



Network for Studies on Pensions, Aging and Retirement

Prof.dr. Jan B. Kuné

**Financiering en veiligstelling
van het pensioeninkomen:
omslag of kapitaaldekking**

Short Notes 2005 - 006

Financiering

Financiering en veiligstelling van het pensioeninkomen: omslag of kapitaaldekking

en veiligstelli

Prof. dr. Jan B. Kuné *Onderzoeker, ABP Financiën en Hoogleraar Pensioenwetenschap, Universiteit van Amsterdam*

ng van het pe

nsioeninkome

n: omslag of k

apitaaldekking



Een verdeling in drieën

Een pensioensysteem bewerkstelligt de verdeling van middelen in drieën, twee gelijktijdig en één chronologisch. Het pensioensysteem is daarmee een drievoudig verdelingsmechanisme.

Op macroniveau zorgt het pensioensysteem in iedere tijdsperiode voor een (gelijktijdige) verdeling van middelen tussen oudere en jongere generaties. Het verdelingsmechanisme hierbij betreft omslagfinanciering, het systeem van kapitaaldekking of enigerlei combinatie van deze twee. Bij omslagfinanciering worden de pensioeninkomens betaald uit het arbeidsinkomen van de werkende generaties, terwijl bij kapitaaldekking het pensioeninkomen wordt verkregen uit het geaccumuleerde pensioenvermogen.

Op microniveau bewerkstelligt het pensioensysteem een (chronologische) verdeling van middelen over de actieve en postactieve fase in iemands leven. Het verdelingsmechanisme betreft uitsluitend kapitaaldekking. Het bezit van pensioenkapitaal, bijeengebracht in de actieve periode, verschaft het betreffende individu tijdens de postactieve periode een economische claim op het nationaal product.^{1]}

Op het intermediaire of mesoniveau kent in Nederland behalve de AOW-voorziening ook het stelsel van aanvullende regelingen tal van herverdelingsmechanismen, die in iedere tijdsperiode leiden tot (gelijktijdige) inkomensoverdrachten (in uiteenlopende richtingen) tussen al diegenen die behoren tot dezelfde leeftijdsgroep of generatie.

In dit hoofdstuk belichten we enige aspecten van de pensioenfinancieringsystemen, kapitaaldekking en omslag.

Zekerstelling

Een belangrijke overweging bij de keuze van financieringswijze van een pensioenvoorziening is hoe een zo groot mogelijke zekerstelling voor de ouderen kan worden verkregen en hoe generatieconflicten kunnen worden voorkomen. Uit macro-economisch gezichtspunt is daarnaast een belangrijke overweging voor een bepaalde keuze van financiering welke financieringswijze de grootste bijdrage levert aan de totstandkoming van de nationale productie. Dit verloopt voornamelijk via het mechanisme van sparen en investeren.

Bij omslagfinanciering vertrouwen de ouderen erop dat de werkenden bereid en in staat zullen zijn en blijven de pensioenvoorziening te financieren. De werkenden zullen dat alleen doen als er een stevig sociaal contract bestaat in die zin, dat zij er op hun beurt op kunnen vertrouwen

dat de nieuwe generatie werkenden dat ook voor hen zal doen als zij zelf oud zijn. Dit laatste is steeds afhankelijk van het in staat en bereid zijn van de werkende generaties om de premies te betalen die benodigd zijn voor de beoogde pensioenuitkeringen. Garanties bestaan er evenwel niet, zeker niet in tijden van demografische transitie of in tijden van economische krapte. Gepensioneerden hebben hooguit een morele claim op het nationaal inkomen.

Bij kapitaaldekking wordt het pensioeninkomen verkregen uit de kapitaalrevenue en de verkoop van de (pensioen)vermogenstitels aan de jongere generaties, die op dat moment hun pensioenrechten aan het opbouwen zijn. Op deze wijze kunnen de ouderen beschikken over een 'resource base of their own' en hebben daarmee een 'economische claim' op het nationaal inkomen. Voornoemde vermogenstitels zijn het bezit en eigendom van de postactieve generatie en verschaffen doorgaans een steviger basis en meer zekerheid dan een goed bedoeld sociaal contract en zullen doorgaans ook de voorkeur krijgen. Het eigendom van deze vermogenstitels, waarachter de fysieke kapitaalgoederenvoorraad schuilt, belichaamt en ondersteunt deze claim. Maar ook deze vermogensopbrengsten zijn niet gegarandeerd. In tijden van hardnekkig geringe rendementen zullen de ouderen bij de verdeling van het nationaal product waarschijnlijk aan het kortste eind trekken.

Anders gezegd, in geval van omslagfinanciering moeten de ouderen een beroep doen op de productiefactor arbeid toebehorend aan de jongere generaties, terwijl bij kapitaaldekking de productiefactor kapitaal, toebehorend aan de (oudere) deelnemers zelf, het pensioeninkomen genereert.^{2]} Er is in het laatste geval, althans in economische zin geen belangentegenstelling tussen werkenden en gepensioneerden en er is al helemaal geen sprake van een oorlog tussen de generaties^{3]}. Gevoelsmatig kan die tegenstelling er wel degelijk zijn.

Kapitaaldekking als financieringswijze van een pensioenvoorziening wordt dikwijls eveneens bepleit omdat het op deze manier mogelijk zou zijn de lasten van een pensioenvoorziening op een bepaalde manier in de tijd te spreiden.

Lastenverdeling in de tijd niet mogelijk

Lastenspreiding in de tijd bezien is maar in zeer beperkte mate mogelijk voor de maatschappij als geheel. Voor een individu of een groep van individuen gaat de redenering van lastenspreiding in de tijd wél op. Een individu spaart (ziet af van consumptie) tijdens zijn actieve jaren en ontspaart (consumeert) in de postactieve fase van zijn leven. Merk op dat er altijd

een andere partij aanwezig is, die de tegenovergestelde transactie verricht. Voor de maatschappij als geheel is er geen andere partij, behoudens in zekere mate het buitenland. Merk ook op dat de westerse wereld, zij het met enig faseverschil, in de 21ste eeuw als geheel veroudert en dat de westerse wereld in economisch opzicht (nog) maar betrekkelijk weinig buitenland heeft. Een zekere mate van spreiding van lasten, in casu het in de tijd naar voren halen daarvan, is tot aan een zekere tijdshorizon mogelijk door middel van het in voorraad houden van duurzame consumptiegoederen⁴]. Concluderend, sparen voor later is op macroniveau dus niet erg goed mogelijk. Ergo, wat op microniveau geldt, geldt niet of niet altijd op macroniveau. Het niet rekening houden met dit macro/micro-onderscheid wordt ook wel aangeduid als een 'fallacy of composition'. Een voorbeeld: '... if I stand on my seat in the theatre I will get a better view, but if everybody does so, nobody will get a better view.' ⁵]

Grotere productiecapaciteit

De relevantie van kapitaaldekking is gelegen in de omstandigheid dat bij de sector gezinnen een bron van besparingen wordt gecreëerd, die leidt tot investeringen, en die op hun beurt de productiecapaciteit vergroten en daarmee de toekomstige productie en welvaart. Kapitaaldekking als wijze van pensioenfinanciering heeft vanuit macrogezichtspunt de voorkeur als zij daadwerkelijk leidt tot een groter toekomstig nationaal product. Wanneer aan bepaalde voorwaarden is voldaan, zal zulks inderdaad het geval zijn ⁶].

Het omgekeerde geldt niet noodzakelijkerwijze. Een groot productiepotentieel kan ook langs andere weg worden gefinancierd. We behoeven slechts te kijken naar de twee landen, Nederland (waar relatief veel pensioenbesparingen aanwezig zijn) en België (met weinig pensioenbesparingen). De kapitaalintensiteit van de productie in België is niet geringer dan in Nederland, evenmin heeft België een geringere welvaart dan Nederland, in tegendeel. In het proces van bevolkingsveroudering staat België er dan ook niet beter of slechter voor dan Nederland. Het inkomensverdelingmechanisme (met name tussen werkenden en gepensioneerden) daarentegen verschilt wel aanzienlijk.

Grotere veiligstelling

Bij een systeem van kapitaaldekking accumuleren de deelnemers een financieel kapitaal, waaruit later hun pensioeninkomen gefinancierd zal

worden. Het financiële kapitaal gaat, indien verstandig belegd, in principe nooit verloren. Adequate afschrijving en vervangingsinvesteringen zorgen voor de continuïteit. Dit in tegenstelling tot het menselijk kapitaal. Immers de arbeidscapaciteit van een mens gaat met het ouder worden geleidelijk aan verloren, de arbeidscapaciteit slijt of veroudert en parallel daaraan vermindert ook zijn verdien capaciteit. Met het verscheiden van de fysieke persoon, zijn ook al diens kennis en kunde, ervaring en intellectuele vaardigheden verdwenen ⁷]. Kapitaal verschaft de bezitter, ongeacht zijn leeftijd, een bron van inkomsten. Dat moet een geruststellende gedachte zijn. Het kapitaal overleeft de bezitter ervan doorgaans ruimschoots en zal generaties lang doorgegeven kunnen worden en al deze generaties van inkomen voorzien. Het sociaal contract tussen generaties (omslagfinanciering) daarentegen kan worden verbroken of afgezwakt. Het pensioeninkomen van de kapitaalbezittende oudere vormt concluderend in economische zin voor geen enkel ander individu of groep een last. Het inkomen van geen enkele andere groep wordt afgeroomd ten behoeve van een inkomensoverdracht aan de ouderen. Wél betalen de actieven een premie ten behoeve van hun eigen pensioenopbouw en brengen daarmee een (consumptie)offer.

Virtueel

Garanties zijn in zekere zin altijd virtueel, bij het systeem van omslag is de handhaafbaarheid van een bepaalde pensioenregeling afhankelijk van de sterkte en duurzaamheid van het sociaal contract en bij kapitaaldekking is de handhaafbaarheid afhankelijk van het vermogen van de economie altijd voldoende kapitaalrendement te genereren.

Wanneer ex ante de vraag naar goederen en diensten het aanbod overtreft, zal een proces van inflatie op gang komen, die het evenwicht zal herstellen. De inkomens van de actieven zullen de inflatieontwikkeling goeddeels volgen, en de inkomens van de postactieven zullen daar in meer of mindere mate bij achterblijven. De ouderen - en andere ontvangers van een overdrachtsinkomen - zullen hun koopkracht navenant zien dalen. Het proces van inflatie doet anoniem, geruisloos, snel, effectief, welhaast meedogenloos zijn werk; (democratische) besluitvormingsprocessen komen er niet aan te pas. In de eerste plaats zullen de prijzen van goederen en diensten stijgen en daarmee het reële inkomen van de pensioenontvangers dalen. In de tweede plaats zullen de ouderen de prijs van de financiële titels die zij wensen te verkopen aan de jongeren die op dat moment hun eigen pensioen aan het opbouwen zijn, zien dalen. Dit betekent een verdere teruggang van hun reëel besteedbaar inkomen.

Kapitaal versus arbeid

Absolute zekerheid, veiligstelling of garanties kunnen, zoals gezegd, niet worden gegeven. Risico's blijven wel degelijk bestaan, zoals het voornoemde inflatierisico. In de komende decennia zal bovendien de factor arbeid schaarser worden ten opzichte van de factor kapitaal. Het kapitaalrendement zal bijgevolg dalen, geen blijmakend vooruitzicht voor de pensioeninstellingen.

Dikwijls wordt ook betoogd dat na 2010 - 2015 de groeivoet van het volume der pensioenbesparingen zal afnemen. Of, met andere woorden, het aanbod van financiële titels die de ouderen wensen te verkopen aan de minder talrijke cohorten van jongeren, zal toenemen en de prijs ervan komt onder druk te staan. Soms wordt in dit verband zelfs gedacht aan een totale 'melt down'. Te onzent zullen de pensioenbesparingen de komende decennia in relatieve zin zeker afnemen, maar naar verwachting niet negatief worden⁸]. Geen complete ramspoed dus, maar naar verwachting wél rendementen die lager zullen zijn dan we in de laatste decennia van de 20ste eeuw gewend waren.

De pensioenresultaten van velen zullen bijgevolg lager uitvallen dan waarvan men eerder is uitgegaan. Schommelingen in de (reële) rendementen vertalen zich in principe direct in de hoogte van het pensioeninkomen⁹]. Tot op zekere hoogte is verevening hiervan mogelijk, te bewerkstelligen door aanwezige buffers en door de inzet van het (inhaal)premie-instrument. Men verlaat dan het zuivere kapitaaldekingsprincipe en brengt elementen van omslag in de financieringsopzet.

Pensioenvermogen versus nationaal inkomen

Pensioeninstellingen beogen, zoals gezegd onder meer de gelijktijdige verdeling van het nationaal inkomen tussen gepensioneerden en werkenden te reguleren. Bij een tamelijk regelmatige ontwikkeling van het nationaal inkomen - soms onderbroken door enige conjuncturele oprispingen - zouden we wensen dat de prijsontwikkeling van financiële titels, teweeggebracht door uiteenlopende vraag- en aanbodverhoudingen, sentimenten en dergelijke, geen al te grote verstoringen veroorzaken in dit inkomensverdelingproces. Het blijkt evenwel dat die verstoringen er dikwijls wél zijn.

De ontwikkeling van het nationaal inkomen zal - bij gematigd optimistische veronderstellingen ten aanzien van arbeidsparticipatie en arbeidsproductiviteit - de komende decennia nog tot een welvaartsstijging van enige tientallen procenten kunnen leiden en waar meer is, is het gemak-

kelijk delen¹⁰]. Dit moet een grote geruststelling zijn.

Het is een paradox dat op pensioenfondsniveau onder omstandigheden wel degelijk lastige knelpunten kunnen ontstaan, die een soepele verdeling van het nationaal inkomen tussen jong en oud verstoren.

Veranderingen in de waarde van (componenten van) het nationaal vermogen zoals het pensioenvermogen - het gaat hier steeds om voorraadgrootheden - blijken een grote invloed te hebben op de parameters en stroomgrootheden van de pensioensector¹¹]. Een enigszins substantiële waardevermindering van het pensioenvermogen leidt tot een flinke aanpassing van huidige en toekomstige uitkeringen alsmede tot een flinke premiestijging. Dit is een rechtstreeks en onvermijdelijk gevolg van kapitaaldekking als financieringswijze van een pensioenregeling. En op haar beurt is kapitaaldekking praktisch de enige mogelijkheid om financiële stromen in disjuncte perioden aan elkaar te verbinden¹²]. Zulks is een wezenlijke functie van pensioeninstellingen.

Concluderend, voorraadgrootheden zijn wisselvalliger en volatieler dan macro-economische stroomgrootheden. Pensioeninstellingen worden daarmee zeer kwetsbaar voor economische dynamiek en al helemaal voor economische hectiek. Op hun beurt kunnen zij bedoelde dynamiek vervolgens versterken en bijdragen tot verdere destabilisatie (procyclische werking).

Verstoringen in de financiële sfeer

De nationale productie is niet het directe aangrijpingspunt en draagvlak voor de financiering van pensioenvoorzieningen. In Nederland wordt een deel van het arbeidsinkomen afgeroomd voor de financiering van de AOW-voorziening en een ander deel genereert de premies voor het aanvullend pensioen. Het aanwezige pensioenvermogen is de voornaamste financieringsbron voor het aanvullend pensioen. Een enige tijd voortdurende vrij forse daling van het reële fondsrendement en/of van de prijzen van vermogenstitels zijn voorbeelden van een storende ontwikkeling. In een dergelijke periode van verstoorde verhoudingen op de financiële markten blijkt het verdelingsvraagstuk tussen jongere werkenden en oudere niet-werkenden plotseling aan scherpte te winnen. De oorzaak van deze problematiek is gelegen in het niet-synchroon lopen van kapitaalmarktvariabelen en de prijzen van vermogenstitels met economische grootheden als de nationale productie en het nationaal inkomen. Het pensioeninkomen hangt in belangrijke mate af van de prijsontwikkeling van het pensioenvermogen. Inhaalpremie's kunnen fluctuaties in het pensioenresultaat tot op zekere hoogte en gedurende een bepaalde tijd mitigeren. Afspraken hierover zijn neergelegd in het pensioencontract.

De economische theorie indiceert een in principe parallelle ontwikkeling tussen de inkomens- en salarisontwikkeling en de waarde van de bezittingen. Kan dit verband ook empirisch worden aangetoond? In de macro-economische empirische literatuur is men tot dusverre niet tot consensus kunnen komen omtrent de gedaante en aard van de relatie tussen de inkomens- en salarisontwikkeling en de prijsvorming op financiële markten. Klaarblijkelijk spelen op financiële markten - ook op de wat langere termijn - irrationaliteiten een hardnekkige rol en/of zijn de meting, modellering en specificatie van de fundamenteel bepalende factoren van kapitaal- en arbeidsproductiviteit nog niet (helemaal) goed gelukt. Pas vrij recent wordt veel meer onderzoek gedaan naar de wisselwerking tussen financiële markten en de reële economie.

Vermeldenswaard in dit verband is een analyse van M. Cardinale die voor het VK voor de periode 1850-2002 deze relatie heeft onderzocht^{13]}. Zijn bevinding is dat een langetermijnevenwichtsrelatie bestaat tussen de inkomens- en salarisontwikkeling enerzijds en de prijsvorming van obligaties, aandelen en onroerend goed anderzijds. Op de wat kortere termijn (van zo'n 10 jaar) spelen andere factoren doorgaans een doorslaggevende (en versturende) rol.

Cardinale heeft ook onderzocht wat deze bevinding betekent voor de verkieslijke beleggingsportefeuille van een pensioeninstelling uitgaande van een langetermijnevenwichtsrelatie tussen arbeidsmarkt- en kapitaalmarktgrootheden. De dikwijls (zeer) langdurige en (zeer) substantiële afwijkingen van salarishoogte en prijzen van vermogenstitels van hun langetermijnevenwichtswaarden brengen hun eigen aanpassing- en herstelkosten met zich mee (uitgaande ook van een intergenerationeel billijke lastenverdeling) en die afwijkingen zijn daarmee ook een belangrijke bepalende factor voor de verkieslijke portefeuillesamenstelling. Daarnaast zijn vanzelfsprekend relevant de grootte van de collectiviteit en de horizonlengte. Tentatief komt hij voor een Engels pensioenfonds tot een minimum-mismatchrisicoportefeuille die bestaat uit 40%-45% vastrentende waarden, 45%-50% aandelen en gemiddeld zo'n 10% liquide middelen. Behalve de 10% liquiditeit komen deze cijfers ons tamelijk bekend voor, het resultaat van tal van ALM-analyses in de afgelopen tien jaar bij Nederlandse pensioeninstellingen.

In de discussie over de (dis)mérites van kapitaaldekking versus omslagfinanciering zijn Jean en ik weleens gebotst. De drive bij Jean kwam voort vanuit de overtuiging dat je kwaadaardige tegenstanders en criticasters van het Nederlandse pensioensysteem geen enkel argument moet

verschaffen, die zij vervolgens kunnen misbruiken dan wel oneigenlijk gebruiken. Inmiddels is zowel in wetenschap als praktijk de controversie kapitaaldekking versus omslagfinanciering tot rust gekomen. De karakteristieken, verschillen en overeenkomsten van beide stelsels worden beter geduid en worden beter begrepen^{14]}. De kwetsbaarheden van een kapitaalgedekt pensioenstelsel worden ook onderkend en in toenemende mate komt men door middel van pensioencontracten tot a priori afspraken hoe met mee- en tegenvallers dient te worden omgegaan.

Noten

- ^{1]} En een claim op de productie van verschillende buitenlanden, indien het pensioenkapitaal (gedeeltelijk) aldaar is belegd. De WRR in *Generatiebewust Beleid*, SDU, Den Haag, 2000 (p. 109) formuleert het aldus, '... enigszins gechargeerd komt dit (=ontsparring) erop neer dat de toekomstige generaties jongeren zich toeleggen op de arbeidsintensieve verzorging van de ouderen en dat zij hiervoor beloond worden met (uit bedoelde ontsparingen gefinancierde) uit Azië geïmporteerde auto's, computers, videorecorders, etc.'
- ^{2]} Eenzelfde zekerheid wordt verkregen bij langer blijven werken. De ouderen genereren hun eigen inkomen met behulp van hun eigen productiefactor arbeid. A fortiori geldt zulks met betrekking tot het gigantische vermogen in privé-bezit.
- ^{3]} Volgens alle gangbare productiefuncties wordt de nationale productie voortgebracht door de (gezamenlijke inzet van de) productiefactoren arbeid en kapitaal, soms wordt ook nog de (stand van de) technologische vooruitgang geïntroduceerd.
- ^{4]} Het aanleggen van voorraden van duurzame consumptiegoederen, denk aan huisvestingsfaciliteiten, vervoersfaciliteiten, boeken (die dan eindelijk gelezen kunnen worden) en de betere wijnen (sommige port kun je wel honderd jaar bewaren), geeft zeker nog enig soelaas, maar het bewaren van bederfelijke waar in vrieshuizen is niet zonder risico. Eén flinke stroomstoring, en Voorraadvorming van alle soorten van dienstverlening - juist voor ouderen zo belangrijk - is al in het geheel niet mogelijk.
- ^{5]} Cf. Barr, N. (1998), *The economics of the welfare state*, Stanford University Press, Stanford, p. 214.
- ^{6]} Cf. Kuné, J.B. (2000), *Issues in Pension Finance*, Netherlands Foundation for Pension Studies, Den Haag.
- ^{7]} Wellicht dat te eniger tijd al wat in de hersenen van een mens is opgeslagen gebackupt kan worden, een fascinerend vooruitzicht.
- ^{8]} Verschillende studies wijzen uit dat het totaal aan vermogen bij Nederlandse pensioeninstellingen gedurende de 21e eeuw nog zal toenemen, zij het in een minder snel tempo. Cf. Van Ewijk, C. et al (2000), *Ageing in the Netherlands*, CPB/SDU, Den Haag; Mantel, J. (2000), *Demographics and the funded pension system; ageing populations, mature pension funds and negative cash flow*; Merrill Lynch & Co., London, en NYFER (2000), *De financierbaarheid van het pensioenstelsel*, Breukelen.

- ^{9]} De hoogte van het opgebouwde pensioenrecht (van gepensioneerden én van werkenden) ademt – over een iets langere termijn bezien – mee met het functioneren en presteren van de economie. Anders gezegd, de rechtenopbouw conform het pensioenreglement moet niet (langdurig) uit de pas lopen met de rendementsontwikkeling van het pensioenvermogen.
- ^{10]} Cf. Kuné J.B. (2003), *On Global Aging, old-age income systems in the EU and other major parts of the world*, Physica Verlag, Heidelberg.
- ^{11]} Deze invloed is groter dan de wisselwerking van financiële markten en macro-economische stroomgrootheden (nationale productie, arbeidsinkomen, consumptie, investeringen, werkgelegenheid e.d.). Zie in dit verband Semmler W. (2003), *Asset Prices, Booms and Recessions*, Springer, Heidelberg. Zie bijvoorbeeld ook Woltjer G. (juni 2003), *Heeft de toename van de aandelenkoersen een investeringsimpuls gegeven aan de Nederlandse economie*, *Maandschrift Economie*, 56, pp. 246-253.
- ^{12]} De grootte van human capital is de verbindende schakel van financiële stromen in verschillende perioden, wanneer gebruik gemaakt wordt van de omslagsystematiek.
- ^{13]} Zie Cardinale M. (JUNI 2004), (Watson & Wyatt), *The long-run relationship between pension liabilities and asset prices: a cointegration approach*, Imperial College Tanaka Business School.
- ^{14]} Zie ook Sinn H.W. (2005), *Why a funded pension system is useful and why it is not useful*, *International Tax and Public Finance*, 7, 2000, pp. 389-410 alsmede Holzman R. en Hinz R. et al (2005), *Old-age income support in the twenty-first century: an international perspective on pension systems and reform*, World Bank, Washington D.C.