

Premiesystemen en beleggingsamenstelling

Het voornemen van de minister van Financiën om vermogensoverschotten van pensioenfondsen te belasten dwingt de pensioenfondsen tot grote en snelle premieaanpassingen en leidt tot onaanvaardbare fluctuaties in de dekkingsgraad. Deze bezwaren zijn alleen op te vangen door vrijwel uitsluitend in vastrentende waarden te beleggen. Dit levert echter een lager rendement op. Daarnaast gaan de auteurs in op het voorstel van prof. Zalm om premiesystemen te gebruiken voor macro-economisch beleid.

DR. J.M.G. FRIJNS – PROF. DR. J.H.W. GOSLINGS*

Nederland is een pensioenland; naast een tamelijk sobere algemene basisvoorziening, de AOW, kennen we een goed uitgebouwd systeem van aanvullende particuliere pensioenvoorzieningen. De financiering hiervan is gebaseerd op kapitaaldekking. De preciese vormgeving verschilt van fonds tot fonds en is helaas nogal ondoorzichtig. Voor zover er een gemeenschappelijke factor is, is dit de sterke voorkeur voor premiestabiliteit.

De laatste jaren is de wijze van financiering en kapitaalvorming meer in de belangstelling geraakt. Dit hangt deels samen met de omvang die de gecumuleerde pensioenbesparingen bereikt hebben en deels met de voorstellen in het kader van de brede herwaardering om 'onnodige' vermogensvorming fiscaal te belasten. Opmerkelijk zijn ook de pleidooien van de directeur van het Centraal Planbureau, prof. Zalm, voor een veel flexibeler premiestelling door pensioenfondsen dan doorgaans gebruikelijk is. Los van deze externe ontwikkelingen is ook de verschuiving in de vermogenssamenstelling van pensioenfondsen in de richting van een groter percentage aandelen aanleiding om eens goed naar het premiesysteem te kijken.

De opzet van dit artikel is als volgt. Na een korte uiteenzetting over de actuele ontwikkelingen gaan we nader in op de rol van de rekenrente en de nagestreefde premiestabiliteit. Vervolgens presenteren we twee premiesystemen die alleen in de mate van premieflexibiliteit van elkaar afwijken. We gaan dan na hoe deze systemen zich gedragen bij uiteenlopende varianten voor het reële renteniveau en de vermogenssamenstelling. Ten slotte geven we onze reactie op de stellingname van Zalm.

Ontwikkelingen

In het kader van de brede herwaardering is door de minister van Financiën een wetsvoorstel ingediend voor een fiscale heffing op vermogensoverschotten bij pensioenfondsen. Dit wordt gemotiveerd vanuit de gedachte dat er een evenwicht dient te bestaan tussen vermogensopbouw en ontwikkeling van de verplichtingen. Bij een vermogensgroei die sneller is dan nodig dient dit te leiden tot lagere premies. Zo niet dan zal het, in de ogen van de

fiscus, onnodige deel van het aanwezige vermogen, voor een substantieel deel worden wegbelast. Dit voorstel stuit op grote bezwaren bij de pensioenfondsen.

De bezwaren richten zich tegen de structurele onderschatting van de waarde van de verplichtingen doordat de minister van Financiën een te hoge rekenrente hanteert, tegen de zeer schriele reserves die toegestaan zijn als buffer tegen de beleggingsrisico's alsmede tegen de extreme premiefluctuaties die afgedwongen worden doordat het vermogen binnen smalle marges moet blijven. Het wetsontwerp stelt namelijk een lage bovengrens aan het toegestane vermogen terwijl de Verzekeringskamer harde eisen stelt aan het minimaal vereiste vermogen.

De vermogenssamenstelling van Nederlandse pensioenfondsen laat het afgelopen decennium een geleidelijke verschuiving naar een groter percentage aandelen zien. In 1980 bedroeg dit voor alle particuliere pensioenfondsen 5, ultimo 1989 was dit opgelopen tot 20. Dit is overigens nog steeds laag in vergelijking met het aandelenbezit van Engelse en Amerikaanse pensioenfondsen. Aandelen laten, gemiddeld over lange perioden, een veel hoger reëel rendement zien dan vastrentende waarden; daar staan echter grote fluctuaties in het jaar-op-jaar-rendement tegenover. Pensioenfondsen hebben een lange tijdshorizon en zijn daardoor bij uitstek in staat te profiteren van het hogere rendement op aandelen. Dit laatste is overigens alleen waar indien het gekozen dan wel opgelegde premie- en reserveringssysteem een dergelijke lange-termijnbenadering toelaat. Er is al van verschillende kanten op gewezen dat de mogelijkheden in voornoemd wetsvoorstel op dit punt beslist onvoldoende zijn¹. Maar ook los daarvan is er aanleiding om wat dieper in te gaan op de eisen die deze strategie van uitbreiding van het aandelenbezit stelt aan het premie- en financieringssysteem van een pensioenfonds.

* De auteurs zijn respectievelijk hoofd centrale staf Strategisch Beleggingsbeleid van het ABP en hoofddirecteur van het ABP, tevens hoogleraar aan de Rijksuniversiteit Limburg. Dit artikel is op persoonlijke titel geschreven.

1. L.G.M. Stevens, Belofte maakt schuld, lezing op het seminar Pensioenfondsen in de schijnwerpers, september 1990.

Rekenrente en premiestabiliteit

In de inleiding is al melding gemaakt van de voorkeur van Nederlandse pensioenfondsen voor premiestabiliteit. In zijn eenvoudigste vorm wordt de premie vastgesteld op zijn structurele niveau p^* ($p = p^*$). De structurele premie p^* wordt zodanig bepaald dat, onder de aanname van een in de tijd stabiele reële rente (de rekenrente), op lange termijn gelijkheid van lasten en baten geldt. De premie in dit lasten-minus-baten-systeem wordt dan opgelost uit de gelijkheid tussen de contante waarde van de toekomstige uitkeringen enerzijds en de waarde van het beginvermogen plus de contante waarde van de premie-inkomsten anderzijds.

Als disconteringsvoet voor de contante-waardeberekening wordt de rekenrente gebruikt. Voordeel van dit systeem is zijn eenvoud; bovendien is er de suggestie dat het aldus berekende premieniveau p^* het echte premieniveau is: de kostprijs als het ware van het pensioensysteem.

Een bezwaar tegen deze aanpak is dat de band tussen het aanwezige vermogen en de waarde van inmiddels opgebouwde rechten ontbreekt. De verhouding tussen beide staat bekend als de dekkingsgraad. De dekkingsgraad legt dus het formele verband tussen het vermogen aan de actiefzijde van de balans en de contante waarde van de aangegane verplichtingen aan de passiefzijde van de balans. Uit oogpunt van solvabiliteit van een pensioenfonds is de dekkingsgraad een kernbegrip, waarop de Verzekeringskamer in zijn toezicht terecht de nadruk legt.

Een tweede bezwaar richt zich op het hanteren van een vaste hoge rekenrente. In Nederland is het gebruikelijk deze op 4% te stellen. Gegeven de facto indexering van het grootste deel van de verplichtingen betekent dit dat men veronderstelt dat op lange termijn het reële rendement ten minste 4% zal bedragen. De reële rente is niet alleen gemiddeld fors lager dan 4%², doch bovendien allerm minst stabiel. Een premiesysteem dat alleen koerst op p^* zal in tijden van een hoge reële rente – zoals thans – leiden tot flinke overdekking terwijl bij een lage reële rente langdurige onderdekking optreedt. Het eerste is niet acceptabel voor de minister van Financiën, het tweede niet voor de Verzekeringskamer.

Er zijn verschillende oplossingsrichtingen mogelijk om aan deze bezwaren tegemoet te komen. Een daarvan is om de rekenrente variabel te maken: ook het eerdergenoemde wetsontwerp lijkt in deze richting te gaan. Elders is door een onzer betoogd dat de combinatie van variabele rekenrente en strakke dekkingsgraadvereisten leidt tot zeer wilde fluctuaties in het premieniveau³. Zouden we in de na-oorlogse periode een systeem gehanteerd hebben waarbij de rekenrente gebaseerd wordt op het driejaars voortschrijdend gemiddelde van de reële rente dan zou het benodigde vermogen, dat bij een rekenrente van 4% op 100 gesteld kan worden, gevarieerd hebben tussen 80 en 700. Deze instabiliteit is een sterk argument om de verplichtingen met een constante disconteringsvoet te berekenen. Dit zou vergelijkbaar zijn met de regel van Friedman om de geldhoeveelheid jaarlijks met een vast percentage, toevallig ook 4, te laten groeien. Expliciet in de tijd variërend beleid kan zijn versturende werking dan niet uitoefenen. Het voordeel in de pensioenomgeving is dat tevens een vast referentiepunt ontstaat. In dit artikel onderzoeken wij daarom een tweede oplossingsrichting; hierin wordt uitgegaan van een constante rekenrente en stabiele structurele premie p^* doch wordt flexibiliteit ingebouwd doordat het actuele premieniveau bestaat uit p^* plus een component die afhangt van de dekkingsgraad.

Een verhoging van het percentage zakelijke waarden leidt tot extra fluctuaties in het jaarlijkse reële rendement. Dit zal tot uiting komen in grotere uitslagen in de dekkingsgraad en/of in grotere jaarlijkse premie mutaties. Het gaat hier in wezen om hetzelfde probleem als bij de instabiliteit van de

reële rente. Ook de oplossingsrichting zal dezelfde zijn als zojuist aangegeven. We zullen hierna het voorgestelde premiesysteem nader uitwerken en bezien hoe het uitwerkt bij een instabiele reële rente en bij de grotere beleggingsrisico's verbonden aan een hoger percentage zakelijke waarden.

Premie-aanpassing: flexibel of star

Het is mogelijk om op basis van actuariële veronderstellingen en een rekenrente een jaarlijkse theoretische premie te berekenen. Wij zullen hier, zoals gezegd, niet uitgebreid op ingaan. Voor ons doel volstaat een ruwe karakterisering van een premiesysteem door de formule:

$$p = p^* + \alpha(D-D^*) \frac{\text{vermogen}}{\text{pensioengrondslag}} \quad (1)$$

waarbij p = feitelijk premieniveau; p^* = structurele of basispremie; D = feitelijke dekkingsgraad; D^* = normdekkingsgraad; en α = aanpassingsparameter

De factor (vermogen/pensioengrondslag) is nodig omdat de dekkingsgraad is uitgedrukt in procenten van het pensioenvermogen terwijl de premie wordt berekend in procenten van de relevante loonsom (= pensioengrondslag). Deze factor is afhankelijk van de 'rijpheid' van een pensioenfonds en ligt doorgaans tussen 3 en 5.

Vergelijking 1 stelt dat de feitelijke premie gelijk is aan een, op basis van lange-termijnoverwegingen vastgestelde, basispremie plus een inhaalcomponent die afhangt van de discrepantie tussen feitelijke en normdekkingsgraad. De basispremie kan idealiter gezien worden als een 'steady state' of evenwichtspremie in een bepaald tijdsbeeld.

Het aanpassingsmechanisme van de premie kent twee extremen. In het eerste extreem wordt de dekkingsgraad constant gehouden en past de premie zich hieraan aan ($\alpha=1$). Dit is het systeem van onmiddellijke af-financiering. Het geeft maximale premiefluctuaties. Het andere extreem is dat de premie constant gehouden wordt ($\alpha=0$), waardoor de dekkingsgraad sterk fluctueert. Het zogenaamde dynamische-premiesysteem, ontwikkeld door Brans & Co. en toegepast door onder andere het PGGM, gaat in deze richting. Er is een oneindig aantal variaties en mechanismen tussen deze twee extremen denkbaar. Hierbij speelt niet alleen de economische omgeving een rol, maar ook de institutionele. Zo wordt in Nederland in feite de benedengrens voor 100% dekkingsgraad als richtlijn door de Verzekeringskamer gesteld, terwijl de overheid op dit moment in het kader van het wetsontwerp belastingheffing op overschotten van pensioenfondsen de bovengrens van de dekkingsgraad effectief in de orde van 115% heeft gesteld.

Met de bovenstaande formulering wordt gesuggereerd dat wij te maken hebben met een cybernetisch systeem waarbij de dekkingsgraad tussen bepaalde marges mag fluctueren en de premie de stuurgrootte is. In deze denkwijze is premie dus een afgeleide van de dekkingsgraad. Vanuit procesbesturing is een aantal benaderingen bekend om dit sturingsproces optimaal te doen verlopen. In ons geval zijn dekkingsgraad en premiefluctuaties de doelvariabelen. Met name bij de premiefluctuaties moeten wij nog een onderscheid maken tussen de geleidelijkheid van deze fluctuaties en de extreme waarden die acceptabel geacht worden. Ieder pensioenfonds zal zijn eigen criteria hierbij moeten ontwikkelen. Wel zal het waarschijnlijk zo zijn dat een voorkeur uitgaat naar geleidelijke premieaanpassingen. In formule 1 impliceert dat een tamelijk lage waarde voor α . Om te vermijden dat sterke fluctuaties in jaarlijks beleggingsrendement leiden tot excessieve premievolatiliteit kunnen voorts maximale waarden aan de

2. A.J. Vermaat, *Over de rekenrente*, Voordracht ter gelegenheid van het 100-jarig bestaan van het Actuarieel Genootschap, 1988.

3. J.H.W. Goslings, Hebben pensioenfondsen werkelijk overschotten?, lezing congres Institutioneel Beleggen in 1990, februari 1990.

jaarlijkse premiesprongen worden toegekend. Uit eigen berekeningen blijkt dat de combinatie van een flexibel premieniveau en een geleidelijk premieverloop het best kan worden bereikt door een niet te hoge waarde van α in combinatie met een bovengrens aan de absolute premie-mutatie. Dit zullen wij hieronder nader uitwerken.

We beginnen met de gevolgen voor het premieverloop van sprongen in het reële rendement die optreden bij overgang van tijdsbeelden of regimes. We beschouwen twee premiesystemen. In het eerste premiesysteem is de aanpassing van de premie aan discrepanties in de dekingsgraad snel en de toegestane jaarlijkse premiesprong groot. Dit systeem noemen we premiesysteem I; dit luidt:

$$p = p^* + 0,5 \frac{\text{vermogen}}{\text{pensioengrondslag}} (D - D^*), \quad |\Delta p| \leq 4\% \quad (2)$$

Het tweede systeem is gericht op geleidelijke premie-aanpassing, we noemen dit premiesysteem II. Dit luidt:

$$p = p^* + 0,125 \frac{\text{vermogen}}{\text{pensioengrondslag}} (D - D^*), \quad |\Delta p| \leq 2\% \quad (3)$$

De normdekkingsgraad D^* is vastgesteld op 110%; lager lijkt gelet op de door de Verzekeringkamer geëiste ondergrens onverantwoord. De bepaling van de structurele basispremie p^* is, zoals uit het voorgaande mag blijken, een arbitraire zaak. Een pragmatische benadering gericht op stabiliteit over de tijd verdient hier de voorkeur. We zullen hier verderop op terugkomen.

Structurele veranderingen in reëel rendement

Een voor pensioenfondsen majeur risico is gelegen in de onvoorzienbare veranderingen in het (structurele) niveau van het reële rendement. Doordat noch aandelen noch nominale beleggingen een goede bescherming tegen inflatie bieden kunnen pensioenfondsen zich maar zeer partieel indekken tegen dit risico. Het gevolg is dat het feitelijke reële rendement afwijkt van het verwachte rendement, met als gevolg dat de dekingsgraad gaat afwijken van de normdekkingsgraad. Bij een structurenbreuk in de reële rente kunnen deze afwijkingen vrij langdurig zijn. De vraag is hoe deze schokken in beide premiesystemen zullen uitwerken. Daartoe bezien we, uitgaande van een eenvoudig actuarieel model⁴, het verloop van premie en dekingsgraad over een periode van 60 jaar onder drie inflatiescenario's. Het vermogen wordt geacht volledig te bestaan uit nominale beleggingen (obligaties en onderhandse leningen) met een gemiddelde looptijd van 5 jaar.

Als scenario's opteren we voor een basisscenario met constante inflatie, een scenario met een schoksgewijze inflatie-ontwikkeling en een scenario met een meer gematigd inflatieverloop. Het inflatieschokscenario sluit qua uitslagen goed aan bij de naoorlogse werkelijkheid; het ge-

matigde scenario beter bij het huidige 'wishful thinking'. De gemiddelde inflatie is in alle varianten gelijk gehouden, namelijk 3,8% per jaar. Dit getal is tamelijk willekeurig gekozen. De inflatiepaden zijn weergegeven in figuur 1.

Hogere inflatie wordt pas na verloop van tijd en bovendien ook nog onvolledig vertaald in een hogere gemiddelde rente op het belegde vermogen. In het gehanteerde simulatiemodel leidt een permanente verhoging van het inflatietempo met 1% uiteindelijk tot een rentestijging met 0,67%; de vertragingen zijn echter vrij lang. Bovendien blijft de rente op bestaande leningen ongewijzigd gedurende de resterende looptijd (gemiddeld 5 jaar). De nominale contractloonstijging is gelijk aan de prijsstijging plus een constante reële loongroei van 1%. Daarnaast is er een incidentele loongroei: deze is in het gehanteerde model een functie van de verandering in de leeftijdsamenstelling van de actieven.

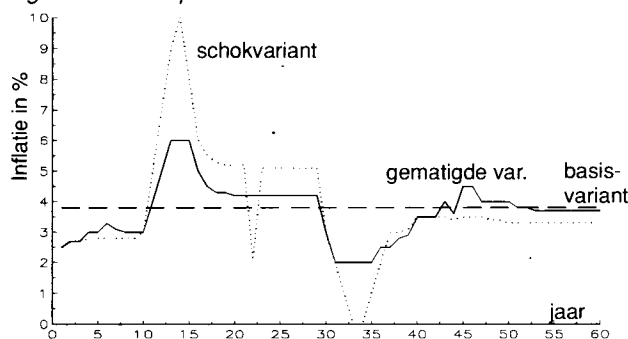
Het verloop van premie en dekingsgraad in het inflatieschok- en het gematigde inflatiescenario wordt afgezet tegenover premieverloop en dekingsgraad in het basiscenario. Zodoende wordt zoveel mogelijk geabstraheerd van toevallige invloeden van uitgangspositie, keuze basispremie enzovoort. De getoonde afwijkingen zijn hierdoor wel een onderschatting van de totale volatiliteit. De uitkomsten zijn grafisch weergegeven in figuur 2 en figuur 3.

Uit de getoonde figuren komt duidelijk naar voren dat de nadruk op premiestabiliteit leidt tot grote uitslagen in dekingsgraad en vice versa. Niettemin is ook in premiesysteem-I, waarin een snelle premieaanpassing centraal staat, de dekingsgraad verre van constant. De extra uitslagen in dekingsgraad die optreden als we overgaan naar premiesysteem-II met een geleidelijker premieverloop zijn aanzienlijk maar lijken niettemin acceptabel als we de zeer forse afvlakking in premieverloop bezien die daardoor kan worden bereikt. Met name in het inflatieschokscenario treden in het eerste premiesysteem incidentele uitschieters in premieniveau op die weinig realistisch lijken. In het gematigde inflatiescenario zijn de verschillen tussen beide premiesystemen, tamelijk beperkt. De conclusie dringt zich op dat premiesysteem-I te hoge eisen stelt aan het vermogen van werkgevers en werknemers om zich aan te passen aan zeer hoge en snel stijgende premie's. Dit pleit voor een systeem dat uitgaat van een meer geleidelijke aanpassing; uit de figuren blijkt dat de prijs hiervoor is dat we een wat grotere variatie in dekingsgraad dienen te accepteren. Op de consequenties daarvan voor de aan de dekingsgraad gestelde grenzen in de brede herwaardering komen we nog terug. Alvorens dat te doen zullen we eerst nagaan hoe de samenhang is tussen de, thans in brede kring voorgestane, uitbreiding van het percentage zakelijke waarden binnen de pensioenfondsenbeleggingen en de vormgeving van het premiesysteem.

Beleggen in zakelijke waarden

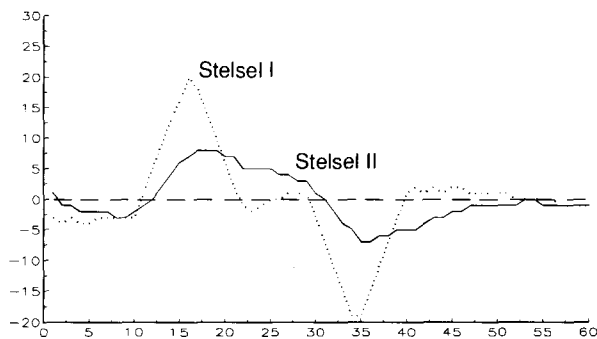
Een vergroting van het percentage zakelijke waarden zal, afgaande op het verleden, tot een beduidende verhoging van het reële beleggingsrendement leiden. Dit werkt uiteraard ook door in het gemiddelde premieniveau. Een portefeuille met 25% aandelen, 15% onroerend goed en 60% vastrentend zou tot een gemiddeld premieniveau leiden dat circa 3 procentpunten lager is dan bij een portefeuille die volledig bestaat uit vastrentende waarden. De jaarlijkse rendementsfluctuaties zijn voor aandelen en onroerend goed veel groter dan bij obligaties of onderhandse leningen. Wel is het zo dat, anders dan bij obligaties, bij middeling over de jaren de

Figuur 1. Inflatiepaden

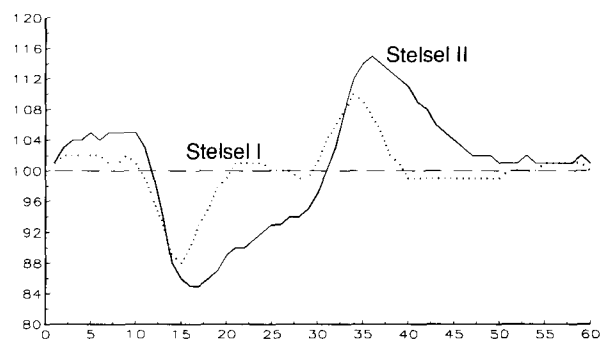


4. Er wordt uitgegaan van een constant aantal actieven; wel wordt rekening gehouden met de naderende vergrijzing en de leeftijdsamenstelling van de verzekerden. Sterftcijfers zijn conform sterftetafels ABP.

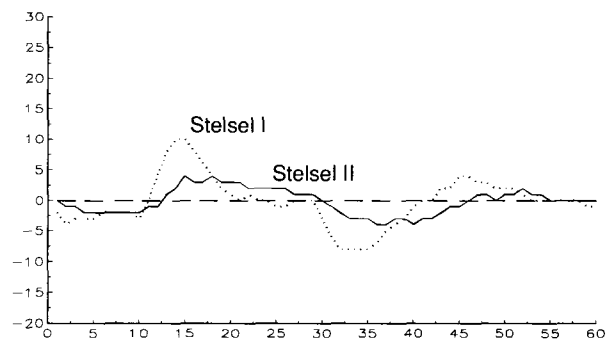
Figuur 2a. Premie in inflatieschokscenario^a



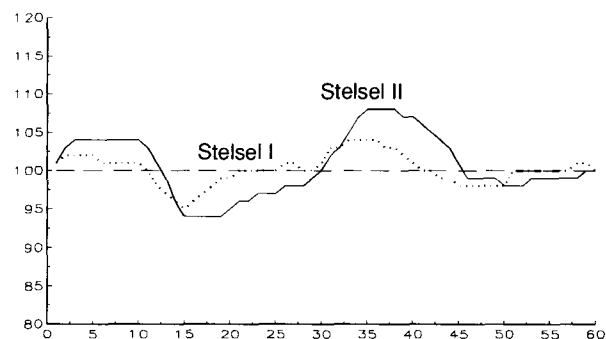
Figuur 2b. Dekkingsgraad in inflatieschokscenario^a



Figuur 3a. Premie in gematigd inflatiescenario^a



Figuur 3b. Dekkingsgraad in gematigd inflatiescenario^a



a. Afwijkingen van het basisscenario.

spreiding snel afneemt. Niettemin rijst de vraag in hoeverre een uitbreiding van het percentage zakelijke waarden tot hogere premiefluctuaties leidt. Om dit na te gaan hebben we, uitgaande van het basisscenario, een stochastische simulatiestudie uitgevoerd. De jaarlijkse opbrengstvoeten van de drie onderscheiden vermogenscategorieën worden via een kanssimulator bepaald op basis van, voor de na-oorlogse periode, geschatte opbrengstvergelijkingen. De simulatie gaat dus uit van de korte-termijnrisicokarakteristieken; de interpretatie van de uitkomsten zal mede vanuit een lange-termijnoptiek geschieden.

We simuleren over een aaneengesloten periode van zestig jaar en herhalen dit 200 keer. De uitkomsten luiden in de vorm van gemiddelden en relatieve frequenties over de 200 simulaties. We berekenen aldus:

- de standaard jaarlijkse premie mutatie, gedefinieerd als de wortel uit de gemiddelde kwadratische premie mutatie. Deze grootheid geeft ten opzichte van het gewone gemiddelde een wat groter gewicht aan grote premie mutaties; de standaardpremie mutatie is daardoor groter dan de gemiddelde mutatie;
- de kans in enig jaar op een dekkinggraad kleiner dan 90%;
- de kans in enig jaar op een dekkinggraad groter dan 120%.

De simulaties zijn uitgevoerd voor beide premiesystemen; de uitkomsten van het stabiele en het inflatieschokscenario staan vermeld in tabel 1. Wellicht ten overvloede wijzen we erop dat de cijfers betrekking hebben op de absolute volatiliteit van premies en dekkinggraad.

De uitkomsten geven duidelijk aan dat een uitbreiding van het percentage zakelijke waarden leidt tot een hogere premievolatiliteit; in premiesysteem-I komt de standaard premie mutatie uit op bijna 4% per jaar. Dit is erg fors. In het tweede premiesysteem bedraagt de mutatie slechts de helft; opmerkelijk is dat het dekkinggraadverloop in het tweede premiesysteem niet slechter is dan in het eerste. De bijsturing in het tweede systeem geschiedt geleidelijker dan in het eerste

doch na een paar jaar is de dekkinggraad weer op het niveau dat ook met de abrupte bijsturing in systeem-I bereikt wordt. De kansen op onderdekking in premiesysteem-II zijn eerder kleiner dan groter; waarschijnlijk heeft dit te maken met de tendens in het tweede systeem tot het vormen van grotere reserves. Deze vormen een buffer voor 'slechte tijden'. Deze resultaten ondersteunen de in de Nederlandse pensioenwereld gangbare praktijk van herwaarderingsreserves die gerelateerd zijn aan het risico op de aandelenportefeuille. Deze reserve treedt als een buffer op. Gezien het historische koersverloop zou deze buffer zeker in de orde van 30 à 40% van de aandelenbeleggingen dienen te bedragen. Bij een aandelenbelegging in de orde van 25 à 40% van het belegde vermogen zou een dergelijke buffer 7,5 à 10% uitgedrukt in de dekkinggraad betekenen. Samenvattend kunnen we stellen dat bij een gespreide vermogenssamenstelling premiesysteem-II duidelijk de voorkeur verdient. Dit leidt tot een redelijke mate van premiestabiliteit en is uit een oogpunt van dekkinggraad, mits de bovengrens tamelijk ruim gekozen mag worden, niet onveiligere dan systeem-I.

Opvallend is dat de toeneming in premievolatiliteit en uitslagen in dekkinggraad bij overgang van het stabiele basisinflatiescenario naar het inflatieschokscenario veel groter is bij een eenzijdig uit vastrentende waarden samengestelde portefeuille dan bij een breed gespreide portefeuille. Dit onderstreept de conclusie in ons vorige artikel dat door uitbreiding van het percentage zakelijke waarden de robuustheid voor inflatie toeneemt⁹. Daarnaast zijn er natuurlijk de voordelen van een structureel lagere premie.

Macro-economische stabiliteit

Recentelijk is door prof. Zalm in zijn inaugurele rede als bijzonder hoogleraar aan de Vrije Universiteit een pleidooi

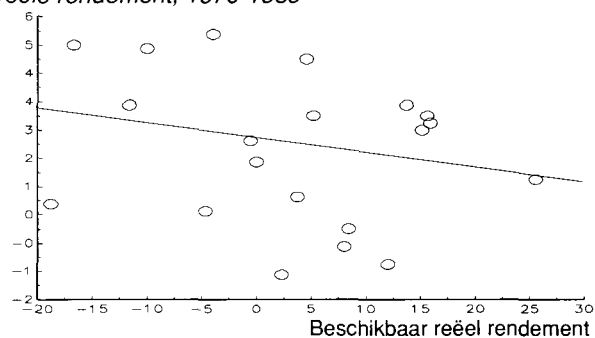
5. J.M.G. Frijns en J.H.W. Goslings, Matching voor het pensioenbedrijf, *ESB*, 6 september 1989.

Tabel 1. Uitkomsten stochastische simulaties op basis van een stabiel inflatiescenario en op basis van een inflatieschokscenario (in procenten)

| | Stabiele inflatie | | | Inflatieschok | | |
|---|-----------------------|--------------------|---------------------|-----------------------|--------------------|---------------------|
| | stand. premie-mutatie | kans dek.gr. < 90% | kans dek.gr. > 120% | stand. premie-mutatie | kans dek.gr. < 90% | kans dek.gr. > 120% |
| 100% vastrentend | | | | | | |
| Systeem-I | 0,9 | 0 | 0 | 2,6 | 0 | 1,7 |
| Systeem-II | 0,7 | 8,5 | 4,0 | 1,1 | 11,7 | 8,6 |
| 60% vastrentend, 25% aandelen, 15% onroerend goed | | | | | | |
| Systeem-I | 3,8 | 7,6 | 22,1 | 3,9 | 23,0 | 34,1 |
| Systeem-II | 1,7 | 6,2 | 31,9 | 1,8 | 13,8 | 39,0 |

gehouden voor een steeds sluitende actuariële balans⁶. Een premiesysteem derhalve waarbij de dekkingsgraad voortdurend gelijk wordt gehouden aan de normdekkingsgraad; de premie dient dan volledig flexibel te zijn. De argumentatie hiervoor is een macro-economische: een dergelijk systeem "zou betekenen dat in economisch gunstige perioden, met een ongunstige verhouding tussen beleggingsrendement en loonstijging, hoge premie-afdrachten moeten plaatsvinden, hetgeen dan weinig bezwaarlijk is en het kan zelfs overbestedingstendensen afremmen. In economisch ongunstige perioden daarentegen zouden de premie-afdrachten gering of nihil hoeven te zijn hetgeen kan bijdragen aan loonkostenmatiging en koopkrachtondersteuning". Tegen deze redenering kan als hoofdbezwaar worden ingebracht dat het zeer riskant is de hiervoor beschreven gezonde micro-economische gedragsregels overboord te zetten ten faveure van slecht begrepen en/of instabiele macro-economische verbanden. De ervaringen in de jaren zeventig en tachtig met macro-economisch beleid houden wat dat betreft een duidelijke les in. Echter ook tegen het geponeerde macro-economische verband zelf is wel wat in te brengen. Zo is het nog maar de vraag of zo'n regel bijdraagt aan een grotere macro-economische stabiliteit; in ieder geval leidt deze regel ertoe dat het monetaire beleid gefrustreerd wordt: de hogere rente leidt, direct of indirect via het drukkende effect op de inflatie, tot premieverlagingen en langs die weg tot extra bestedingen. Een leuk perspectief voor de Nederlandsche Bank. Ook is moeilijk voorstelbaar hoe grote jaarlijkse premiesprongen en bijbehorende excessieve premieniveaus bijdragen aan een beheersbare kostenontwikkeling voor het Nederlandse bedrijfsleven. Belangrijk in dit verband is dat de door Zalm geponeerde verbanden empirisch dubieus zijn. Er lijkt nauwelijks sprake van enig verband tussen het saldo van beleggingsrendement en loonstijging enerzijds en reële economische groei anderzijds. Figuur 4 waarin het verband tussen beide grootheden uiteengezet wordt illustreert dat. Het beleggingsrendement is bepaald op basis van een portefeuille die voor 60% uit vastrentende waarden bestaat en voor 40% uit aandelen. Voor vastrentende waarden wordt de actuele markrente en voor aandelen de som van dividendrendement en koersstijging als rendementsmaatstaf gehanteerd. De resultaten wijken niet veel af als andere rendementsmaatstaven (bij voorbeeld het 5-jaars voortschrijdend gemiddelde van markrente en aandelenrendement) worden gehanteerd. Het saldo van beleggingsrendement en loonstijging definiëren we als beschikbaar reëel rendement (r): is dit lager dan 4% dan zal de premie moeten worden verhoogd. Volgens de redenering van Zalm zou dit uit de extra groei kunnen. Bij de huidige omvang van de pensioenvermogens zou onmiddellijke compensatie van 1% lager beschikbaar rendement ca. 0,5 à 1% extra groei van het nationaal inkomen (y) vereisen. De geschatte coëfficiënt bedraagt echter

Figuur 4. Reële groei van het nationale inkomen versus het reële rendement, 1970-1989



Toelichting: $y = 2,4 - 0,04 r$, $R^2 = 0,06$, $\sigma_e = 2,1$, t -waarde = 1,05.
Bronnen: CPB en Barclays de Zoete Wedd.

slechts 0,04 zodat hooguit eentiende van de tegenvaller uit de extra groei kan worden opgevangen. Bij een rendementsmeevaller geldt het omgekeerde. Al met al geloven wij niet dat de suggesties van Zalm van groot belang zijn bij de keuze van een optimaal premiesysteem.

Consequenties van brede herwaardering

Vatten we het voorgaande samen dan blijkt dat het van de vormgeving van het premiesysteem afhangt in welke mate fluctuaties in het reële beleggingsrendement worden weerspiegeld in premievolatiliteit dan wel in fluctuaties in de dekkingsgraad. Op basis van de hier weergegeven resultaten blijkt dat het mogelijk is een premiesysteem te kiezen dat tot een zekere geleidelijkheid in premieverloop leidt terwijl tegelijkertijd de dekkingsgraad niet te ver van de normdekkingsgraad afwijkt. Dit geldt zeker in neerwaartse richting. Evenzo blijkt dat enige geleidelijkheid in premie-aanpassingen gekoppeld aan een voorzichtig waarderings- en/of reserveringssysteem welhaast een conditio sine qua non is voor een uitbreiding van het percentage zakelijke waarden. Zowel de beschreven scenario studie met betrekking tot inflatie en reële rente als de stochastische simulatiestudie laten zien dat de marges die door het voorstel brede herwaardering aan de dekkingsgraad worden gesteld onrealistisch smal zijn; althans indien enige waarde wordt toegekend aan de stabiliteit van de premie-ontwikkeling. In feite vereisen de restricties ten aanzien van de dekkingsgraad een premiesysteem met snelle premie-aanpassingen. Een beperking van de jaarlijkse premiefluctuaties is dan alleen mogelijk door vrijwel alleen in vastrentende waarden te beleggen: dit leidt structureel tot een lager rendement en een hogere premie. Dat laatste is zeker niet aantrekkelijk omdat premies een component van de loonkosten vormen, zowel voor het bedrijfsleven als de overheid. Een bijkomend nadeel is het effect op het aanbod van risicodragend kapitaal. Iedereen is erbij gebaat dat de voorgestelde wetgeving niet het ongewenste neveneffect heeft van een afnemende belangstelling voor aandelen bij pensioenfondsen. Bovendien is bij een dergelijke eenzijdige portefeuillesamenstelling het inflatierisico erg groot, met als gevolg dat ook dan grote opwaartse premiemutaties niet zijn uit te sluiten.

J.M.G. Frijns
J.H.W. Goslings

6. G. Zalm, *Mythen, paradoxen en taboes in de economische politiek*, Inaugurele rede, VU, 1990.