



De leenrestrictie vervalst: vloek of zegen?

Weinig aspecten van het nieuwe pensioenstelsel roepen meer discussie op dan de leenrestrictie. Het onderwerp leent zich dan ook uitstekend voor een negatieve framing, want wie wil er nou ‘beleggen met geleend geld’?

Door Gosse Alserda

Pensioenfondsen die in het nieuwe stelsel de solidaire premieregeling gaan voeren, kunnen deelnemers meer dan 100% exposure naar overrendement bieden. Wanneer deze exposure hoger is dan 100% na mapping naar aandelen – een methodiek van DNB waarbij minder risicovolle beleggingen worden geschaald naar het risico van aandelen – is er officieel sprake van het laten vervallen van de leenrestrictie. De exposure mag na mapping oplopen tot maximaal 150%. In de praktijk komt dit neer op een maximale blootstelling naar een breed gespreide portefeuille van circa 200%. Er wordt alleen niet echt belegd met geleend geld, de exposure boven de 100% komt van niet-gebruikt vermogen van andere leeftijdscohorten, in de praktijk voornamelijk van ouderen.

Kans op negatief vermogen vrijwel nihil

Naast de negatieve framing is de weerstand tegen het opheffen van de leenrestrictie vooral gericht op de kans dat het opheffen van de leenrestrictie zal leiden tot een negatief vermogen. Hierdoor zouden niet alleen de deelnemers hun volledig opgebouwde vermogen kwijt zijn, maar zou het vermogen ook vanuit andere bronnen worden moeten aangevuld tot nul. Op basis van de door DNB gepubliceerde scenario-sets (Q1 2025) komt het risico op een negatief kapitaal al voor bij toedelingen vanaf 120%. Het is echter de vraag of deze scenario-sets een goed beeld geeft van dit risico.

Ten eerste gaat deze set uit van jaarrendementen, terwijl in de praktijk maandelijks toegedeeld gaat worden. Voor een negatief kapitaal moet de gehele schok in een maand plaatsvinden. De kans dat een grote schok plaatsvindt binnen een maand, is aanzienlijk kleiner dan dat diezelfde schok binnen een jaar plaatsvindt. Zo is de grootste aandelenschok in een jaar -40% (1931), terwijl de grootste schok in een maand -26% bedroeg (november 1929)¹. Met 150% exposure was dus zelfs in deze slechtste maand niet in de buurt van een negatief vermogen uitgekomen. Daarnaast wordt er niet uitsluitend in aandelen belegd, maar in een breed gespreide portefeuille. Deze kent normaal een lager risico, waardoor de kans op grote negatieve schokken ook sterk afneemt. Als we kijken naar de grootste schok deze eeuw (maart 2020), dan was dat 14,2% voor aandelen, terwijl de breed gespreide portefeuille 10,9% inleverde. Kortom, de daadwerkelijke kans op een negatief vermogen is vele malen kleiner dan geïmpli-

ceerd wordt in de DNB-scenario's.

Betere diversificatie over tijd

De meerwaarde van het laten vervallen van de leenrestrictie komt interessant genoeg juist voort uit het optimaal spreiden – en daarmee verlagen – van financiële risico's. Dit werkt als volgt.

Over de lange periode waarover we pensioen opbouwen, maken we zowel goede als slechte beleggingsjaren mee. Als we over een lange periode beleggen, dan kan het risico over deze periodes elkaar gedeeltelijk opheffen. Daardoor neemt het risico van een belegging niet lineair toe als er voor een langere periode wordt belegd. Om hiervan optimaal te profiteren, moet de blootstelling naar financiële risico's zo goed mogelijk over de tijd verspreid worden, zodat er niet alsnog veel gewicht komt te liggen op een of enkele periodes.

Het probleem in de pensioenopbouw is echter dat jongeren nog maar weinig financieel kapitaal hebben. Veel van het verwachte pensioenvermogen komt voort uit toekomstige pensioenpremies (menselijk kapitaal) dat over het algemeen relatief weinig risico's bevat. Optimale diversificatie over tijd wordt bereikt als over de hele opbouw hetzelfde gedeelte van het (verwachte) pensioenvermogen met risico wordt belegd. Maar ten opzichte van het aanwezige financiële kapitaal moet er dus een hoger percentage worden belegd als je jonger bent. Sterker nog, voor jongere deelnemers zal het optimaal te beleggen bedrag waarschijnlijk hoger zijn dan het aanwezige financiële kapitaal. Voor die deelnemers is het dus wenselijk om de leenrestrictie te laten vervallen en meer dan 100% exposure te geven naar overrendement. Kortom, zonder leenrestrictie wordt niet per definitie meer risico genomen, maar kan het risico vooral beter gespreid worden over de tijd, met een lager totaal risico als gevolg.

Betere diversificatie over beleggingscategorieën

Een andere manier waarop het laten vervallen

van de leenrestrictie kan bijdragen aan een lager risico, is door diversificatie over beleggingscategorieën. Als over meer categorieën wordt gespreid, neemt normaal gesproken de efficiëntie van de portefeuille toe. Het probleem is echter dat een brede spreiding vaak ook gepaard gaat met lagere verwachte rendementen. Voor jongeren is een breed gespreide portefeuille om die reden vaak te defensief en wordt in regelingen met een leenrestrictie (zoals individuele premieregelingen) voor jongeren vaak volledig in aandelen belegd, ondanks dat hiermee diversificatie wordt misgelopen. Door een hogere blootstelling dan 100% toe te laten, kan dit probleem worden opgelost.

Stel dat aandelen een verwacht overrendement hebben van 4% met een risico van 20% en dat een breed gespreide portefeuille een verwacht overrendement heeft van 3% met een risico van 10%. De breed gespreide portefeuille is veel efficiënter, maar heeft een te laag overrendement voor jongeren. Met een leenrestrictie zijn jongeren genoodzaakt om in aandelen te beleggen, met een risico van 20% als gevolg. Wanneer de leenrestrictie komt te vervallen, kan er echter ook worden gekozen voor 133% exposure naar de breed gespreide portefeuille. Dit geeft hetzelfde verwachte overrendement, maar wel tegen een veel lager risico (13,3% i.p.v. 20%). Onderzoek² laat zien dat verwachte pensioenuitkeringen zonder leenrestrictie wel 5% hoger kunnen uitvallen, zonder dat risico's toenemen.

Handhaven leenrestrictie is een gemiste kans

Het loslaten van de leenrestrictie kan veel meerwaarde bieden voor pensioenfondsdeelnemers, niet door risico's te vergroten, maar juist door risico's beter te spreiden over de tijd. Hierdoor kan de waarde van de pensioenuitkeringen met verschillende procentpunten toenemen, wat een forse toename is als we het vergelijken met de impact van veel andere beleggingsvraagstukken. Daar staat een kans op een negatief vermogen tegenover. Deze kans is echter vooral theoretisch en vereist een crisis die minstens 2,5 keer zo groot is als ooit is voorgekomen. Gegeven het significante voordeel en het voornamelijk theoretische nadeel lijkt het het ook een gemiste kans om geen gebruik te maken van de kansen van het laten vervallen van de leenrestrictie. ■



Gosse Alserda

Senior Investment Strategist,
Aegon Asset Management

IN HET KORT

Als de leenrestrictie wordt losgelaten, wordt niet echt met geleend geld belegd. De exposure boven de 100% komt van niet-gebruikt vermogen van andere leeftijdscategorieën.

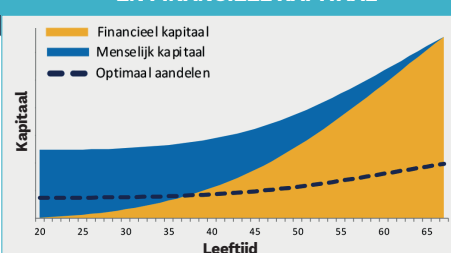
De kans op negatief kapitaal is zeer klein door de maandelijks toedelingen en een brede spreiding.

De verdeling van de risico's over de opbouwperiode verlaagt het totale risico en verhoogt pensioenuitkeringen.

Zonder leenrestrictie kunnen jongeren breder gespreid beleggen, wat hun rendement verbetert zonder extra risico.

Het handhaven van de leenrestrictie beperkt onnodig de optimalisatie van het rendement en de risicospreiding.

FIGUUR 1: VERHOUDING MENSELIJK EN FINANCIËEL KAPITAAL



Bron: Aegon Asset Management

1 Bron: Shiller S&P composite inclusief dividend

2 Aegon Asset management, Pensioenakkoord uitgelegd Deel 5: Beleggingsbeleid in de nieuwe regelingen, april 2021.