

Lage rente knaagt aan pensioenstelsel

Auteur(s):

Oosenbrug, A.

Bijzonder hoogleraar economie van het verzekeringsbedrijf aan de Erasmus Universiteit, Rotterdam.

Verschenen in:

ESB, 84e jaargang, nr. 4198, pagina 270, 9 april 1999

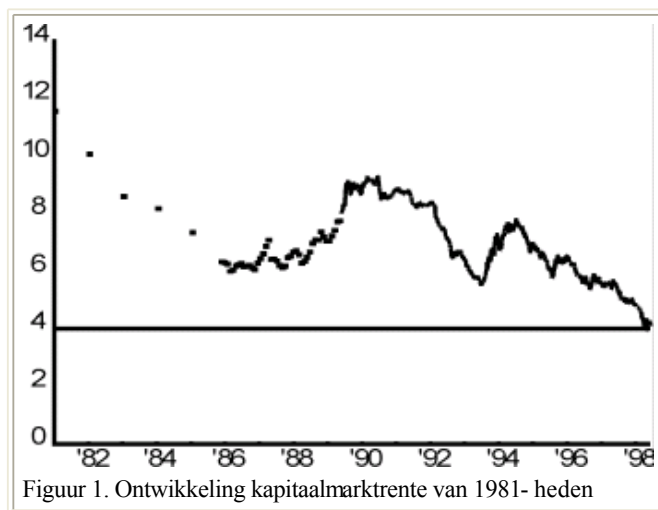
Rubriek:

Trefwoord(en):

pensioenen

Door de lage rente staan de inkomsten van pensioenfondsen onder druk. Dat kan leiden tot zeer substantiële premiestijgingen.

De laatste decennia is men gewend geraakt aan een hoog niveau van de kapitaalmarktrente. In recente jaren echter, is deze rente sterk gedaald en thans fluctueert zij rond de vier procent (figuur 1). Dit lage niveau is niet incidenteel: bij de vigerende politieke, demografische en economische ontwikkelingen is het niet onaannemelijk dat het niveau van de kapitaalmarktrente langere tijd laag zal blijven en mogelijk zelfs nog verder zal dalen. Zo'n structureel lage kapitaalmarktrente heeft verstrekkende gevolgen voor het sterk op kapitaaldekking gebaseerde Nederlandse pensioenstelsel.



Figuur 1. Ontwikkeling kapitaalmarktrente van 1981- heden

Door de gerealiseerde en nog steeds voortschrijdende aanwas van pensioenvermogens, is de financiering van het pensioenstelsel steeds sterker gaan leunen op beleggingsopbrengsten in plaats van op premie-inkomsten. In 1991 bijvoorbeeld werd nog 28 procent van de lasten van de gezamenlijke pensioenfondsen gedekt door premie-inkomsten, terwijl dit in 1996 al was teruggelopen tot 20,8 procent. De verhouding tussen de beleggingsopbrengsten en de premie-inkomsten liep op van 2,5:1 tot 4,5:1¹. Daarmee is de financiering van het Nederlandse pensioenstelsel ook steeds meer afhankelijk geworden van het met de beleggingen te realiseren rendement. Wat betekent een structureel lage kapitaalmarktrente in dit verband?

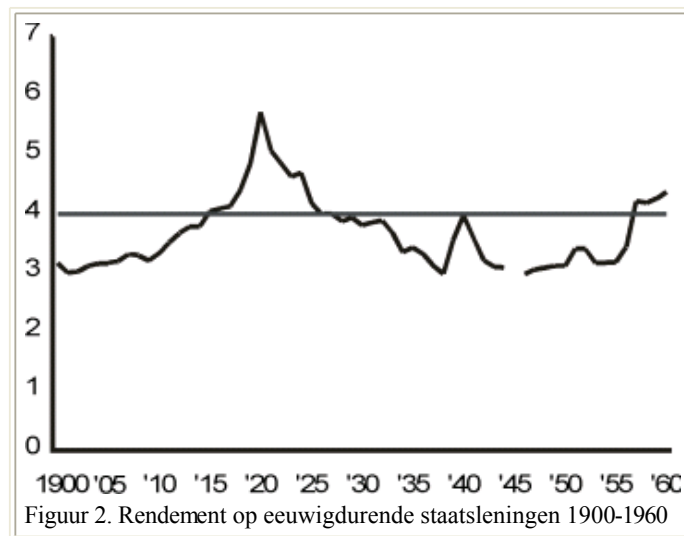
Betekenis en niveau van de rekenrente

Pensioentoezeggingen zijn langlopend van aard. Zowel bij de premiebepaling als bij de bepaling van de benodigde omvang van de voorzieningen, moet dan rekening worden gehouden met tussentijds te genereren beleggingsopbrengsten. Normaliter wordt daarbij uitgegaan van één op de lange termijn (gemiddeld) te realiseren rentevoet, de zogenaamde rekenrente. Sinds het einde van de jaren zestig wordt daarvoor een niveau van vier procent aangehouden. Ook in de actuariële principes voor pensioenfondsen, houdt men (maximaal) dit niveau aan². Een juiste keuze van het niveau van de rekenrente is van groot belang om te voorkomen dat men uitgaat van te hoge beleggingsopbrengsten en daarmee een te laag premieniveau vaststelt. Daalt het beleggingsrendement onder het niveau van de rekenrente, dan schiet dit rendement tekort om de noodzakelijke oprenting van de voorziening (ultimo 1998 al zo'n f 600 miljard) te kunnen dekken. Aanvulling is dan nodig. Een lagere beleggingsopbrengst vertaalt zich tevens direct in een lager exploitatieresultaat en daarmee - al dan niet op termijn - in hogere pensioenbijdragen en minder ruimte voor het verlenen van toeslagen op ingegane pensioenen en op het verlenen van premiekortingen, premievakanties en -restituties.

De kans dat het rendement de rekenrente onderschrijdt moet dus bij voorkeur beperkt blijven. Bezieet men nu de gemiddelde rentestand op de kapitaalmarkt in de jaren van deze eeuw, dan blijkt deze in 45 procent van alle jaren onder de vier procent te hebben gelegen. Ook gemiddeld blijkt de kapitaalmarktrente over de laatste honderd jaar slechts boven de vier procent uit te komen dankzij de hoge rentestanden gedurende de afgelopen decennia. Over de periode van 1870 tot en met 1960 (!) bleef de nominale lange interestvoet zelfs

gemiddeld ruim 0,25 procentpunt onder de vier procent³. Gezien het bij pensioenfondsen veelal aanwezige streven naar indexatie van opgebouwde aanspraken en het ontbreken van een wettelijke solvabiliteits eis, moet een onderschrijdingsfrequentie van bijna vijftig procent, zoals deze zich in de afgelopen honderd jaar voordeed, hoog geacht worden.

Kijkt men vooruit, dan kan op basis van de recente en te verwachten politieke, economische en demografische ontwikkelingen ontwikkelingen zeker niet worden uitgesloten, dat het 'normale' renteniveau voor langere tijd terugkeert naar de niveaus die gedurende de decennia van vóór 1960 gebruikelijk waren⁴. Zoals [figuur 2](#) toont, is een dergelijke daling er niet een die zich hooguit incidenteel voordoet. Ook de Verzekeringskamer houdt terdege rekening met het vorenstaand bedoelde scenario, aangezien zij de (maximale) rekenrente voor nieuw te sluiten levensverzekeringen - met ingang van 1 augustus 1999 - heeft verlaagd van vier naar drie procent⁵.



Invloed van beleggingen in zakelijke waarden

In discussies omtrent de rekenrente-problematiek wordt veelal gewezen op de beperkte relevantie van renteniveaus voor het beleggingsrendement van pensioenfondsen. Van de pensioenfondsbeleggingen is echter altijd nog 55 procent vastrentend (stand ultimo juni 1998)⁶. Bovendien is de vraag, of het wenselijk is dat de nakoming van pensioentoezeggingen en van gewekte verwachtingen omtrent indexatie afhankelijk wordt gemaakt van ongewisse 'overrendementen' op beleggingen in zakelijke waarden. Daarnaast is ook voor dergelijke beleggingen de maximaal in aanmerking te nemen rendementsverwachting, in de actuariële principes voor pensioenfondsen, gekoppeld aan een zekere maatstaf voor het kapitaalmarktrenteniveau. Voor de beoordeling van de financiële positie van een fonds kan dus geen rekening worden gehouden met een eventueel hoger toekomstig rendement op zakelijke beleggingen.

Tenslotte maakt het beleggen in zakelijke waarden het wenselijk een buffer aan te houden in verband met het beleggingsrisico. Reeds in haar jaarverslag over 1993 merkte de Verzekeringskamer hieromtrent op: "De grotere volatiliteit van de beleggingsopbrengsten van zakelijke waarden kan er toe leiden dat de waarde van de beleggingen daalt beneden het bedrag van de verplichtingen. Daarom verlangt de Verzekeringskamer dat tegenover de belegging in zakelijke waarden toereikende reserves staan. Als vuistregel wordt een percentage van 30 à 35 procent aangehouden." Een verdere verschuiving in de richting van deze niet-vastrentende beleggingen, doet de verlangde buffer navenant toenemen. Overrendementen moeten dan eerst dienen voor het vormen van de verlangde buffers en kunnen hooguit op termijn worden benut voor compensatie van tekorten uit vastrentende beleggingen.

Aanwezige buffers

Daarnaast wordt veelal gewezen op de bij pensioenfondsen aanwezige buffervermogens. Tijdelijk tekortschietende beleggingsopbrengsten zouden kunnen worden opgevangen met die buffers. Daarmee rekenen pensioenfondsen zich echter rijker dan zij zijn.

Ultimo 1996 beschikten de fondsen gezamenlijk over f 66 miljard aan reserves, waarmee de gemiddelde dekkingsgraad 112 procent was. Deze buffer is relatief maar bescheiden van omvang⁷. Bovendien kan zij nooit volledig worden gebruikt ter dekking van tekortschietende interestopbrengsten, omdat het wenselijk is dat een fonds steeds een zekere minimumbuffer aanhoudt. Een algemene reserve van minimaal vijf procent van de voorziening lijkt daarbij redelijk⁸. Op grond hiervan moet al zo'n 40 procent van de buffer als 'gebonden' worden beschouwd.

Bovendien hadden de gezamenlijke pensioenfondsen ultimo 1996 f 228 miljard belegd in zakelijke waarden. Op basis van de hierboven genoemde vuistregel dat hiervan 30 tot 35 procent als buffer moet worden aangehouden, zou een buffer noodzakelijk zijn van f 68 à 80 miljard. Met de aanwezige f 66 miljard zat men daar dus al onder⁹! Van reëel van betekenis zijnde buffers is dan ook (gemiddeld genomen) geen sprake. Worden de bestaande reserves inderdaad gebruikt voor het dekken van interesttekorten, dan worden de mogelijkheden tot het opvangen van andere tegenvallers (bijvoorbeeld uit hoofde van het langlevens- of aandelenkoersrisico) wel heel sterk uitgehold.

Effecten op microniveau

Moet de rekenrente onder invloed van de lage kapitaalmarktrente neerwaarts worden bijgesteld, dan is het effect daarvan op de pensioenpremies aanzienlijk. Bij een verlaging van vier naar drie procent kan de voor een mannelijke deelnemer benodigde verhoging van de netto-pensioenpremie oplopen tot 39 procent en van de nettopensioenkoopsom tot 61 procent. Bij een verlaging naar twee procent is

dit zelfs 95 en 163 procent.

Hoewel een rekenrente van twee procent op het eerste gezicht extreem laag lijkt, dient men zich te realiseren dat dit binnen het kader van waarde- of welvaarts vaste pensioenen zeker niet het geval is ¹⁰. In termen van balanstotalen is 98,2 procent van het pensioenfondsbedrijf gebaseerd op regelingen met voorwaardelijke indexeringstoezeggingen, waarbij enige vorm van pensioenindexatie nadrukkelijk wordt nagestreefd ¹¹. De voor prijsinflatie gecorrigeerde lange rente ligt echter nu al rond de 2,25 procent, terwijl de voor looninflatie gecorrigeerde lange rente thans rond de nul procent ligt. Is er over een langere tijd geen ruimte voor het indexeren van opgebouwde aanspraken, dan levert dit een meer dan te verwaarlozen koopkrachtholling op. Per procent indexering is f 6 miljard per jaar nodig om dit te voorkomen ¹². Dit is negen procent van de ultimo 1996 bij alle fondsen gezamenlijk aanwezige reserves en 37,5 procent van het geschatte totale premiebedrag over 1998.

Ook in andere onderzoeken naar de betaalbaarheid van het Nederlandse pensioenstelsel wordt er van uitgegaan, dat toekomstige beleggingsrendementen onvoldoende zullen zijn om de huidige rekenrente plus de loonontwikkeling te kunnen dekken ¹³. In Werken aan zekerheid wordt hier nog nadrukkelijk over opgemerkt: "Een rendement dat langdurig op of boven een rekenrente van vier procent plus de loonontwikkeling ligt is echter, gezien de historische ontwikkeling (...), erg optimistisch. Ook in het (midden)scenario European Renaissance van het CPB, dat prognoses geeft tot 2015, wordt uitgegaan van een tekortschietend rendement" ¹⁴. Een verlaging van de rekenrente ligt dan voor de hand.

Een integrale omrekening van de voorziening opgebouwde aanspraken heeft vergaande gevolgen. Bij een omrekening van vier naar drie procent stijgen de voorzieningen gemiddeld met ongeveer 16 procent, oftewel met f 96 miljard. Daar staat tegenover, dat bij integrale omrekening de uit al aanwezige 'oude' beleggingen voortvloeiende 'overrendementen' in aanmerking kunnen worden genomen bij de bepaling van de solvabiliteit van het fonds. Bij een doorsnee pensioenfonds zou dat net voldoende soelaas bieden. Daarbij zij wel benadrukt, dat de bestaande beleggingsportefeuille dan geen enkele ruimte meer biedt voor de financiering van toekomstige toeslagen, backservicelasten (deze ontstaan door verhoging van pensioenrechten over reeds opgebouwde jaren) en tekorten op nieuw binnenkomende pensioenpremies. De financiering daarvan moet dan volledig geschieden uit de (daartoe te verhogen) premies.

Effecten op macroniveau

Het effect van een rekenrenteverlaging is groter voor door koopsombetaling gefinancierde pensioenen, dan voor door periodieke premiebetalings gefinancierde pensioenen. Volgens de Pensioenmonitor werkt - in verhouding tot de balanstotalen - zo'n 40 procent van de Nederlandse pensioenfondsen met affinancieringsmethoden en 60 procent met premiemethoden. Op grond van die verhouding komt de te verwachten stijging van de nationale pensioenlast bij een rekenrenteverlaging van vier naar drie procent, uit op 31 procent! Bij een voor 1998 geschatte nationale nettopensioenlast van plusminus f 15,1 miljard geeft dit een stijging met zo'n f 4,7 miljard. De brutopensioenlast zal daarmee stijgen van 5,8 naar 7,4 procent van de brutoloonom.

Conclusies

Het Nederlandse pensioenstelsel is meer en meer afhankelijk geworden van beleggingsopbrengsten. Gezien de politieke, demografische en economische vooruitzichten kan echter niet worden uitgesloten, dat de rente voor langere tijd is teruggekomen op niveaus die tot de zestiger jaren gebruikelijk waren. De gevolgen voor het Nederlandse pensioenstelsel zijn dan aanzienlijk: de tijd van de premievakanties en -kortingen is voorbij en een forse stijging van de nationale pensioenlast valt te verwachten. Van de veelal geroemde buffervermogens en aandelenrendementen valt nauwelijks een mitigerende invloed te verwachten.

Zet de rentedaling door, dan is een substantiële druk op de loonruimte te verwachten. In een tijd dat "pensioenen een steeds belangrijker deel gaan uitmaken van de loononderhandelingen" (staatssecretaris Hoogervorst ¹⁵) en een matiging van de loonkostenontwikkeling wordt bepleit (premier Kok ¹⁶), is het raadzaam rekening te houden met de mogelijkheid dat het 'lage-rente-scenario' werkelijkheid wordt, en om de gevolgen daarvan voor de pensioenlasten nu al in kaart te brengen

1 *Financiële gegevens pensioenfondsen 1992 en 1996*, Verzekeringskamer, Apeldoorn

2 *Actuariële principes pensioenfondsen*, Verzekeringskamer, Apeldoorn, 1997. Dit geldt voor de meest gebruikelijke situatie van pensioenregelingen met voorwaardelijke indexatietoezeggingen. Zijn geen indexatietoezeggingen gedaan, hetgeen uitzonderlijk is, dan is de maximumrekenrente hoger.

3 A.J. Vermaat, Over de rekenrente, *Het Verzekerings-Archief*, dl. 69, nr. 2, blz. 117-154.

4 Daarbij valt te denken aan de invloed van de Europese éénwording en de in dat kader verlangde begrotingsdiscipline, de vergrijzingsproblematiek (omdat ouderen meer sparen dan jongeren, zal de vergrijzing het aanbod op de kapitaalmarkt doen toenemen), het Europese werkgelegenheidsbeleid, de terugdringing van de sociale zekerheids uitgaven en de terugdringing van de inflatie.

5 *Circulaire WTV*, nr. 29, 1998, 17 november 1998, Verzekeringskamer, Apeldoorn.

6 CBS, Voorburg/Heerlen, *Financiële Maandstatistiek*, oktober 1998, blz. 11.

7 Ter vergelijking: de 'dekkingsgraad' van de Nederlandse levensverzekeraars was per dezelfde datum 351%.

8 Zie ook R. van Dam, Toezicht op de dekking van pensioenaanspraken (deel 1), *De Actuaris*, juni/juli 1993, blz. 10-15.

9 Gezien de beursontwikkelingen sindsdien, zal dit thans aanzienlijk meer zijn, waar echter tegenover staat dat pensioenfondsen meer in zakelijke waarden zijn gaan beleggen, zodat de verlangde buffer ook hoger zal uitkomen.

10 Zo ging bijvoorbeeld de Commissie-Drees, *Gespiegeld in de tijd: de AOW in de toekomst*, ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid, 's-Gravenhage 1987, ook uit van een rekenrente van twee procent.

11 Verzekeringskamer, *Pensioenmonitor*, niet-financiële gegevens pensioenfondsen: stand van zaken eind 1997, Apeldoorn, 1998; Verzekeringskamer, *Jaarverslag 1995*, blz. 61, "Volgens de Verzekeringskamer heeft echter ook de toezegging van een voorwaardelijke toeslag een behoorlijke financiële waarborging. Het kan niet zo zijn dat de financiële opzet zodanig is dat op voorhand bijna vaststaat dat de middelen ontoereikend zullen zijn om de gewekte verwachtingen aangaande de indexering na te komen."

12 Inclusief backservicelasten actieven.

13 Rapport van de Commissie-Drees, op.cit., en Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid, rapport *Ouderen voor ouderen: demografische ontwikkelingen en beleid*, SDU, 's-Gravenhage 1993. Zie ook R.M.A. Jansweijer, *Gouden bergen, diepe dalen: de inkomensgevolgen van een betaalbare oudedagsvoorziening*, SDU, 's-Gravenhage 1996.

14 Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid, *Werken aan zekerheid: bouwstenen voor een modern en houdbaar sociaal stelsel*, 's-Gravenhage, 1996.

15 Uitspraak gedaan op het symposium ter gelegenheid van het 75-jarig bestaan van de Verzekeringskamer d.d. 19 november 1998.

16 Oproep tijdens de wekelijkse persconferentie van 20 november 1998.