



Pensioen & renterisico: renteafhankelijke opbouw

Auteur(s):

Ponds, E.H.M.

De auteur is werkzaam bij Staf Risicobeheer abp en is tevens verbonden aan de Universiteit van Amsterdam. Met dank aan Roy Hoevenaars, Roderick Molenaar, Alexander Paulis en Fons Quix voor commentaar op een eerdere versie e.ponds@abp.nl

Verschenen in:

ESB, 89e jaargang, nr. 4434, pagina 242, 28 mei 2004

Rubriek:

Pensioenen

Trefwoord(en):

Een defined benefit-regeling kan worden gecombineerd met een vaste beschikbare premie. De rentevolatiliteit kan worden opgevangen middels een variabele pensioenopbouw. Niet langer een vaste opbouw en variabele premie, maar een vaste premie en een variabele opbouw.

Pensioenfondsen in Nederland zijn verplicht om vanaf 2006 'fair value'-principes toe te passen. Dit heeft grote gevolgen voor het risicobeeld van pensioenfondsen. Fair value impliceert onder meer dat bij de waardering van de pensioenverplichtingen en bij de vaststelling van de kostendekkende premie uitgegaan moet worden van marktconforme rentevoeten (zie kader). De rentevoeten veranderen jaar op jaar. Fair value zal daarom tot gevolg hebben dat de volatiliteit van de dekkingsgraad en de kostendekkende premie fors zullen toenemen ten opzichte van de huidige praktijk, die gebaseerd is op de vaste vier procent rekenrente.

In deze bijdrage wordt voorgesteld om een 'defined benefit'-regeling (zie kader) te combineren met een vaste premie en daarbij de rentevolatiliteit op te vangen middels een variabele pensioenopbouw. Een vaste premie betekent stabiele premielasten en uitsluiting van een mogelijk procyclisch verloop van de kostendekkende premie. Bovendien wordt met een variabele opbouw een gewenste samenhang tussen inkomen en sparen voor de oude dag gerealiseerd. Bij een renteafhankelijke opbouw zal in tijden van economische hoogconjunctuur veel worden opgebouwd, terwijl tijdens een fase van laagconjunctuur juist sprake zal zijn van een relatief lage opbouw.

De opzet van deze bijdrage is als volgt. We zetten eerst uiteen dat het renterisico van substantiële betekenis is bij pensioenfinanciering en illustreren dit aan de hand van een reconstructie met historische data (replay) van de periode 1970-2003. Daarna wordt ingegaan op het voorstel om de pensioenopbouw bij een pensioenfonds variabel te maken waarbij de middelen hiervoor in de vorm van een beschikbare premieregeling worden bepaald. Aangegeven wordt dat deze aanpassing beschouwd kan worden als een overstap naar, wat ik noem, een collectief defined contribution-regeling. Hierbij wordt het beste van de twee archetypen in de pensioenfinanciering gecombineerd, te weten: het concept van een vaste premie bij een dc-regeling en het concept van individuele inkomenszekerheid na pensionering dankzij collectieve risicodeling tussen jong en oud bij een db-regeling.

Premievolatiliteit

De volatiliteit in de kostendekkende premie is in hoofdzaak terug te voeren op rentevolatiliteit. Doordat elke renteverandering een aanpassing in het niveau van de kostendekkende premie tot gevolg heeft, is de potentiële veranderlijkheid van de premie onder fair value aanzienlijk. Dit kan in de praktijk tot problemen leiden wat betreft de betaalbaarheid van de premie. Ten eerste zijn premieschommelingen van directe invloed op de inkomenspositie van de premiecontribuanten. Dit komt door het effect dat premieschokken hebben op het besteedbaar looninkomen en het ondernemingsresultaat.

Kostendekkende premie en kapitaalgedekte pensioenregeling

Bij een kapitaalgedekte pensioenregeling blijft de premie gelijk over de carrière heen. De aanpak hierbij is de volgende. Eerst wordt bepaald wat de stroom uitkeringen na pensionering is. Hierbij wordt rekening gehouden met onder meer de inhoud van de regeling, de verwachte duur van de carrière en de verwachte levensduur. Deze stroom uitkeringen wordt contant gemaakt naar het heden en afgezet tegen de contante waarde van het (pensioengevend) salaris over de loopbaan. Dit levert het premiepercentage op.

De vraag is wel tegen welke rente de toekomstige kasstromen contant worden gemaakt. In een fair value-context dient de disconteringsvoet ontleend te worden aan de actuele rentevoeten. In Nederland is er de ambitie dat de aanspraken elk jaar tenminste geïndexeerd worden met de prijsinflatie. In dat geval is de disconteringsvoet gelijk aan de reële rentecurve.

Defined benefit en defined contribution

Een kapitaalgedekte pensioenregeling kan als een defined benefit(db)-regeling dan wel als een defined contribution (dc)-regeling zijn georganiseerd. Bij een db-regeling (middelloon, eindloon) is het aantal dienstjaren en het loonpad bepalend voor

de pensioentoezegging. De premie wordt hierop afgestemd en is mede afhankelijk van het gerealiseerde beleggingsrendement en sterfverloop. Bij dc staat daarentegen vast wat de premietoezegging is, maar het uiteindelijke pensioeninkomen is voor het individu onzeker doordat de beschikbaar gestelde premie voor eigen rekening en risico wordt belegd. Ook is onzeker tegen welke rentevoet het kapitaal kan worden omgezet in annuïteit.

Ten tweede heeft de kostendekkende premie voor geïndexeerde regelingen een procyclisch verloop. In een fair value-context wordt de premie bepaald op basis van de reële rente als disconteringsvoet. In tijden van economische hoogconjunctuur zal sprake zijn van een relatief hoge lange reële rente en dientengevolge van een lage premie. Dit vergroot het besteedbaar inkomen. Als de conjunctuur omslaat, zal de lange reële rente dalen. De kostendekkende premie gaat daardoor stijgen waardoor het besteedbaar inkomen vermindert¹.

Reactie van pensioenfondsen op premieverhoging

Recent hebben veel pensioenfondsen onder druk van de toezichthouder de premie moeten verhogen naar een ten minste kostendekkend niveau. Op deze premieverhoging hebben pensioenfondsen verschillend gereageerd. Allereerst heeft een aantal fondsen de premieverhoging (ten dele) afgewend door het ambitieniveau van de regeling te verlagen, zodat het niveau van de kostendekkende premie lager uitkwam. Deze reactie is bij veel pensioenfondsen terug te vinden, zeker bij de bedrijfstakpensioenfondsen. Een tweede reactie is geweest dat ondernemingen zijn gaan aandringen op een overstap naar een dc-regeling, waarbij de beheersbaarheid van de premielast gewaarborgd is. Met name bij ondernemingspensioenfondsen is deze reactie te onderkennen.

Als deze twee reacties maatgevend zijn voor de toekomst, kan de invoering van fair value-principes er toe leiden dat in de toekomst een stil en sluipend proces van uitholling van het ambitieniveau van het Nederlands pensioensysteem zal plaatsvinden. Dit is een ongewenste ontwikkeling, gezien de breed gedragen, sterke voorkeur binnen de Nederlandse samenleving voor zekerheid van inkomen en levensstandaard na pensionering.

Defined Contribution

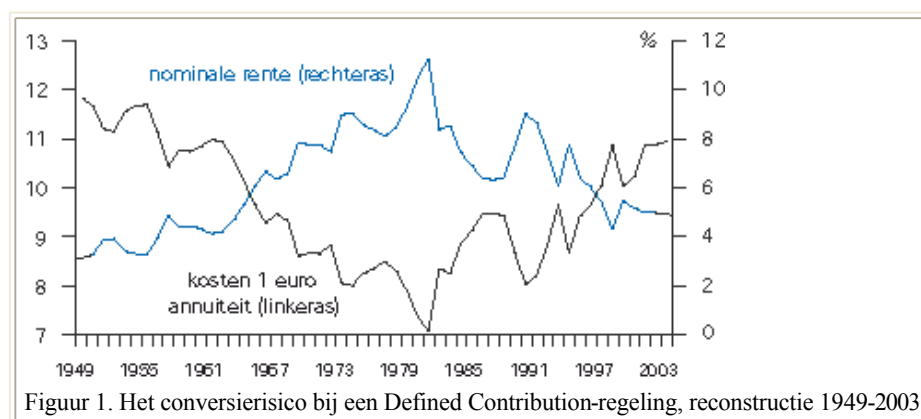
We illustreren het belang van het renterisico voor pensioenfinanciering eerst voor een dc-regeling. We onderscheiden hierbij drie fasen: opbouw, conversie en de oude dag zelf.

Tijdens de opbouw wordt aan de deelnemer van een dc-regeling voor elk dienstjaar een premie ter beschikking gesteld, die in beginsel voor eigen rekening en risico dient te worden belegd. De beschikbaar gestelde premie zal in beginsel zo bepaald zijn dat de som van premies plus verwachte beleggingsopbrengsten aan het einde van de carrière een eindkapitaal oplevert, dat toereikend is voor een voldoende hoog pensioeninkomen.

Renterisico

In de Nederlandse discussie is in de afgelopen jaren vaak gewezen op de grote risico's van dc-regelingen. Veelal wordt hierbij het beleggingsrisico genoemd tijdens de opbouwfase. Ook wordt gewezen op het inflatierisico tijdens de oude dag. Een hoge inflatie tijdens de oude dag kan de koopkracht van nominaal vaststaande aanspraken, zoals bijvoorbeeld een klassieke lijfrente, snel uithollen. Een derde groot risico, waaraan evenwel weinig of geen aandacht wordt besteed, is het rentestandrisico bij conversie. Op moment van pensionering kan het kapitaal worden omgezet voor de inkoop van een direct ingaande lijfrente bij een levensverzekeraar. Een lijfrente keert elke periode volgens een overeengekomen schema een vaststaand inkomen uit zolang de verzekerde leeft. De hoogte van de lijfrente is naast het eindkapitaal afhankelijk van de rentestand op moment van conversie. Een hoge rente leidt tot een hoge lijfrente, een lage rentestand tot juist een lage lijfrente.

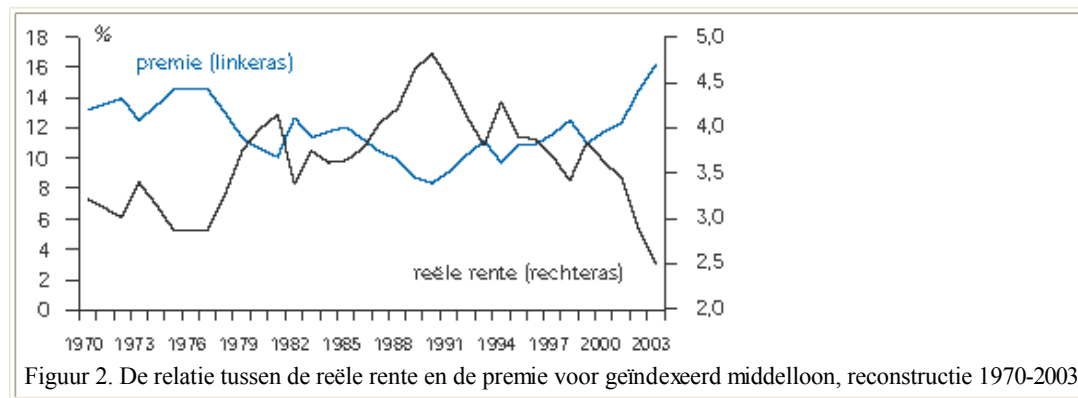
figuur 1 laat voor de periode 1949-2003 het verband zien tussen nominale rente en de kosten van inkoop van één euro nominale lijfrente. De figuur maakt duidelijk hoe substantieel het rentestandrisico is. In 1981 was sprake van een hoge nominale rente, waardoor de levensverzekeraar een hoge lijfrente kon aanbieden. De verzekeraar had het kapitaal toen zelf kunnen beleggen in hoogrentende obligaties waardoor ook een hoge lijfrente zou kunnen worden aangeboden. Eén euro lijfrente kostte toen slechts zeven euro. De lage rente begin jaren vijftig had tot gevolg dat bijna twaalf euro nodig was voor de inkoop van één euro lijfrente, bijna twee keer zo duur als wanneer men in de jaren zeventig met pensioen was gegaan. Ook vandaag de dag is de inkoop van een nominale lijfrente duur. Bij de huidige rentestand kost de inkoop van één euro lijfrente circa elf euro.



Figuur 1. Het conversierisico bij een Defined Contribution-regeling, reconstructie 1949-2003

De pensioenaanspraken bij een pensioenfonds die een db-regeling (middelloon, eindloon) verzorgt, zijn in feite te beschouwen als een stelstel van uitgestelde en ingegane lijfrenten met voorwaardelijke indexatie. Een actieve deelnemer bouwt voor elk dienstjaar een pensioenaanspraak op ter grootte van bijvoorbeeld 1,75 procent of twee procent van het pensioengevend salaris. Na veertig dienstjaar leidt dit tot een totaal pensioen van maximaal zeventig respectievelijk tachtig procent van het dan geldende pensioengevend salaris, onder de voorwaarde dat tijdens de actieve fase de opgebouwde rechten steeds worden opgehoogd met de (loon-)inflatie. In feite verwerven de deelnemers aan een pensioenfonds voor elk verricht dienstjaar een uitgestelde lijfrente met voorwaardelijke indexatie, waarbij de lijfrente tot uitkering komt op moment van pensionering.

De toezichthouder schrijft in het nieuwe toezichtskader voor dat tegenover de extra opbouw uit hoofde van een dienstjaar een kostendekkende premie ingelegd dient te worden. De kostendekkende premie is bepaald door drie factoren: de inhoud van de regeling, de gehanteerde sterftetafel en de disconteringsvoet waarmee toekomstige uitkeringen en premieontvangsten contant worden gemaakt naar het heden. In een fair value-context dient de disconteringsvoet ontleend te worden aan de actuele rente. In [figuur 2](#) is voor de periode 1970-2003 het verloop van de kostendekkende premie getoond voor een doorsnee pensioenfonds. Er wordt uitgegaan van een geïndexeerde middelloonregeling, zodat de premiestelling gebaseerd is op de reële rente.



In deze periode zou in 1990 de kostendekkende premie voor nieuwe opbouw een minimum gekend hebben van 8,6 procent toen de reële rente over de beschouwde periode het hoogste niveau heeft bereikt van circa 4,5 procent. Bij een lage reële rente is pensioenopbouw duur en dat vereist een hoge kostendekkende premie. Zo komt de premie halverwege de jaren zeventig uit op bijna vijftien procent op basis van een lage reële rente van circa 2,8 procent. De afgelopen jaren zorgt de dalende trend in de reële rente voor een gestaag oplopende kostendekkende premie naar een niveau van zestien procent.

De figuur laat duidelijk het procyclische verloop van de kostendekkende premie zien. Die is relatief hoog in de economisch slechte periode van de jaren zeventig en het huidige tijdsgewricht, relatief laag in de economisch gunstige periode van de jaren tachtig en negentig.

Rentestandrisico

Eerder is aangegeven dat bij een dc-regeling sprake is van een groot rentestandrisico op moment van pensionering, wanneer het opgebouwde kapitaal omgezet moet worden in een lijfrente. Toepassing van fair value-principes heeft tot gevolg dat de deelnemers aan een db-regeling bij een pensioenfonds (een middelloon- of eindloonregeling) ook onderhevig zijn aan rentestandrisico. Een wezenlijk verschil met dc is dat bij een db-regeling het rentestandrisico gespreid wordt over de werkzame periode. Het renterisico komt tot uitdrukking in de hoogte van de jaarlijkse kostendekkende premie. Voor elk dienstjaar wordt een opgebouwd recht verworven in de vorm van een uitgestelde lijfrente, waarbij de financieringslast van deze nieuwe pensioenopbouw bepaald wordt door de vigerende reële rente. Een hoge rente impliceert een lage premie en omgekeerd.

Variabele pensioenopbouw

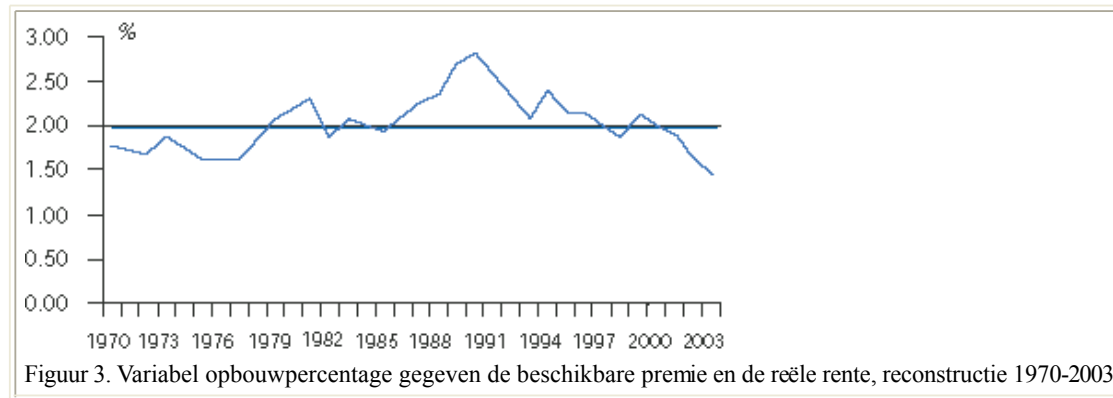
In de huidige praktijk van db-regelingen staat de opbouw vast en is de premie variabel. Voor elk verricht dienstjaar worden de aanspraken verhoogd met bijvoorbeeld 1,75 procent of twee procent van het pensioengevend salaris. De last van deze vaste opbouw moet gedekt worden door een kostendekkende premie. Die premie is afhankelijk van de vigerende reële rente en daardoor is deze variabel.

Voorgesteld wordt om dit om te draaien: niet langer een vaste opbouw en variabele premie, maar een vaste premie en een variabele opbouw. Het voorstel werkt als volgt. Voor elk verricht dienstjaar wordt aan de werknemer een premiesom ter beschikking gesteld, die gelijk is aan het vaste premiepercentage maal het pensioengevend salaris. De 'beschikbare premie' wordt onmiddellijk omgezet in extra aanspraken conform de db-regeling die het betreffende pensioenfonds uitvoert, zijnde middelloon, eindloon of varianten hiervan.

Het vaste premiepercentage kan als volgt worden bepaald. Eerst moet worden vastgesteld wat het ambitieniveau van de regeling is, bijvoorbeeld tachtig procent geïndexeerd middelloon bij een dienstverband van veertig jaar. Dit impliceert een opbouwpercentage van twee procent per jaar. Vervolgens moet de disconteringsvoet bepaald worden die bij de bepaling van de premies gehanteerd wordt. Een regeling die volledige indexatie nastreeft, zal de reële rente als disconteringsvoet hanteren. Hierbij kan worden ingeschat wat de reële rente in de komende dertig tot veertig jaar gemiddeld zal zijn. Dit niveau is nu nog onbekend. De aanpak die gevolgd is in deze bijdrage, is om uit te gaan van de gemiddelde reële rente over de afgelopen dertig of veertig jaar. Het gemiddelde van de lange reële rente over de periode 1970-2003 komt uit op ruim 3,5 procent gebaseerd op een gereconstrueerd verloop van de reële rente in Nederland (De Jong, 2002).

Vervolgens kunnen we wederom met een reconstructie van de periode 1970-2003 bepalen wat jaarlijks de uitkomst zou zijn geweest van het opbouwpercentage, gegeven de beschikbare premie en de actuele reële rente in het betreffende jaar. Dit is in [figuur 3](#) in beeld gebracht. In economisch slechte tijden, zoals de jaren zeventig en het huidige tijdsgewricht, is sprake van een lage reële rente waardoor

ook de inkoop van opgebouwde rechten aan de lage kant is en beneden de twee procent per jaar blijft. De reële rente is aan de hoge kant in economisch gunstige tijden, zoals de jaren tachtig en negentig zodat er veel pensioenopbouw ingekocht kan worden, veel meer dan twee procent per jaar.



Figuur 3. Variabel opbouwpercentage gegeven de beschikbare premie en de reële rente, reconstructie 1970-2003

Naar een collectieve defined contribution-regeling

Recent heeft een aantal pensioenfondsen (waaronder abp en Pensioenfonds Metaal en Techniek) de zogenoemde beleidsstaffel ingevoerd. De staffel legt een directe en eenduidige relatie tussen de dekkingsgraad enerzijds en de omvang van de opslagen en kortingen op de kostendeckende premie en de indexatie. In de praktijk zullen hier vele varianten op zijn, afhankelijk van de voorkeuren van belanghebbenden van de achterliggende bedrijfstak of onderneming.

De beleidsstaffel vergroot de beheersbaarheid van de risico's van het pensioenfonds (Ponds, 2003). Het gaat dan om het beleggingsrisico en waarderingsrisico van de bestaande verplichtingen. Voorheen was bij Nederlandse pensioenfondsen vaak niet duidelijk wie, wanneer, in welke mate de risico's in de financieringsopzet draagt. Er was sprake van een impliciet pensioencontract ten aanzien van risicodeling en eigendomsverhoudingen. Een beleidsstaffel is een voorbeeld van een expliciet pensioencontract.

Indexatiestaffel

Uit de berekeningen met de vigerende staffels komt het beeld naar voren dat vooral het indexatie-instrument een wezenlijke bijdrage levert aan risicobeheer, zeker op de middellange en lange termijn. Voor een rijp pensioenfonds is de effectiviteit van bijsturen via de premie echter gering. Bovendien blijken de premiecontribuanten grote moeite te hebben met forse opwaartse premieaanpassingen. Met de overstap van een variabele premie naar een vaste premie wordt dan ook weinig verloren op het vlak van risicobeheer, maar daarentegen wordt wel veel gewonnen op het vlak van inkomenszekerheid.

Dit pleit ervoor dat de beleidsstaffel wordt aangepast naar de combinatie van alleen een indexatiestaffel en vaste premie c.q. variabele pensioenopbouw. Een dergelijke aanpassing kan getypeerd worden als een overstap van een db-regeling naar, wat ik noem, een collectieve defined contribution-regeling. Defined contribution, omdat in overeenstemming met een individuele dc-regeling de beschikbare premie vaststaat en dat de omzetting hiervan in pensioeninkomen (annuïteit) variabel is en bepaald is door de rente. Collectief, omdat er nog steeds sprake blijft van het delen van de relevante risico's bij pensioenfinanciering middels de indexatiestaffel, te weten: rendement, rente, inflatie en sterfte. Daarmee blijft het wezenskenmerk van pensioenfinanciering via een pensioenfonds recht overeind staan, namelijk inkomenszekerheid voor het individu dankzij collectieve risicodeling tussen jong en oud.

Conclusie

Nederlandse pensioenfondsen verzorgen db-regelingen, hetzij als middelloon hetzij als eindloon. In een traditionele db-regeling staat de pensioenopbouw vast en is de premie variabel. Tegenover de last van deze vaste opbouw moet een kostendeckende premie staan, die in een fair valuecontext afhankelijk is van de vigerende reële rente en die daardoor variabel is.

Grote volatiliteit in de kostendeckende premie zet het voortbestaan van defined benefit-regelingen op het spel. In deze bijdrage is daarom voorgesteld om een en ander om te draaien: niet langer een vaste opbouw en een variabele premie, maar een vaste premie en een variabele opbouw. Dit heeft een aantal voordelen. Een vaste premie impliceert een voorspelbare premielast voor de sponsors. Verder wordt voorkomen dat in een fair value-context de premie door een procyclisch verloop wordt gekenmerkt.

Een renteafhankelijke opbouw in combinatie met een vaste beschikbare premie leidt wel tot de gewenste relatie tussen conjunctuur en opbouw, namelijk dat relatief veel wordt opgebouwd in economisch goede tijden en relatief weinig in economisch slechte tijden. Ten slotte wordt met het idee van een vaste premie met variabele pensioenopbouw een zeer belangrijke uitkomst van een db-regeling behouden, namelijk: waarborgen ten aanzien van het oudedagsinkomen van de individuele deelnemer op basis van collectieve risicodeling.

Eduard Ponds

Literatuur

Berk, J.M. (1998) *The information content of the yield curve for monetary policy: a survey*. *De Economist* 146(2), 303-320.

Jong, F. de (2002) *De reële rentetermijnstructuur in Nederland, 1970-2001*. *Onderzoeksrapport voor staf Risicobeheer ABP*.

Ponds, E.H.M. (2003) Fair pensioen voor jong en oud, ESB, 24 januari 2003, blz. 28-31.

Stokman, A.C.J. (1991) Rentestructuur in theorie en empirie. Maandschrift Economie, 55, 114-129.

I De theoretisch en empirisch georiënteerde literatuur over het verband tussen rente en conjunctuur is uitgebreid. Voor een overzicht vergelijk onder meer Berk (1998) en Stokman (1991).

Copyright © 2004 Economisch Statistische Berichten (www.economie.nl)