

Kapitaaldekking in pensioenstelsel moet behouden blijven

In de afgelopen jaren is de rente tot een historisch zeer laag niveau gedaald. Als gevolg hiervan heerst er een steeds bredere opvatting dat kapitaaldekking eigenlijk niet meer rendabel is voor de pensioenopbouw. Deze gedachte is gebaseerd op een bekende regel uit de literatuur, de zogenaamde Aaron-conditie, die stelt dat het rendement op de pensioeninleg in een kapitaaldekkingssysteem gunstiger is dan in een omslagstelsel, wanneer het rendement op de financiële markten de groei van de loonsom overtreft. In de afgelopen decennia is dat steeds het geval geweest, maar met de huidige lage rentestand lijkt dit om te slaan. Hier verbindt men dan de conclusie aan dat het goed zou zijn om het kapitaalgedekte pensioen (deels) af te bouwen.

Wij zien echter een pensioensysteem dat voornamelijk gebaseerd is op omslag, als onwenselijk. Het is correct dat, met de steeds lagere rente, de dekkingsgraden van onze aanvullende kapitaalgedekte pensioenen sinds de wereldwijde financiële crisis naar historische dieptepunten zijn gedaald, terwijl er in de komende jaren geen duidelijk vooruitzicht is op een verbetering van het risicovrije rendement. Echter, de fundamentele hervormingen van pensioensystemen vinden met lange tussenpozen plaats, waardoor het niet voor de hand ligt om de invulling van het stelsel te baseren op een momentopname van de situatie op de financiële markten.

In de demografische transitie naar de top van de vergrijzing zijn de hoge pensioenbesparingen een belangrijke drijvende kracht achter de lage rente. Deze besparingen zullen op de langere termijn gaan afnemen en dan plaats maken voor *ontsparingen* door een steeds grotere groep van gepensioneerden, zowel in de westerse als de opkomende landen.

Bovendien is het vanuit risicospreidingsoogpunt sowieso wenselijk om een combinatie van omslag en kapitaaldekking te hebben. De Wereldbank heeft al lang geleden betoogd dat een omslagstelsel weliswaar een betere bescherming biedt tegen onzekerheid op de financiële markten, maar minder tegen de demografische onzekerheid, terwijl het voor een kapitaaldekkingssysteem precies andersom is (Wereldbank, 1994). Gegeven deze imperfecte wisselwerking tussen beide typen van schokken is het verstandig om deze systemen te combineren.

Ook is een omslagstelsel relatief gevoelig voor de prestaties van de Nederlandse economie. Premieopbrengsten hangen namelijk van de nationale loonontwikkeling af, terwijl uitkeringen gekoppeld zijn aan het minimumloon, en daarmee indirect weer aan de nationale economie. Daarentegen betekent kapitaaldekking gespreid beleggen – zodat de opbrengsten van de beleggingsportefeuille afhangen van de ontwikkelingen in alle landen waarin er wordt belegd.



ROEL BEETSMA
Hoogleraar aan de Universiteit van Amsterdam



SIERT VOS
Senior beleidsadviseur PGB Pensioendiensten



CHRISTIAAN WANNIGEN
Senior beleidsmedewerker bij Pensioenuitvoerder MN

Ten slotte is er het voordeel dat pensioenbesparingen, natuurlijk enigszins ten koste van de wereldwijde spreiding, deels kunnen worden aangewend voor financiering van grote infrastructurele projecten en van het Nederlandse midden- en kleinbedrijf. Dit segment van het beleggingsuniversum blijft onder de radar van de grote buitenlandse institutionele beleggers, maar het is wel cruciaal voor het innovatieve vermogen en de toekomstige groei van de Nederlandse economie.

Na een decennium van discussie over pensioenhervorming is er afgelopen juni een grote stap gezet naar vernieuwing van het pensioenstelsel. Binnen het complete 'pensioengebouw' wordt de omslaggefinancierde AOW generieuzer door de stijging van de AOW-leeftijd te temporiseren. Daar staat tegenover dat, door het afschaffen van de doorsneesystematiek, een veel kleiner omslagdeel in de aanvullende pensioenen verdwijnt. Verder zullen de kapitaalgedekte pensioenen in de tweede pijler meer gaan meebewegen met de financiële markten. De huidige balans tussen omslagfinanciering en kapitaaldekking blijft echter ruwweg gehandhaafd in het pensioenakkoord.

Hoe moeten we het principe-akkoord beoordelen, gezien door een macro-economische en financiële bril? Vergeleken met het bestaande *defined-benefit*-contract zal het nieuwe pensioencontract minder ruimte bieden voor risicodeling tussen cohorten, doordat buffers een minder grote rol spelen en er meteen geïndexeerd of gekort wordt wanneer de dekkingsgraad afwijkt van de honderd procent. De spreidingsvorm van de schokken maakt daarbij uit. In een 'gesloten systeem' worden ze opgevangen door de bestaande participanten. In een 'open systeem' is dat in principe niet nodig, en zullen de nieuwe cohorten meedelen in de schokken uit het verleden. Tot slot gaan de nieuwe contracten uit van vaste premies. Dat beperkt de intergenerationele risicodeling verder.

Echter, de grotere voorspelbaarheid van de in te leggen premie geeft meer zekerheid over de investeringsruimte bij bedrijven, en kan zodoende positief bijdragen aan de economische activiteit. Het pensioenakkoord houdt de twee pensioenpijlers – omslag en kapitaaldekking – in stand. In onze ogen is dat een verstandige route. We wachten in spanning af of de uitwerking van de details van het akkoord in de komende periode zal slagen, en of hiermee de sterke elementen van ons stelsel zo veel mogelijk behouden kunnen blijven.

Literatuur

Wereldbank (1994) *Averting the old age crisis - policies to promote the old and promote growth*. New York: Oxford University Press.