



## Nieuw pensioenakkoord nodig

**Auteur(s):**

Ewijk, C. van

*De auteur is verbonden aan het cpb, de Universiteit van Amsterdam en het Tinbergen Instituut.*

**Verschenen in:**

ESB, 88e jaargang, nr. 4395, pagina 76, 21 februari 2003

**Rubriek:****Trefwoord(en):**

*Voor pensioenfondsen is gebleken dat rendementen uit het verleden geen garantie voor de toekomst bieden. Aan het beleggingsbeleid van pensioenfondsen zijn kosten voor risico's verbonden. Die kosten moeten gedeeld worden, en niet opgeschoven naar de toekomst. Voor pensioenfondsen zijn de mogelijkheden hiervoor beperkt. Dit noopt tot een nieuw pensioenakkoord.*

**Door tegenvallende beleggingsresultaten staan de pensioenfondsen volop in de schijnwerpers. In september 2002 heeft de toezichthouder, de Pensioen en Verzekeringkamer (pvk), de alarmbel geluid. Er dreigt voor veel fondsen een dekkingstekort dat snel goedge maakt moet worden. Het toepassen van de pvk-regels zou neerkomen op een premieverhoging van 5,2 procent van de loonsom over een periode van acht jaar<sup>1</sup>. Met de premiestijging van ruim vijf procent worden jaren van moeizame verlaging van de belasting- en premiedruk in één klap ongedaan gemaakt. Juist op een moment dat de werkloosheid oploopt en de koopkracht onder druk staat**

### *Macro-economische risico's*

Het was het paradepaardje van het Nederlandse pensioenstelsel: de kapitaalgedekte tweede pensioenpijler. Nu blijkt dit een bron van verstoring voor de Nederlandse economie te zijn. In de jaren negentig hebben de pensioenfondsen hun aandelenportefeuilles uitgebreid, waardoor de gevoeligheid van pensioenlasten voor schokken in de economie is toegenomen. Aanvankelijk konden door de gunstige beleggingsresultaten de pensioenpremies worden verlaagd en de pensioenrechten uitgebreid. Dit joeg de economie nog verder aan. Na 2000 keerde deze beweging zich om. Niet alleen de arbeidskosten worden daardoor opgedreven, door lagere belastingopbrengsten wordt ook een gat in de overheidsbegroting geslagen.

Aan de macro-economische risico's van pensioenbeleggingen is tot nu toe weinig of geen aandacht besteed. De pensioenen worden vooral beschouwd als een zaak van de sociale partners. De bemoeienis van de overheid is minimaal. Dit is onterecht. Alleen al de enorme omvang van de pensioenvermogens vormt een factor van belang voor de economie. Het is de vraag of overheid, toezichthouder en pensioenbeheerders zich voldoende bewust zijn geweest van de macroeconomische betekenis van pensioenfondsen.

In deze bijdrage wordt het belang van risico's van pensioenbeleggingen voor de economie in kaart gebracht. Welke effecten hebben de beleggingsrisico's van pensioenfondsen voor de arbeidsmarkt en de overheid? Hoe groot is het draagvlak om deze risico's op te vangen, nu en in de toekomst? En welke opties zijn er om met deze risico's om te gaan?

### **De jacht op hoger rendement**

Dankzij het solide pensioenstelsel staat Nederland er met de aankomende vergrijzing goed voor. Met de opbouw van enorme vermogens in de tweede pijler is het inkomen van de huidige generaties in de toekomst verzekerd. Ook de overheid profiteert hiervan door de belastingen die over toekomstige pensioenen zullen worden betaald. Op dit punt is er geen zorg over onze pensioenpolder, ook niet na de historisch uitzonderlijke daling van de beurskoersen in de afgelopen jaren. Overigens betekent dit niet dat er geen redenen zijn om de tweede pijler kritisch tegen het licht te houden<sup>2</sup>.

De recente ontwikkeling is wel aanleiding om stil te staan bij het beleggingsgedrag van pensioenfondsen en de wijze waarop zij - én de overheid - met de toegenomen risico's omgaan. De pensioenfondsen hebben de afgelopen tien jaar flink in aandelen belegd. Het percentage aandelen in de portefeuille is verhoogd van gemiddeld tien procent in 1990 tot veertig procent op dit moment. Aanvankelijk hebben de fondsen hiermee sterk geprofiteerd van de hausse op de beurzen. Nog geen drie jaar geleden werd gedebatteerd over de overreserves van pensioenfondsen. Maar het kan verkeren: de dekkingsgraad is in twee jaar gekelderd van gemiddeld ruim 130 procent tot dicht bij de honderd procent.

### *Rendementen uit het verleden...*

Op zich is er weinig tegen het nemen van risico, zolang dit maar gebaseerd is op een gefundeerde afweging tussen rendement en risico. Het is echter de vraag of deze afweging inderdaad goed gefundeerd is.

Pensioenfondsen waren bij de keuze voor een grotere aandelenportefeuille vooral uit op het hogere verwachte rendement, de aandelenpremie. De behoefte aan een hoger rendement had ook te maken met de lage rente in de jaren negentig. Bij de traditionele portefeuille, die vooral uit vastrentende waarden bestond, zouden premieverhogingen nodig zijn geweest om het hoge aspiratieniveau

van de pensioenen te kunnen handhaven. Zonder het hogere rendement van aandelen was indexatie van pensioenen aan inflatie en lonen niet langer mogelijk.

*...bieden geen garantie voor de toekomst*

Deze redenering vormde een belangrijke drijfveer achter de systematische vergroting van de aandelenportefeuilles van pensioenfondsen. Hij berust echter op een misvatting. In de economie wordt weinig voor niets weggegeven: tegenover de aandelenpremie staat een hoger risico met een bijbehorende prijs. De marktwaardering van dit risico is precies de aandelenpremie. Aandelenfinanciering is daarom in beginsel even duur als financiering met obligaties of andere beleggingen. Met de keuze voor aandelen hebben pensioenfondsen het stelsel niet goedkoper gemaakt, maar de kosten naar de toekomst verschoven in de vorm van een hoger risico.

Wie dit risico moet dragen is voornamelijk onduidelijk. Het zouden de huidige generaties kunnen zijn die hun pensioen afhankelijk zien worden van de financiële resultaten van de pensioenfondsen. Het is ook mogelijk dat het risico terechtkomt bij de toekomstige werkenden, die via de premiebetalingen opdraaien voor mee- en tegenvallers van de pensioenfondsen.

## **Grenzen aan risicodeling**

Dit betekent niet dat pensioenfondsen alle risico's moeten mijden, integendeel. De meerwaarde van ons pensioenstelsel is de intergenerationale risicodeling. Huidige generaties kunnen via pensioenfondsen de oude dag verzekeren, waarbij de risico's bij de toekomstige generaties wordt gelegd. Dit kunnen beleggingsrisico's zijn, maar ook demografische risico's (met name het 'risico' van lang leven). Door risicodeling - dat als een verzekeringsprincipe werkt - kan welvaartswinst worden geboekt. Dit is echter geen vrijbrief om alle risico's in de economie via het pensioenstelsel door te schuiven naar de toekomst. Het gaat om het delen van risico, niet om het afschuiven ervan.

De mogelijkheden voor risicodeling via de pensioenfondsen zijn om vier redenen begrensd.

### *Het gevaar van discontinuïteit*

Pensioenfondsen moeten schokken in de dekkingsgraad in de regel binnen een korte periode (circa acht jaar) goedmaken. Daarom zijn zij, in tegenstelling tot de overheid, niet in staat om schokken in de tijd uit te smeren. Tegenvallers (en meevallers) komen terecht bij de huidige generaties van werkenden en gepensioneerden. Dit betekent een aanzienlijke beperking van de welvaartswinst die pensioenfondsen kunnen boeken. De oorzaak hiervan is dat de premiebasis voor pensioenfondsen meer onzeker is dan voor de overheid. De sponsors - de ondernemingen - kunnen failliet gaan of en het werknemersbestand kan krimpen. Bij onderdekking is het voor nieuwe werknemers niet aantrekkelijk om tot een pensioenfonds toe te treden.

Een voorwaarde voor continuïteit is dat deelnemers waar voor hun geld krijgen. Grote discrepanties tussen premies en de waarde van de opgebouwde rechten leiden tot spanningen, zeker wanneer in de toekomst de mobiliteit en mondigheid van deelnemers verder toenemen. Reeds nu doen zich problemen voor rond vergrijzende pensioenfondsen die weinig aantrekkelijk zijn voor nieuwe deelnemers.

### *De samenhang met schokken in menselijk kapitaal*

Het draagvlak van jonge generaties om schokken op te vangen hangt sterk af van de mate waarin deze samenhangen met schokken in het looninkomen. Wanneer pensioenpremies steeds hoog zijn op het moment dat ook het looninkomen tegenvalt, is dat extra vervelend. Deze samenhang tussen schokken in pensioenvermogens en schokken in het menselijk kapitaal is een extra beperking om de risico's bij jongere generaties te leggen, aangezien aandelenrendementen op lange termijn positief samenhangen met de stand van de economie, en dus met de lonen.

### *De versturende werking van 'inhaalpremies'*

Wanneer na een schok tijdelijk een hogere premie (de 'inhaalpremie') moet worden geheven, werkt dit als een impliciete belasting op arbeid met dezelfde versturende werking als gewone belastingen. Dit wordt versterkt doordat pensioenfondsen de verhoging maar beperkt over de tijd kunnen uitsmeren. Vanwege het kwadratische verband tussen de belastingwig en het welvaartsverlies, nemen daardoor de kosten van risicodeling voor toekomstige generaties toe.

### *Extra kosten bij onderdekking*

Als de dekkingsgraad onder de kritische grens van honderd procent duikt, wordt de mogelijkheid om de premie over de tijd uit te smeren nog verder beperkt. In dat geval is versnelde aanpassing van premies noodzakelijk, zoals dit zich thans voordoet. Pensioenfondsen met een dekkingsstekort moeten dit binnen één à drie jaar wegwerken. De welvaartskosten zijn dan extra hoog.

## **Macro-economische effecten**

Hoe versturend het effect van pensioenschokken kan zijn, blijkt uit de huidige situatie. Voor de komende jaren wordt een forse stijging van pensioenpremies verwacht, hetgeen nodig is om de dekkingsgraad te herstellen. De hogere premies tasten de koopkracht van werkenden aan en hebben effect op de arbeidsmarkt (via de wig) en op de overheidsfinanciën (door de aftrekbaarheid van premies). De macro-economische effecten worden geïllustreerd in [tabel 1](#). De tabel geeft de gevolgen weer van een verhoging van de pensioenpremies, die nodig is om de dekkingsgraad conform de pvk-regels weer op peil te brengen.

**Tabel 1. Macro-economische effecten van een verhoging van de pensioenpremie met 5,2 procent, in procenten**

2006

bbp	-1,1
consumptie	-0,6
loonvoet bedrijven	2,2
werkgelegenheid	
(marktsector)	-1,8
emu-saldo	-1,4

Bron: A.H. van Vuren, Financiële consequenties pvk-regels, cpb Memorandum 56, februari 2003.

De hogere pensioenpremies leiden tot stijging van de loonkosten en daling van de werkgelegenheid. Door de hogere pensioenpremies en de krimpende economie loopt het financieringstekort van de overheid op. Het verlies aan koopkracht en werkgelegenheid veroorzaakt ook een daling van de consumptie. De effecten zijn zeer fors. Het werkgelegenheidsverlies van 1,8 procent komt neer op niet minder dan 80.000 arbeidsplaatsen in mensjaren. Dit is meer dan de totale stijging van de werkloosheid die - mede door de pensioenperikelen - voor de periode 2003-2006 wordt verwacht.

Bij deze berekening is het uitgangspunt dat het dekkingstekort wordt goedge maakt via verhoging van de pensioenpremies. Naar verwachting zal ook een deel worden opgevangen door korting op de indexatie, waardoor de effecten wat kleiner zullen uitvallen <sup>3</sup>.

### *Een krimpend draagvlak*

De bovenstaande cijfers geven aan hoe belangrijk de pensioensector is voor de Nederlandse economie. Dit belang zal in de toekomst toenemen wanneer het pensioenvermogen verder groeit in verhouding tot de loonsom, de basis voor de premieheffing. In 1990 bedroeg de verhouding tussen het pensioenvermogen en de loonsom 2:1, nu is die verhouding 2½:1. Door de vergrijzing zal dit stijgen tot 4:1 in 2030. Dit is bepalend voor de hefboom waarmee pensioenschokken doorwerken in de economie. Neem ter illustratie een verlies van vijftien procent op de beleggingen. Om dit verlies goed te maken, was anno 2002 een bedrag nodig van bijna veertig procent van de loonsom (immers 2½ x 15 procent). In 2030 zal bij een zelfde schok de premieopbrengst met zestig procent (namelijk 4 x 15 procent) van de loonsom moeten stijgen.

### **Hoe om te gaan met risico's?**

Hoe moet worden voorkomen dat de pensioensector tot een bron van macro-economische verstoringen wordt? Welke oplossingsrichtingen zijn er? Het is belangrijk om onderscheid te maken tussen preventie en het opvangen van een acute schok.

#### *Acute schok*

Als eerste het opvangen van de acute schok. Neem de situatie waarin de pensioensector op dit moment verkeert. Tal van pensioenfondsen kampen met een dekkingstekort. Dit tekort kan op drie manieren worden ingelopen. De pensioenfondsen kunnen de premies verhogen, korten op de opbouw van rechten van actieven danwel korten op (de indexatie van) pensioenuitkeringen.

Beslissingen over lopende pensioenuitkeringen laat ik hier buiten beschouwing, omdat dit een verdelingskwestie betreft. Economisch gezien is vooral de keuze tussen de eerste twee opties interessant. In beide gevallen leiden de actieven vermogensverlies, in het eerste geval door een lager inkomen nu, in het tweede geval door een lager pensioen later. In vermogenstermen komen beide op hetzelfde neer. Voor de macro-economische doorwerking is er wel een verschil. De premieheffing werkt verstrend op het arbeidsaanbod, terwijl de korting op indexatie geen nadelige bijwerking heeft. De korting op indexatie is vergelijkbaar met een heffing op het vermogen. Toepassing van dit instrument vereist wel dat de voorwaardelijkheid van de indexatie helder in het pensioencontract wordt verankerd. Anders kan het vertrouwen van het stelsel worden ondermijnd.

#### *Compenserende lastenverlichting door de overheid?*

Hoe moet de overheid zich opstellen wanneer door een schok in de dekkingsgraad de pensioenpremies tijdelijk worden verhoogd? Op welvaartseconomische gronden zijn er goede argumenten om de tijdelijk hogere pensioenpremies te compenseren met tijdelijk lagere belastingen. Op die manier wordt de totale wig van pensioenpremies en belastingen gestabiliseerd. Daarmee worden de welvaartsverliezen van belastingheffing geminimaliseerd. Aangezien zowel de overheid als de pensioenfondsen heffen op de factor arbeid, moet het beginsel van 'tax smoothing' immers toegepast worden op de som van de belastingen en pensioenpremies, of om precies te zijn de impliciete belasting in de pensioenpremie.

De lagere belasting mag daarbij doorwerken in het financieringstekort. In het bovenstaande voorbeeld is gedurende een periode van acht jaar een premieverhoging nodig van 5,2 procent van de loonsom. Daarna, wanneer de dekkingsgraad weer is hersteld, zou de premie weer kunnen dalen. Ook bezien vanuit de inkomensverdeling over generaties hoeft dit geen bezwaar te zijn. Tegenover het tijdelijk lagere tempo van schuldaflossing staat immers het herstel van het pensioenvermogen.

Hoe groot in werkelijkheid de tijdelijke verhoging van de pensioenpremies is, valt moeilijk te bepalen. Het is in ieder geval kleiner dan de genoemde 5,2 procent, aangezien een deel van de schok wordt opgevangen via kortingen op de indexatie. Daarnaast is onduidelijk hoe hoog het structurele kostendeckende niveau van de premies is. Het cpb schat de tijdelijke component voor 2007 op 2½ procent van de loonsom, ofwel 1¼ procent van het bbp <sup>4</sup>.

In de praktijk is bij deze oplossing voorzichtigheid op zijn plaats. Door in zekere zin de pensioensector uit de brand te helpen, kunnen de prikkels om de macrorisico's te beperken, afnemen. Dit 'morele risico' geldt niet zozeer voor individuele pensioenfondsen, die immers de

macro-effecten van hun beleid meestal niet internaliseren. Zij gelden echter wel voor de sector als geheel, met inbegrip van het toezicht, die minder geneigd zou kunnen zijn tot structurele hervormingen. Behalve het verzachten van de gevolgen achteraf, is het ook nodig om de kans op brand zelf te verminderen<sup>5</sup>. Daarmee komen we bij het punt van preventie.

## Macroprudentie in pensioenbeleggingen

Pensioenfondsen kunnen twee soorten preventieve maatregelen nemen om de macro-economische spillovers van risico te beperken. In de eerste plaats kunnen zij hun risico's verminderen door een andere beleggingsportefeuille te kiezen. In de tweede plaats kunnen zij een andere verdeling van de risico's kiezen, waarbij minder risico wordt afgewenteld op de actieve deelnemers. Dit punt vereist herziening van het pensioencontract. Een voorstel hiervoor is uitgewerkt in de bijdrage van Ponds (zie voetnoot 2). Ik zal hier vooral ingaan op de beleggingsaspecten.

Bij de beleggingskeuze bestaat een spanning tussen micro-efficiëntie en macro-efficiëntie. Vanuit micro-economisch gezichtspunt kan het efficiënt zijn om risico's onder te brengen in een pensioenfonds, waardoor de risico's gedeeld kunnen worden met toekomstige generaties. Vanuit macro-economisch gezichtspunt is daarentegen van belang om de versturende effecten op de economie te minimaliseren. Aangezien pensioenpremies op de factor arbeid worden geheven, dienen schokken in de belasting- en premiewig zoveel mogelijk te worden vermeden. Op dit tweede punten scoren met name aandelenbeleggingen slecht. Vanwege hun positieve covariantie met algemene schokken in de economie, vallen slechte rendementen en dus hoge pensioenpremies vaak samen met een tegenvallende economie. Omgekeerd zijn de premies vaak juist lager in een bloeiende economie. Idealiter zou het precies andersom zijn. Vanuit macro-economisch gezichtspunt zouden pensioenfondsen juist een negatieve positie ('short') moeten nemen in aandelen. In dat geval treden immers de meevallers gemiddeld op wanneer het slecht gaat met de economie, en de tegenvallers wanneer het goed gaat. Deze uitkomst stemt overeen met onderzoek naar de optimale portefeuillesamenstelling voor de overheid. Voor de vs concludeert Henning Bohn dat de stabiliteit van de overheidsfinanciën (en de belastingvoet) gediend zou zijn bij een portefeuille met een negatieve aandelenpositie<sup>6</sup>. In dat geval vallen lagere belastinginkomsten vanwege een tegenvallende economie gemiddeld weg tegen lagere 'dividend' betalingen op overheidsschuld.

Eenzelfde benadering zou in Nederland toegepast kunnen worden op de geconsolideerde portefeuille van de overheid en de pensioenfondsen. Het gaat immers om de wig van belastingen en premies samen. De huidige mix, waarbij de overheid nominale schuld heeft en de pensioensector een grote aandelenportefeuille bezit, is vanuit macro-economisch gezichtspunt verre van optimaal. Het zou meer voor hand liggen, wanneer pensioenbeleggingen zich concentreren op vastrentende waarden, bij voorkeur indexleningen die goede bescherming bieden tegen inflatierisico's.

## Conclusie

Veel voorstellen om de pensioen crisis op te lossen gaan in de richting van het 'openbreken' van het pensioencontract om zo meer risico te leggen bij pensioengerechtigden. Gezien het afnemende draagvlak bij actieven lijkt aanpassing van de risicoverdeling onvermijdelijk. Voor de pensioenfondsen is dit een aantrekkelijke uitweg. Het is echter niet noodzakelijk het enige en juiste antwoord op de 'mid-life crisis' waarin de tweede pensioenpijler zich bevindt. Afgezien van de vraag of deze risico-elementen in de tweede pijler thuishoren (en niet in de derde pijler), moet ook het beheer van risico's in beschouwing worden genomen, met inbegrip van de beleggingsportefeuille.

Op korte termijn kan de overheid de gevolgen van de pensioen crisis verzachten door tijdelijke premieverhogingen te compenseren met lagere belastingen. De inhaalslag bij het pensioenvermogen billijkt een tijdelijk gematigder tempo van schuldafflossing. Een bezwaar van deze optie is dat het risico wordt afgeschoven op de overheid. Dit mag niet in de plaats komen van structurele hervormingen.

Om te voorkomen dat de pensioensector tot een bron van macro-economische verstoringen wordt, is terughoudendheid in het beleggingsbeleid op zijn plaats, vooral met betrekking tot aandelenrisico's. Omdat pensioenfondsen de macro-risico's niet vanzelf internaliseren, ligt hier een taak voor de overheid en de toezichthouder. Een uitweg in de pensioen crisis vereist daarom niet alleen een nieuw 'pensioenakkoord' tussen de verschillende deelnemers, maar ook een nieuw maatschappelijk 'pensioenakkoord' tussen overheid, toezichthouder en pensioenfondsen.

---

1 A.H. van Vuren, Financiële consequenties PVK-regels, CPB Memorandum 56, februari 2003.

2 Zie A.W.A. Boot, Naar een houdbaar pensioenstelsel, ESB, 7 februari 2003, blz. 52-55 en E.H.M. Ponds, Fair pensioen voor jong en oud, ESB, 24 januari 2003, blz. 28-31. Voor een analyse van het Nederlandse pensioenstelsel, zie ook, CPB, Solidariteit, keuzevrijheid en transparantie, Sdu-CPB, Den Haag, 2002.

3 M.E.A.J. van de Ven, Pensioenpremies in economische verkenning 2003-2007, CPB Memorandum 19, 2002.

4 CPB, Vergrijzing en schuldreductie, een indicatieve update, CPB notitie, februari 2003.

5 Bovendien zijn er andere systeemrisico's die niet door de overheid gecompenseerd kunnen worden, zoals gevolgen voor de financiële markten. Zie voor de behandeling van systeemrisico's en hun betekenis van het toezicht: J. Lemmen, Systeemrisico's van Nederlandse pensioenfondsen, CPB Memorandum, 2003.

6 H. Bohn, Tax smoothing with financial instruments, American Economic Review, 1990, blz. 1217-1230.