	274%

Uit de berekening blijkt dat de rendementstoedeling op basis van LC(i) niet leidt tot een hoger pensioen in het mediane scenario. Ook omdat de lifecycle belegging “defensief” gekozen is, is er zonder het loslaten van de leenrestrictie nog voldoende ruimte om tot een hoger pensioenresultaat te komen.

Conclusie: Voor het pensioenresultaat is het niet nodig om de leenrestrictie op te heffen.

Wat is het individuele risico?

Het tweede dat opvalt is dat het risico op het eerste gezicht bij de LC(i) variant beter verdeeld is dan bij de andere twee varianten. Dit is verklaarbaar, omdat bij de LC(i) variant in de eerste jaren weliswaar meer risico wordt genomen, maar in de latere jaren als het pensioenvermogen groter is juist minder risicovol wordt belegd. **Hier is het echter de schijn die bedriegt, omdat uit deze cijfers niet blijkt hoe vaak het pensioenvermogen op nul wordt gesteld.**
Waar het bij middelloonregelingen, de 3-2-1 variant en de lifecycle variant onmogelijk is dat iemand een negatief pensioenvermogen krijgt, is dit bij de LC(i) variant wél mogelijk. We hebben de kans dat dit gebeurt doorgerekend met 10.000 scenario's[1].
Uit onze doorrekeningen komt dat iemand van 21 in de 10.000 scenario's meer dan 3.000 keer meemaakt dat zijn pensioenvermogen op nul gesteld wordt. Voor een slaper betekent dit dat al zijn pensioen verdwenen is en zonder toekomstige pensioenopbouw dus nooit meer terug komt.
Voor iemand van 25 is dat in 10.000 scenario's meer dan 500 keer. Een stuk minder, maar voor het vertrouwen in het nieuwe pensioensysteem is dat nog steeds funest.

In de 10.000 scenario's komt het één keer voor dat iedereen tot en met 31 jaar hun pensioenvermogen volledig ziet verdwijnen. Eén op de 10.000 lijkt extreem, maar is net als 2008 wel mogelijk.

Conclusie: De kans dat pensioenvermogens in enig jaar op nul gesteld worden is te groot om vertrouwen in dit systeem te kunnen houden.

[1] Zie bijlage 1

Is het verstandig?

Een argument dat vaak gebruikt wordt is dat de besturen van pensioenfondsen ‘het niet zover zullen laten komen’ en ‘niet verder dan bijvoorbeeld 120% in aandelen zullen gaan’. Ik denk dat dit vertrouwen veelal terecht is.
Echter vertrouwen kan snel verdwijnen. Als één fonds het voorbeeld uit de MvT volgt en daardoor het pensioenvermogen van alle jongeren onder bijvoorbeeld 25 jaar op nul moet zetten, dan heeft dat verstrekkende gevolgen voor het vertrouwen in dat pensioenfonds en het stelsel in zijn algemeen.

Wetende dat:

1. het afschaffen van de leenrestrictie niet nodig is om het doel te bereiken;
2. je er op kan wachten dat het pensioenvermogen van mensen volledig verdwijnt;
3. het gemiddelde resultaat vooral bestaat uit veel resultaten die slechter zijn dan gemiddeld en weinig resultaten die veel beter zijn dan gemiddeld;
4. de wetgever aan de sociale partners en pensioenfondsen indirect een stuurmiddel geeft om de premie te gaan verlagen, zonder de ambitie aan te hoeven passen en de druk om de premie te verlagen soms groot kan zijn;
5. de effecten van de leenrestrictie met de huidige scenariosets gemaskeerd worden, maar de scenariosets niet bepalend zijn voor de werkelijke uitkomsten;

lijkt het me geen goed idee om de leenrestrictie los te laten met het huidige voorbeeld uit de MvT in gedachten.

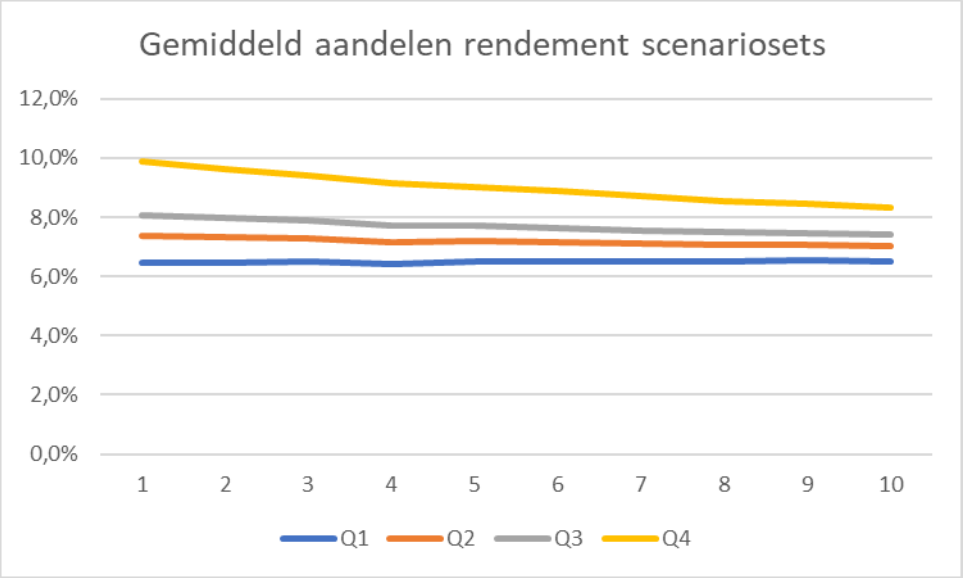
De scenarioset

De Commissie Parameters komt binnenkort met een nieuw advies en hopelijk draagt dat ertoe bij dat alle bezwaren en vragen als sneeuw voor de zon verdwijnen. Tot die tijd zullen we het echter met de huidige scenariosets moeten doen.

Als we de meest actuele scenarioset analyseren, dan zien we de volgende resultaten:

- De hoogste inflatie in 10.000 scenario's in de eerste 10 jaar is 5,53%.
- De hoogste inflatie in 10.000 scenario's over de gehele looptijd is 5,68%.
- De standaarddeviatie voor de inflatie is gemiddeld 0,8%
- Het gemiddeld aandelenrendement in de eerste 10 jaar is boven de 9%. Dit is aanzienlijk hoger dan de risicopremie van 4,33% van de Commissie Parameters aangeeft.
- De standaard deviatie bij aandelen ligt tussen de 15% en 16%, terwijl de Commissie Parameters in haar advies uitgaat van een standaarddeviatie van 20%,
- Het gemiddelde aandelenrendement over de alle jaren en alle scenario's is 7,5%.
- De gemiddelde 10-jaarsrente over alle jaren en scenario's is 1,7%.

Het was al eerder bekend dat de inflatie in de scenarioset niet aansluit bij de actuele situatie en de actuele situatie ook niet voorkomt in de scenariosets. De scenarioset onderschat dus de hoogte inflatie.
Niet alleen de hoogte, maar ook het risico van de inflatie wordt onderschat. In de scenarioset is de standaarddeviatie van de inflatie zo'n 0,8% en in het vorig kwartaal was dit zelfs 0,6%. Dit is niet alleen lager dan de standaarddeviatie in de vorige eeuw van 5,1%, maar ook lager dan standaarddeviatie in de stabiele periode 1997-2020 van 1,0%. De volatiliteit van de inflatie wordt hiermee onderschat.
Volgens de Commissie Parameters mag je voor aandelen rendementen uitgaan van een maximum rendement van 5,6% netto en een standaarddeviatie van 20%. Ook wordt door de Commissie Parameters een risicopremie van 4,33% genoemd. De risicopremie is hierbij het verschil tussen het aandelenrendement en het rendement op veilige obligaties.
In alle vier de scenariosets van 2022 zie je ook dat de mediaan van de aandelenrendementen toegroeit naar 5,6%. Hieruit mag je echter niet concluderen het gemiddelde aandelenrendement in de eerste 10 jaar ook op dit niveau zit. De gemiddelde aandelenrendementen in de eerste 10 jaar staan in de volgende grafiek.



De gemiddelde voorspelde aandelenrendementen in de eerste 10 jaar liggen dus ruim boven de eerder genoemde 5,6%.
Ook liggen deze aandelenrendementen ruim boven het niveau dat je met een risicopremie van 4,33% kan verklaren. Het lastige van de risicopremie is dat in het rapport van de Commissie Parameters niet vermeld staat welke welke rente hiervoor gebruikt moet worden. Maar linksom of rechtsom, een gemiddelde aandelenrendement van ruim 9% en een risicopremie van 4,33% zou betekenen dat er een rente gebruikt is van ongeveer 4,7%. Mij is geen veilige rente op dit niveau bekend.

De standaard deviatie van het rendement op aandelen is in alle vier de scenarioset rond de 15%. Dit is ruim lager dan de standaard deviatie die de Commissie Parameters heeft vastgesteld op basis van uitgebreid onderzoek.

Voor de berekening van de risico's van de leenrestrictie zijn is vooral de rendementen in de eerste jaren van belang. Een overschatting van het rendement en een onderschatting van de standaarddeviatie leidt tot een onderschatting van het risico.

Bijlage 1: aangepaste scenarioset

Bij onze berekeningen zijn we uitgegaan van een aangepaste scenarioset.

De basis is de scenarioset van DNB van het derde kwartaal.

Op deze scenarioset hebben we een aantal aanpassingen gemaakt.
Eerst hebben we het rendement op aandelen verlaagd, zodat in elk jaar de risicopremie gelijk is aan de 4,33% die genoemd is door de commissie parameters en volgens de specificaties ook gebruikt is voor verschillende rapporten van DNB.
Vervolgens hebben we de aandelenrendement aangepast, zodat de standaarddeviatie gelijk is aan door de commissie parameters genoemde 20%.
Als laatste hebben de volatiliteit van de inflatie verhoogd naar een standaarddeviatie van 1,0%. Het gemiddelde inflatieniveau hebben we intact gelaten. Dit laatste heeft als gevolg dat onze berekeningen eerder een onderschatting dan een overschatting van de werkelijkheid geven.