

# Aandelenrendementen zijn over een lange horizon met voldoende zekerheid positief



Bas Scholten is hoofd Balansmanagement Advies bij Achmea Investment Management.

Een analyse van het historisch rendement op Amerikaanse aandelen laat zien dat je vanaf een horizon van zestien jaar met een 97,5% zekerheid een rendement kunt behalen dat gelijk is aan of hoger is dan kasgeld. Dit werpt mogelijk een ander licht op de discussie rondom een passende rekenrente voor de pensioenverplichtingen. Zeker in het licht van een nieuw pensioencontract, waarin er geen sprake meer is van een nominale garantie.

Een terugkerend onderdeel van de rekenrentediscussie is 'nominale zekerheid'. De doelstelling in het huidige pensioencontract is een pensioenuitkering met grote zekerheid — lees 97,5% — na te komen. Deze uitkering wordt ook wel de pensioenverplichting genoemd. De contante waarde van die uitkering wordt bepaald aan de hand van de risicovrije rente, de 'swaprente'. Dit is mijns inziens ook logisch.

Maar als je wilt bepalen hoeveel vermogen je moet hebben om een toekomstige pensioenuitkering met voldoende zekerheid te kunnen uitkeren, is het antwoord minder eenduidig.

## RISKANT

Aandelen worden gezien als riskant vermogen. Ze kennen een hoger rendement dan kasgeld, maar ook een hoger risico, uitgedrukt in volatiliteit. Een belangrijke vraag is of het hogere rendement voor voldoende buffer zorgt om een grote daling te kunnen opvangen. Of andersom geredeneerd: of het hogere rendement zorgt voor voldoende herstel na een grote daling. Dit blijkt inderdaad het geval, het is gewoon een kwestie van geduld.

**In bijna alle gevallen hebben Amerikaanse aandelen een groot verlies na zestien jaar goedge maakt**



FOTO: MICHAEL NAGLE/BLOOMBERG

Als we kijken naar de historische rendementen van Amerikaanse aandelen (sinds 1927) zien we dat het rendement vanaf een horizon van zestien jaar bijna altijd (in 97,5% van de gevallen) hoger was dan het rendement op kasgeld.

Dit betekent dus dat in nagenoeg alle gevallen Amerikaanse aandelen een groot verlies na zestien jaar goedge maakt hebben. Van Amerikaanse aandelen is de langste historie be-

schikbaar, en die bevat meerdere grote crises. Als we dezelfde exercitie doen voor aandelen wereldwijd (over de afgelopen vijftig jaar), dan zien we een vergelijkbaar resultaat: over een horizon vanaf dertien jaar is het extra rendement (het *excess* rendement) dat boven op kasgeld wordt behaald in 97,5% van de gevallen positief geweest, maar over de gehele linie was het wel lager dan bij Amerikaanse aandelen.

Uitgaande van het Amerikaanse

voorbeeld kunnen we stellen dat je met een aandelenbelegging met 97,5% zekerheid vanaf een horizon van zestien jaar een rendement kunt behalen dat minimaal gelijk is aan kasgeld. Tot een horizon van zestien jaar is de gewenste zekerheid alleen realiseerbaar wanneer in kasgeld wordt belegd.

Een rekenvoorbeeld. Over twintig jaar wil ik een pensioen van €100 met 97,5% zekerheid uitkeren. Met een twintigjaars swaprente van zeg 1% is het benodigde vermogen in de huidige opzet €82. Stel nu dat we die €82 in aandelen beleggen in plaats van in kasgeld. Het rendement dat met 97,5% zekerheid op een horizon van twintig jaar wordt behaald met aandelen, is 1% hoger dan met kasgeld. Dus over een horizon van twintig jaar groeit de €82 in aandelen met 97,5% zekerheid tot €120 in plaats van €100.

Andersom geredeneerd kun je met een lager startvermogen van €68 (€82/120%) in aandelen met 97,5% zekerheid over twintig jaar €100 aan pensioen uitkeren. Het benodigd vermogen is dus geen €82 meer, maar €68.

## ZEER LAAG

We kunnen deze berekening maken voor elke horizon, en dus voor elke toekomstige pensioenuitkering een benodigd vermogen berekenen. Vanaf een looptijd van zestien jaar is dat lager dan wanneer wordt uitgegaan van een risicovrije belegging met een rendement gelijk aan de swaprente.

Let wel, er wordt dus niet gewerkt met het gemiddelde rendement, maar het 2,5% slechtste percentiel van de excess rendementen. Ter indicatie, het gemiddelde excess rendement van Amerikaanse aandelen was over een horizon van twintig jaar 6,7%. Het 2,5% percentiel bedroeg 1%.

De belangrijkste conclusie is dat de volatiliteit van rendementen op langetermijnaandelen zeer laag is. Als we het erover eens zijn dat er op aandelen een risicopremie te verdienen valt en dat deze risicopremie over een lange horizon systematisch positief is, dan is er ook een horizon waarbij het excess rendement op aandelen met voldoende zekerheid positief zal zijn.

Dit gegeven zou een plek kunnen krijgen in een discontovoet, die voor lange pensioenuitkeringen daarmee hoger is dan de swaprente die nu voor berekeningen gebruikt wordt.