



Drie misverstanden en een paradox rond het pensioen

Auteur(s):

Frijns, J.M.G.

*De auteur is directeur Beleggingen van het ABP en bijzonder hoogleraar Beleggingsleer aan de Vrije Universiteit te Amsterdam.***Verschenen in:**

ESB, 81e jaargang, nr. 4076, pagina 834, 9 oktober 1996

Rubriek:**Trefwoord(en):**

pensioenen

Drie misverstanden over de pensioenvoorziening komen in deze bijdrage van J.M.G. Frijns, directeur Beleggingen van het ABP, aan de orde. Ten eerste, vergrijzing noodzaakt tot een middelloonstelsel. Ten tweede, voor een sterker draagvlak is een beperking van de afrekbaarheid van pensioenpremies gewenst. Ten derde, meer marktwerking leidt tot hogere rendementen. Tenslotte is er een paradox: transparantie leidt tot het bestraffen van risicovol beleggen en ondermijnt daarmee een betaalbaar pensioen.

De pensioenwereld wordt bedreigd door hardnekkige misverstanden. Een aantal daarvan ligt op het terrein van de maatschappelijk instituties. Institutionele vraagstukken, zoals collectiviteit versus individu, of vrije marktwerking versus sociale contracten, zijn echter niet het onderwerp van dit stukje. Ik beperk mij tot een drietal misverstanden die liggen op het terrein van financiering en beleggingen. Tot slot komt een paradox op het gebied van transparantie en verslaggeving aan de orde.

1: vergrijzing noopt tot middelloon

Het eerste misverstand heeft betrekking op de suggestie van het kabinet dat de overgang van eindloon naar middelloon de huidige pensioenvoorziening beter bestand maakt tegen de gevolgen van vergrijzing.

Terecht vraagt het kabinet aandacht voor het gegeven dat pensioenfondsen vergrijzen. In financiële termen betekent vergrijzing dat de contante waarde van de verplichtingen steeds verder toeneemt ten opzichte van de relevante pensioengrondslag. Deze vergrijzingsratio bedraagt voor een rijp fonds als het ABP thans reeds een factor 5,5 en stijgt naar een factor 8 a 10 rond het jaar 2010. Dit betekent dat tegenvallende beleggingsopbrengsten of, wat meer waarschijnlijk is, hogere looninflatie en/of achterblijvende AOW, via een steeds grotere hefboom doorwerken in de door de actieven op te brengen pensioenpremie. Zo resulteert een structurele verhoging van het rendement met 1% in een premieverlaging die oploopt tot 9% over een periode van 15 jaar.

Het vergrijzingsrisico

Vergrijzing op zich leidt niet tot hogere pensioenpremies - dat is nu juist de charme van het kapitaaldekkingssysteem - maar vergroot wel de gevoeligheid voor tegenvallers aan de beleggings- dan wel de verplichtingenzijde van de balans.

Invoering van het middelloonsysteem leidt tot een eenmalige verlaging van de te betalen pensioenpremie. De omvang hiervan bedraagt volgens de Verzekeringskamer, uitgaande van een gematigd inflatiescenario, ongeveer 1%-punt, en 1,5 a 2% bij een scenario met flinke loonstijgingen. Invoering van het middelloonsysteem draagt echter niet of nauwelijks bij aan de vermindering van de vergrijzingsrisico's: de vergrijzingsratio neemt daardoor namelijk niet af. Wel neemt het back-service risico af doch dit is relatief onbelangrijk: incidentele loonstijging als gevolg van carrièreverloop is een relatief stabiel, trendmatig fenomeen dat in het belang eerder af- dan toeneemt. Ook het CPB concludeert aldus in de laatste *Macro Economische Verkenning* ¹.

Veel belangrijker zijn de indexeringsrisico's en de risico's van dalende rentes op de kapitaalmarkten. Deze risico's zitten besloten in de grote omvang van de bestaande verplichtingen en zijn nauwelijks gevoelig voor de iets gewijzigde opbouw van nieuwe verplichtingen.

Terzijde zij opgemerkt dat de voorgestelde aftopping van de collectieve pensioenregeling op een jaarinkomen van f. 76.000 leidt tot een verdere draagvlakversmalling en aldus het vergrijzingsrisico verergert.

2: beperking premie-aftrek vergroot draagvlak

Misverstand nummer 2 betreft de gesuggereerde vaste samenhang tussen betaalbaarheid van de AOW, het fiscale draagvlak en de hoogte van de pensioenpremies. Hier is sprake van een dilemma tussen effecten op de korte en de lange termijn.

Op korte termijn leidt beperking van de fiscale aftrekbaarheid van pensioen- en lijfrentepremies tot een hoger fiscaal draagvlak en schept aldus ruimte voor verlaging van belastingtarieven en AOW-premies. Op lange termijn werkt dit precies andersom: pensioenpremies zijn in het Nederlands stelsel fiscaal aftrekbaar, pensioenuitkeringen daarentegen worden fiscaal belast.

Gelet op de omstandigheid dat de AOW-uitkeringen niet nu doch pas ver na de eeuwwisseling fors gaan stijgen is de houdbaarheid van

de AOW-financiering juist gebaat bij uitbreiding van fiscale aftrekbaarheid van pensioen- en lijfrentepremies: die vergroot immers het toekomstig fiscale draagvlak. En dat is, gelet op de naderende lastenstijging ten behoeve van AOW en vooral gezondheidszorg, dan meer nodig dan thans.

Draagvlak en rente

Vertaald in economische termen is er het dilemma tussen enerzijds toekomstige draagvlakvergroting door nu de economische groei direct te activeren via lagere belastingen en anderzijds toekomstige draagvlakvergroting door verhoging van het niveau van de besparingen. De globalisering van de economie, de daarmee gepaard gaande enorme uitbreiding van investeringsmogelijkheden alsmede de hoge reële renteniveaus zijn argumenten die pleiten voor deze laatste weg.

Een ander interessant aspect dat veelal over het hoofd wordt gezien in de discussie over fiscaal draagvlak en hoogte van de pensioenpremies is de compenserende invloed van een dalende rente op overheidsuitgaven en -inkomsten. Een daling van de reële rente leidt enerzijds tot fors hogere pensioenpremies en zo tot lagere belastinginkomsten doch anderzijds tot snel afnemende rentebetalingen door de overheid. Met andere woorden: de overheid is in hoge mate immuun voor het belangrijkste pensioenpremierisico, namelijk lagere reële rentes.

3. marktwerking leidt tot risicovol beleggen

Het derde misverstand gaat over de nog steeds populaire opvatting dat meer marktwerking via actief beleggen vanzelf leidt tot hogere rendementen. Risicovol beleggen kan inderdaad tot hogere rendementen leiden. Maar het kan niet genoeg benadrukt worden dat beleggers slechts kapitaal alloceren. Het rendement op dit kapitaal wordt verdiend in de reële sector van de economie. Beleggers zijn, zeker gezien als groep, alleen in staat hogere rendementen te realiseren als ze risicovoller (mogen) gaan beleggen. Anders gezegd: de vermogensmix verschuiven vanuit vastrentend vermogen naar aandelen en beleggingen in niet aan de beurs genoteerde bedrijven, die een relatief hoog risico kennen en niet liquide zijn. Pensioenfondsen hebben de laatste jaren uitdrukkelijk voor deze koers gekozen.

De voorgestane individualisering en liberalisering van het pensioen-regime leidt ongetwijfeld tot meer marktwerking maar juist niet tot een versterking van deze trend naar risicovoller beleggen. Integendeel, vergroting van keuzemogelijkheden dwingt pensioenfondsen meer rekening te houden met de beleggingsvoorkeuren van individuen en tot een groter accent op liquiditeit. De beleggingsvoorkeuren van individuen zijn, zelfs in het ondernemende Amerika, behoudender dan die van instituten. Per saldo zal dus een terugkeer plaatsvinden naar vastrentend vermogen c.q. naar ondoorzichtige pseudo-aandelen met veel ingebouwde bescherming tegen neerwaarts risico. Deze producten met een gegarandeerd inkomen kennen een sterk vastrentend element en werken bovendien door hun pro-cyclisch karakter destabiliserend op de aandelenmarkt als geheel.

Een paradox

Laat ik eindigen met een paradox. Het behoeft geen betoog dat grotere transparantie van de markt in het belang is van de deelnemers van pensioenfondsen. Deze transparantie zal tenminste betrekking moeten hebben op de aard van de regeling, op de behaalde feitelijke beleggingsresultaten en tenslotte op de financiële gezondheid van het fonds.

Vergelijkbaarheid van feitelijke beleggingsresultaten vereist uniforme waarderingsmethoden en wel op basis van actuele waarde. De bepaling van de financiële gezondheid van het fonds, de solvabiliteitsgraad, dient op conservatieve wijze te geschieden.

Van groot belang daarbij is of deze beoordeling plaats vindt op continuïteitsbasis dan wel op liquidatiebasis. Engelse pensioenfondsen hebben gekozen voor een extreme positie, namelijk voor een combinatie van continuïteitsbasis en een actuariële waardering van hun beleggingen. Het marktrisico speelt in deze waardering nauwelijks een rol. Vooral daardoor is het voor de Engelsen mogelijk gebleken te kiezen voor een beleggingsmix met een hoog percentage aandelen.

Gevreesd moet worden dat de huidige Nederlandse discussie pensioenfondsen een tegenovergestelde extreme positie opdringt, namelijk een combinatie van waardering tegen marktwaarde en beoordeling van solvabiliteit op liquidatiebasis. Dit leidt ertoe dat voor een doorsnee pensioenfonds het lopen van beleggingsrisico's zwaar wordt bestraft. Pensioenfondsen moeten dan immers ofwel grote vermogensbuffers opbouwen, ofwel worden zij gedwongen hun positie in aandelen af te bouwen wanneer de marktwaarde ervan daalt. Uit redementsoogpunt is dit laatste zeer onaantrekkelijk. Aldus heeft de roep om meer transparantie een beweging tot gevolg die juist tegen de lange-termijnbelangen van de deelnemers ingaat, namelijk een betaalbare oudedagsvoorziening