



# CPB Notitie

**Aan:** Ministerie van SZW

**Centraal Planbureau**  
Bezuidenhoutseweg 30  
2594 AV Den Haag  
Postbus 80510  
2508 GM Den Haag

T 088 9846000  
I [www.cpb.nl](http://www.cpb.nl)

**Contactpersonen**  
M.H.C. Lever, A.G.H. Nibbelink,  
W.F. Dillingh en S. Muns

**Datum:** 30 januari 2017

**Betreft:** Effecten van bodem in rekenrente voor pensioenfondsen

## Samenvatting

Naar aanleiding van Kamervragen heeft het ministerie van SZW aan het CPB gevraagd om de effecten van invoering van een bodem in de rekenrente te bepalen. Deze notitie beschrijft de gevraagde effecten.

De rente is in de afgelopen drie decennia in de ontwikkelde landen sterk gedaald. Een beperkte wijziging in de rente werkt in de huidige situatie bij veel fondsen op korte termijn beperkt door in de uitkeringen en de premie. De dekkingsgraden van veel fondsen liggen namelijk tussen 90% en 110%, waardoor zij niet indexeren, maar op korte termijn ook niet korten. De situatie bij deze fondsen verandert weinig bij een toename van de dekkingsgraad. Het verschil tussen niet of (gedeeltelijk) wel indexeren is vooral bij fondsen die het pensioen willen koppelen aan de prijzen beperkt, want de inflatie was afgelopen jaren vrij laag. Veel fondsen baseren hun premie op een verwacht rendement dat tussen 2015 en 2020 niet verandert.

Invoering van een bodem van 2% leidt bij de rentetermijnstructuur van eind 2016 voor een gemiddeld fonds tot een afname van de verdisconteerde verplichtingen met 12%; een bodem van 4% tot een afname met 39%. Invoering van een bodem van 2% gedurende vijf jaar heeft beperkte generatie-effecten. Een tijdelijke bodem van 4% of een permanente bodem heeft forse generatie-effecten.

Invoering van een bodem voor de rekenrente resulteert in een discrepantie in de waardering van de verplichtingen en de bezittingen van een pensioenfonds. Als de rente niet op korte termijn stijgt tot boven de gekozen bodem, resulteert er een tekort voor toekomstige gepensioneerden.

# 1 Inleiding

Naar aanleiding van vragen uit de Tweede Kamer heeft het ministerie van SZW het CPB gevraagd om de effecten van een aanpassing van de rekenrente voor de waardering van de verplichtingen van pensioenfondsen te bepalen. De aanpassing betreft de invoering van een bodem in deze rentetermijnstructuur van bijvoorbeeld 2% of 4%. In het wetsvoorstel van Kamerlid Krol zou de bodem in de rekenrente tijdelijk zijn, naar aanleiding van het ruime monetaire beleid (quantitative easing, QE) van de ECB.<sup>1</sup>

Deze notitie beschrijft het effect van de rente en van een bodem in de rekenrente op de verplichtingen van pensioenfondsen en op het netto-profijt van deelname aan de pensioenregeling (de generatie-effecten).

## 2 Effect van rente op pensioenen

De rente is afgelopen decennia sterk gedaald, mede door de daling van de inflatie. Ook de toename van de besparingen als gevolg van vergrijzing drukken de rente. Het ruime monetaire beleid van de centrale banken om de gevolgen van de financiële crisis na 2008 te beperken speelt eveneens een rol.

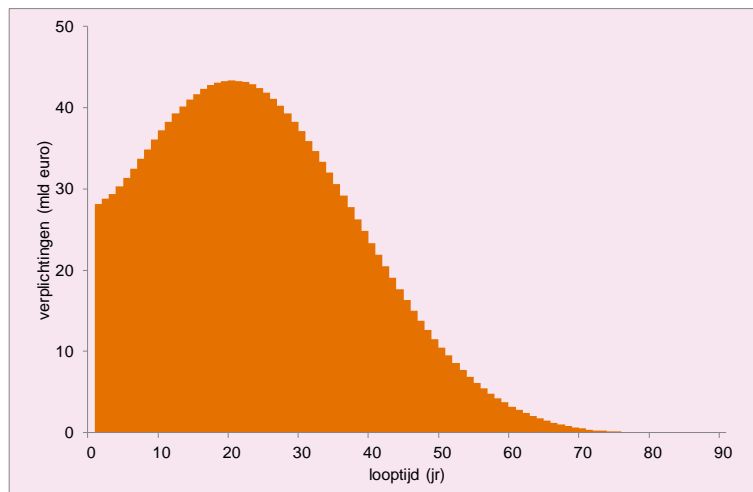
Een daling van de rente met 1%-punt leidt tot een stijging van de verplichtingen van pensioenfondsen met gemiddeld zo'n 20%. De beoogde toekomstige uitbetalingen worden teruggerekend naar euro's van nu met behulp van rentes voor verschillende looptijden, de rentetermijnstructuur. De gemiddelde looptijd van de verplichtingen van Nederlandse pensioenfondsen bedraagt ongeveer 20 jaar. De looptijd van de verplichtingen van een gemiddeld pensioenfonds is weergegeven in figuur 2.1.

Een daling van de rente met 1%-punt leidt ook tot een stijging van het vermogen van pensioenfondsen van gemiddeld zo'n 8%. Een daling van de rente leidt immers tot hogere koersen voor vastrentende waarden, zoals obligaties. Daarnaast dekken veel fondsen een deel van hun verplichtingen af met renteswaps, die bij een rentedaling in waarde toenemen. De gemiddelde afdekking van renterisico via langlopende obligaties en renteswaps ligt in de orde van 40%. Een daling van de rente met 1%-punt leidt voor een gemiddeld fonds per saldo tot een daling van de dekkingsgraad met ongeveer 12%-punt. Zowel de looptijd van de verplichtingen als de mate van afdekking van renterisico verschilt tussen fondsen.

---

<sup>1</sup> Voor de Memorie van Toelichting bij het wetsvoorstel, zie [officialebekendmakingen.nl](http://officialebekendmakingen.nl).

**Figuur 2.1 Verplichtingen pensioenfondsen naar looptijd, ultimo 2015**



Het effect van rentewijzigingen op de uitkeringen is op korte termijn veelal beperkt van omvang. Veel fondsen mogen immers niet indexeren, maar hoeven op korte termijn ook niet te korten bij de huidige dekkingsgraad. Indexeren is niet toegestaan bij een dekkingsgraad onder 110%. Kortten bij een dekkingsgraad boven 90% is veelal niet nodig, omdat het fonds volgens het herstelplan tijdig aan het vereist eigen vermogen kan voldoen. Zolang de dekkingsgraad na de rentewijziging ook tussen 90% en 110% ligt, is het effect op de uitkeringen op korte termijn nihil. Als fondsen na een rentestijging wel een dekkingsgraad boven 110% hebben, dan kunnen zij veelal slechts gedeeltelijk indexeren volgens de regels voor bestendige indexatie. De inflatie was afgelopen jaren bovendien laag, dus vooral voor fondsen die indexeren met prijzen zijn de effecten beperkt. Er zijn slechts enkele fondsen die in 2017 moeten korten en de kortingen zijn meestal gering. Als de dekkingsgraad komende jaren niet herstelt tot boven het minimale vereist eigen vermogen, dan zal een deel van de fondsen in 2020 of 2021 wel kortingen moeten doorvoeren.

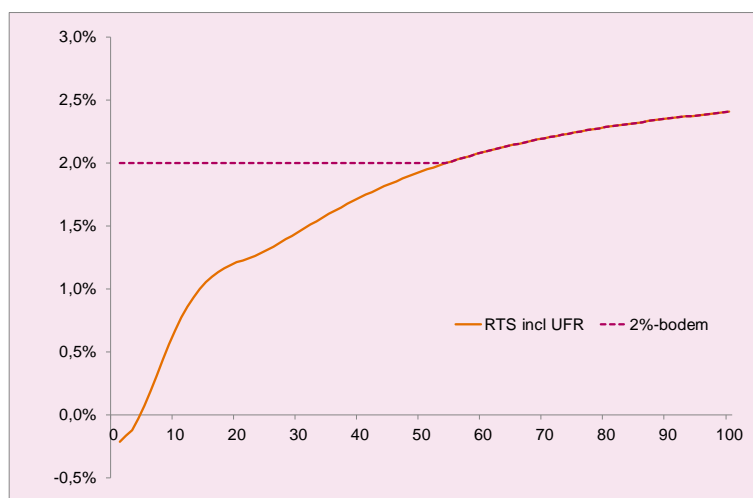
De effecten van rentewijzigingen op de pensioenpremie zijn op korte termijn veelal ook beperkt van omvang. De meeste fondsen bepalen de premie op basis van een verwacht rendement dat voor vijf jaar vaststaat. Deze periode loopt bij veel fondsen tot 2020, omdat het verwacht rendement bij de invoering van het nieuwe FTK in 2015 is vastgesteld.

### **3 Effect van bodem in rekenrente op verplichtingen**

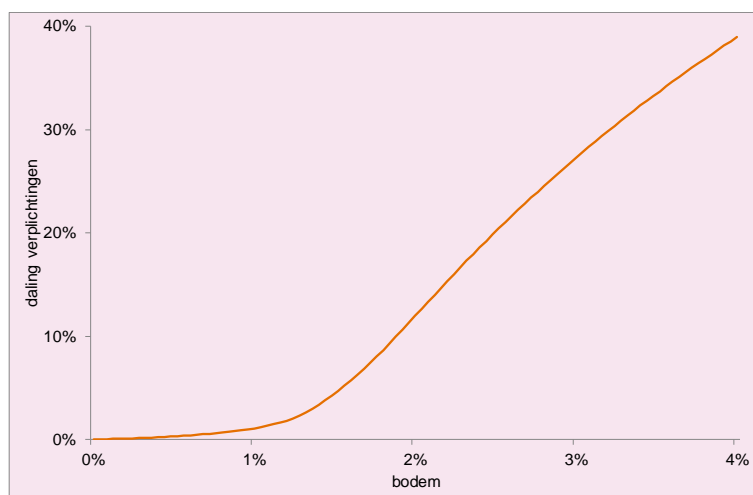
De rentetermijnstructuur van ultimo 2016 (inclusief UFR) zonder en met een bodem van 2% is geïllustreerd in figuur 3.1. Het effect van invoering van een bodem in de

rekenrente, uitgaande van deze rentetermijnstructuur is weergegeven in figuur 3.2.<sup>2</sup> Invoering van een bodem van 2% leidt tot een afname van de aldus verdisconteerde verplichtingen met 12%, invoering van een bodem van 4% tot een afname van 39%. Het effect van invoering van een bodem is groter bij een lage rentestand dan bij een hoge rentestand. Een aanpassing van de rekenrente die los staat van de marktrente heeft geen invloed op de waarde van de bezittingen.

**Figuur 3.1 Rentetermijnstructuur van 31 december 2016 zonder en met bodem van 2%**



**Figuur 3.2 Effect bodem in rekenrente op verplichtingen pensioenfondsen, RTS eind 2016**



<sup>2</sup> Het effect van een aanpassing van de rekenrente is pas na 12 maanden volledig zichtbaar in de beleidsdekkingsgraad. In het wetsvoorstel van Kamerlid Krol staat dat tijdelijk de actuele dekkingsgraad bepalend is voor de toeslagen en kortingen.

## 4 Generatie-effect van bodem in rekenrente

De effecten van invoering van een bodem in de rekenrente op het netto profijt van deelname aan de pensioenregeling zijn bepaald met een ALM-model. Het ALM-model simuleert de premie-inkomsten, de beleggingsrendementen, de opbouw van rechten en de uitkeringen van de deelnemers. De 1000 economische scenario's zijn afkomstig van pensioenuitvoerder APG en gebaseerd op de stand van de financiële markten op 30 september 2014. De gevoeligheid van de uitkomsten voor de veronderstellingen ten aanzien van de rente blijkt uit de simulaties op basis van scenario's gebaseerd op de stand van de financiële markten op 31 december 2010. Enkele kengetallen voor deze scenario-sets zijn vermeld in tabel 4.1.

**Tabel 4.1 Financiële kengetallen van de financieel-economische scenario's**

	Scenario's 2014		Scenario's 2010	
	Meetkundig gemiddelde	Volatiliteit	Meetkundig gemiddelde	Volatiliteit
	%	%	%	%
Aandelenrendement	4,55	14,89	6,92	16,28
Obligatierendement	1,32	2,05	4,08	3,16
Prijsinflatie	1,34	1,12	1,98	0,92
Looninflatie	1,40	1,17	2,96	1,42

De samenstelling van het fictieve pensioenfonds komt overeen met die van de Nederlandse bevolking. De trends voor de ontwikkeling van de bevolking en de levensverwachting zijn ontleend aan de CBS-prognose van 2014. We houden geen rekening met onzekerheid in de toekomstige stijging van de levensverwachting. We rekenen met een uittreedleeftijd in hele jaren, aanvankelijk 66 jaar en geleidelijk oplopend tot 71 jaar. De arbeidsdeelname verschilt per leeftijd en per cohort. De effecten zijn bepaald bij een initiële dekkingsgraad van 100%.

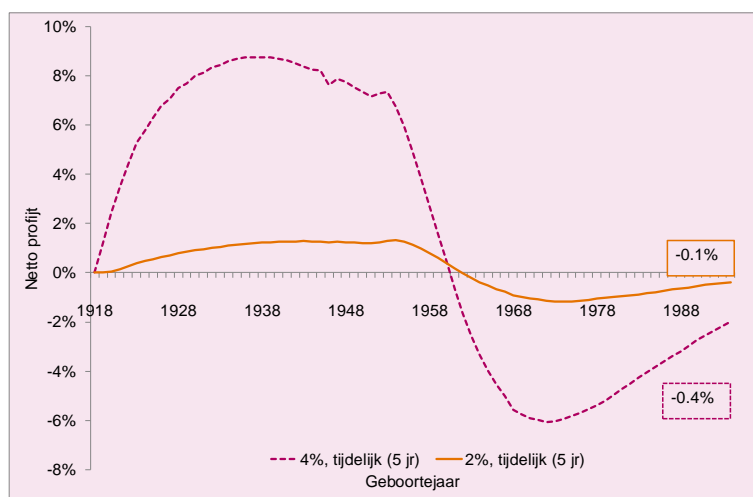
De generatie-effecten meten de verandering in de pensioenuitkeringen in het resterende leven als gevolg van de invoering van de bodem in de rekenrente. De veranderingen zijn relatief ten opzichte van de totale waarde van het nog te ontvangen aanvullend pensioen in het basispad. Een netto profijt van x% van een bepaalde generatie betekent dat de resterende uitkering van het aanvullend pensioen door de beleidswijziging x% meer waard wordt. Bij een generatie-effect van +10% stijgt een aanvullend pensioen van 10.000 euro per jaar dus naar 11.000 euro per jaar.

Na afloop van de simulatieperiode wordt het overgebleven fondsvermogen verdeeld naar rato van de waarde van opgebouwde aanspraken van de overgebleven deelnemers. Het gemiddelde netto profijt van de deelnemers geboren in latere jaren

dan weergegeven op de horizontale as vermelden we teksteel in de figuur.<sup>3</sup> Een plus voor de ene generatie impliceert een min voor een andere generatie, want de effecten over alle generaties tellen op tot nul.

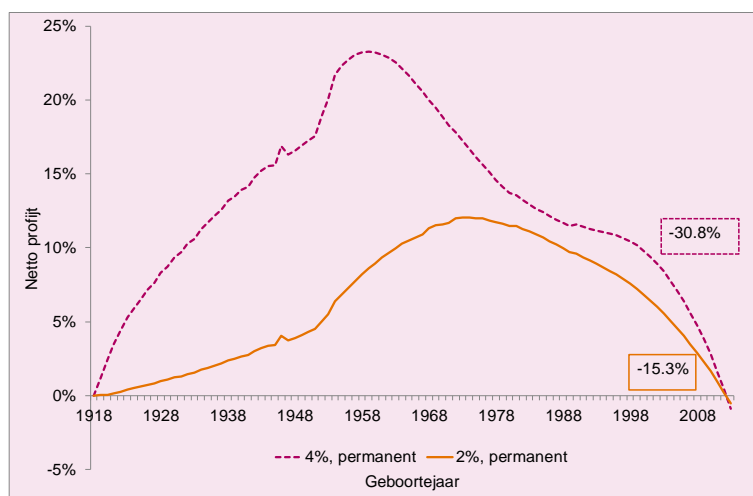
Invoering van een bodem in de rekenrente is gunstig voor oudere deelnemers en ongunstig voor jonge en/of toekomstige deelnemers; zie figuur 4.1 en 4.2. De maatregel leidt tot meer indexatie, dus hogere uitkeringen op korte en middellange termijn, maar vermindert het vermogen voor latere deelnemers. De omvang van de generatie-effecten neemt toe naarmate de bodem in de rekenrente hoger ligt en/of de bodem langer geldt.

**Figuur 4.1 Generatie-effect van tijdelijke bodem in rekenrente, scenario's 2014**



Noot: de gemiddelde effecten voor generaties geboren in 1995 en later zijn vermeld in de tekstvakken in de figuur.

**Figuur 4.2 Generatie-effect van permanente bodem in rekenrente, scenario's 2014**



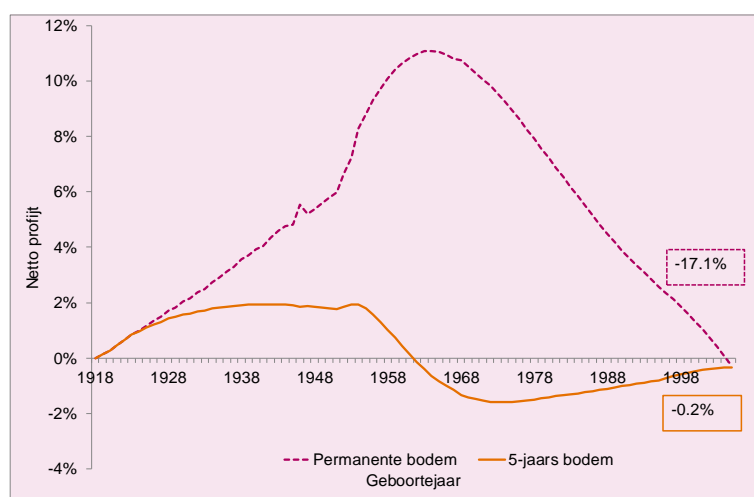
Noot: de gemiddelde effecten voor generaties geboren in 2013 en later zijn vermeld in de tekstvakken in de figuur.

<sup>3</sup> Het gemiddelde netto profijt voor latere generaties is gevoelig voor de lengte van de simulatiehorizon, dus dit cijfer is indicatief.

De generatie-effecten van invoering van een bodem in de rekenrente voor vijf jaar is gunstig voor cohorten geboren voor 1961 en ongunstig voor cohorten geboren daarna; zie figuur 4.1. Bij een tijdelijke bodem van 2% is het maximale generatie-effect zo'n +1% en -1%, bij een tijdelijke bodem van 4% is het ongeveer +9% en -6%. De generatie-effecten van invoering van een permanente bodem in de rekenrente zijn gunstig voor cohorten geboren voor 2012; zie figuur 4.2. Het maximale effect is +12% bij een permanente bodem van 2% en +23% bij een permanente bodem van 4%. De maatregel is bij continuïteit ongunstig voor cohorten geboren na 2012, doordat zij instromen in een fonds met minder vermogen dan zonder aanpassing van de rekenrente. De gemiddelde generatie-effecten voor hen zijn -15% bij een bodem van 2% en -31% bij een bodem van 4%.

De generatie-effecten van invoering van een bodem in de rekenrente vallen kleiner uit als de toekomstige rentes veel hoger zijn dan nu. Simulaties met economische scenario's die aansluiten bij de hogere rentes in 2010 illustreren dit. De generatie-effecten van een permanente bodem in de rekenrente van 4% lopen voor huidige deelnemers op tot +11% en zijn gemiddeld -17% voor generaties geboren na 2005; zie figuur 4.3. De generatie-effecten van een tijdelijke bodem van 4% liggen bij deze scenario's tussen +2% en -2%. De generatie-effecten van een tijdelijke of permanente bodem van 2% zijn bij deze scenario's gering (niet afgebeeld).

**Figuur 4.3 Generatie-effect van bodem van 4% in rekenrente, scenario's 2010**



Noot: de gemiddelde effecten voor generaties geboren in 2005 en later zijn vermeld in de tekstvakken in de figuur.

## 5 Slot

Invoering van een bodem in de rekenrente voor de bepaling van de verplichtingen leidt tot een discrepantie in de waarderingsgrondslagen voor beide zijden van de balans. Invoering van een bodem in de rekenrente heeft immers wel invloed op de

verplichtingen van een pensioenfonds, maar niet op de bezittingen. Een stijging van de korte rente tot aan de bodem heeft geen invloed op de verplichtingen verdisconteerd met de aangepaste rentecurve, maar leidt wel tot een afname van de bezittingen, bijvoorbeeld door lagere obligatiekoersen. Een fonds dat voor de rentestijging een dekkingsgraad had van 100%, heeft na de rentestijging tot aan de bodem in de rekenrente een dekkingsgraad van minder dan 100%. Bij invoering van een bodem in de rekenrente is minder inzichtelijk hoe een pensioenfonds er financieel voor staat.

Als de rente niet op korte termijn stijgt tot boven de gekozen bodem, is invoering van een bodem in de rekenrente ongunstig voor toekomstige gepensioneerden. De rente is afgelopen decennia gedaald door structurele veranderingen, los van het ruime monetaire beleid van de ECB. Het verleden biedt daarom een beperkt houvast bij het voorspellen van de rente.