

## Individueel pensioen uit inkomen-indexobligaties

*Op de financiële markten is geen belegging te vinden die bescherming biedt tegen het inflatie- en levensstandaardrisico. De overheid zou zo'n belegging kunnen aanbieden, en er zelf ook beter van worden.*

Momenteel staat het aanvullend pensioen ter discussie<sup>1</sup>. Een belangrijk thema hierbij is of de eindloonregeling vervangen dient te worden door een individueel pensioen. Bij een eindloonregeling hebben de deelnemers uitzicht op behoud van levensstandaard na pensionering. Op de financiële markten is geen beleggingsobject voorhanden, dat een zelfde zekerheid kan geven. Dit artikel bespreekt hoe de overheidsfinanciën hierin wel kunnen voorzien.

### Eindloonregeling

Veel werknemers in Nederland nemen deel aan collectieve pensioenverzekeringen. Deze verzekeringen geven een aanvulling op het basispensioen van overheidswege (AOW). Veelal gaat het hierbij om zogenaamde eindloonregelingen, waarbij de aanvulling gerelateerd is aan het eindloon en aan het aantal dienstjaren waarin men premies heeft afgedragen. Ingegane pensioenen zijn bovendien geïndexeerd, hetzij voor inflatie (waardevast) hetzij voor de loongroei (welvaartsvast).

De financiering van een eindloonregeling is gebaseerd op het kapitaaldekkingstelsel. De groei in de verplichtingen wordt bepaald door de loonontwikkeling en de aangroei van het belegd vermogen door het beleggingsrendement. Het feitelijke beleggingsrendement en de loonontwikkeling zijn aan schommelingen onderhevig als gevolg van macro-economische ontwikkelingen. Structurele tekorten en overschotten zijn voor rekening van de sponsors, dit zijn de werkgever (aandeelhouders) en de dan actieve werknemers. De verschillende deelnemers hebben daardoor een afwijkend premieverleden. Hierdoor treden er tussen de verschillende deelnemende generaties van werkne-

mers inkomensoverdrachten op en kan gesproken worden van intergenerationale deling van risico's ten aanzien van looninflatie en beleggingsrendement. Dit verklaart waarom werknemers op grond van algemeen verbindend verklaring door middel van de cao's verplicht zijn deel te nemen aan deze regelingen. Er dient immers voor gezorgd te worden dat (jonge) werknemers in perioden met lage rendementen en hoge loon- en prijsstijgingen blijven participeren in de pensioenregeling ondanks de tekorten in het fonds en de daarmee gepaard gaande extra premie-afdrachten<sup>2</sup>.

### Beschikbare-premieregeling

Onder meer als antwoord op de trend van toenemende individualisering is in discussie om de bestaande eindloonregelingen – ten dele – te vervangen door een zogenaamde beschikbare-premieregeling. Bij deze regeling wordt voor de individuele werknemer jaarlijks een deel (bij voorbeeld een vast percentage) van het salaris als premiesom gestort. Het pensioenvermogen dat uiteindelijk wordt opgebouwd is gelijk aan de individuele premiestortingen plus de hiermee gekweekte beleggingsopbrengsten. Deze regeling leent zich goed om werknemers zelf een deel van de oudedagsvoorzieningen naar eigen individuele (arbeids)omstandigheden en voorkeuren in te laten richten (cafetariamodel). Belangrijk nadeel van deze regeling is dat individuele werknemers niet langer verzekerd zijn tegen levensstandaardrisico<sup>3</sup>. Men staat bloot aan de kwade kans dat de (reële) opbrengst van beleggingen op de kapitaalmarkt onverwacht teneemt in vergelijking met het geanticipeerde (reële) rendement als ook in

vergelijking met de algemene groei in (loon)inkomen en welvaart, waardoor de beoogde welvaartspositie tijdens de oude dag niet gerealiseerd kan worden. Dit ongewenste resultaat kan voorkomen worden als er een actiuum beschikbaar is waarvan de waardevermeerdering direct gerelateerd (geïndexeerd) is aan de algemene loon- en inkomensstijging. Een dergelijk beleggingsobject is niet voorhanden op de financiële markten. Ook de verzekeringsmarkt blijft in gebreke.

### Inkomen-indexobligaties

Het beschikbare-premiesysteem zou dan ook pas ingang kunnen vinden als de risico's voor het individu niet te groot zijn. Hier wordt de mogelijkheid verkend of de overheidsfinanciën voor dit doel ingezet kunnen worden.

De overheid kan bijdragen aan de efficiëntie van risico-pooling door zelf diversificatie-mogelijkheden te organiseren die niet in de markt beschikbaar zijn, bij voorbeeld door de uitgifte van overheidsobligaties met een specifieke opbrengststructuur<sup>4</sup>. Hier wordt voorgesteld dat de overheid een deel van haar rentedragende schuld vervangt door zo te noemen inkomen-indexobligaties. De jaarlijkse 'rentevoet' die op een dergelijke lening geboden wordt, is gelijk aan de groei-voet van het nationale inkomen per hoofd van de bevolking van het lopende jaar of de gemiddelde groei-voet van een aantal jaren. Deze obliga-

1. Zie voor een kritische bespreking van thema's in de discussie rond de (her)inrichting van het aanvullend pensioentraject R.C.L. Bakker en R. van Dam, *Marktwerking en verplichtstelling in de pensioensector*, VK studies, 4, Apeldoorn, 1995.

2. Naast verplichte deelname zijn meer nadelen aan eindloonregelingen verbonden, zoals de uniformiteit (er kan geen rekening worden gehouden met persoonlijke omstandigheden en individuele voorkeuren), en de doorsneepremie die een ondoorzichtige herverdeling veroorzaakt (ten gunste van deelnemers met een steil carrière-verloop en voltijdse aanstelling).

3. Een ander nadeel van individueel pensioen is dat de uitvoeringskosten hoog zijn in vergelijking met collectieve regelingen.

4. Zie voor de rol van de overheid bij het bevorderen van intergenerationale risicodeling bij voorbeeld R.H. Gordon en H.R. Varian, *Intergenerational risk sharing*, *Journal of Public Economics*, jg. 37, 1988, blz. 185-202 en E.H.M. Ponds, *Supplementary pensions, intergenerational risk-sharing and welfare*, Maastricht, 1995.

ties bieden derhalve een vergoeding die gelijk is aan de feitelijk opgetreden inflatie plus de feitelijke reële inkomensstijging per hoofd. Stel dat deze vergoeding periodiek wordt uitgekeerd. De beleggers kunnen dan zelf beslissen of de vrijgevallen middelen worden herbelegd in inkomens-indexobligaties. De belegde middelen zullen dan gelijke tred houden met de toename in de gemiddelde reële inkomenswikkeling per hoofd, dat wil zeggen met de gemiddelde levensstandaard. Met de uiteindelijke opbrengst kan te zijner tijd een consumptiepakket worden aangeschaft dat een zelfde relatieve levensstandaard oplevert als waar op moment van inleg van wordt afgezien.

Met een juiste verdeling van levensduurinkomen over consumptie en oudedagsbesparingen kan men met behulp van index-obligaties de geboden zekerheid door een eindloonregeling, namelijk behoud van levensstandaard, als het ware reproduceren. Een bijkomend voordeel van index-obligaties ten opzichte van een eindloonregeling is dat men met inkomens-index-obligaties niet bloot staat aan individueel loonpadrisico. Het loonniveau aan het einde van de loopbaan is bepalend voor de aanvangshoogte van het pensioeninkomen in een eindloonregeling. Dit eindloon zal de uitkomst zijn van de voortgang in de individuele carrière als ook van de algemene loongroei in de onderneming c.q. bedrijfstak waarin men werkzaam is geweest. De individuele werknemer is daardoor tijdens zijn loopbaan onzeker over de grootte van het uiteindelijke pensioen en de daaraan te ontnemen welvaart. Als de individuele werknemer een deel van zijn pensioenbesparingen kan beleggen in inkomens-indexleningen dan is de aangroei van deze oudedagsbesparingen gerelateerd aan het nationale inkomen per hoofd. Het nationale inkomen is als macrovariabele bepaald door het totale looninkomen afkomstig van alle bedrijfstakken en overheden, en door het winst- en renteinkomen en onttrekkingen aan belegd vermogen. Met inkomens-indexleningen kan men aldus gedeeltelijk de invloed uitsluiten van de specifieke factoren individuele carrière en bedrijfs(tak)ontwikkeling, die bepalend zijn voor de aanvangshoogte van het pensioen in eindloonregelingen.

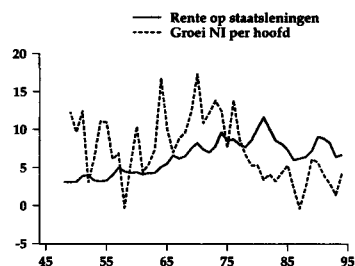
## Overheid

In de periode 1949-1994 bedroeg de gemiddelde groei van het nationale inkomen per hoofd 7,38% met een standaarddeviatie van 4,24%. De gemiddelde rente op uitstaande overheidsschuld was gemiddeld 6,41% met een standaarddeviatie van 2,22%. Als deze uitkomsten op zich zelf worden beschouwd, zijn inkomens-indexobligaties geen aantrekkelijke leenvorm voor de overheid. De beoordeling wordt anders als inkomens-indexobligaties in samenhang met het overheidsbudget worden geëvalueerd. Voor de overheid zijn er dan belangrijke voordelen te onderkennen.

Met de uitgifte van inkomens-indexobligaties zal de periodieke vergoeding op de uitstaande overheidsschuld niet langer alleen rentedragend zijn, maar is dan deels ook bepaald door de groei van het nationale inkomen. De rentevoet en de groei van het nationale inkomen per hoofd zijn minder dan perfect gecorreleerd, zodat de volatiliteit in de financieringslasten van de overheid zal afnemen. In figuur 1 zijn voor de periode 1949-1994 de rentevoet en de groei van het nationale inkomen per hoofd uitgezet. Tot aan het einde van de jaren zeventig overtreft de groei van het nationale inkomen de rentevoet. In de jaren tachtig en negentig doet zich het omgekeerde beeld voor. De figuur suggereert dat gedurende deze periode spreiding van de uitstaande overheidsschuld over rentedragende obligaties en inkomens-indexobligaties de volatiliteit in de financieringslasten over de uitstaande overheidsschuld inderdaad zou hebben verminderd.

Bovendien wordt met inkomens-indexobligaties de afstemming tussen overheidsuitgaven en -inkomsten verbeterd. De overheid heeft immers een geïndexeerd activum, namelijk belastingheffing over het nominale looninkomen en overig inkomen. Als het nationale inkomen snel groeit zullen de lasten navenant stijgen, maar daar staat tegenover dat met de groei van het nationale inkomen ook de inkomsten uit hoofde van belastingheffing zullen toenemen. Verder is er de extra belastingclaim op de dan ook geste-

**Figuur 1. Rente op staatsleningen en groei van nationaal inkomen per hoofd, 1949-1994.**



Bronnen: CPB, Centraal Economisch Plan; CBS, Nationale Rekeningen.

gen waarde van het oudedagsvermogen dat aangehouden wordt in inkomens-index-obligaties. De overheid verkeert dus dank zij haar 'activum', belastingheffing, in een goede positie om index-obligaties uit te geven. Bij rentedragende overheidsobligaties bestaat er daarentegen geen relatie tussen de toekomstige rentelast en de ontwikkeling van de overheidsfinanciën. Bij vastrentende obligaties staat de rentelast nominaal vast gedurende de looptijd van deze obligaties. Er bestaat dus zekerheid over de toekomstige verplichtingen *in guldens*, maar juist onzekerheid over de rentelast in relatie tot het overheidsbudget in de toekomst.

## Alternatieven

Hoe verhoudt het voorstel van inkomens-indexobligaties zich tot alternatieven waarmee ook beleggingsrisico's op individuele pensioenbesparingen met hulp van de overheidsfinanciën gereduceerd kunnen worden?

### Consumptie-indexleningen

Het plan voor invoering van inkomens-indexobligaties is geïnspireerd door Merton<sup>5</sup>. Hij stelt voor dat de overheid overgaat tot de uitgifte van zogenaamde consumptie-indexobligaties. De vergoeding op deze obligaties is bepaald door de groei van de gegregeerde consumptie per hoofd. Beleggers die middelen aanhouden in deze consumptie-indexobligaties zijn, op vergelijkbare wijze als met inkomens-indexobligaties, ook ingedekt tegen inflatie en groei in levensstan-

5. R.C. Merton, On consumption-indexed public pension plans, in: Z. Bodie en J. Shoven (red.), *Financial aspects of the US pension system*, 1983, blz. 259-2776.

daard. Er is echter een belangrijk verschil tussen beide soorten obligaties. Een overheid in budgettaire nood kan in de verleiding komen om de vergoeding op consumptie-indexobligaties te beperken door via gerichte belastingen op consumptie de groeivoet van de particuliere consumptie te verlagen. Bij inkomen-indexobligaties lijkt een dergelijke prikkel voor de overheid zich niet voor te doen. Weliswaar zal bij een lage groeivoet van nationaal inkomen de uitkeringen op inkomen-indexobligaties ook laag zijn. Maar uit oogpunt van bijvoorbeeld belastinginkomsten, een lage schuldquote en dergelijke heeft de overheid juist baat bij een hoog nationaal inkomen. Wel is het van belang, dat het nationaal inkomen en de groeivoet goed en eenduidig meetbaar is.

### *Inflatie-indexleningen*

Bij een inflatie-indexlening wordt gedurende de looptijd van de lening het reële renteniveau gefixeerd. Begin jaren negentig is in Nederland in discussie geweest of de overheid inflatie-indexleningen zou moeten uitgeven. Het Ministerie van Financiën nam een afwijzend standpunt in. Drie bezwaren werden aangevoerd<sup>6</sup>.

Allereerst werd betwijfeld of inflatie-index leningen daadwerkelijk een besparing van de rentelasten zou opleveren in vergelijking met reguliere overheidsobligaties. Dat was de bedoeling, omdat de beleggers niet langer beloofd zouden hoeven worden voor het inflatie-risico. Welke leningsvorm uiteindelijk het meest voordelig is, kan evenwel pas achteraf worden vastgesteld. Voor de kosten van inkomen-indexobligaties geldt dat deze tot het einde van de jaren zeventig hoger zouden zijn geweest dan die van rentedragende schuld, maar vanaf de jaren tachtig waren inkomen-indexobligaties juist voordeliger.

Een tweede bezwaar is, dat inflatie-index leningen de status van het rijk als eerste klas debiteur zouden kunnen aantasten. Het inflatie-risico dat de beleggers niet meer dragen komt immers bij de overheid terecht, waardoor beleggers zouden kunnen gaan twifelen aan de capaciteit van de overheid om altijd op tijd af te lossen. Omdat inkomen-indexobligaties een bijdrage leveren aan een betere afstemming tussen overheidsinkomsten en -uitgaven, lijkt dit bezwaar hier niet relevant.

Het derde bezwaar was dat inflatie-indexobligaties de begroting meer inflatiegevoelig maakt. Dit geldt vooral wanneer de hoofdsom wordt geïndexeerd, zodat de overheid na afloop van de lening in één keer de hoofdsom verhoogd met de opgetreden inflatie moet afbetalen. Hierdoor wordt een open-einde regeling gecreëerd ten aanzien van de toekomstige verplichtingen van de overheid. Door de inkomen-indexatie alleen toe te passen op de periodieke vergoeding, waarna beleggers naar eigen wens de vrijvallende middelen kunnen herbeleggen in nieuwe index-obligaties, wordt dit nadeel ondervangen.

### *Delen renterisico*

Recent is door Bovenberg een plan geformuleerd om te komen tot deling van het renterisico tussen enerzijds de overheid (schuld) en pensioenspaargelden aangehouden binnen collectieve regelingen en beschikbare premieregelingen anderzijds<sup>7</sup>. De financiële posities van overheid en pensioenbesparingen zijn negatief gecorreleerd: de overheid heeft vanwege haar schuldpositie voordeel bij een lage rente terwijl pensioenbesparingen wel varen bij een hoge rente. De voorgestelde hedge kent de volgende constructie. Door de betrokken partijen dient een contractrente te worden bepaald. Is de feitelijke lange rente hoger dan de afgesproken contractrente, dan is sprake van een zogenaamde 'overrente' op de belegde pensioenbesparingen en dit overschot moet dan worden afgeroomd door middel van belastingheffing; daarentegen dient in perioden waarin sprake is van een tegenvallend beleggingsresultaat het ontstane vermogenstekort door de overheid aangevuld te worden door een 'onderrentesubsidie'. Zowel de rentelasten voor de overheid als de beleggingsopbrengsten op pensioenbesparingen zullen dank zij de hedge ex ante met minder volatiliteit zijn behept. Bij dit goede idee (dat vreemd genoeg niet in de pensioendiscussie lijkt te worden opgepikt) is natuurlijk wel het probleem om te bepalen hoe hoog de contractrente dient te zijn. Een ander punt is dat Bovenberg's voorstel beleggers wel meer zekerheid geeft over de grootte van het uiteindelijke oudedagsvermogen, maar men is onzeker hoe dit vermogen zich uiteindelijk verhoudt tot de toekomstige algemene levensstandaard.

### **Tot slot**

Onder invloed van onder meer de trend tot individualisering is momenteel in discussie om eindloosregelingen – ten dele – te vervangen door een beschikbare-premieregeling. Belangrijk nadeel van een beschikbare premieregeling is dat individuele werknemers niet langer verzekerd zijn tegen levensstandaardrisico. Er is op de financiële markten geen beleggingsobject of verzekeringsproduct beschikbaar die op soortgelijke wijze als bij een eindloosregeling in dekking geeft tegen onzekerheid over de levensstandaard na pensionering. De overheid zou de individuele pensioenspaarder kunnen ondersteunen, bij voorbeeld door de uitgifte van overheidsobligaties met een specifieke opbrengststructuur. Hier is ingegaan op de mogelijkheid dat de overheid een deel van de rentedragende schuld vervangt door zo te noemen inkomen-indexobligaties. De 'rentevoet' op deze obligaties is gelijk aan de groeivoet van het nationale inkomen per hoofd. Met beleggingen in deze leningen heeft men de zekerheid dat men is ingedekt tegen de feitelijke inflatie als ook ingedekt is tegen de feitelijke groei in reële levensstandaard. Men kan te zijner tijd een consumptiepakket verwerven dat een zelfde relatieve levensstandaard oplevert als waar op moment van inleg van is afgezien. Ook de overheid kan belangrijke voordelen realiseren bij inkomen-indexleningen. In het algemeen zal de volatiliteit in de financieringslasten over de uitstaande overheidschuld verminderen. Bovendien zal de afstemming tussen overheidsinkomsten en overheidsuitgaven verbeterd worden, hetgeen zal bijdragen aan de stabiliteit van het gemiddelde belastingtarief.

### **Eduard H.M. Ponds**

Ten tijde van het schrijven van dit artikel was de auteur werkzaam bij de Open Universiteit. Met dank aan Lans Bovenberg en Harry Verbon voor commentaar op een eerdere versie.

6. Ontleend aan J. de Haan en K. Goudzwaard, *De onderhandse kapitaalmarkt*, Nibe, 1991.

7. A.L. Bovenberg, Een nieuwe fiscale behandeling van pensioenfondsen, *ESB*, 27 januari 1993, blz. 91-93, en A.L. Bovenberg, Fiscus en vergrijzing: naar een nieuw fiscaal systeem?, *Weekblad voor Fiscaal Recht*, 24 december 1992, blz. 1819-1829.