

Een pragmatische oplossing voor de kredietcrisis in Nederland

Hoe kunnen we voorkomen dat de rekening van de huidige kredietcrisis eenzijdig bij de komende generaties wordt gelegd? Door een vrijwillige koppeling te maken tussen het herberekenen van toekomstige pensioenverplichtingen en nog op te bouwen, door de pensioenfondsen gefinancierde fondsen voor minder liquide bezittingen van banken. Met een dergelijke oplossing bevestigt Nederland haar unieke positie in Europa als pensioenland bij uitstek en wendt deze positie aan om versneld de voor herstel van de Nederlandse economie noodzakelijke impuls te geven.

Bij het bestrijden van de kredietcrisis richt Nederland zich nu, in navolging van Europa en de rest van de wereld, in de eerste plaats op herstel van de vermogenspositie van de financiële sector. Op korte termijn lijken de getroffen maatregelen - zoals solvabiliteitssteun, liquiditeitssteun en garantie van spaargelden - voldoende stevig om Nederland door de crisis te loodsen. Achter de nabije horizon loeren echter verderstrekkende gevaren.

De huidige kredietcrisis tast namelijk niet alleen de vermogenspositie van banken aan. Door de sterk gedaalde beurskoersen zijn ook de vermogens van de Nederlandse pensioenfondsen hard geraakt. Zij lopen daarnaast een aanvullend risico van geldontwaarding over het resterende vermogen als de inflatie in Europa weer aanwakkert. De huidige strategie van Centrale Banken van 'quantitative easing' (zeg maar: de geldpers aanzetten) versterkt die zorg over een oplopende inflatie.

De vraag rijst dan ook of Nederland met de huidige maatregelen voldoende toekomstgericht handelt. Moeten pensioenfondsen, banken en de overheid niet de handen ineenslaan voor een uitweg uit de huidige crisis? En biedt het unieke feit dat wij onze toekomstige pensioenverplichtingen al bijeen hebben gespaard daartoe niet een uitgelezen mogelijkheid? Laten wij, kortom, hier de kans liggen om de positie van Nederland als pensioenland internationaal aanzienlijk te verstevigen?

In de meeste Europese landen bestaat de pensioenvoorziening uit een staatspensioen dat rechtstreeks uit de staatskas wordt gefinancierd. Daarmee drukken de pensioenkosten zwaar op de staatsbegroting. Door de toenemende vergrijzing lopen deze kosten bovendien jaarlijks steeds verder op.

Nederland onderscheidt zich juist met haar pensioenstelsel door de combinatie van een staatspensioen, de AOW, als eerste pijler voor de lopende pensioenverplichtingen en het (collectief) bijeen sparen van pensioenvermogen voor de toekomst. Met deze tweede pijler heeft Nederland zijn toekomstige verplichtingen in feite al bijeen gespaard. Op dit moment bedraagt dit vermogen liefst 600 miljard euro. Bij het bestrijden van de kredietcrisis maakt Nederland tot nu toe echter geen gebruik van dit 'slapende vermogen'. Een samenwerking tussen overheid, banken en pensioenfondsen biedt echter

ongekende mogelijkheden om de Nederlandse bankensector en de Nederlandse economie er weer bovenop te helpen.

Inflatie grootste gevaar voor pensioenvermogen

Nederland is met zijn 'duale' pensioenstelsel een buitenbeentje in Europa. Dat enkele feit vormt een zeker risico. De meeste landen in Europa financieren de pensioenen direct uit de staatskas. Met het voortduren van de kredietcrisis bestaat het gevaar dat veel landen geen bezwaar zullen maken tegen een structureel hogere inflatie en deze zelfs zullen verwelkomen. Op die manier worden hun oplopende staatsschulden immers reëel minder waard. Voor Nederland is dit een ongunstig scenario. Een sterk oplopende inflatie tast immers ook het bijeen gespaarde pensioenvermogen aan. Iets waar landen zonder tweede pijler geen last van hebben.

De grootste bedreiging voor een waardevast pensioen – nog steeds het uitgangspunt van de meeste van onze pensioenfondsen – is daarom de dreiging van een sterk oplopende inflatie in Europa. Hierdoor zal de hoogte van het pensioen onder druk komen te staan dan wel zal de premielast gedurende vele jaren sterk toenemen. Wat kunnen we daaraan doen? De Nederlandse speelruimte voor een onafhankelijk monetair beleid is immers beperkt.

Een logische oplossing is ervoor te zorgen dat pensioenfondsen in staat worden gesteld hun vermogen zodanig aan te wenden dat zij het risico van inflatie zoveel mogelijk kunnen opvangen. De huidige regelgeving rondom de dekkingsgraad voor een pensioenfonds maakt een dergelijk oplossing echter maar zeer beperkt mogelijk. En hoewel de regelgeving rondom dekkingsgraden bedoeld is om ons pensioenstelsel sterk te houden, brengt zij in deze crisis onbedoeld het omgekeerde effect tot stand. En dat is gevaarlijk.

Gevangen in onze eigen spelregels

De Nederlandse wetgeving ten aanzien van het beheer van pensioenvermogens behoort tot de strengste ter wereld. Nederlandse pensioenfondsen zijn verplicht altijd voldoende middelen in kas te hebben om zowel de huidige als alle toekomstige pensioenen van het fonds te kunnen dekken. Een nominale dekkingsgraad van minimaal 105 procent is het vigerend vereiste. Voor de berekening van de nominale dekkingsgraad hanteren pensioenfondsen modellen waarbij er vanuit conservatieve overwegingen vanuit wordt gegaan dat in de toekomst een laag rendement wordt behaald. Een rendement dat momenteel zelfs lager is dan de renteopbrengst op 10-jarige Nederlandse staatsleningen. De Nederlandsche Bank (DNB), die toezicht houdt op de regelgeving rondom de dekkingsvereisten van pensioenfondsen, kiest voor een conservatieve interpretatie van de regels en dwingt daarmee in feite het zogenaamde 'de-risking' af: het verlagen van het risicoprofiel van de beleggingen (en daarmee de toekomstige opbrengsten!) door het switchen van aandelen naar obligaties.

Zoals bekend voldoen de meeste pensioenfondsen op dit moment niet aan het criterium van 105 procent. Dat betekent overigens niet dat de pensioenen in gevaar zijn. Integendeel, Nederlandse pensioenfondsen zijn meer dan voldoende liquide om aan de huidige pensioenverplichtingen te voldoen. In het huidige beursklimaat is het evenwel, uitgaande van de verplicht gestelde veronderstellingen in de rekenmodellen, niet mogelijk is om alle pensioenuitkeringen over de komende 50 jaar volledig zeker te

stellen. Overigens is dat in het verleden nog nooit het geval geweest en is dat ook niet het uitgangspunt van ons pensioenstelsel.

Pensioenfondsen liggen daarom in beginsel ook niet wakker van een dekkingsgraad beneden 105 procent. Zij gaan ervan uit aan alle criteria te kunnen voldoen zodra na verloop van tijd bijvoorbeeld de rente weer oploopt.¹

Wat zijn de gevolgen van het strikt vasthouden aan de regelgeving rondom dekkingsgraden? In de eerste plaats worden pensioenfondsen vanwege de zogenaamde matching van hun toekomstige verplichtingen en hun huidige bezittingen stap voor stap gedwongen om meer te gaan beleggen in langjarige staatsleningen. Deze kennen weliswaar relatief weinig risico, maar ook een navenant laag rendement. Zo wordt voor de pensioenopbouw noodzakelijk, toekomstig rendement ingeruild voor directe zekerheid op korte termijn. Zonder aanvullende maatregelen in de vorm van langer doorwerken, overslaan van indexatie en verhoging van de premielast voor bedrijven en medewerkers, zullen hierdoor op termijn juist grote tekorten ontstaan.

Een tweede gevolg kan zijn dat pensioenfondsen ertoe (zullen) overgaan om aandelenbeleggingen te liquideren. Ook nieuwe investeringen in bedrijven kunnen achterwege gaan blijven ten gunste van langjarig staatspapier. Daarnaast komen bedrijven met een eigen pensioenfonds meer onder druk te staan indien zij als uitvloeisel van de herstelplannen een hogere premielast gepresenteerd krijgen. De overheid heeft dit onlangs zelf aan den lijve heeft ondervonden met de aangekondigde premieverhoging door het ABP².

Een derde punt van aandacht vormt de belangrijke rol van pensioenfondsen als beleggers in banken en verzekeraars. Het afgelopen jaar is de waarde van beleggingen in de financiële sector sterk gedaald. Daarbij dreigt het gevaar dat ook de waarde van beleggingen in andere sectoren van de Nederlandse economie verder zal teruglopen als gevolg van de haperende kredietverlening en de groeiende recessie. Pensioenfondsen hebben er dan ook het grootste belang bij dat de banken hun fundamentele rol als verstrekker van krediet (en beheerder van spaargeld) blijven vervullen om op die manier aan de investeringsbehoefte van het Nederlandse bedrijfsleven te voldoen.

Maar we zijn nu eenmaal gevangen in onze eigen spelregels, die door DNB strikt worden toegepast. Daarmee zijn de herstelplannen van de pensioenfondsen vooral slecht nieuws voor toekomstige generaties. Zij betalen straks de rekening in de vorm van lagere pensioenen en een hogere premiedruk. Ook lopen zij extra risico dat hun pensioenen onvoldoende waardeverlozen zijn op het moment dat zij uitbetaald gaan worden. In het slechtste geval wordt ons zo lang gekoesterde pensioenstelsel langs deze weg opgeblazen door de combinatie van aanwakkerende inflatie en onvoldoende ruimte voor inflatiebestendige beleggingen. Toch is er een pragmatische oplossing voor dit probleem.

¹ In dit licht bezien is het opvallend dat pensioenfondsen voor de herstelplannen, in tegenstelling tot de berekening van de dekkingsgraad, wel mogen uitgaan van een hoger rendement dan gebaseerd op de zogenoemde swaprente.

² Het probleem van de herstelplannen wordt nog versterkt doordat voor de berekening van de dekkingsgraad uitgegaan wordt van een puntschatting, namelijk 31 december 2008. Hoewel dit vanuit marktwaardedenken verdedigbaar is, moeten er vraagtekens bij geplaatst worden vanuit oogpunt van prudentiële en maatschappelijke stabiliteit en solidariteit.

Bescherm de jongere generaties en breng de kredietverschaffing weer op gang

Toekomstige generaties hebben er alle belang bij dat pensioenfondsen zich per direct kunnen richten op de kansen in de beleggingsmarkt. Hetzelfde geldt – omgekeerd – voor de kredietmarkt. Banken moeten het (onderling) vertrouwen zo snel mogelijk herstellen. Alleen op die manier kunnen banken de kredietverstrekking aan het bedrijfsleven hervatten. Maar vertrouwen komt te voet en gaat te paard, zo is tijdens deze crisis opnieuw gebleken. Voor herstel van het vertrouwen is het noodzakelijk dat eerst de balansen worden geschoond en de interbancaire liquiditeit gezekerd. Voor beide zaken – herstel van de beleggingsmarkt en van de kredietmarkt – bestaat een pragmatische dubbeloplossing.

In de eerste plaats zou Nederland de spelregels rondom de berekening van de toekomstige verplichtingen van pensioenfondsen moeten verleggen naar reële uitgangspunten. DNB zou haar beleid ten aanzien van de discontovoet van toekomstige pensioenverplichtingen moeten herijken. Als basis daarvoor kan worden teruggegrepen op uitkomsten vanuit het verleden. Wordt een discontovoet op basis van een meerjarig voortschrijdend gemiddelde vastgesteld – en dat is naar de toekomst toe een redelijk uitgangspunt – dan resulteert dit in een te hanteren rente van 4 tot 4,5 procent. Een dergelijke rentevoet toegepast op de dekkingsgraad van pensioenen zou ten gevolge hebben dat een groot deel van de pensioenfondsen boven de 105 procent dekkingsgraad terecht komt en dus geen extra maatregelen behoeft te nemen vanwege boekhoudkundige uitgangspunten³. Een maatregel als hier voorgesteld kan Nederland zonder Europese ruggespraak nemen en dus snel worden geïmplementeerd.

Voor herstel van de kredietverlening is het noodzakelijk dat de markten erop kunnen vertrouwen dat op de balansen van banken geen verrassingen meer staan. Alleen dan zullen banken en investeerders zich weer voldoende gedekt voelen om weloverwogen risico's te nemen in de normale kredietverlening. Probleem hierbij is dat de liquiditeit in bezittingen van banken erg slecht is: dat betekent dat de waardering van deze bezittingen voor een klein deel beïnvloedt wordt door het kredietrisico en voor een relatief groot deel door het liquiditeitsrisico. Wie dus in staat is om lang op dergelijke leningen te blijven 'zitten', heeft de mogelijkheid om bij het aantrekken van de liquiditeit (lees: bij herstel van het vertrouwen in de financiële sector) extra rendement te genereren. Banken kunnen zich dat op dit moment qua financiële gegoedheid niet permitteren: indien namelijk de liquiditeit in de markt nog verder opdroogt, moeten zij verder afwaarderen op hun bezittingen met alle directe gevolgen voor de solvabiliteit. In de Verenigde Staten zijn op dit punt de waarderingsregels aangepast, maar in Nederland kan dit alleen in Europees verband plaatsvinden en daartoe bestaan vele aarzelingen.

Bestaande minder liquide leningen, zoals Alt-A hypotheke maar ook hypotheke, onroerend goed en commerciële leningen, moeten dus zoveel mogelijk van de balansen van banken verdwijnen. Een voorbeeld daarvan is de overname door de Nederlandse Staat eerder dit jaar van een deel van de risicovolle beleggingen van ING. In de private sector zijn de Nederlandse pensioenfondsen qua omvang en beleggingshorizon als enige in staat om op een vergelijkbare manier de minder liquide bezittingen van banken over te nemen. Zij beschikken over voldoende vermogen om een

³ Er blijft voor individuele pensioenfondsen natuurlijk altijd de beleidsruimte om tot een indexatiestop of verhoging van de premielast over te gaan, maar deze keuze is dan individueel bepaald.

klein deel daarvan, bijvoorbeeld zo'n 5 procent, te kunnen bestemmen voor de minder liquide leningen van banken. In totaal gaat het dan om een bedrag van ruim 30 miljard euro. Indien de overheid, net als in de Verenigde Staten, tegenover deze 30 miljard euro eigen vermogen aanvullende financiering beschikbaar stelt, bijvoorbeeld vanuit het bestaande liquiditeitsfonds van 200 miljard euro, dan krijgen dergelijke 'bankenfondsen' voldoende omvang om de Nederlandse financiële sector effectief te kunnen helpen.

Een bankenfonds biedt alle partijen voordelen

Waarom is dit voor de pensioenfondsen een interessante propositie? In de eerste plaats verwerven zij bezittingen waarvan met redelijke zekerheid verwacht kan worden dat de waarde ervan fors zal toenemen zodra de liquiditeit en het vertrouwen van de markt zijn hersteld. Immers, het grote probleem van de zogenaamde 'toxic assets' is niet zozeer het kredietrisico als wel het feit dat er voor dergelijke assets op dit moment geen enkele markt bestaat. Het liquiditeitsrisico verdwijnt zodra het vertrouwen in de financiële markten terugkeert. Daarmee vormt het bankenfonds voor pensioenfondsen, die historisch een lange beleggingshorizon kennen, een interessante, nieuwe beleggingscategorie⁴. Bovendien zou DNB door middel van een solvabiliteits-waiver (het solvabiliteitsbeslag op nul stellen) de aantrekkelijkheid van deze investering kunnen verhogen.

Daarnaast hebben de pensioenfondsen een aanvullend belang bij de gezondmaking van de Nederlandse banken. Hoewel Nederland internationaal gezien een open economie is, is de rol van de Nederlandse banken in onze economie nog steeds zeer groot. In het kielzog van de banken wordt daardoor ook de Nederlandse economie uit het slop getrokken met als voordeel dat de overige beleggingen van pensioenfondsen in Nederland eveneens in waarde stijgen.

Voor banken is het voordeel van een bankenfonds duidelijk: zij worden verlost van minder liquide leningen, die zwaar wegen voor de berekening van de solvabiliteit, en kunnen zich weer gaan richten op een van hun kerntaken, namelijk het verstrekken van leningen aan het bedrijfsleven.

Voor banken vormt een juiste prijsvorming bij de verkoop van minder liquide assets het grootste struikelblok. De markt is sterk opgedroogd, waardoor er nauwelijks concurrentie rondom deze assets bestaat. Om hieraan tegemoet te komen zou, in plaats van de vorming van een enkel bankenfonds, kunnen worden overgegaan tot de vorming van meerdere bankenfondsen die elk worden opgezet door (een aantal) pensioenfondsen. Het management van dergelijke fondsen blijft in handen van de banken (die zelf in alle gevallen een klein eigen belang houden), zodat de noodzakelijke expertise (van klant en deelmarkten) geconcentreerd blijft in de juiste handen. De overheid verleent onder voorwaarden steun aan elk van deze bankenfondsen, zodat een eerlijke concurrentie en prijsvorming kan ontstaan.

Overwogen kan worden om ook de verzekeraars een rol te geven in de voorgestelde oplossingsrichting. Ook voor hun pensioenbedrijven geldt dat een herberekening van de toekomstige opbrengsten extra lucht geeft om te participeren in het bankenfonds. Hiermee wordt tevens voorkomen dat mogelijk een ongelijk speelveld ontstaat tussen verzekeraars en pensioenfondsen.

⁴ In dit verband valt te overwegen om de 'fair value' waarderingsmethodiek voor pensioenfondsen aan te passen richting een 'held to maturity' waardering.

Overigens kan de overheid deelname aan een bankenfonds niet verplicht stellen, dat blijft onder alle omstandigheden een vrijwillige keuze van de pensioenfondsen. Maar door voorwaarden te scheppen, zoals leverage en een solvabiliteits-waiver, kan de overheid wel stimulerend optreden. In elk geval lijkt een zodanige beleggingscategorie voor pensioenfondsen interessanter dan rechtstreeks en grootschalig beleggen in overheidsgerelateerde banken. De waardeontwikkeling zal de komende jaren immers sterk onder druk staan als gevolg van onder andere hoge preferente dividenden en aanzienlijke boeteclausules ten gunste van de overheid, die deze bedongen heeft toen de nood het hoogst was.

Voor de Nederlandse Staat biedt de voorgestelde aanpak meerdere voordelen. In de eerste plaats komt de kredietverlening weer op gang zonder dat de overheid daarbij steeds in de frontlinie staat. Deze rol wordt immers overgenomen door de bankenfonds en de daarachter opererende pensioenfondsen. Omdat de overheid de bankenfonds mede financiert, kan zij wel voorwaarden stellen en de regie op hoofdlijnen bewaren zonder zelf in de frontlinie te hoeven staan.

Derde voordeel is dat (anders dan bijvoorbeeld in de Verenigde Staten) wordt voorkomen dat particuliere investeerders onnodig profiteren van de ondersteunende financiering door de Nederlandse Staat. Met alle gevolgen voor de discussie rondom bonussen en dergelijke. Pensioenfondsen zijn immers gereguleerde partijen die onder uitstekende controle staan en zich op geen enkele manier schuldig maken aan zelfverrijking.

Verder onderstreept deze oplossing de kracht van Nederland als pensioenland. Dit versterkt onze internationale concurrentiepositie op pensioengebied. Niet voor niets concentreert het Holland Financial Centre, de stichting die Nederland promoot als aantrekkelijke vestigingsplaats voor de financiële sector, zich voor een belangrijk deel op Nederland Pensioenland.

Een laatste punt van aandacht: bij het bankenfonds is geen sprake van een nieuwe constructie. In feite passen de pensioenfondsen dezelfde constructie toe als de Nederlandse Staat bij ING. Belangrijk verschil is dat de overheid in deze oplossing indirect in plaats van direct partij is. Op die manier blijft zij gespaard voor eventuele kritiek vanuit Brussel over staatsteun of onvoldoende neutraliteit en blijft haar eigen kredietwaardigheid volledig gegarandeerd. De overheid kan zo haar rol als regelgever en scheidsrechter beter spelen terwijl de markt op gecontroleerde wijze haar werk doet.

Slotoverweging

Wij zijn het tegenover onze toekomstige generaties verplicht onze bijeen gespaarde pensioenvermogens te beschermen en waar mogelijk uit te bouwen. Nederland staat internationaal gezien echter vrijwel alleen waar het gaat om het beschermen van ons pensioenvermogen tegen inflatie.

De kredietcrisis biedt een unieke kans om onze sterkte op pensioengebied om te zetten in klinkende munt. Door de bankensector te ontlasten ontstaat een duidelijke win-win situatie, die de Nederlandse economie ten goede komt. Dit voordeel stelt de pensioensector in staat haar rendement te maximaliseren zonder hiervoor aanzienlijk extra risico te lopen. In de meeste gevallen zullen de pensioenaanspraken daardoor in stand kunnen blijven zonder aanvullende lastenverzwaring of uitstel van indexering.

De voorgestelde bundeling van krachten tussen pensioensector, bancaire sector en overheid is uniek in Europa en versterkt de positie van Nederland als financieel (kennis)centrum daadwerkelijk. Daarmee wordt internationaal een solide visitekaartje afgegeven.

Amsterdam, juni 2009

Albert Röell
Voorzitter Raad van Bestuur KAS BANK N.V.