



A.L. Bovenberg

Hoogleraar economie aan de Universiteit van Tilburg
en wetenschappelijk directeur van Netspar.
a.l.bovenberg@uvt.nl

Pensioenen en optimale risicodeling

Pensioenfondsen implementeren optimale risicodeling tussen de deelnemers. Daarbij zullen garanties en ambitieniveaus beter moeten worden afgestemd op de individuele omstandigheden. Zo dienen meer risico's opgevangen te worden in de aanspraken van deelnemers met actief menselijk kapitaal.

Dit is het tweede deel in de serie Pensioenvraagstukken in macro-perspectief die in najaar 2005 verschijnt. In deze ESB-serie staat de samenhang tussen de pensioensector en diverse markten centraal.

Door de vergrijzing versmalt de premiegrondslag ten opzichte van de pensioenaanspraken. Fluctuaties in de beleggingsopbrengsten, indexeringsverplichtingen en sterfterisico's vereisen daarom steeds grotere aanpassingen in de premie om pensioenaanspraken te kunnen blijven garanderen. Zekerheid wordt duurder.

Veel ondernemingen trekken zich terug als risicodragers nu pensioenrisico's te groot worden ten opzichte van hun kernactiviteit. Bovendien dwingen boekhoudregels ondernemingen pensioenrisico's beter te verantwoorden. Daarbij komt dat deze verplichtingen in toenemende mate tegen de actuele marktwaarde worden gewaardeerd. Deze marktdiscipline voorkomt dat de rekenrente te hoog wordt vastgesteld, om de kosten van pensioenbeloften te beperken.

De volatiliteit van financiële markten vertaalt zich echter direct door in de boekhoudingen van ondernemingen en pensioenfondsen. Aandeelhouders en deelnemers van pensioenfondsen zullen met grote onzekerheid moeten leren omgaan. Ook dreigen procyclische effecten. De kosten van pensioengaranties nemen immers toe als de marktrente daalt en de risicopremies stijgen in een laagconjunctuur.

De toenemende risico's komen, door het terugtrekken van ondernemingen als risicodragers, op het bordje te liggen van de deelnemers. Pensioenfondsen ontwikkelen zich daarmee in de richting van onderlinge waarborgmaatschappijen. De deelnemers zullen onderling afspraken moeten maken over hoe ze risico's delen.

Optimale risicodeling

Efficiënte risicodeling impliceert dat bij een negatieve schok die een samenleving armer maakt, ieders consumptie met een zelfde percentage daalt.¹ Op die manier wordt de pijn gelijk verdeeld en wordt voorkomen dat een beperkte groep onevenredig zwaar wordt getroffen. Consumptie wordt bepaald door het permanente inkomen en daarmee door het totale vermogen. Efficiënte risicodeling vereist dus dat een negatieve vermogensschok zo breed mogelijk wordt gedeeld. Iedereen levert hetzelfde percentage aan vermogen in.

¹ Dit geldt onder de veronderstelling van homogene risicoaversie en een nutsfunctie waarbij nut scheidbaar is in consumptie en andere argumenten (zoals vrije tijd). Meer in het algemeen vereist optimale risicodeling dat ieders marginale nut van consumptie met hetzelfde percentage stijgt.

Efficiënte risicodeling is ook van groot macro-economisch belang. Door financiële en demografische schokken over een zo breed mogelijk draagvlak te spreiden, kan de samenleving blijven beleggen in risicodragend kapitaal. Ondernemers kunnen zo blijven experimenteren en innoveren.

Rol pensioenfondsen

Een belangrijke rol voor pensioenfondsen is om efficiënte risicodeling te implementeren. Individuen missen zelf vaak de expertise om risico's optimaal te managen en daarom delegeren ze deze taak aan pensioenfondsen. Daarnaast ontberen de financiële markten vaak nog de instrumenten die nodig zijn om de optimale risicodeling te implementeren. Voorbeelden hiervan zijn geïndexeerde en loongelerateerde obligaties met een uitbetaling die mede afhangt van de levensduur van bepaalde cohorten. Door afspraken over risicodeling tussen de deelnemers creëren pensioenfondsen in feite nieuwe instrumenten die (nog) ontbreken op de financiële markten.

Pensioenfondsen spelen met name een belangrijke rol bij het implementeren van risicodeling tussen cohorten met een sterk verschillende vermogenssamenstelling. Voor elk cohort bestaat het totale vermogen uit de som van pensioenaanspraken, financiële titels en menselijk kapitaal. Dit laatste wordt gewaardeerd op de verdisconteerde waarde van het looninkomen. Voor jongeren is menselijk kapitaal verreweg de belangrijkste component. Voor ouderen daarentegen maken pensioenaanspraken een relatief groot deel uit van hun totale vermogen. Door de pensioenaanspraken te indexeren aan de lonen, delen ouderen in het risico van menselijk kapitaal.

In traditionele eindloonregelingen zorgt het premie-instrument ervoor dat jongeren delen in risico's op financiële markten. De premie reageert immers op de financiële toestand van het fonds. Via inhaalpremies delen de jongeren in de financiële risico's die ouderen lopen en hoeven de pensioenaanspraken van de ouderen minder te fluctueren met de waarde van de beleggingen van het fonds. In feite lenen de jongeren van de ouderen door loongeïndexeerde obligaties uit te geven om te beleggen in risicodragende titels.

Het premie-instrument kent een aantal belangrijke bezwaren. In de eerste plaats staan er geen extra individuele rechten tegenover de inhaalpremies. Deze premies functioneren dus als

een extra collectieve last op arbeid. Actieve deelnemers zullen daarom trachten de neerwaartse risico's te ontlopen door minder te gaan werken of looncompensatie te vragen. Werknemers kunnen inhaalpremies zo afwentelen op werkgevers, juist nu bedrijven van deze risico's af willen.

Sterk fluctuerende collectieve lasten in de vorm van inhaalpremies schaden ook de macro-economische stabiliteit. Dit geldt zeker als marktwaardering pensioenfondsen dwingt om in recessies waarin de rente meestal laag en zekerheid duur is, te beginnen met het bekostigen van de duurdere pensioenen.

Risicodeling via aanspraken

Door eindloonsystemen te vervangen door voorwaardelijk geïndexeerd middelloon heeft de indexering van de aanspraken van actieve deelnemers een voorwaardelijk karakter gekregen. Pensioenfondsen beschikken daarmee over meer mogelijkheden om jongeren te betrekken bij de risicodeling zonder daarbij geheel op het premie instrument te hoeven leunen. Het *defined-benefit*-pensioensysteem (DB) met maximaal zekere aanspraken verschuift zo in de richting van een hybride *DB/defined-contribution*-systeem (DC) waarin alleen nominale aanspraken zijn gegarandeerd.

De druk op het instrument van de premie bij het implementeren van optimale intergenerationele risicodeling kan verder worden verlicht door de pensioenaanspraken van jongeren meer te laten variëren met de beleggingsresultaten van het fonds dan de aanspraken van ouderen, tot een bepaald niveau van het basispensioen. Voor jongeren maken pensioenaanspraken immers een relatief klein deel uit van hun totale vermogen. Hun consumptie is daarom relatief ongevoelig is voor aanzienlijke procentuele fluctuaties in hun pensioenvermogen. Deze constructie is consistent met het optimale beleggingsgedrag over de levenscyclus. Jongere werkenden ('actieven') kunnen relatief veel beleggen in risicodragende financiële titels omdat ze over menselijk kapitaal beschikken en voor hun consumptie minder afhankelijk zijn van hun pensioenaanspraken. Voor jongeren zijn harde garanties te duur, omdat hierdoor het opwaartse potentieel van aandelen wordt gemist. Het garantieniveau dient dus voor jongeren aanzienlijk onder het ambitieniveau (het verwachte pensioen) te liggen. Als mensen ouder worden komen deze niveaus dicht bij elkaar en evolueert het systeem geleidelijk van *defined-contribution* in de richting van *defined-benefit*.

Meer maatwerk

Men kan het systeem verder verfijnen door meer factoren dan leeftijd in de beschouwing te betrekken. Men kan ouderen met een laag inkomen of werknemers met risicovol menselijk kapitaal bijvoorbeeld meer zekerheid bieden. Verder kan men een onderscheid maken tussen oudedagspensioen en prepensioen waarbij men de prepensioenrechten meer laat variëren met de beleggingsopbrengsten. Ook kan men demografische schokken anders verdelen dan onverwachte schokken in het beleggingsrendement. Zo ligt bij een hogere gezonde levensverwachting van een bepaald cohort een hogere pensioenleeftijd voor dat cohort (en dus lagere pensioenaanspraken per jaar) meer voor de hand dan bij een daling van de rente.

Van vreemd naar eigen vermogen

De huidige pensioencontracten bieden nominale zekerheid aan iedereen. Zeker bij lage nominale dekkingsgraden dreigen

pensioenfondsen zich daarom vast te spijkeren op een laag nominaal rendement met veel inflatierisico's door hun beleggingsportefeuille aan te passen aan de generieke nominale garanties. Pensioen wordt daarmee niet alleen duurder, maar ook onzekerder dan nodig. De inflatierisico's zijn in de vergrijzende EMU immers aanzienlijk.

In plaats van de beleggingsportefeuille moeten de verplichtingen worden geherstructureerd. Een deel van het vreemd vermogen (onconditionele, nominale verplichtingen) dient omgezet te worden in risicodragend vermogen (zachte, conditionele verplichtingen). Door fluctuaties in de waarde van de activa direct af te rekenen en te verdelen over de huidige deelnemers, verminderen de discontinuïteitrisico's van pensioenfondsen als gevolg van *debt overhang*. Onbetaalde rekeningen worden niet vooruitgeschoven.

De uitdaging is om de garantie en ambitieniveaus opnieuw te definiëren voor de verschillende deelnemers, afhankelijk van kenmerken zoals de leeftijd, het inkomensniveau, de aard van het menselijk kapitaal en om de mogelijkheden de pensioenleeftijd te benutten als buffer. In feite gaat het om het vinden van de optimale combinatie van gegarandeerde, harde *defined benefit*-rechten (vreemd vermogen) en geambieerde, maar risicovolle, zachte *defined contribution*-rechten (eigen vermogen oftewel beschikbare premie). Men kan deelnemers daarbij eventueel zelf een zekere keuzevrijheid bieden. Daarbij zijn goede standaardopties (*defaults*) essentieel. Ook dienen de risicokarakteristieken van de aanspraken van de deelnemers op het fonds helder te worden gecommuniceerd. Van te voren moet duidelijk zijn hoe de eventuele pijn over de huidige deelnemers wordt verdeeld. Daarbij kunnen nieuwe financiële titels worden gedefinieerd die tussen de deelnemers verhandelbaar zijn. De toezichhouder moet er op toezien dat er voldoende wordt gereserveerd voor alle verplichtingen die het pensioenfonds aangaat, niet alleen voor de garanties (zoals in het huidige FTK), maar ook voor de ambities. Terug naar volledige kapitaaldekking dus. Pensioenarrangementen moeten aantrekkelijk blijven voor nieuwe toetreders.

Voordelen risicodeling via pensioenaanspraken

Risicodeling via pensioenaanspraken vermindert de mogelijke procyclische effecten van marktwaardering. Lagere financiële rendementen resulteren in meer arbeidsaanbod en investeringen in menselijk kapitaal in plaats van een eroderende werkgelegenheid als gevolg van forse inhaalpremies. Dit dient de macro-economische stabiliteit, omdat dergelijke prijssignalen aangeven dat menselijk kapitaal schaarser wordt ten opzichte van financieel kapitaal. Voordeel van de volatiliteit van pensioenrechten ten opzichte van grote premiefluctuaties is ook dat de actieven deze effecten op hun 'papier' pensioenrechten niet direct voelen in hun *cash flow*. Dit beperkt de effecten op de geaggregeerde vraag. Ook het overheidssaldo wordt niet langer direct belast door hogere (aftrekbare) premies en lagere (belaste) uitkeringen.

De prijs van deze macro-economische stabiliteit, beter functionerende arbeidsmarkt en goedkopere pensioenen is dat met name jongeren worden geconfronteerd met volatiele pensioenaanspraken. De uitdaging voor pensioenfondsen is jongeren uit te leggen dat de prijs van zekerheid op korte termijn van hun pensioenaanspraken te hoog is. Hun kerntaak is nu eenmaal om verstandig beleggings- en spaargedrag vorm te geven voor hun deelnemers.

De risico's voor jongeren kunnen worden beperkt door bij onverhoopte tegenvallers een extra premie te heffen over de rest van het leven van de betrokkene. Tegenover deze individuele

inhaalpremie staan extra individuele pensioenrechten, zodat negatieve aanbodeffecten worden vermeden. Tegelijkertijd kan men de vraageffecten beperken door de relatief lange hersteltermijn van jongeren benutten.

Menselijk kapitaal en sociale partners

Een belangrijk element bij het bepalen van de aard van de verschillende aanspraken is de aard van het menselijk kapitaal van de deelnemers. Zo bepalen het onderhoud van menselijk kapitaal, beloningsverhoudingen en de flexibiliteit van werktijden mede de optimale pensioenleeftijd en de risico's die de deelnemers zich kunnen veroorloven. Daarbij is een flexibeler arbeidsmarkt voor ouderen van groot belang. Werknemers moet zelf kunnen beslissen hoe lang ze door willen werken zonder daarbij op de pensioenleeftijd te worden ontslagen. Een sterkere positie van ouderen op de arbeidsmarkt vereist ook een grotere flexibiliteit van de beloning. Een stapje terug in salaris is geen ramp, mits de verantwoordelijkheden veranderen en meer worden afgestemd op een nieuwe levensfase.

Risicodeling met toekomstige generaties

We hebben ons tot nu beperkt tot risicodeling tussen generaties die op hetzelfde moment participeren in het pensioenfonds. In principe kan de risicodeling zich ook uitstrekken naar toekomstige generaties. Dit kan door buffers op te bouwen in goede tijden en daar zo nodig op in te teren in slechte tijden. Deze risicodeling tussen niet-overlappende generaties is in principe welvaartsverhogend. Door meer partijen bij de risicodeling te betrekken, hoeft elke partij een minder groot deel van schok op te vangen.

Nadeel van buffers is dat ze offers vragen van de generaties die ze moeten opbouwen. Zijn ze eenmaal opgebouwd, dan is het moeilijk ze te beschermen. Er zijn immers altijd wel goede doelen te vinden voor deze buffers. Bovendien impliceert de omkeerregel (uitkeringen belast, premies zijn aftrekbaar) dat het opbouwen van buffers de belastingbasis uitholt. De politiek zal de omvang van de buffers dan ook wensen te beperken om te veel belastinguitstel te voorkomen.

Verder stelt de arbeidsmobiliteit grenzen aan de mogelijkheden van pensioenfondsden om risico's af te wentelen op toekomstige generaties. Deze kunnen de last van negatieve historische schokken ontgaan door te gaan werken in andere bedrijfstakken dan wel compensatie in de lonen te eisen.

De overheid is beter geëquipeerd dan pensioenfondsden om deze risicodeling tussen niet-overlappende generaties vorm te geven. Zij kan (loon)geïndexeerde obligaties uitgeven en jongeren via belastingen dwingen om negatieve schokken op te vangen. Zwaarmacht kan echter niet alleen worden benut om welvaartsverhogende risicodeling te implementeren, maar ook om onbetaalde rekeningen door te schuiven naar toekomstige generaties. Deze spanning tussen binding en flexibiliteit is inherent aan het begrotingsbeleid en vindt ook zijn weerslag in het Stabiliteitspact. Strenge regels voor het toegestane financieringstekort bevorderen de begrotingsdiscipline en voorkomen dat lasten worden doorgeschoven naar toekomstige generaties en dat politici meer beloven dan ze kunnen waarmaken. Daar staat echter tegenover dat deze regels de mogelijkheid voor macro-economische stabilisatie en intergenerationele risicodeling beperken, zeker als niet alle eventualiteiten in geloofwaardige complexe contracten kunnen worden vastgelegd.

Ook het FTK ontkomt niet aan een soortgelijke spanning bij het vaststellen van de optimale hersteltermijn. Hoe korter de hersteltermijn, hoe minder risicodeling tussen niet-overlappende generaties, maar hoe beter toekomstige generaties worden beschermd tegen opportunistisch, kortzichtig gedrag. Ook kunnen de gedane pensioenbeloftes beter worden waargemaakt door het beperken van het discontinuïteitsrisico dat jongeren uit het contract stappen.

Kostprijs nieuwe aanspraken

Tot nu toe heeft de analyse zich geconcentreerd op de risicokarakteristieken van reeds opgebouwde aanspraken. Hierbij is benadrukt dat inhaalpremies waartegenover geen nieuwe rechten staan, beperkt moeten blijven. Ook de kosten van nieuw op te bouwen aanspraken kunnen onder marktwaardering fluctueren. Om te voorkomen dat de kostprijs van pensioenen te veel varieert met fluctuaties in de rente en risicopremies, wordt in het FTK met verwachte rendementen gewerkt. Nadeel daarvan is dat pensioenrechten soms te goedkoop worden ingekocht, zeker als fondsen uitgaan van optimistische rendementsverwachtingen. Dit gebrek aan marktdiscipline gaat ten koste van de kwaliteit van de bestaande aanspraken van oudere generaties of vereist inhaalpremies van toekomstige deelnemers. Ook hier hebben we dus te maken met een spanning tussen discipline en stabilisatie.

Men kan de volatiliteit van de kostendeckende premie ook beperken door de premie vast te zetten, maar de opbouw afhankelijk te maken van de vigerende actuele rentestanden (zie Ponds, 2004). Dit voorkomt procyclische effecten op de premie als in een recessie de rente laag is. De gedwongen besparingen stijgen dan niet nog eens extra in een recessie. Bovendien wordt voorkomen dat pensioenrechten door optimistische rendementsverwachtingen te goedkoop worden ingekocht. De prijs die het pensioenfonds actieve deelnemers in rekening brengt voor extra pensioenrechten, blijft gebaseerd op echte kostprijzen.

Conclusies

Deelnemers in pensioenfondsden dienen heldere afspraken te maken over onderlinge risicodeling. Daarbij moeten de garanties en ambitieniveaus in de pensioenaanspraken beter worden afgestemd op de vermogenssamenstelling van de verschillende cohorten. Meer risico's zullen opgevangen moet worden in de aanspraken van actieve deelnemers met het nodige menselijk kapitaal. Zo kunnen kwetsbare ouderen beter worden beschermd tegen (loon)inflatie op een gespannen arbeidsmarkt in een vergrijzende, politiek wellicht instabiele EMU zonder dat de volatiële premies de arbeidsmarkt belasten. Volledige kapitaaldekking, ook voor de indexatieambities, zonder grote financiële buffers is daarbij te prefereren over het huidige FTK waarin alleen voor nominale garanties moet worden gereserveerd maar dan wel met aanzienlijke solvabiliteitsbuffers. Het menselijk kapitaal van actieven zal meer als buffer moeten worden benut. Dit vereist een flexibeler arbeidsmarkt voor ouderen waarin geleidelijke pensionering mogelijk wordt. ■

Lans Bovenberg

Literatuur

Ponds, E.H.M. (2004) Pensioen en renterisico: renteaafhankelijke opbouw. ESB, 28 mei, 242-245.