



UvA-DARE (Digital Academic Repository)

Op weg naar één nationale pensioeninstelling

Kuné, J.B.

[Link to publication](#)

Citation for published version (APA):

Kuné, J. B. (2004). Op weg naar één nationale pensioeninstelling. (Oratiereeks). Amsterdam: Vossiuspers UvA.

General rights

It is not permitted to download or to forward/distribute the text or part of it without the consent of the author(s) and/or copyright holder(s), other than for strictly personal, individual use, unless the work is under an open content license (like Creative Commons).

Disclaimer/Complaints regulations

If you believe that digital publication of certain material infringes any of your rights or (privacy) interests, please let the Library know, stating your reasons. In case of a legitimate complaint, the Library will make the material inaccessible and/or remove it from the website. Please Ask the Library: <http://uba.uva.nl/en/contact>, or a letter to: Library of the University of Amsterdam, Secretariat, Singel 425, 1012 WP Amsterdam, The Netherlands. You will be contacted as soon as possible.

Op weg naar één nationale
pensioeninstelling

Vossiuspers UvA is een imprint van Amsterdam University Press.
Deze uitgave is totstandgekomen onder auspiciën van de Universiteit van Amsterdam.

Omslag: Colorscan, Voorhout
Opmaak: JAPES, Amsterdam
Foto omslag: Carmen Freudenthal, Amsterdam

ISBN 90 5629 347 8
© Vossiuspers UvA, Amsterdam, 2004

Alle rechten voorbehouden. Niets uit deze uitgave mag worden verveelvoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand, of openbaar gemaakt, in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, door fotokopieën, opnamen of enige andere manier, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de uitgever.

Voorzover het maken van kopieën uit deze uitgave is toegestaan op grond van artikel 16B Auteurswet 1912^j het Besluit van 20 juni 1974, St.b. 351, zoals gewijzigd bij het Besluit van 23 augustus 1985, St.b. 471 en artikel 17 Auteurswet 1912, dient men de daarvoor wettelijk verschuldigde vergoedingen te voldoen aan de Stichting Reprorecht (Postbus 882, 1180 AW Amstelveen). Voor het overnemen van gedeelte(n) uit deze uitgave in bloemlezingen, readers en andere compilatiewerken (artikel 16 Auteurswet 1912) dient men zich tot de uitgever te wenden.

Op weg naar één nationale pensioeninstelling

Rede

in verkorte vorm uitgesproken bij de aanvaarding van het ambt
van hoogleraar Financieel-economische aspecten van het pensioenactuaariaat
aan de Universiteit van Amsterdam
op vrijdag 4 juni 2004

door

Jan B. Kuné

 VOSSIUSPERS UVA



*Geachte vertegenwoordigers van de Universiteit van Amsterdam,
Gewaardeerde collega's,
Beste studenten en oud-studenten, familie, vrienden,*

In de zoektocht naar een billijk en doelmatig systeem van pensioenvoorzieningen hebben we eerder geconstateerd dat grotere collectiviteiten, die een breed segment van de Nederlandse economie omvatten, een grotere mate van continuïteit kennen en daarmee in het voordeel zijn ten opzichte van kleinere collectiviteiten (bijvoorbeeld gelieerd aan één bepaalde economische activiteit en/of één onderneming). Uit het oogpunt van gewenste continuïteit ligt het derhalve voor de hand dat collectiviteiten aansluiting bij elkaar zoeken waar zulks mogelijk is.

Het eindpunt van het proces van samengaan/samenwerking van kleine collectiviteiten is het ontstaan van één pensioeninstelling voor alle werknemers en andere daarvoor in aanmerking komende groepen natuurlijke personen. Met deze laatste wordt tevens de zogeheten witte vlek geringer. Eenmaal aangewezen, betekent dit voor betrokkenen ook verplichte deelneming, dus in feite een verbreding van de huidige bedrijfstakgewijze verplichtstelling.¹ Een zo klein mogelijke witte vlek voorkomt *moral hazard*- en *free rider*-gedrag: een pensioenplicht dwingt tot sparen. Gelet op eerdere uitspraken van het Europese Hof van Justitie lijkt een dergelijke verplichting niet in strijd te zijn met de Europese mededingingswetgeving.

In de onderhavige gedachteoefening verzorgt een dergelijk nationaal pensioeninstituut alleen een basisvoorziening, een pensioenregeling met opbouw over een inkomen tot, zeg, € 45.000,= (in termen van het jaar 2004). In de hierboven uitgaande vraag naar aanvullende pensioenproducten wordt dan vervolgens voorzien door middel van gedifferentieerde regelingen op bedrijfstak- en ondernemingsniveau, gericht op kleinere, meer homogene groepen en met een op deze groepen betrekking hebbende doorsneepremie. Vele andere regelingen van aanvullende aard

JAN B. KUNÉ

zullen nog slechts op het niveau van de individu en tegen individuele premiestelling worden aangeboden.

Paternalisme

Het terugdringen van de ‘witte en grijze vlekken’ is nog steeds onderwerp van kabinetsbeleid. Deze vlekken zijn betrekkelijk gering van omvang. Van hieruit naar een verplichte pensioenvoorziening voor alle werknemers c.s. is dan nog maar een betrekkelijk kleine stap.² Deze verplichting bevelen we aan.

Bedoelde verplichting betreft alleen de basisvoorziening, de hieronder genoemde regeling DB-collectief. In deze oratie wordt verschillende malen gepleit voor minder vrijblijvendheid en grotere verantwoordelijkheid voor de individu. Het pleidooi voor een pensioenplicht lijkt hiermee in tegenspraak te zijn en doet paternalistisch aan. De verplichting beoogt de vrijblijvendheid, *free rider*-gedrag en dergelijke geen kans te geven en werknemers c.s. het noodzakelijke duwtje in de rug te geven. Daarmee is ook een algemeen belang gediend. De signaalfunctie en de bewustwordingsfunctie die van de verplichting uitgaan in een ouder wordende samenleving zijn eveneens van belang.

We bespreken de gefingeerde situatie dat we in Nederland van doen hebben met één nationale pensioenregeling. Overigens is het onze stellige verwachting dat eerder een kameel zal gaan door het oog van een naald dan dat er sprake zal zijn van één nationale pensioenregeling. Maar niets is onmogelijk: de UWV-organisatie is er tenslotte ook gekomen. Aan een dergelijke regeling is een aantal interessante aspecten verbonden, die behulpzaam kunnen zijn bij het denken over pensioenvraagstukken in Nederland. Een herinrichting van de pensioensystematiek wordt gepresenteerd in paragraaf 1. Aspecten met betrekking tot de financiering worden besproken in paragraaf 2. De interactie van de pensioensystematiek – hoe deze ook georganiseerd is – met de nationale economie vormt het onderwerp van paragraaf 3. Enkele gevolgtrekkingen in paragraaf 4 en een slotwoord in paragraaf 5.

1. Schets van een nationale pensioensystematiek

De doelstelling van een pensioensystematiek op nationaal niveau is te voorzien in een adequaat pensioeninkomen. De pensioenuitkeringen zijn tot een bepaalde hoogte zoveel mogelijk waardevast of zelfs welvaartsvast. De verantwoordelijkheid hiervoor ligt op nationaal niveau. Hieraan kan een overweging worden ontleend om te komen tot een nationale pensioenregeling voor alle werknemers en andere daarvoor in aanmerking komende groepen natuurlijke personen.

Structuur van de pensioensystematiek (1.1)

De collectieve regeling geldt tot een bepaalde inkomensgrens, bijvoorbeeld voornoemde € 45.000,=. Dit gedeelte wordt aangeduid als de regeling DB-collectief.³ Op enige termijn ware deze regeling te integreren met de AOW-voorziening.

De pensioenvoorziening terzake van het daarboven gelegen inkomen blijft gedeels gelijk aan de huidige situatie, met dien verstande dat het DC-karakter op den duur vermoedelijk (aanzienlijk) sterker zal worden (aangeduid als regeling DC-collectief). Vanzelfsprekend blijft ook de markt voor strikt individuele DC-producten bestaan (aangeduid als regeling DC-individueel). Deze nieuwe constellatie is een mengeling van comfort en (zo groot mogelijke) zekerheid enerzijds en de praktische mogelijkheden, gevoegd bij een grotere individuele verantwoordelijkheid anderzijds. De regeling DB-collectief voorziet in zekerheid en de regeling DC-collectief legt nadrukkelijk – en meer dan nu doorgaans het geval is – de verschillende risico's en verantwoordelijkheden bij de betreffende groep van deelnemers neer. De regeling DC-individueel legt de risico's en verantwoordelijkheden neer bij de individu.

De AOW-regeling

Met betrekking tot de (huidige) AOW-voorziening bepleiten we een integrale beschouwingswijze met voornoemde regeling DB-collectief.⁴ De eerste component van de regeling, de AOW-tranche, komt overeen met het individuele AOW-bedrag (begin 2004 bijna € 8000,=). Op deze wijze ontstaat weer een naadloze aansluiting tussen AOW en aanvullende regeling. Bedoelde AOW-tranche wordt nu ook arbeidsinkomengebonden, met (rechten)opbouw in 40 jaar. De relatie tussen be-

taalde premie en ontvangen uitkering is bijgevolg duidelijker aanwezig dan bij het thans vigerende AOW-regime. Men spreekt in dit verband ook wel van ‘notional’ systematiek.⁵ Ouderen die onbemiddeld zijn en waarvan het inkomen onder de AOW-tranche blijft, kunnen een bijstandachtige aanvulling ontvangen, te financieren uit de algemene middelen.⁶

De AOW-tranche wordt bij voorrang geïndexeerd aan de hand van enige loonindex. Praktisch gesproken bestaat er een garantie. Indien nodig wordt de premie verhoogd en/of wordt er gefinancierd uit de algemene middelen, en derhalve financiert de belastingbetaler. Er is dus een vrij grote mate van solidariteit. De financiering van de AOW-tranche blijft vooralsnog op basis van omslag.

Het AOW-fonds

In 1997 is het spaarfonds AOW gecreëerd. Anders dan de naamgeving suggereert, is hier geen sprake van een fonds dat gevoed wordt met besparingen en waaruit investeringen gefinancierd worden. Het is een boekhoudkundige constructie.⁷ De stortingen in het fonds hebben geen invloed op de omvang van de EMU-schuld en het financieringssaldo, omdat het geld direct weer aan de staat ter beschikking wordt gesteld. Er ontstaat als het ware een vordering van het AOW-fonds op de staat. Ná 2020 wordt het AOW-fonds aangesproken om een deel der AOW-uitkeringen te betalen. Zij worden alsdan gefinancierd uit de belastingmiddelen. Afgesproken is dat meevallers met betrekking tot het overheidsbudget bestemd worden voor het AOW-fonds. Tegelijkertijd daalt de overheidsschuld navenant. Voor de overheids-huishouding als geheel daalt na 2020 het volume der rentebetalingen op overheidsschuld en stijgt het bedrag aan AOW-betalingen, zodat de totale lastenstijging beperkt kan blijven. De reductie van de staatsschuld en de omvangrijker AOW-uitkeringen in de toekomst zijn dus nadrukkelijk aan elkaar gekoppeld. Het AOW-fonds is daarmee een stimulans om te investeren in tekortreductie. Ongelukkigerwijze is de afgelopen jaren de staatsschuld niet gedaald en wordt de doelstelling van het AOW-fonds niet waargemaakt.

De huidige AOW-voorziening tendeeft reeds achter te blijven bij de algemene inkomensontwikkeling met de factor incidenteel. De aanvullende regelingen vullen het ontstane hiaat in principe op. Langs deze lijn doorredenerend, kan men op wat langere termijn het onderscheid tussen AOW-tranche en het daarboven gelegen inko-

OP WEG NAAR ÉÉN NATIONALE PENSIOENINSTELLING

mensgedeelte loslaten en tot werkelijke integratie met de regeling DB-collectief komen. Anders gezegd: de franchise, zoals die voorkomt in de aanvullende regelingen, neemt navenant in omvang af om ten slotte nihil te worden.

De financiering van deze totaalregeling zal bestaan uit een mengeling van omslag en kapitaaldekking. Terwijl de AOW-regeling in de eerste plaats een minimumvoorziening wil garanderen op basis van een breed gedragen solidariteit, richten de hierna te bespreken regelingen DB-collectief en DC-collectief zich voornamelijk op het vormgeven en het organiseren van de eigen verantwoordelijkheid.

De regeling DB-collectief (met DC-karaktertrekken)

Het boven de AOW-tranche uitgaande gedeelte van het pensioeninkomen op grond van de collectieve DB-regeling wordt zoveel als mogelijk geïndexeerd (nadrukkelijke intentie, maar garanties worden niet gegeven). De opbouw van het pensioen vindt plaats op basis van het middelloonprincipe. De 70%-eindloonnorm bij 40 dienstjaren kan getransformeerd worden naar 75% middelloonnorm.⁸ Het maximale pensioeninkomen op grond van de regeling DB-collectief, inclusief de AOW-tranche bedraagt derhalve € 31.500,=, zijnde 70% van € 45.000,=.

De financiering geschiedt door middel van kapitaaldekking met kostendekkende doorsneepremie – wellicht een (tijdelijke) opslag om een gewenste marge te creëren. Wanneer de financiële situatie van het (nationale) fonds als gevolg van tegenvallende rendementen daartoe aanleiding geeft, wordt de premiestelling enigermate verhoogd en wordt de indexatie beperkt. Hierbij kan men gedifferentieerd te werk gaan: de indexatiebeperking van de uitkeringen begint bij de pensioeninkomensklasse {€ 29.150 - € 31.500} en gaat, indien nodig, in toenemende mate afgezwakt zo verder door naar lagere inkomensklassen (10 punts-percentielen). De volgende inkomensklasse {€ 26.800 - € 29.150} wordt ook beperkt in z'n indexatie, maar minder, en zo verder. De laagste inkomensklassen {€ 8000 - € 10.350}, en enige die zich daarboven bevinden, zullen doorgaans buiten schot blijven. De regeling DB-collectief heeft hiermee op het collectieve niveau een gelaagd DC-karakter of, met andere woorden, op het collectieve niveau hebben we van doen met een gemitigeerd DC-systeem.⁹

Verevening van het rendementsrisico

In de woorden van Peter A. Diamond, ‘... interest rate risk does not disappear just because one has a defined benefit system. Rather, it is dealt with by adjustment in taxes or in the benefit formula when the cumulated outcomes are sufficiently far from the projection implicit in the design of an actuarially balanced system. So a key question in assessing how defined benefit and mixed defined benefit – defined contribution systems handle risk, is the quality of the adjustment to the benefit formulas. Ideally, benefit formulas are moved gradually and with considerable lead time. A large defined benefit system is capable of responding this way [...]. A large trust fund makes it easier to adapt smoothly to changing circumstances, but does not guarantee that that will happen. The economics of well-designed systems are clear: defined benefit systems have greater ability to smooth interest rate risk over successive cohorts of retirees, and, so far, social security has done reasonably well.’ Peter A. Diamond is dus vrij optimistisch over de mogelijkheden om een tegenvallend rendement in het geval van een DB-regeling te verevenen over de deelnemers. Let wel, het artikel waar dit citaat uit afkomstig is, dateert van 1997.¹⁰

Afhankelijk van iemands inkomenspositie is op persoonlijk niveau in toenemende mate sprake van het DC-element. Gegeven de afspraken, zoals neergelegd in het pensioencontract, zullen mutatis mutandis de opgebouwde rechten van actieven eveneens gedifferentieerd worden geïndexeerd. We merken in dit verband op dat het DC-karakter inherent is aan de notie van ‘pensioen is uitgesteld loon’. Meer precies: de betaalde premie is het uitgestelde/opgeschorte loon. Het pensioenresultaat is voornamelijk afhankelijk van het beleggingsrendement en wordt tot op zekere hoogte verevend. Hierover zijn afspraken gemaakt. Het (krampachtig) willen vasthouden aan een zeker gesteld pensioenresultaat getuigt van een navenant even krampachtig willen vasthouden aan de ‘verzorgingsgedachte van pensioen’.

Concluderend, in de regeling DB-collectief (het gedeelte uitgaand boven de AOW-tranche) is dus nog een belangrijke solidariteit begrepen, maar minder dan in de AOW-tranche. Principieel uitgangspunt hoe te werk te gaan in uiteenlopende situaties kunnen we terugvinden in het criterium van Musgrave, te weten gelijkblijvende relatieve inkomensposities.

De huidige pensioneringsleeftijd bedraagt 65 jaar; in de toekomst is die wellicht wat hoger. Regelingen voor pre-pensionering horen nadrukkelijk niet thuis in de

OP WEG NAAR ÉÉN NATIONALE PENSIOENINSTELLING

regeling DB-collectief, maar in de regeling DC-collectief. Prepensioering zal minder belangrijk worden, en de prepensioeringsregelingen zullen in de nabije toekomst getransformeerd worden tot levensloopregelingen. De veelheid van nu reeds bestaande verlofregelingen zullen hun plaats vinden in deze levensloopregelingen. Een substantieel deel van het arbeidsinkomen, oplopend tot zo'n 10 %, kan/mag worden aangewend voor de financiering van verlofregelingen. Ontmoedigd moet worden – maar vooralsnog niet onmogelijk te maken – dat de verschillende verlofregelingen in de praktijk voornamelijk in de vorm van prepensioering zullen worden gebruikt.

Het nationale fonds wordt initieel gevoed vanuit de huidige pensioenfondsen en regelingen. Van die overkomende groepen deelnemers waarvan de thans aanwezige marge of buffer geringer is dan de gewenste marge, zal nog geruime tijd een extra premie worden gevraagd om tot die gewenste marge te komen. En voor deelnemers van 'rijke' fondsen wordt het excess-vermogen aangewend ten behoeve van de regeling DC-collectief (zie hierna). De uitvoering van de regeling DB-collectief kan decentraal geschieden bij al die instellingen, waar de uitvoering thans ook plaatsvindt. In veel gevallen zal men wel tot schaalvergroting willen komen, maar dit is veeleer een autonoom proces.

De regeling DC-collectief

Deze kan worden beschouwd als een aanvulling op het collectieve DB-systeem, zoals hierboven is geïntroduceerd en voorziet derhalve in een pensioen dat betrekking heeft op het arbeidsinkomen, dat boven de voornoemde € 45.000,= van ons voorbeeld ligt. De regeling DC-collectief blijft gepositioneerd bij de huidige bedrijfstak- en ondernemingspensioenregelingen en directe regelingen en komt dus niet van z'n plaats. De huidige pluriforme uitvoering blijft dezelfde. De inhoud van deze (nieuw aanvullende) bedrijfstak- en ondernemingspensioenregelingen, alsmede de wijze van financiering, blijven eveneens dezelfde als nu. Alleen de opbouw van rechten begint vanaf een hoger inkomensniveau. Het pensioenresultaat ademt mee met de prestaties van financiële markten; het is aan partijen om op gedesaggregeerd niveau uit te maken wanneer en hoeveel verevening zij wensen, aan wie zij deze ten goede willen laten komen en wie daarvoor moeten betalen.

De financiering geschiedt op basis van kapitaaldekking. De premiestelling kan – identiek aan de huidige praktijk bij bedrijfstakpensioenregelingen, ondernemings-

pensioenregelingen en directe regelingen – een doorsneepremie zijn, in welk geval verplichtstelling nodig is. In de premiestelling wordt zoveel mogelijk rekening gehouden met de verwachte toekomstige indexatie of, met andere woorden, als rekenrente neme men de verwachte reële rentestructuur. Solvabiliteitsmarges behoeven niet noodzakelijkerwijs vereist te worden. Dit betekent wel dat de spelregels, zoals opgesomd in het pensioencontract, stringent van toepassing zijn. Vanzelfsprekend kunnen partijen kiezen voor het aanhouden van bepaalde buffers. De indexatie van rechten behoeft dus niet strikt de rendementsontwikkeling te volgen; in dat geval vindt een zekere verevening plaats en is dus sprake van navenante solidariteit. Hierover moeten partijen duidelijke en bindende afspraken maken.

Het verschil met de regeling DB-collectief is dat bij de regeling DC-collectief doorgaans scherper gekoerst wordt op de 100%-dekkingsgraad, dat van inkomensdifferentiatie waar het gaat om het indexeren van rechten geen sprake is en dat buffers die beogen een substantiële waardevermindering van de bezittingen te kunnen opvangen, niet of nauwelijks aanwezig behoeven te zijn. De in de regeling DC-collectief begrepen solidariteiten zijn duidelijk van minder betekenis dan bij de regeling DB-collectief.

De premiestelling kan ook verregaand individueel bepaald zijn (dan geen verplichtstelling) en daarnaast zijn er allerlei tussenmogelijkheden denkbaar. Uit hoofde van de collectiviteit is er sprake van continuïteit en een lange(re) horizon (verschilpunt met de regeling DC-individueel). Dit maakt het wellicht mogelijk tot hogere beleggingsrendementen te komen, waarmede een voordeel kan worden bereikt ten opzichte van het zuivere DC-individueel. Het lijkt waarschijnlijk dat met betrekking tot de regeling DC-collectief een beweging zal plaatsvinden naar kleinere, meer homogene groepen, zoals ik eerder heb geschetst. Het lijkt eveneens waarschijnlijk dat wanneer een zekere convergentie van de inrichting van pensioenvoorzieningen in Europa een (zachte) doelstelling is, er dan een groter accent op de regeling DC-collectief zal worden gelegd.

Het initieel vermogen bij ieder der fondsen en regelingen ten behoeve van het DC-collectief is het vermogen dat resteert, nadat de overdracht aan de nationale instelling terzake van de regeling DB-collectief heeft plaatsgevonden.

OP WEG NAAR ÉÉN NATIONALE PENSIOENINSTELLING

Belasting of private besteding

Een meer strikte relatie tussen betaalde premies en ontvangen uitkeringen – zulks ongeacht de wijze van financiering – leidt tot een hogere welvaart vanwege een beter functioneren van de arbeidsmarkt. De wijze van financiering kan hierbij nog een (versterkende) rol spelen op de volgende manier. Individuen beschouwen en beleven wellicht premiebetaling bij omslagfinanciering in meerdere mate als een soort belasting en in mindere mate als een private bestedingsbeslissing dan bij kapitaaldekking het geval is. In de laatste situatie zijn de uitgaven gedaan om te voorzien in een toekomstig pensioeninkomen geheel dan wel grotendeels identiek aan andere bestedingscategorieën. Zij hebben derhalve niet de versturende werking welke een hogere belasting- en premiewig wél kennen (zie paragraaf 3.4).

De regeling DC-individueel

Hierbij treden geen veranderingen op ten opzichte van de situatie van het heden. Er is alleen sprake van kanssolidariteit (uit hoofde van sterfte), niet van subsidiërende solidariteit. De uitkeringen zijn nominaal bepaald. Evenals bij de regeling DC-collectief gaat het hier om een strikt private bestedingscategorie. Van fiscale facilitering, die wel (geheel of gedeeltelijk) plaatsvindt bij de regeling DB-collectief, heeft niet noodzakelijkerwijze sprake te zijn. We pleiten er in het algemeen voor fiscale facilitering met grote zorgvuldigheid te hanteren. De weg terug blijkt immers uiterst moeilijk te zijn, zoals we leren uit de discussie over de hypotheekrenteaftrek.

Bij de vormgeving van de individuele DC-regeling zij gestreefd naar zoveel mogelijk mitigering van het risico bij annuïtisering. Wanneer op de pensioneringsleeftijd met het geaccumuleerde pensioenkapitaal een individuele lijfrenteverzekering wordt aangeschaft, is de op dat moment vigerende rentestand van cruciale betekenis. De verschillen kunnen van jaar op jaar vrij groot zijn en daarmee de pensioenuitkomst bij een gelijk pensioenkapitaal. Een over individuen geaggregeerd of ‘gepooled’ vermogen geeft meer vrijheid en flexibiliteit. De horizon is weer oneindig geworden. De rentestand is op een later moment wellicht weer hoger. Het ‘gewone’ kapitaalmarktrenterisico blijft natuurlijk bestaan. Anderzijds neemt de individuele keuzevrijheid voor een bepaalde beleggingsportefeuille navenant af. Het betreffende verzekeringsproduct wordt minder individueel.

De nationale pensioeninstelling kan allianties aangaan met private verzekeraars om tegen scherpere tarieven en met lagere uitvoeringskosten – mogelijkerwijs op non-profitbasis – aanvullende individuele DC-pensioenproducten aan te bieden.

Differentiatie van het productaanbod

De markt van private pensioenproducten wordt gekenmerkt door een grote variatie. Het oogt allemaal heel dynamisch en vriendelijk. De grote differentiatie blijkt in de praktijk evenwel te leiden tot een tamelijk grote ondoorzichtigheid en, als gevolg daarvan, tot een onvergelijkbaarheid van producten. De geringe transparantie op zijn beurt stimuleert weer een verdere productdifferentiatie. De hoge transactiekosten maken het private verzekeringsproduct relatief duur. Het consumentenbelang is hier duidelijk niet mee gediend: de consument is veeleer gebaat bij een veel grotere productstandaardisatie. Dit verschaft de gewenste transparantie en een betere marktwerking. Bovendien kunnen dan ook de zogeheten transactiekosten sterk omlaag. De zogeheten overrente- of winstdelingsregeling kan en moet ook consumentvriendelijker worden.

De inhoud van de regelingen (1.2)

De regeling DB-collectief richt zich op het voorzien in een OP-pensioen, vooralsnog ingaand op de 65-jarige leeftijd met een (fiscaal gefacilieerd) opbouwpercentage van $1\frac{3}{4}$. Het OP-pensioen wordt opgebouwd over een nader vast te stellen gemaximeerd inkomen (zie het voorbeeld van € 45.000,=). Wie hier overheen gaat, bouwt geen pensioen meer op en betaalt ook geen premie.

Pensionering vóór 65 jaar (alsmede ná 65 jaar) wordt actuariael verrekend, zodat een en ander financieel neutraal verloopt. Selectie-effecten zullen echter niet geheel vermeden kunnen worden. Met het oog op vervroegde uittreding is een hoger opbouwpercentage dan $1\frac{3}{4}$ toegestaan, maar het meerdere wordt niet fiscaal ondersteund. Nabestaandenpensioen (NP) wordt collectief geregeld op risicobasis, ingaand bij het overlijden van de partner vóór diens 65-jarige leeftijd. De voorziening NP-pensioen die ingaat bij overlijden van de partner ná 65 jaar is geheel begrepen in de OP-opbouw van de regeling DB-collectief: uitruil vindt plaats bij het 65 jaar worden van de partner op basis van het gewogen gemiddelde van de dan vigerende mannen- en vrouwenfactoren. Het verdient sterk de aanbeveling hierbij het

OP WEG NAAR ÉÉN NATIONALE PENSIOENINSTELLING

werkelijk leeftijdsverschil van de partners op enigerlei wijze te betrekken en aan de deelnemers in rekening te brengen. Tenslotte moet wellicht de mogelijkheid voor ‘ongepartnerden’ worden gecreëerd om een derde als begunstigde aan te wijzen – vanzelfsprekend onder de voorwaarde van financiële neutraliteit.

Met het oog op de opbouw van een gewenst NP-pensioen is weer een hoger opbouwpercentage dan $1\frac{3}{4}$ toegestaan, maar het meerdere wordt niet fiscaal ondersteund. Het opnemen van de bedoelde NP-voorziening in de regeling DC-collectief en de regeling DC-individueel behoort vanzelfsprekend ook tot de mogelijkheden. De uitruil geschiedt op basis van één omrekenfactor; wél vindt verrekening plaats op basis van het werkelijke leeftijdsverschil van de partners.

Het aanvullende arbeidsongeschiktheidspensioen (ook wel IP-excedent genoemd, want uitgaand boven het bedrag van de volledige WAO-uitkering) is alleen van toepassing bij volledige arbeidsongeschiktheid (Kabinetsvoorstellen 2004, ingaand primo 2006). Bij een lagere arbeidsongeschiktheid dan 80-100% ontvangt de betrokkene immers arbeidsinkomen. Dit kan betreffen inkomen uit een functie met een lagere beloningsvoet. De regeling DB-collectief moet nadrukkelijk niet belast worden met de taak te voorzien in een inkomenssuppletie door middel van een navenant IP-excedent.

Premiebetaling geschiedt door de actieven en de toegelaten groeperingen niet-actieven. De zogeheten premievrije pensioenopbouw door arbeidsongeschikten is dus van de baan. Gehalveerde premiebetaling (met bijbehorende gehalveerde opbouw) is wellicht geïndiceerd voor arbeidsongeschikten en werklozen, die gehalveerde opbouw OP plegen.

Resterende solidariteiten

In de AOW-tranche is de mate van inkomensherverdeling het grootst, zij het minder groot dan in de thans vigerende AOW. De AOW-uitkering in de nieuwe systematiek is gekoppeld aan het arbeidsinkomenverleden. De Algemene Bijstandsregeling vult zonodig aan tot het (gegarandeerde) minimuminkomen.

In de regeling DB-collectief is de reële rendementssolidariteit belangrijk gereduceerd. Nochtans zullen er doorgaans substantiële buffers aanwezig zijn. Diegenen die de buffers bijeengebracht hebben, zijn uiterst solidair met degenen die na hen komen en van deze buffers zullen profiteren. Een grote solidariteit is ook begrepen in het principe van de doorsneepremie, dat voornamelijk tot uiting komt in

de jong/oud-solidariteit. De middelloonsystematiek zorgt ervoor dat de solidariteit, teweeggebracht door uiteenlopende carrièrepaden, goeddeels verdwijnt. Verschillende andere vormen van solidariteit blijven onveranderd en onverminderd bestaan, zoals de gender- of man/vrouw-solidariteit, en de solidariteit uit hoofde van de burgerlijke staat: ‘ongepartnerden’ betalen ook voor het NP bij overlijden partner vóór 65 jaar.

In de regeling DC-collectief zijn voornoemde vormen van solidariteit verder gereduceerd en verdwijnen deze ten slotte in de regeling DC-individueel. In deze laatste regeling resteert alleen nog de kanssolidariteit. Het voorstel van een ‘gepooled’ vermogen impliceert ook enige solidariteit, te weten het afzien van de beleggingskeuzevrijheid.

De in de voorgaande paragrafen geschetste pensioensystematiek brengt ons goeddeels terug van het pillar-concept naar het layer-concept, waar we in de geschiedenis van het Nederlandse pensioenstelsel ooit van uitgingen. Het aanvullend pensioen dat begrepen is in de regeling DB-collectief sluit naadloos aan bij de AOW-tranche. Evenzo is de regeling DC-collectief precies complementair aan de regeling DB-collectief. Tezamen kunnen zij worden aangeduid als de eerste layer. De regeling DC-individueel kan worden aangemerkt als de tweede layer. De derde layer is dan het continueren van het verrichten van betaalde arbeid.

De sector gezondheidszorg en andere vormen van zorg

Het stelsel van gezondheidszorg, en van andere vormen van zorg die gericht zijn op het oudere bevolkingsdeel, is in belangrijke mate vergelijkbaar met het stelsel van pensioenvoorzieningen, aangezien over een mensenleven bezien het allergrootste deel van de zorgdiensten geconsumeerd wordt in de jaren ná de 65-jarige leeftijd. Men zou dus kunnen overwegen om de financiering hiervan, voor zover deze plaatsvindt uit de algemene middelen, te baseren op kapitaaldekking. Daar ziet het op dit moment evenwel niet naar uit: in de huidige financieringsopzet is sprake van een zeer omvangrijke overdracht van middelen van jong naar oud. Het pijlerdenken – of het layer-denken –, dat gemeengoed is in en goed toepasbaar voor de pensioensector, ontbreekt praktisch geheel in de zorgsector. Discussies over de inhoud van het basispakket, de eigen verantwoordelijkheid, de doelmatigheid van het systeem (vermijden van verspillingen, want ‘het is gratis’), etc. zijn volop gaande. Wij zullen daar in deze oratie verder aan voorbijgaan.

2. De financiering van de nationale regeling

In iedere tijdsperiode staan tegenover de stroom van pensioenuitkeringen een stroom van premiebetalingen en een stroom van kapitaalrevenue. Het saldo van deze drie stromen slaat neer in de mutatie van het pensioenvermogen. Deze vermogensmutatie is ten naaste bij gelijk aan de mutatie van de verplichtingen uit hoofde van bestands- en inkomensontwikkeling. De mate van *funding* en het behaalde vermogensrendement bepalen – bij gegeven verwachte stromen van (toekomstige) uitkeringen – de omvang van het geaccumuleerde pensioenvermogen en de premiestelling. Bij het ontbreken van enige kapitaalvorming heeft men te maken met een omslagpremie, en bij een vrij zware mate van kapitalisatie fluctueert de premie rond het nulniveau en kan verder negatief worden: de vermogensrevenue zijn gelijk aan of groter dan het bedrag der uitkeringen plus de benodigde vermogensvorming. Bij een mate van kapitaalvorming die ongeveer gelijk is aan de omvang van de opgebouwde pensioenaanspraken plus eventuele opslag of marge, behoort een premiestelling die daar ergens tussenin zit. De omvang van het gewenste pensioenvermogen en de revenue daarvan bepalen in dit verband de wijze van financiering van de pensioenregeling, dat wil zeggen: de combinatie van premieheffing en kapitaalinkomen en daarmee de intergenerationele solidariteit.

Het accent bij de financieringsopzet kan ook anders worden gelegd, bijvoorbeeld wanneer men ernaar streeft de verhouding kapitaalopbrengsten en premieontvangsten tamelijk constant te houden. De vermogensmutatie is vervolgens de resultante, en deze kan afwijken van de benodigde vermogensvorming (gerelateerd aan de omvang van de verplichtingen). Andere modaliteiten zijn vanzelfsprekend ook mogelijk, die aan de hand van een meer of minder wisselende premie/rendementsverhouding meer of minder strikt parallel loopt aan de omvang van de verplichtingen.

Financieringsfunctie in plaats van zekerstellingsfunctie (2.1)

Voor een dergelijke nationale regeling heeft de (mate van) kapitaalvorming geen zekerstellingsfunctie meer, maar uitsluitend nog een financieringsfunctie. Deze laatste bestaat uit het genereren van kapitaalopbrengsten. De ontwikkeling van de stroom van kapitaalopbrengsten is derhalve belangrijker dan de waardeontwikkeling van het vermogen zelf. Hoewel deze twee vanzelfsprekend niet onafhankelijk

van elkaar zijn, zeker niet wanneer we deze bezien over een wat langere termijn, is hier wel degelijk sprake van een andere accentlegging.

De (totale) stroom van kapitaalopbrengsten in een economie reflecteert de omvang van het productiepotentieel en daarmee het niveau van de algemene welvaart. De relatie tussen de waarde van de aandelenportefeuille en het achterliggende productiepotentieel is veel grilliger, hoewel er op een langere termijn een (sterk) divergerende ontwikkeling van het bruto nationaal product en de koerswaardenindex uitgesloten moet worden geacht.

Buffers dienen er in de eerste plaats toe fluctuaties in het rendement op te vangen, niet om waardemutaties van het vermogen op te vangen. Met meer dan normale aandacht zal men steeds willen kijken naar de koers-winstverhouding. Bij een wat langer durende periode van lagere kapitaalrendementen wordt het financieringsplan – ofwel de verhouding premiebetaling en vermogensrendement – verstoord. De omvang van het feitelijk aanwezige pensioenvermogen ten opzichte van het benodigd vermogen blijkt nu te gering te zijn. Snelle reparatie door middel van hogere premieontvangsten is zo goed als onmogelijk, en bijgevolg moet men anders te werk gaan – en omgekeerd, wanneer de rendementen hoger zijn dan waarop men eerder had geanticipeerd.

Afgezien van beleggingen in het buitenland is de zekerstellingsfunctie niet aan de orde. De ultieme veiligstelling wordt verschaft door het (goede) functioneren van de nationale economie. De grootheden prudentievoorziening, mismatchvoorziening, beleggingsvoorziening en dergelijke hebben op nationaal of macroniveau niet de betekenis die ze op meso- of pensioenfondsniveau en à fortiori op micro- of persoonsniveau wél hebben.

Omslagfinanciering versus kapitaaldekking

Over de zekerstellings- of veiligstellingsfunctie van kapitaaldekking versus omslagfinanciering merken we het volgende op. Vanuit het gezichtpunt van de gepensioneerden (alsmede van degenen die pensioenrechten aan het opbouwen zijn) geeft de 'eigendom' van het pensioenvermogen waarschijnlijk meer (gevoel van) veiligheid en zekerheid omtrent het toekomstig pensioeninkomen dan het sociale contract van omslagfinanciering – waarbij de actieven de pensioeninkomens van de huidige gepensioneerden financieren, erop vertrouwend dat de volgende generatie actieven dat voor hen zal doen als zij oud en der dagen zat zijn – zulks kan bewerk-

OP WEG NAAR ÉÉN NATIONALE PENSIOENINSTELLING

stelligen. Pensioenvermogen als onderdeel van het totale nationaal vermogen dan wel de nationale kapitaalgoederenvoorraad betekent een productiefactor toebehorend aan de deelnemers, i.c. de gepensioneerden zelf. Kort gezegd: door het opbouwen van een pensioenvermogen creëren de toekomstige gepensioneerden een *resource base of their own*, in plaats van afhankelijk te zijn van de premieopbrengsten uit het arbeidsinkomen van de werkende generaties. Nog anders gezegd: bij kapitaaldekking hebben de gepensioneerden een economische claim op het nationaal inkomen en bij omslagfinanciering hebben zij een morele claim uit hoofde van vernoemd sociaal contract. Beide claims zullen altijd virtueel blijken te zijn, omdat ze afhankelijk zijn van het in staat en bereid zijn van de actieve generaties de pensioenen van de ouderen te betalen (omslagsystematiek) en bij kapitaaldekking het vermogen van de nationale economie immer een toereikende stroom van kapitaalopbrengsten te genereren. Garanties kunnen derhalve nooit gegeven worden.

Wat betekent zekerstelling?

Een (zekerheids)norm voor de omvang van het pensioenvermogen kan op macroniveau dan ook niet worden gegeven.¹¹ Het cruciale criterium van de toezichthouder bij de beoordeling van de financiële validiteit van een pensioeninstelling, te weten het aanwezig zijn van een toereikend draagvlak (lees: pensioenvermogen) om vooral in een afwikkelingscenario steeds de verplichtingen te kunnen nakomen, heeft op macroniveau die betekenis niet. Of juist toch wél, want als de Nederlandse economie in een situatie van discontinuïteit terechtkomt, dan valt inderdaad het ergste te vrezen. Maar deze, inderdaad bizarre, situatie is onverzekerbaar, en het creëren van buffers, inz. vorderingen op het buitenland biedt maar betrekkelijk weinig soelaas.¹² Want ook het voor Nederland relevante buitenland zal dan waarschijnlijk ook met het horrorscenario van discontinuïteit te maken hebben. Nochtans geldt dat met één nationale pensioeninstelling de continuïteit het best gediend en het best gegarandeerd lijkt te zijn.

Wanneer een collectiviteit – of een individu – erin slaagt door middel van adequate extra vermogensvorming een bepaalde rampsituatie goed te doorstaan, betekent zulks niets anders dan dat bedoelde collectiviteit of individu met succes heeft kunnen bewerkstelligen dat de (gevolgen van de) betreffende rampspoed bij anderen terecht is gekomen.¹³ Van belang hierbij is de grootte van de verschillende collectiviteiten. Het spreiden van de nadelige gevolgen van een tegenslag die een indi-

vidu of een kleine collectiviteit treffen over een aanzienlijk grotere collectiviteit, is welvaartsverhogend voor allen. Dit is de essentie van de verzekeringstransactie. Als de collectiviteit die een tegenslag ervaart het grootste gedeelte van de Nederlandse bevolking betreft, is het niet langer mogelijk de smart naar anderen weg te schuiven. In dat geval gaat het om het rechtvaardig verdelen van de pijn binnen de collectiviteit zelf. In de volgende (sub)paragrafen zullen we stilstaan bij de financieringsaspecten van een dergelijke regeling en het toezicht.

Premiestelling en dekkingsgraad (2.2)

De beslissingen over de gewenste financieringswijze – inz. de mate van fondsvorming en daarnaast de samenstelling van de beleggingsportefeuille, alsmede de beleggingsstijl – dienen vanzelfsprekend genomen te worden op nationaal niveau.¹⁴ De samenstelling van de beleggingsportefeuille wordt, gegeven de omstandigheid dat met enige discontinuïteit geen rekening behoeft te worden gehouden, voornamelijk ingegeven door overwegingen van hoogste verwachte rendement over een langere periode bezien, niet al te grote fluctuaties in het premieniveau en wellicht van de gewenste omvang van nationale besparingen en kapitaalvorming.¹⁵ Het beleggen in aandelen en ander risicokapitaal is per saldo en over een wat langere termijn bezien lucratiever, omdat de achterliggende investering in innovatieve producten en productieprocessen navenant hoger renderen. Uiteindelijk zijn het functioneren van de nationale economie en de welvaart van de burgers daarmee het best gediend.

Als men ervan overtuigd is dat een bepaalde samenstelling van de beleggingsportefeuille over een langere periode beschouwd het hoogste verwachte rendement oplevert, dan kiest men voor deze portefeuille. De variabiliteit van de uitkomsten is weliswaar ook groter, maar risicoaversie betekent voor een grote collectiviteit ook iets anders dan voor een individu. Een grote collectiviteit kan het zich veroorloven minder risicoavers te zijn.

Het onder druk van de omstandigheden – bijvoorbeeld een waardedaling van de bezittingen, in combinatie met solvabiliteitsvoorschriften van de toezichthouder – realloceren van de beleggingsportefeuille richting meer vastrentende waarden, is een ongelukkige zaak en niet aan te bevelen. Het (moeten) loslaten van een langetermijnbeleggingsstrategie is nadelig voor de betreffende pensioeninstelling¹⁶ en werkt tevens destabiliserend op financiële markten. Het verloop van de groetheid

OP WEG NAAR ÉÉN NATIONALE PENSIOENINSTELLING

dekkingsgraad is in deze benaderingswijze – jawel, vloeken in de kerk – van secundaire betekenis.

Gedwongen liquidatie van het pensioenvermogen is niet aan de orde

Bij de nationale pensioeninstelling zal de uitkomst van het proces van sparen en ontsparen, van in- en uitgaande geldstromen, in de regel zijn dat de omvang van de bezittingen op tijdstip $t+1$ gelijk aan of groter is dan die op tijdstip t , zij het dat ná 2010 wel degelijk een zekere groeivertraging zal optreden als gevolg van de alsdan manifest wordende bevolkingsveroudering.¹⁷ We zien hierbij gemakshalve even af van de (op korte termijn) storende invloed van fluctuaties van de marktwaardering van bedoelde bezittingen. Anders gezegd: de vaste kern in het op tijdstip t aanwezige pensioenvermogen is doorgaans het op tijdstip t aanwezige pensioenvermogen zelf.¹⁸ Achter de vaste kern van het vermogen (met oneindige horizon) gaat een veelheid van afzonderlijke beleggingen schuil, waarvan de duratie varieert van tamelijk kort tot het langst wat op de markt wordt aangeboden. Er is een continu proces gaande van (her)belegging van beschikbaar komende middelen. Weer anders gezegd: de netto-cashflow is niet negatief. Evenmin zal de vermeende gedwongen liquidatie van de beleggingen aanleiding geven tot beleggingsbeperkingen.¹⁹ Het kapitaal blijft; de deelnemers, en met hen de eigendom veranderen.

De pensioenverplichtingen

Aan de verplichtingenkant zien we mutatis mutandis hetzelfde beeld. Achter de gestaag toenemende omvang van de totale verplichtingen gaat een komen, verblijven en gaan van deelnemers schuil, en daarmee van de jegens ieder van hen bestaande verplichtingen. De verplichtingen jegens ieder van de deelnemers heeft een uiteenlopende, maar eindige duratie.²⁰ De gepensioneerden ontvangen het rendement van het aan hen toerekenbare deel van het pensioenkapitaal en – zo kunnen we ons dat voorstellen – de opbrengst van de verkoop van vermogenstitels aan de werkende generaties die alsdan bezig zijn pensioenrechten op te bouwen, waarvoor zij premie betalen. Wanneer de actieven het vermogen der gepensioneerden conform hun preferenties tegen de marktprijs verwerven, is de pensioenregeling solidariteits-neutraal.

Een toename van het rendement is gunstig voor het pensioenfinancieringsplan, en bijgevolg worden een lagere premiestelling en/of een geringere benodigde vermogensvorming mogelijk. Een simultaan hogere kapitaalmarktrente komt op de balans van de pensioeninstelling tot uitdrukking in een daling van de waarde van de verplichtingen en een minder grote daling – als gevolg van de geringere duratie – van de waarde der vastrentende beleggingen. Waarschijnlijk zien we een stijging van de aandelenkoersen als gevolg van toenemende winstvolumes bij het bedrijfsleven. Andersom geldt dat een ongunstige ontwikkeling, zoals een daling van de kapitaalmarktrente en een vermindering van de winstgevendheid van het bedrijfsleven, de verplichtingen meer doet toenemen dan de waarde van de vastrentende beleggingen en tevens leidt tot een daling van de aandelenkoersen, derhalve tot een verslechtering van de balanspositie. De omvang van het benodigde pensioenvermogen wordt groter.

De vaste kern van de verplichtingen moet in principe steeds (af)gefinancierd zijn. Dat kan met vermogenstitels van oneindige looptijd, maar de beschikbaarheid daarvan is gering. Men handelt rationeel wanneer men de verplichtingen financiert door middel van een portefeuille beleggingen, die over een wat langere periode bezien, en gelet op de risicohouding van de pensioeninstelling, het hoogste (verwachte) rendement genereert.

Het bloed kruipt waar het ook gaan moet

Voorzichtigheidshalve – de wereld is onvoorspelbaar, vol grilligheden en verrassingen – zal men (toch wél) de ontwikkeling van de dekkingsgraad nauwlettend willen volgen. Dat wil men niet zozeer omwille van de zekerstellingsfunctie – niet relevant, want discontinuïteit is niet aan de orde, zoals we hiervoor al zagen – alswel vanwege het belang van een zo stabiel mogelijke premie en de hiermee samenhangende gewenste mate van intergenerationele fairness.

Langs deze lijnen doorredenerend, komen we (tóch weer) uit op de normatiek van vandaag: de mate van kapitaalvorming bedraagt ten minste 100 of 105% (percentage van de omvang van de verplichtingen). Hierbij worden de verplichtingen gewaardeerd tegen een realistische (reële) rentetermijnstructuur. Het is beslist niet aan te bevelen in het financieringsplan op geen enkele wijze rekening te houden met

OP WEG NAAR ÉÉN NATIONALE PENSIOENINSTELLING

de indexatie van al opgebouwde aanspraken van actieven en van toekomstige uitkeringen.²¹

Uit de dekkingsgraadnorm vloeit een financieringsnorm voort: iedere generatie financiert in principe zijn eigen pensioenvoorziening. Of onder omstandigheden van een bepaalde generatie in redelijkheid ook meer geleverd kan worden – dus per saldo overdrachten naar oudere generaties –, moet zorgvuldig worden nagegaan.²² Omgekeerd is het niet vanzelfsprekend dat overdrachten naar jongere generaties zullen plaatsvinden, bijvoorbeeld in de vorm van een premiestelling die beneden het kostprijsniveau ligt.

In de regelingen DB-collectief en DC-collectief zou men oudere werkenden en gepensioneerden de optie kunnen geven de indexatieontwikkeling te koppelen aan het rendement van vastrentende waarden. Over een wat langere periode bezien zal deze keuze leiden tot een zekerder, maar ook geringer pensioenresultaat. De collectiviteit van deelnemers beslist over de gewenste portefeuillesamenstelling. De uitkomst zou een portefeuille kunnen zijn – en zulks lijkt zelfs waarschijnlijk – die geringer rendeert dan mogelijk is. Het is ‘all in the game’.

Solvabiliteitsmarges (2.3)

Als een tegenvallende ontwikkeling snel en adequaat zijn reflectie vindt in de hoogte van de uitkeringen en de rechtenopbouw bij actieven, kan worden volstaan met een betrekkelijk kleine solvabiliteitsmarge. Of, anders gezegd, hoe ‘harder’ de verplichtingen zijn, hoe meer buffervorming er moet plaatsvinden.²³ Waardeverminderingen van de bezittingen die de hiervoor aanwezige buffers te boven gaan, moeten snel hun weerslag kunnen vinden in de hoogte van de aanspraken.

De omvang van de gewenste buffer hangt ervan af hoeveel tegenslag – zijnde het product van een bepaalde tegenslag op jaarbasis en het aantal jaren – men wil kunnen opvangen, bedenkende dat het bijeenbrengen van bedoelde buffer van de huidige generaties offers vergt. In een bestendig ongunstige economische omgeving met relatief lage reële kapitaalopbrengsten biedt het aanspreken van buffers voor de doelgroep der gepensioneerden gedurende enige tijd soelaas, maar lost de ontstane problematiek niet op. Bovendien, solvabiliteitsmarges kunnen, zoals de ervaring aan het begin van de eenentwintigste eeuw leert, ook weer snel verdampen. De prijs voor het willen handhaven van de indexatie van uitkeringen en rechten wordt neergelegd vooral bij de jongere generaties, die ‘gevraagd’ wordt aanzienlijk hogere

premies te betalen, niet alleen voor hun eigen pensioenvoorziening, maar ook om de uitkeringen der ouderen en het pensioenvermogen van hun oudere collega's op peil te houden.²⁴ Zolang iedereen hiermee instemt, kan men ermee doorgaan. Uiteindelijk draagt de gemeenschap van deelnemers – in goed overleg op een bepaalde manier gespreid over de onderscheiden groepen van deelnemers – de risico's en de lasten.

Akkoord toezichtregime 2004

Begin 2004 is tussen het kabinet en de sociale partners een akkoord bereikt over de hoofdlijnen van het financiële toezicht op pensioenfondsen met ingang van 2006. Belangrijke elementen zijn de marktconforme waardering, het onderscheid tussen de onvoorwaardelijke of nominale pensioenaanspraken en de voorwaardelijke pensioenaanspraken (realisatie hangt af van een toekomstige beslissing), de zekerheidsmaat voor de onvoorwaardelijke aanspraken, de voorwaarden om indexatie als voorwaardelijk te kunnen aanmerken en het niet noodzakelijk aanhouden van een voorziening/reserve in het geval het indexatiestreven daadwerkelijk als voorwaardelijk kan worden gekwalificeerd. Bedoelde indexatievoorwaarden komen erop neer dat er een consistent geheel moet bestaan tussen gewekte verwachtingen, financiering en het feitelijk toekennen van voorwaardelijke indexaties. Dit moet duidelijk worden vastgelegd en gecommuniceerd. Dit neemt niet weg dat in het financieringsplan de indexatie-intentie wordt opgenomen en een voorziening ontstaat voor de voorwaardelijke component. Buffervorming met betrekking tot deze laatste component wordt niet verlangd.

Voor de onvoorwaardelijke verplichtingen wil men uitgaan van een zekerheidsmaat van 97,5% met een hersteltermijn van 15 jaar (rijst de vraag wat 97,5% zekerheid nu precies betekent). Voor een standaard pensioenfonds met onder meer een belegging van 50% in zakelijke waarden betekent dit een dekkingsgraad van tegen de 130% (waarbij de verplichtingen berekend zijn aan de hand van een nominale kapitaalmarktrente van zo'n 5%). De gedachtegang van de mee-ademende buffer (zie hierna) vinden we hier dus niet in terug.

Mee-ademende buffers

We gaven eerder aan dat, als we spreken van normdekkingsgraad en de daarbij behorende buffervorming, we denken aan een in principe mee-ademende buffer, dat wil zeggen mee-ademend met de koersfluctuaties van de activa boven een veronderstelde ondergrens. De normdekkingsgraad stelden we eerder tentatief op zo'n 120 à 125%.²⁵ Deze is dus bedoeld voor het opvangen van a. onvoorziene gebeurtenissen (basisbuffer van 10%-punt) en b. de maximale (denkbare) waardedaling van het vermogen vanuit een 'steady state' of evenwichtssituatie (10 à 15%-punt; aan te duiden als 'buffer geldbelegging').²⁶

Met betrekking tot bedoelde onvoorziene gebeurtenissen (a), kunnen we denken aan 1) het onvoorziene, niet geanticipeerde lang-levenrisico, 2) het mismatchrisico, voorzover dit al niet in aanmerking is genomen onder b, en 3) een hogere salarisstijging en/of hogere indexatie in enig jaar. Wanneer op enig moment de waardedaling der activa groter is dan 15%, zal men in de regel vrij snel accommoderende actie moeten ondernemen om niet in een situatie van onderdekking terecht te komen. Op deze wijze leunt men niet nodeloos zwaar op het premie-instrument, waarin allerlei omslagelementen kunnen sluipen. Bovendien is bij deze mate van *funding* de financiële zelfstandigheid van de gepensioneerden goed gewaarborgd.

In een overspannen markt, waar de golven van optimisme hoog opspelen en waar de aandelenkoersen boven hun evenwichtswaarde liggen, kan bedoelde bufferomvang oplopen tot 40 à 50% of (aanzienlijk) meer. De markt bewerkstelligt als het ware vanzelf de marge geldbelegging. Tijdens deze hausse dient men steeds de evenwichtskoers voor ogen te houden, hoe lastig het ook is om vast te stellen welke deze evenwichtskoers is.²⁷ Dit voorkomt dat men koerswinsten gaat 'verjubelen' en daar achteraf op aangesproken zal worden.

Verjubelen

In tegenstelling tot wat wel eens wordt beweerd, is van verjubelen van koerswinsten in de afgelopen periode over de hele pensioensector gezien geen sprake geweest. Daarbij baseren we ons op de (kwartaal)verslaggeving van de Nederlandsche Bank (september 2002, p. 15): '... in de periode 1995-1999 bedroeg het gemiddelde rendement 11,5%, vergeleken met 7,0% in 1990-1994. De opbrengsten-meevallers zijn in het algemeen gebruikt om financiële buffers te creëren, en in veel

mindere mate om de premies te verlagen.²⁸ Tussen 1995 en 1999 nam de dekkingsgraad toe van 107% tot 135%. In 2000 kwam er echter een einde aan de financiële voorspoed. Einde 2002 lag de dekkingsgraad van veel fondsen niet veel boven de 100.'

Een grote daling ten opzichte van het historisch gezien hoge koersniveau kan hiermee worden opgevangen. Anderzijds is het zo dat, wanneer we ons op de bodem van de markt bevinden waar de golven van pessimisme van geen wijken willen weten – toegegeven, het is lastig om dat moment vast te stellen – dan kan de buffer geldbelegging belangrijk geringer zijn, naderend naar nihil.²⁹ Het is niet zinvol om ook in de dalsituatie te willen streven naar solvabiliteitsmarges van 30 à 40%, omdat met de realisering daarvan tenslotte hoge kosten gemoeid zijn.³⁰ En juist in dat tijdsgewricht zijn extra premiestijgingen niet gewenst.

Omvang 'buffer geldbelegging'

Richtlijnen voor de omvang van de gewenste 'buffer geldbelegging' kunnen worden ontleend aan de volgende propositie. Met betrekking tot aandelen en andere zakelijke waarden zij als buffer aangehouden de verschilgroottheid van de beurswaarde (A) op enig moment en de laagste waarde van de afgelopen 6 jaar (B), vermenigvuldigd met 0,9. Dus de bufferomvang bedraagt: $A - 0,9 * B$. Binnenlandse en verschillende categorieën buitenlandse aandelen separaat beschouwen. Met betrekking tot vastrentende waarden moet het fonds bij een marktrente van 3½% of minder een buffer aanhouden van 12½% en bij een marktrente van 7% of meer is geen buffer vereist. Lineaire interpolatie vindt plaats voor tussenliggende kapitaalmarktrentes.

Streefdekkingsgraad

We kunnen ons evenwel voorstellen dat de partijen die het aangaat bovengrenzen willen stellen aan de nagestreefde buffervorming: in de *steady state*- of evenwichtssituatie en bij 50% belegging in zakelijke waarden zij de marge geldbelegging (om waardedaling vermogen te kunnen opvangen) gesteld op zo'n 10 à 15%, en daar komt dan nog de basisbuffer van 10% bovenop. Tezamen gaat het dus zo'n 120 à 125%. Treedt onverhoopt een zo'n grote waardedaling van de bezittingen op dat onderdekking resulteert, dan wordt dat op korte termijn, zeg binnen enkele jaren,

OP WEG NAAR ÉÉN NATIONALE PENSIOENINSTELLING

gerepareerd door middel van rechtenreductie en/of additionele financiering. Voor-
noemde streefdekkingsgraad van 120% (waarbij de verplichtingen berekend zijn
aan de hand van een reële rentetermijnstructuur) is geringer dan wat de toezicht-
houder oorspronkelijk voor ogen stond, maar aanzienlijk zwaarder dan de 130%
(waarbij de verplichtingen berekend zijn aan de hand van de nominale kapitaal-
marktrente) volgens het akkoord van februari 2004. Het lijkt derhalve waarschijn-
lijk dat in de komende periode bedoelde streefdekkingsgraad verder neerwaarts zal
worden bijgesteld.

Het op juiste waarde schatten van marktwaarderingen, i.c. de mate van overwaar-
dering dan wel onderwaardering, wordt meer dan voorheen van cruciale beteke-
nis.³¹ Het gaat, met andere woorden, om het corrigeren voor sentimenten en derge-
lijke, voornoemde golven van optimisme en pessimisme. Met het oog hierop is het
zinvol te zoeken naar de relatie met de fysieke kapitaalproductiviteit (zie ook subpa-
raagraaf 2.4 hieronder). Een waardedaling van de aandelenmassa met, zeg 20%, wil
(gelukkig) niet zeggen dat ook het productiepotentieel verminderd is met 20% en
andersom.

Niet altijd zal het zo gemakkelijk gaan dat de markt zorgt voor het ontstaan van
de gewenste buffers, maar zal door middel van een langdurig volgehouden proces
van extra premiebetaling en/of gereduceerde indexatie van rechten bedoelde buf-
fer moeten worden opgebouwd. De alsdan aanwezige deelnemers brengen een of-
fer. De deelnemers in de daarop volgende perioden hebben profijt van de inmiddels
bijeengebrachte buffers. Al met al zijn hiermee belangrijke inkomensoverdrachten
gemoeid.

Het is wenselijk dat er een duidelijk inzicht bestaat in de omvang van deze geld-
stromen en dat, indien men zulks wenst, daaraan bepaalde grenzen worden gesteld.
Hierover moet men dus eenduidige afspraken maken.

Kapitaalproductiviteit en vermogensrendement (2.4)

Zoals opgemerkt is het vermogensrendement in een kapitaalgedekt systeem van
pensioeninkomen de belangrijkste financieringsbron. Een betrekkelijk klein ver-
schil in het bestendige rendement is van grote invloed op de kostprijspremie. Zie
ook tabel 3 in paragraaf 2.5.

Bij het proces van genereren van rendement is de (achterliggende) cruciale variabele de (marginale) kapitaalproductiviteit – weergevend de bijdrage van de productiefactor kapitaal (K) aan de totstandkoming van het nationaal product (Y) –, waarvoor de reële rente (r) een benadering is. De (niet direct meetbare) marginale kapitaalproductiviteit (mkp) is gelijk aan de kapitaalinkomensquote (rK/Y), vermenigvuldigd met de reciproque van de kapitaalcoëfficiënt (K/Y). Over deze beide grootheden is ons meer bekend. Als we de kapitaalinkomensquote laten variëren tussen de 0,20 en 0,25 en de kapitaalcoëfficiënt stellen op waarden gelegen tussen 3,5 en 5, dan resulteert een mkp gelegen tussen 0,040 en 0,0714, waarmee de bijdrage van de factor kapitaal aan de nationale productie is aangegeven.

De aandelen van de productiefactoren arbeid en kapitaal in het nationaal product zijn – bij passende productiefunctie met *constant returns to scale* – over een wat langere periode gezien tamelijk stabiel. De waardeontwikkeling van het aanwezige menselijk kapitaal en die van de nationale kapitaalgoederenvoorraad lopen alsdan parallel, en er resulteert een tamelijk constante verhouding tussen de beloningsvoet van de arbeid (gemeten in efficiency-eenheden) en die van het kapitaal. In de evenwichtssituatie is de beloningsvoet van het kapitaal gelijk aan de groei van de ingeschakelde beroepsbevolking plus de toeneming van de arbeidsproductiviteit, plus de tijdsvoorkeurvoet. Over een wat langere termijn gezien is de opbrengst van het financiële kapitaal (inclusief een zekere risicopremie) nauw verbonden met de bestendige opbrengst van het fysieke kapitaal.³² De realistisch geachte rentetermijnstructuur is hiermee in overeenstemming. De reële kapitaalmarktrente lag gedurende de jaren tachtig en negentig in de Verenigde Staten en in Engeland rond de 5%. De reële kapitaalmarktrente ligt thans zo'n 2 à 3%-punten lager, dus vrij ver beneden de (fysieke) kapitaalproductiviteit. Het is waarschijnlijk niet (al) te optimistisch de opbrengst van het fysieke kapitaal in de eerste helft van de eenentwintigste eeuw op zo'n 4 à 4,5 % te stellen. Maar zeker weten we dat niet.

Magere rendementen

Een minder optimistisch scenario is vanzelfsprekend ook denkbaar. De groei van de feitelijk ingeschakelde beroepsbevolking stellen we voor de komende decennia op nul. Een ouder wordende beroepsbevolking is niet bepaald een garantie voor een forse toename van de arbeidsproductiviteit. De factor technologie moet desalniet-

OP WEG NAAR ÉÉN NATIONALE PENSIOENINSTELLING

temin in staat worden geacht in samenwerking met de factor arbeid tot een redelijke groei van de arbeidsproductiviteit te komen, zeg rond 1,5 % per jaar.

De tijdsvoorkeurvoet (van huidige consumptie boven toekomstige consumptie) zou wat verder kunnen gaan dalen, wanneer het pensioenbewustzijn toeneemt en burgers – niet langer vertrouwend op de vanzelfsprekendheden van de verzorgingsstaat – hun pensioenbesparingen vergroten. De totale besparingen en investeringen zullen waarschijnlijk ook toenemen. Bijgevolg daalt de beloningsvoet van kapitaal. Deze komt dan uit op zo'n 2,5 à 3%. R.M.A. Jansweijer is pessimistischer: hij verwacht voor de periode 2010-2040 een reële kapitaalmarktrente die dichtbij 0% komt.³³ De reële kapitaalmarktrente (*treasury bills*) in vijftien westerse landen lag in de eerste 80 jaar van de twintigste eeuw op -0,8% en de laatste twee decennia op 3,8%. Het reële obligatierendement lag in bedoelde westerse landen in de eerste helft van de twintigste eeuw op -0,8% en in de tweede helft op 2,2%. Het reële rendement van aandelen was over de gehele twintigste eeuw voor alle vijftien landen gemiddeld 4,7%-punt hoger dan het obligatierendement en was in de tweede helft van de twintigste eeuw hoger dan in de eerste helft.³⁴ De schattingen voor de toekomstige risicopremie lopen uiteen.

CPB-projecties

In CPB-document nr. 38 worden voor de periode tot 2040 projecties gepresenteerd voor vier onderscheiden scenario's met betrekking tot het aanbod van besparingen, de vraag naar kapitaal en de reële kapitaalmarktrente.³⁵ De besparingen in Europa en elders in de wereld (met uitzondering van Azië) zullen als gevolg van de aanstaande bevolkingsveroudering gaan afnemen. De EU-15 en de VS worden netto-importeurs van kapitaal, Japan en overig Azië netto-exporteurs. Afhankelijk van de vraag naar kapitaal en de kapitaalmobiliteit gaat de reële rente in de EU-15 van 3,6% in 2000 naar waarden gelegen tussen 4,3% en 2,6% in 2040. Het gemiddelde van de scenario-uitkomsten ligt op ongeveer 3,5%. In alle scenario's daalt de rente eveneens in Oost-Europa, de VS en Japan, en ligt doorgaans (met uitzondering van de VS met een gemiddeld bijna half procentpunt hogere rente) ook lager dan in de EU-15. In Azië daalt de rente het minst en ligt deze gemiddeld iets hoger dan in de EU-15.

Op grond van voornoemde theoretische redenering verwachten we – in ieder geval over een wat langere termijn bezien – dus een nauwe relatie tussen de ontwikkeling van het arbeidsinkomen en de waardeontwikkeling van de totale nationale kapitaal-goederenvoorraad en bijgevolg mutatis mutandis een nauwe relatie tussen de ontwikkeling van het arbeidsinkomen en de waardeontwikkeling van de bezittingen van het pensioenfonds toebehorend aan een bepaalde collectiviteit. Ten slotte volgt uit de ambities terzake dat er een nauwe relatie bestaat tussen inkomensgerelateerde pensioenverplichtingen enerzijds en de bezittingen anderzijds.

De ‘equity premium’

Op de vermogensmarkt worden titels verhandeld met uiteenlopende mate van inherent risico. Hoe risicovoller de betreffende vermogenstitel is, hoe hoger grosso modo de bijbehorende risicopremie – voor pensioeninstellingen een belangrijke beleggingscategorie om tot een wat hoger rendement te komen. Over de hoogte van de toekomstige risicopremie lopen de meningen uiteen; wel bestaat een grote *communis opinio* dat hij voorlopig belangrijk lager zal zijn dan we in de jaren negentig hebben ervaren. Een schatting van 1 à 1,5% lijkt niet te gewaagd. Aannemende dat op staatsleningen en andere vastrentende waarde gemiddeld een reëel rendement van rond 3% behaald kan worden, is een conservatieve schatting van het (reële) aandelenrendement van 4 à 4,5% toch zeker in overeenstemming met hetgeen zich in de fysieke economie afspeelt (bovenvermelde kapitaalproductiviteit van 4 à 7%). Het kan mogelijkwijs wél iets hoger uitvallen. De conservatieve schatting is mede ingegeven door de omstandigheid van relatieve schaarste van arbeid en relatieve overvloed van kapitaal in de komende decennia. Voor een fondsportefeuille, bestaande gelijkelijk uit zakelijke waarden en vastrentende waarden, resulteert derhalve een reëel rendement van 3,5 à 3,75%.³⁶

Concluderend kunnen we zeggen dat de accumulatie van pensioenvermogen een profijtelijke en verkieslijke financieringsbron voor het toekomstig pensioeninkomen blijft, onder de veronderstelling dat de tijdsvoorkeurvoet bij individuen geringer is dan de marktrentevoet en de marktrente groter is dan de groeivoet van de premieplichtige salarismassa.

Inkomensgerelateerde verplichtingen en prijsvorming van activa

We vervolgen op deze plaats de analyse die we hierboven zijn begonnen en stellen ons de vraag of een, en zo ja, welke relatie er bestaat tussen de inkomens/salarisontwikkeling en de waarde der bezittingen. De economische theorie indiceert een parallelle ontwikkeling. Kan bedoeld verband ook empirisch worden aangetoond? In de macro-economische empirische literatuur heeft men tot dusverre niet tot consensus kunnen komen omtrent de gedaante en aard van de relatie tussen salarissen en asset-prijzen. Klaarblijkelijk spelen op financiële markten ook op de wat langere termijn irrationaliteiten een hardnekkige rol en/of is de meting, modellering en specificatie van de fundamenteel bepalende factoren van kapitaal- en arbeidsproductiviteit nog niet (helemaal) goed gelukt. Pas vrij recent wordt veel onderzoek gedaan naar financiële markten en de wisselwerking hiervan met de reële economie met behulp van cointegratie-tijdreeksanalyse.

Vermeldenswaard is een analyse van M. Cardinale die voor Groot-Brittannië over de periode 1850-2002 de relatie tussen inkomensontwikkeling en de prijsvorming op financiële markten heeft onderzocht.³⁷ Zijn bevinding is dat er een langetermijn-evenwichtsrelatie bestaat tussen salarisontwikkeling enerzijds en de prijsvorming van obligaties, aandelen en onroerend goed anderzijds. Op de wat kortere termijn (van 10 jaar of wat langer) spelen andere factoren (dan de *fundamentals*) doorgaans een doorslaggevende (en verstorende) rol. Het meest opmerkelijk is de ontwikkeling op de aandelenmarkt vanaf het jaar 2000, ‘... that can be read as a correction towards a more realistic long-term relationship following a marked rise in the steepness of the estimated regression line after the end of the 1980s’.

Wat betekent deze bevinding voor de verkieslijke beleggingsportefeuille van een pensioeninstelling? De langetermijn-evenwichtsrelatie tussen arbeidsmarkt- en kapitaalmarktgrootheden is hierbij een belangrijk uitgangspunt. De dikwijls (zeer) langdurige en dikwijls substantiële afwijkingen van salarishoogte en asset-prijzen van hun langetermijn-evenwichtswaarden brengen hun eigen aanpassings- en herstelkosten met zich mee (vanwege de intergenerationele billijke lastenverdeling, etc.) en vormen daarmee ook een belangrijke bepalende factor voor de verkieslijke portefeuillesamenstelling. Daarnaast zijn relevant de grootte van de collectiviteit en de horizonlengte. Tentatief komt Cardinale 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.

Nochtans weinig vertrouwen

De discussie over de veiligstelling/garantiestelling van pensioenaanspraken door middel van adequate financiering en toereikende solvabiliteitsmarges overziend, blijkt dat partijen er verre van gerust op zijn dat de komende decennia de pensioen-uitkeringen steeds geheel dan wel grotendeels welvaartsvast dan wel tenminste waardevast gehouden kunnen worden. Die ongerustheid komt vooral voort uit mogelijk tegenvallende beleggingsresultaten. Hierboven hebben we aangegeven dat een reëel fondsrendement bij een beleggingsmix van 50% zakelijke waarden en 50% vastrentende waarden van 3,5 à 3,75% een realistische en verantwoorde (niet al te optimistische) verwachting is. Nochtans kunnen financiële markten het goede functioneren van pensioenregelingen danig verstoren. Klaarblijkelijk bestaat bij velen, waaronder de toezichthouder, maar weinig geloof en vertrouwen dat financiële rendementen uiteindelijk toch de reflectie zijn van het rendement op het fysieke kapitaal – en over een wat langere periode bezien gemiddeld daaraan gelijk zijn – en dat de waardeontwikkeling van financiële titels de reflectie zijn van de waarde van het fysieke kapitaal.

Concluderend, als we mogen aannemen dat de wereldeconomie niet zal worden getroffen door vreselijke verstoringen, dan is een pensioenfinanciering en premiestelling gebaseerd op een rekenrente van, zeg tegen de 3% voldoende om over een wat langere periode bezien in een waarde vaste pensioenvoorziening te kunnen voorzien. Is de continuïteit van de wereldeconomie wél in het geding en is er sprake van fundamentele en zeer ingrijpende verstoringen – een regelrecht ‘horror scenario’ dus – dan zullen wij daar allen de akelige gevolgen van ondervinden. Tegen dergelijke ramspoeden kan men zich niet verzekeren. Alsdan zal men naar bevind van zaken moeten handelen en proberen te redden wat er te redden valt. Praktisch gesproken komt zulks erop neer dat rechten en uitkeringen navenant neerwaarts zullen worden bijgesteld.

De ‘fallacy of time diversification’

Het theorema van de *fallacy of time diversification* krijgt in de situatie van één groot nationaal fonds ook een andere betekenis dan voor een individu of een kleine collectiviteit. Voornoemd theorema zegt ons dat het (tóch) niet rationeel is dat de optimale beleggingsportefeuille meer aandelen bevat wanneer de horizon langer is.

OP WEG NAAR ÉÉN NATIONALE PENSIOENINSTELLING

Weliswaar wordt de kans op een negatief resultaat kleiner naarmate we verdergaan in de tijd, maar de omvang van het negatief resultaat, áls zulks zich voordoet, wordt aanzienlijk groter.³⁸ Wanneer bedoeld nationaal fonds proportioneel in de Nederlandse economie (en in die van verschillende buitenlanden) heeft geïnvesteerd, dan betekent bedoelde kleine kans op een aanzienlijk negatief resultaat dat de totale kapitaalgoederenvoorraad in Nederland en in verschillende buitenlanden navenant aanzienlijk in waarde daalt; we hebben dan van doen met een bijna totale *melt-down*. Waar moeten we in dit verband aan denken?

Er moet dan sprake zijn van een compleet rampscenario, welke de oorzaken hiervan ook moge zijn. Tegen een dergelijke ramp kan men zich – we merken het weer op – niet verzekeren en men doet er dan ook niet verstandig aan bij het vaststellen van het beleggingsbeleid hiermee al te veel rekening te houden. Voorzover men van rampscenario's kan leren, doet men er vanzelfsprekend wél goed aan zich daartegen zo goed mogelijk te wapenen, niet zozeer door middel van mechanismen van het verdelen van de pijn (i.e. verzekering), maar vooral door het aanpakken van de determinanten van het onheil. Als men het horrorscenario van een groot verlies negeert – en zulks kan men verantwoordelijk doen naarmate de collectiviteit groter is en de beleggingen meer gespreid zijn – kan het meerrendement van zakelijke waarden wél gerealiseerd worden. Deze laatste geruststellende zin laat onverlet dat een wat langere periode van zeer lage rendementen zich zeker kan voordoen – zie bijvoorbeeld de vrij hardnekkige Japanse stagnatie – en dan ontkomt men er niet aan de pensioenaanspraken neerwaarts bij te stellen.

Premiebetalingen (2.5)

De financieringsbronnen voor het systeem van aanvullende pensioenen zijn premies uit het momentane inkomen en vermogensrevenue. De relatie tussen betaalde premie en de latere pensioenuitkeringen dient op cohortniveau naar onze mening in enigerlei mate herkenbaar aanwezig te zijn. In welke mate hangt af van de uitkomst van de discussie waar de gewenste mate van solidariteit ophoudt en de niet-gewenste solidariteit begint.

Structureel lagere vermogensrendementen (zie hierna) betekenen hogere premies bij een ongewijzigd ambitieniveau. Een enigszins gerijpt fonds ondervindt het effect van een tegenvallende ontwikkeling in uitvergroete zin. Men spreekt ook wel van hefboomwerking. Voor het opvangen van een tegenvallende ontwikkeling is het

premie-instrument niet langer geëigend. De hoogte van het reële rendement is verreweg de belangrijkste premiebepalende factor; op de wat langere termijn is ook de levensverwachting, i.c. de lengte van de pensioneringsperiode, niet onbelangrijk.

In een evenwichtssituatie (met dekkingsgraad 100) is de relatie tussen premiestelling en lengte van de pensioneringsperiode zoals weergegeven in Tabel 1. De tabel spreekt voor zich: bij een reëel rendement van nul (equivalent aan omslagfinanciering bij stationariteit) is de benodigde premie evenredig aan de lengte van de pensioneringsperiode. En hoe hoger het reële rendement is, hoe geringer het gewicht van de langere pensioneringsduur op de premie-uitkomst.

Tabel 1: Gevoeligheid van premiestelling voor reële rente en lengte pensioneringsperiode (mannen)

<i>lengte pensionerings- periode (in jaren)</i>	<i>premiestelling (percentage)</i>				
	reële rente:	0	2	4	6
10		17,5	10,4	5,8	3,2
15 ('huidige situatie')		26,3	14,8	8,0	4,1
20		35,0	18,8	9,8	4,9
30		52,5	25,8	12,4	5,8

Opm. berekeningen onder de veronderstelling van x % reële rekenrente en 40 jaar premiebetaling van 25 tot 65 jaar.

Concluderend, hoe groter de mate van *funding* in de financiering en/of hoe hoger het reële rendement is, hoe geringer de premiestelling kan zijn. De premie gaat naar nul (premie-holiday) en kan zelfs negatief worden (premierestituties). Bij verschillende ondernemingspensioenfondsen deed deze situatie zich voor in de jaren negentig (het pensioenfonds als 'profit center'). Thans, in het jaar 2004, kan de premiebetaling als onderdeel van de pensioenfinanciering vooralsnog niet gemist worden. De reële rente is geringer dan de doorgaans gehanteerde rekenrente van 4% en de verwachtingen daaromtrent zijn ook vrij mager. Daarnaast is de omvang van de buffers bij de meeste fondsen aanzienlijk geslonken.

OP WEG NAAR ÉÉN NATIONALE PENSIOENINSTELLING

Het toezicht (2.6)

De taakstelling van de toezichthouder, primair gericht op de bescherming van de consument en zich manifesterend in eisen ten aanzien van de omvang van het aanwezig vermogen ten opzichte van de verplichtingen (toereikendheidstoets), is onverminderd van toepassing op de in paragraaf 1.1 vermelde regelingen DC-collectief en DC-individueel. Het toezicht met betrekking tot de regeling DB-collectief (paragraaf 1.1) kan enigszins veranderen van aard en karakter. Zoals we zagen in paragraaf 2.1 is de zekerstellingsfunctie van het pensioenvermogen goeddeels niet meer aan de orde.

We herhalen op deze plaats ons normatieve standpunt in – tevens aanbeveling – dat iedere generatie ex-ante zijn eigen pensioenvoorziening financiert. Ieder cohort van toetreders betaalt de kostprijspremie, en men moet derhalve uiterst terughoudend zijn in het geven van een premiereductie aan hen. Het beginsel van zelfvoorzienendheid impliceert kapitaaldekking. Ex-post zullen er altijd afwijkingen ontstaan. Met geduld, begrip, liefde en wijsheid zal alsdan worden bezien hoe met deze afwijkingen moet worden omgegaan.

Aan de toezichthouder komt vooral de taak toe om de intergenerationele billijkheid en redelijkheid te bewaken. De grotere mate van zekerheid en veiligheid welke kapitaaldekking versus omslagfinanciering verschaft aan de momentane en toekomstige gepensioneerden is ook in dit verband een overweging om steeds een toereikende mate van fondsvorming na te streven. De klassieke taak van de toezichthouder erop toe te zien dat er immer voldoende vermogen aanwezig is om de verplichtingen te kunnen honoreren, blijft derhalve bestaan, maar met een ander accent.

In de systematiek van de regeling DB-collectief is de individuele pensioenuitkering tot op zekere hoogte gegarandeerd. De garantie wordt gefinancierd door de premiebetaler. Te bezien valt hoe bij een a-typische rampzalige gebeurtenis een en ander zal uitpakken. Het bewaken van de fondspositie, i.c. de dekkingsgraad en de omvang van de aanwezige buffers, dient er mede toe om de belangen van de toekomstige deelnemers te behartigen. Omdat er van de ‘markt’ niet of nauwelijks een disciplinerende werking uitgaat, is het de taak van de toezichthouder hierin te voorzien.³⁹

Macrostablieiteit

Een volgend aandachtspunt is de macrostablieiteit. Enerzijds moet het pensioensysteem eenmalige (fikse) schokken alsmede substantiële trendmutaties betrekkelijk soepel kunnen opvangen en verwerken, anderzijds mogen de maatregelen welke het systeem en zijn representanten in dit verband nemen geen al te grote verstoringen hebben op de nationale economie.⁴⁰ Macro-economische stabilisatie vraagt – wanneer de dekkingsgraad onder de normstelling komt – om een geleidelijke premieaanpassing. Derhalve gaat het om relatief lange herstelperioden die, getuigd op de intergenerationele billijkheid, ook weer niet te lang mogen zijn. Tentatief zij genoemd 8 à 12 jaar, mede afhankelijk van de aard van de verstoring die tot een premieaanpassing aanleiding geeft. Hogere premies hebben dezelfde verstoringen als gewone belastingen. Het verband tussen de belastingwig en het resulterende welvaartsverlies is zelfs kwadratisch. Meer over de verschillende economische aspecten treffen we aan in paragraaf 3.

3. Interactie pensioensystematiek en nationale economie

Veel is reeds geschreven over de economische gevolgen van de (wijze van) inrichting van een bepaalde pensioenvoorziening.⁴¹ De economische effecten van bevolkingsveroudering zijn hiermee gelieerd, alleen al vanwege het grotere belang van pensioenen en pensioenfondsen in een oudere samenleving. Het lijkt zinvol te zijn onderscheid te maken tussen invloeden die aangrijpen bij reële grootheden als arbeidskosten, belastingontvangsten, omvang van productie, consumptie, investeringen en dergelijke, en invloeden die zich voornamelijk doen gelden op financiële markten, i.c. de prijsvorming van financiële titels. De betekenis van pensioeninstellingen voor het goede functioneren van de nationale economie is gelegen in 1) de premiestelling, 2) de omvang van het pensioenvermogen en de veranderingen daarin, derhalve het aanbod van pensioenbesparingen en 3) de uitkeringsmassa. Een en ander kan procyclisch (destabiliserend) dan wel anticyclisch (stabiliserend) uitpakken.⁴²

Anti-cyclische werking

Vanaf het midden van de twintigste eeuw tot begin jaren negentig was er sprake van een anti-cyclisch effect van de pensioenfondsen. De toenmalige directeur van het CPB, G. Zalm sprak in 1990 van de ‘pensioenfondsparadox’: als het goed gaat met de nationale economie gaat het slecht met de pensioenfondsen en als het slecht gaat met de nationale economie gaat het goed met de pensioenfondsen.⁴³ Zalm sprak zijn voorkeur uit voor een aanpak die gericht is op een steeds sluitende actuariële balans van de pensioenfondsen (nu zouden we zeggen: een aanpak gericht op een zo snel mogelijk herstel van de normdekkingsgraad). Op deze wijze zou niet alleen de deegelijkheid van de pensioenfinanciering worden bevorderd, maar worden de pensioenfondsen ook een stabiliserend element in de nationale economie. *Tempora mutantur*, het CPB merkt de pensioenfondssector nu juist aan als een (dreigende) destabiliserende factor voor de nationale economie (zij hebben een procyclisch effect), juist wanneer de weg naar de normdekkingsgraad (leidend tot grote premiestijgingen) vrij snel moet worden afgelegd.

Een algemene ontwikkeling in de komende decennia zal zijn dat de factor arbeid schaarser wordt ten opzichte van de factor kapitaal, hetgeen met zich meebrengt dat de beloningsvoet van arbeid zal toenemen en het rendement op kapitaal onder druk zal komen te staan.⁴⁴ Door efficiënter werkende financiële markten en omvangrijker pensioenbesparingen neemt ook de risicopremie op aandelen af. De kapitaalintensiteit van de voortbrenging van het nationaal product neemt toe.⁴⁵ Voor de financiering van het kapitaalgedekte pensioen betekenen hogere arbeidsinkomens en geringere vermogensrendementen een ronduit tegenvallende ontwikkeling. De premiestelling van het pensioenproduct zal belangrijk toenemen. Bedenkende dat de feitelijke premies nu, aan het begin van de eenentwintigste eeuw, veelal onder kostprijsniveau liggen en dat het herstellen van de gewenste solvabiliteitsmarges eveneens een forse inspanning zal vergen, zullen de premiestijgingen de komende jaren ondanks zekere versoberingen van het pensioenpakket, niet onaanzienlijk zijn. Een veelheid van verdelingsaspecten is aan al deze ontwikkelingen verbonden.

Toenemende pensioenpremies en welvaartsverlies (3.1)

In verschillende studies attendeert het CPB op de negatieve invloed van hogere pensioenpremies op macro-economische grootheden, derhalve welvaartsverlies voor werknemers (externe kosten).⁴⁶ Het verband tussen hogere pensioenpremies en bedoeld welvaartsverlies is kwadratisch. Hogere pensioenpremies doen via de wig de arbeidskosten stijgen en de koopkracht der werkenden verminderen. Dit leidt tot geringere werkgelegenheid en geringere consumptie. Het verhogen van de pensioenpremies zal tevens de arbeidskosten doen toenemen met nadelige gevolgen voor concurrentiepositie, omzetten, winsten en dergelijke.⁴⁷ Een contractieproces van de nationale economie dreigt in werking te treden. Voor de overheid leiden (aftrekbare) hogere pensioenpremies tot lagere belastingontvangsten, wellicht nog versterkt door voornoemde contractie.

De PVK-regels, vermeld in hun brief d.d. 30 september 2002, om de solvabiliteitsmarges te herstellen indiceren een premiestijging van ruim 5%-punt gedurende 8 jaar.⁴⁸ De macro-economische effecten zijn substantieel: het reële BNP en de particuliere consumptie zullen in 2006 dalen met 1,1%. De investeringen zullen dalen met 2,5%, de loonvoet bedrijven neemt toe met 2,2% en die bij de overheid met 3,5%. De daling van de productie en de stijging van de arbeidskosten zullen resulteren in een afname van de werkgelegenheid van niet minder dan 80.000 arbeidsplaatsen. Als gevolg van de krimpende economie en de stijging van de (aftrekbare) pensioenpremies zal het financieringsstekort van de overheid oplopen: het EMU-saldo komt in 2006 1,4% ongunstiger uit.⁴⁹

Omwille van de macro-economische stabiliteit, zo benadrukt het CPB, is het belangrijk de pensioenpremies niet al te veel te laten fluctueren, en het bepleit vervolgens een zo gelijkmatig mogelijke lastendrukverdeling in de tijd bezien.⁵⁰ Waardevermindering van het pensioenvermogen – als gevolg van een neerwaartse afwijking van de als normaal beschouwde koers/winstverhouding – dient derhalve voornamelijk te worden opgevangen door een vermindering van de aanspraken. Een zekere verevening over de tijd bezien, is mogelijk, als partijen het daarover eens kunnen worden. Dit is vastgelegd in het pensioencontract.

Het bestuur van een nationale pensioeninstelling – een substantieel gedeelte van het totaal aan pensioenvoorzieningen omvattend: voornoemde component DB-collectief – is beter in staat tot een integrale afweging te komen over noodzakelijke stelselaanpassingen, de wisselwerking met de nationale economie in aanmerking

OP WEG NAAR ÉÉN NATIONALE PENSIOENINSTELLING

nemend. Een nationaal pensioenfonds zal de macro-economische effecten internaliseren – iets wat thans, in de gedecentraliseerde constellatie van pensioenregelingen in het geheel niet gebeurt –, hetgeen erop neerkomt dat er meer nadruk zal komen te liggen op rechtanaanpassing dan op premieaanpassing. Een en ander betekent eveneens dat de primaire doelstelling van de pensioeninstelling, te weten voorzien in een adequaat inkomen na de pensioneringsdatum, op gespannen voet kan komen te staan met de randvoorwaarde van macro-economische stabiliteit.

Relativering

Voornoemde weinig bemoedigende uitkomsten van het procyclisch karakter van verhoogde pensioenpremies en dergelijke kunnen wellicht wat gerelativeerd worden. In de eerste plaats nemen de lasten (te weten de arbeidskosten) uit hoofde van bevolkingsveroudering in alle Europese en OECD-landen toe.⁵¹ Nederland plaatst zich derhalve niet in een uitzonderingspositie wanneer alhier de pensioenpremies verhoogd worden.

In de tweede plaats, en belangrijker, zal een ouder wordende samenleving tot een herallocatie van de bestedingen en de middelen willen komen. Daar is niets dramatisch aan. Van het momentane inkomen zal een groter deel aangewend worden om het pensioeninkomen van nu en in de toekomst te financieren; derhalve zal er sprake zijn van meer pensioenbesparingen en minder consumptieve bestedingen. Van een negatief welvaartseffect behoeft dan ook geen sprake te zijn. En verder, van het besteedbaar inkomen van de ouderen zal ook nog eens (en geheel overeenkomstig hun preferenties!) een aanzienlijk groter deel besteed worden aan gezondheidszorg en andere vormen van zorg en dienstverlening.

Uit overwegingen van doelmatigheid, effectiviteit en billijkheid zal een zo groot mogelijk gedeelte van deze zorgbestedingen door betrokkenen zelf gefinancierd worden. Het complementaire deel zal worden betaald uit de algemene middelen (belastingen en ziektekostenverzekeringen), dus in belangrijke mate door de jongeren. Ook de vraag naar huisvesting, vervoer, en toeristische bestemmingen zal veranderen en bovenal zal de vraag naar veiligheid en orde toenemen. De aanbodzijde van de economie zal zich aan de gewijzigde vraagverhoudingen moeten aanpassen. Dit is niets nieuws en al helemaal niet dramatisch. Deze veranderingen hebben zich in de geschiedenis van de economie altijd al voorgedaan. Aan het begin van de twintigste eeuw en daarvoor werd een substantieel deel van het gezinsinkomen besteed

aan (eenvoudig) voedsel. Honderd jaar later is dat nog maar een heel klein gedeelte. In het midden van de twintigste eeuw bedroegen de gezinsuitgaven aan toerisme, horeca en recreatie een relatief klein bedrag. Thans zijn deze categorieën omvangrijke bedrijfstakken. In de komende decennia zal een ouder wordende bevolking een toenemend deel van zijn inkomen besteden aan velerlei soorten van zorg- en dienstverlening.

Europese dimensie

Het is belangwekkend op deze plaats te attenderen op een mogelijk uiteenlopen van de arbeidskosten in de verschillende Europese regio's. Als gevolg van de verschillende wijzen van financiering van het aanvullend pensioen, kapitaaldekking dan wel omslagfinanciering, zullen de arbeidskosten in de verschillende Europese regio's kunnen gaan divergeren. Een grotere mate van omslag betekent navenant hogere arbeidskosten. De komende decennia zullen derhalve de arbeidskosten in de verschillende Europese regio's belangrijk uiteen gaan lopen. Uiteenlopende arbeidskosten zullen economische activiteit stimuleren, daar waar de kosten het laagst zijn, en arbeidsmigratie daarheen tot gevolg hebben – bijvoorbeeld van België naar Nederland: in België wordt arbeid relatief duur en in Nederland relatief goedkoop. De divergentie in arbeidskosten zal anderzijds ook weer niet te groot kunnen zijn. Bij een ongeveer gelijke ontwikkeling van de arbeidsproductiviteit in de Europese economische ruimte, zullen ook de totale bruto arbeidskosten en bruto inkomens zich in vergelijkbare zin ontwikkelen. Een en ander zal tot gevolg hebben dat het vrij besteedbaar inkomen der werkenden in sommige Europese regio's daalt ten opzichte van dat in andere regio's, en dat zal op zijn beurt mogelijkerwijze tot migratie naar die regio's leiden. Per saldo treedt dus hetzelfde effect op.

Pensioenbesparingen en economische ontwikkeling (3.2)

In de literatuur wordt dikwijls de financieringswijze van kapitaaldekking aanbevolen omdat het een stimulerende invloed heeft op het goede functioneren van de economie. Kapitaaldekking als pensioenfinanciering genereert doorgaans omvangrijke pensioenbesparingen en leidt via de weg van meer investeringen tot een groter toekomstige productiepotentieel, een grotere *resource base*. De kapitaalintensiteit van de nationale productie neemt toe, hetgeen tot gevolg heeft dat in een gesloten

OP WEG NAAR ÉÉN NATIONALE PENSIOENINSTELLING

economie de beloningsvoet van de productiefactor arbeid stijgt en die van kapitaal afneemt. Voor een kleine open economie geldt dat het financiële kapitaal snel naar de internationale kapitaalmarkt kan stromen, zonder dat zulks in het binnenland tot een rentedaling leidt. Met enig faseverschil veroudert de gehele westerse wereld de komende decennia en de westerse wereld heeft in economisch opzicht maar betrekkelijk weinig buitenland. Er is dus tóch sprake van een neerwaartse druk op de internationale kapitaalmarktrente?

Voornoemd proces van omvangrijker besparingen en investeringen is gebaseerd op een aantal veronderstellingen. In de eerste plaats de veronderstelling dat additionele pensioenbesparingen ook de totale nationale besparingen doen toenemen. Andere vormen van besparingen, vooral bij de gezinshuishoudingen, kunnen afnemen. Men spreekt dan van *crowding out*.

In de tweede plaats moeten grotere besparingen ook leiden tot navenant grotere investeringen. Als de investeringen achterblijven, slaat het verschil neer in een overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans (neo-klassiek model) of er ontstaan grotere (keynesiaanse) ophopingen, leidend tot een contractieproces van de economie. Aanzienlijke beleggingen van pensioeninstellingen in het buitenland stellen in staat een hoger consumptieniveau te handhaven met goederen die geproduceerd worden in het buitenland, net als in het geval van Japan ‘Nederland als renteniersnatie’. In paragraaf 3.3 volgt meer hierover.

De derde voorwaarde luidt dat de totale kapitaalgoederenvoorraad zich bevindt beneden het niveau van de *golden rule of*, met andere woorden, de totale nationale besparingen liggen duurzaam beneden hun optimale waarde. Additionele besparingen en investeringen zijn derhalve welvaartsbevorderend. Indien sprake zou zijn van overaccumulatie van kapitaal in de economie, geldt het omgekeerde.

In de vierde plaats, hoe triviaal ook, betreffen bedoelde additionele investeringen productieve investeringen en geen investeringen in kunst en dergelijke en zijn er geen manieren om de investeringen te stimuleren die efficiënter zijn en/of minder risicovol. Bepaalde fiscale maatregelen kunnen wellicht eveneens op zeer doeltreffende wijze besparingen en investeringen doen toenemen.

In combinatie met een afnemende beroepsbevolking kunnen de netto-investeringen toenemen, gelijk blijven of minder afnemen dan de beroepsbevolking terugloopt. In alle gevallen neemt de kapitaalintensiteit van de productie, zij het in afne-

mende mate, nog toe. De arbeidsproductiviteit blijft derhalve eveneens toenemen en daarmee de productie per werkende.

Bij een gelijkblijvende kapitaalintensiteit neemt de nationale kapitaalgoederenvoorraad in dezelfde mate af als de omvang van de werkzame beroepsbevolking. De productie per werkende kan dezelfde blijven. Vervangingsinvesteringen blijven geheel of gedeeltelijk achterwege; de netto-investeringen zijn derhalve negatief. De ruimte voor consumptieve bestedingen wordt navenant groter. De vervangingsinvesteringen kunnen niet negatief worden, maar in principe kan een deel van de kapitaalgoederenvoorraad wel worden verkocht aan het buitenland: aldus ontstaan extra additionele middelen voor consumptieve doeleinden. De ouder wordende samenleving (met een in absolute en relatieve termen steeds kleinere beroepsbevolking) leeft in voorgaande casuïstiek in toenemende mate 'van z'n kapitaal'.

Stabiliserende / destabiliserende werking

Onder omstandigheden kan kapitaaldekking via het mechanisme van sparen en investeren een positieve invloed hebben op het economisch functioneren. Bedenk evenwel ook dat pensioenregelingen niet bedoeld zijn om besparingen te genereren, maar om in het post-actieve inkomen te voorzien. De omvang van de spaaroverschotten bij de gezamenlijke fondsen zal dus variëren al naar gelang het moment van de demografische transitie: ten tijde van een verjonging vertoont het kapitaaldekkingstelsel een relatief hoge, en ten tijde van een veroudering een relatief lage spaarquote. De Tilburgse economen D.B.J. Schouten en A.H.J. Kolnaar hebben hieraan de conclusie verbonden dat als gevolg van de wisselende spaarsaldi het kapitaaldekkingstelsel een destabiliserende invloed heeft op de economie.⁵² In de afgelopen decennia was van deze vermeende destabiliserende invloed overigens geen sprake. Als zulks op enig moment in de toekomst noodzakelijk zou zijn, kan de overheid een compenserend beleid voeren: dus een lage eigen spaarquote (financieringstekort) tijdens de demografische verjonging (alsdan hoge pensioenbesparingen) en een hoge eigen spaarquote (een gering financieringstekort dan wel -overschot) tijdens de fase van bevolkingsveroudering (alsdan geringere pensioenbesparingen). Dit kan evenwel weer botsen met andere doelstellingen van het overheidsbeleid, die juist tenderen te leiden tot hogere overheidsuitgaven in een oudere samenleving.

OP WEG NAAR ÉÉN NATIONALE PENSIOENINSTELLING

Bevolkingsveroudering en internationale kapitaalbewegingen (3.3)

In CPB-document nr. 43 wordt de notie dat de OECD-landen op vrij grote schaal (pensioen)besparingen kunnen beleggen in de armere niet-OECD-landen ernstig betwijfeld.⁵³ In de eerste plaats is de kapitaalmobiliteit beperkt, maar bovenal zijn in de succesvolle niet-OECD-landen de besparingen al op een hoog niveau en zijn in de minder succesvolle niet-OECD-landen geen meer-rendementen te behalen. Het spaar- en investeringsvolume in de OECD-landen zal de komende decennia geringer worden. Bovendien doet het verwachte spaaroverschot – mede bewerkstelligd door een geleidelijk hogere mate van kapitaaldekking van de pensioenvoorziening in veel landen – ook nog eens de rente dalen. Al met al is het geen blijmakend vooruitzicht voor de Nederlandse pensioeninstellingen.

Nederland als renteniersnatie

Het netto buitenlands actief van Nederland bedroeg in 1986 50 miljard euro. Tussen 1986 en 2002 had Nederland jaarlijks een fors positief saldo op de lopende rekening van de betalingsbalans, hetgeen cumulatief een netto-toevoeging aan de internationale vermogenspositie vormde van circa 170 miljard euro. Volgens de econoom W. W. Boonstra is dit bedrag (220 miljard euro) echter geheel verdampt door relatief slechte beleggingsresultaten, wisselkoersverliezen en forse vermogensverliezen op de directe investeringen van het Nederlandse bedrijfsleven in het buitenland.⁵⁴ Maar het is nog ernstiger: het buitenland had eind 2002 per saldo netto-vorderingen op Nederland ter grootte van 115 miljard euro. Anders gezegd: Nederland/de Nederlandse ondernemingen zijn sinds 1986 per saldo 335 miljard euro ‘kwijtgeraakt’ in het buitenland. Dit bedrag is aanzienlijk groter dan de staatschuld eind 2002 van 233 miljard euro.

Boonstra vindt het een ongekend en navrant fenomeen – en we zeggen het hem na – dat in tijden waarin de overheid zich jaar na jaar heeft ingespannen om met het oog op de toekomst de overheidsfinanciën op orde te krijgen, tegelijkertijd de particuliere sector een bedrag groter dan de gehele staatsschuld ‘kwijtraakt’ in het buitenland: ‘... het moge duidelijk zijn dat het Nederlandse bedrijfsleven in met name de tweede helft van de jaren '90 een ongelukkige hand van investeren in het buitenland heeft gehad’. Het forse spaaroverschot, gevoegd bij de hype op de effectenbeurzen en de lage nominale kapitaalmarktrente hebben het bedrijfsleven toe-

gang gegeven tot een vrijwel ongelimiteerde stroom goedkoop kapitaal. Hiervan is een groot deel in het buitenland verspeeld. De ironie wil dat buitenlandse ondernemingen in Nederland (in dezelfde orde van grootte als de Nederlandse investeringen in het buitenland) wel goede resultaten behaalden.

Behalve de bezuinigingen op de overheidsuitgaven kunnen we in dit verband vanzelfsprekend ook noemen het moeizame proces van premieverhoging en rechtenmitigering bij de Nederlandse pensioeninstellingen. Wij kunnen daar verder aan toevoegen dat, meer dan navrant, de beloning van bestuurders en topmanagement van het Nederlandse bedrijfsleven daar niet zichtbaar onder heeft geleden.

De economische betekenis van het bovenstaande in/voor een ouder wordende samenleving is zeer verstrekkend. Als de bevolkingsveroudering de komende decennia manifest wordt, zou het dan ontstane tekort op de lopende rekening – anders gezegd: de bestedingen zijn groter dan de productie – gefinancierd kunnen worden uit het netto buitenlands actief, zo was/is bij velen de overtuiging. Het blijkt echter dat er geen netto buitenlands vermogen is. Een tekort op de lopende rekening zal dus wel degelijk een knellende randvoorwaarde worden.

Daar komt nog bij de fundamentele moeilijkheid dat het buitenlands actief voor het grootste deel toebehoort aan ondernemingen en banken, en niet beschikbaar is voor de financiering van de import van consumptiegoederen ten behoeve van de gezinshuishoudingen. Voorzover het buitenlands actief in handen is van pensioenfondsen en verzekeraars is die beschikbaarheid er wél.

Positieve en negatieve effecten van een lagere rente

Terwijl geringere rendementen slecht nieuws zijn voor pensioeninstellingen, zijn zij stimulerend voor de nationale economische ontwikkeling. In voornoemde CPB-studie worden voor Nederland positieve effecten voorzien van een bestendig 1%-punt lagere kapitaalmarktrente. De investeringen zullen toenemen – in het eerste jaar van de rentedaling meer dan een verdubbeling van het investeringsvolume – en als gevolg van de grotere kapitaalintensiteit stijgen de arbeidsproductiviteit en de lonen: het loonniveau zal 5,6%-punt hoger komen te liggen. Bijgevolg zal het draagvlak voor de lasten van een ouder wordende samenleving toenemen. De pensioenpremies zullen aanzienlijk stijgen: in de eerste vijf jaar zal de premiestelling als percentage van de grondslag ruim 2½ maal zo hoog worden, zodat het besteedbaar inkomen der werkenden niet of nauwelijks toeneemt. Eveneens verslechteren de

OP WEG NAAR ÉÉN NATIONALE PENSIOENINSTELLING

overheidsfinanciën. Met name als gevolg van de fiscale pensioenpremieaftrek blijven de belastinginkomsten achter. De overheidsuitgaven daartegen nemen toe: met name de ambtenarensalarissen en de kosten van gezondheidszorg.

4. Enkele gevolgtrekkingen

Het uitgangspunt, de doelstelling en de aanbeveling dat iedere generatie in principe zijn eigen pensioenvoorziening financiert, vereisen dat, behalve dat immer de kostprijspremie betaald wordt, vrij snel gereageerd wordt op zich op financiële markten voordoende gebeurtenissen, veelal leidend tot premieaanpassing en bovenal tot rechtanaanpassing. Anders gezegd: de dekkinggraad blijft niet langdurig beneden de normdekkinggraad van 120 à 125%. Het macro-economisch belang daarentegen is gediend met een zo stabiel mogelijke premie. Deze twee doelstellingen kunnen derhalve op gespannen voet met elkaar staan. Het is een lastige omstandigheid dat aan het begin van de eenentwintigste eeuw de feitelijk betaalde premie veelal geringer is dan de kostprijspremie. Het pensioenschip moet derhalve behoedzaam manoeuvreren tussen de bekende Scylla en Charybdis; de stuurder zij veel wijsheid toegewenst. Tussen partijen moeten er duidelijke en consistente afspraken gemaakt worden hoe met mee- en tegenvallers moet worden omgegaan. Partijen zijn hieraan gehouden en een en ander wordt vastgelegd in het pensioencontract.

De schets van een nieuwe drielagenpensioensystematiek bestaat uit een regeling DB-collectief (waarin op zekere termijn de AOW-voorziening is begrepen), een regeling DC-collectief en de regeling DC-individueel. Een verschil met de huidige systematiek is dat automatismen goeddeels zijn verdwenen en dat garanties alleen nog voor de laagste inkomensdecielen gegeven kunnen worden. De burger van de eenentwintigste eeuw zal bereid moeten zijn meer risico met betrekking tot de pensioenuitkomst te accepteren.

Somberte over de financiering en financierbaarheid van het stelsel van (aanvullende) pensioenvoorzieningen lijkt niet op zijn plaats te zijn, zulks gelet op de seculiere positieve – ter grootte van zo'n 4 à 7%, zij het in de komende decennia licht dalende – fysieke kapitaalproductiviteit. Wel is het zo dat de rendementsverwachtingen voor de eerste helft van de eenentwintigste eeuw belangrijk lager liggen dan wat we

in de laatste decennia van de twintigste eeuw gewend waren. Bestendig lagere rendementen betekenen een dito hogere premiestelling.

Om te voorkomen dat onverhoopt op enig tijdstip in de eenentwintigste eeuw problemen en conflicten zullen ontstaan bij de verdeling van het nationaal product over actieven, post-actieven en andere inactieven, zij allereerst het aantal inactieven (jonger dan 65 jaar) gereduceerd waar dat maar mogelijk is, in het bijzonder door de route van de prepensionering lastiger te maken. De in deze oratie voorgestelde pensioensystematiek wil het prepensioneren minder aantrekkelijk maken.

Gelet op de omvang van de collectiviteit (in de regeling DB-collectief) en het langetermijnkarakter van pensioenbesparingen/-beleggingen lijkt het verantwoord en aanbevelenswaardig te zijn die beleggingsportefeuille te kiezen, die over een wat langere termijn bezien naar verwachting het beste zal renderen, naar zijn aard een portefeuille met een hoger risicoprofiel. Een beleggingsportefeuille die voornamelijk bestaat uit vastrentende waarden komt praktisch gesproken dus niet in aanmerking. Met bedoeld hoger risicoprofiel kan beter worden omgegaan naarmate de massa van de pensioeninstelling groter is en de horizon oneindig is. Eén nationale pensioeninstelling – bedoeld voor alle werknemers en andere toegelaten groeperingen – geeft de grootste continuïteitsgarantie. Zolang er op vertrouwd mag worden dat de Nederlandse economie – en de wereldeconomie – zich redelijk stabiel zullen ontwikkelen, behoeft voor de bestendige welvaartspositie en dito ontwikkeling niet gevreesd te worden. De goede intenties reiken tot in de hemel, maar garanties – in ieder geval boven een bepaald minimumniveau – worden niet gegeven.

5. Slotwoord

Dames en heren van de Faculteit der Economische Wetenschappen en Econometrie: een enkeling kent mij nog uit de tijd dat we ieder student waren aan deze hoofdstedelijke universiteit. Een veel groter aantal van u kent me nog uit de tijd dat ik als medewerker verbonden was aan de toenmalige Interfaculteit Econometrie en Actuarieel, i.c. de sectie actuarieel. Dat betrof de periode voorjaar 1978 tot einde 1987. In de tijden daarvóór werkte ik onder meer als monetair onderzoeker bij De Nederlandsche Bank en als epidemioloog in Oost-Afrika en wist ik in het geheel niet wat mij te wachten stond en wat ik zou gaan doen bij de sectie actuarieel. Voorwaar, een opmerkelijk personeelsaannamesbeleid, maar in ieder geval getuigend van

OP WEG NAAR ÉÉN NATIONALE PENSIOENINSTELLING

veel vertrouwen. Voor een nog goter aantal van u ben ik nog een betrekkelijke onbekende. Daar gaan we dus wat aan doen.

Dames en heren van de Stichting Pensioenfonds ABP: ver hiervandaan, aan de rand van het land, in uw land van het bronsgroen eikenhout, op de twaalfde verdieping van een hoog gebouw en gedurende vele jaren heb ik het pensioenvak pas echt geleerd.

Dames en heren studenten, jullie onlesbare dorst en ontembare zucht naar kennis en ervaringen zijn de ultieme reden voor mijn onderwijsinspanningen. Ik hoop dat jullie er evenveel van leren als ikzelf.

Lieve Marlène, je hebt met mij wel wat te stellen. Terwijl vele anderen om ons heen schaamteloos prepensioneren en hun vermogen er doorheen jagen, heb ik me gestort in het avontuur van de postpensionering en wordt het grote uitgeven nog even uitgesteld. Je hebt daar gelukkig mee ingestemd.

Dames en heren, u allen hier aanwezig, veel dank voor uw komst.



Noten

1. In dit verband zij in herinnering gebracht dat in de Stichting van de Arbeid (Commissie pensioenen) het concept van een verplichte pensioenregeling voor alle werknemers gedurende vele jaren, te weten de periode 1969-1983, onderwerp van studie en discussie was. De feitelijke ontwikkelingen hebben ertoe geleid dat het pensioenplichtconcept een langzame dood is gestorven, en van een opstanding is nadien geen sprake meer geweest.
2. De argumenten voor en tegen het concept van de pensioenplicht zijn meer recent door verschillende auteurs nog eens tegen het licht gehouden in een publicatie van de Vereniging voor Pensioenrecht, *Leidt pensioenrecht tot pensioenplicht?*, SDU, Den Haag, 2000.
3. De keuze van de inkomensgrens luistert vrij nauw. De gewenste verhouding tussen het inkomensbereik van de regeling DB-collectief en DC-collectief is hierbij bepalend.
4. De Anw-regeling kan vooralsnog gehandhaafd blijven.
5. Een dergelijke beweging heeft eind jaren negentig in Zweden plaatsgevonden: van een vaste bedragenregeling tezamen met de aanvullende inkomensgerelateerde regelingen naar een notional DC-regeling én gekoppeld aan het inkomen.
6. Er treedt dus een inkomens- en vermogenstoets in werking. Dit lijkt alleszins redelijk en billijk te zijn en maakt bovendien middelen vrij.
7. Zie onder meer N. Tiemstra, *Nadere verkenningen van het AOW-labyrint*, Wetenschappelijk Bureau Senioren 2000, Den Haag, 1998, en H. Versluis, Mythen rond het AOW-fonds, *Economisch-Statistische Berichten*, 31 maart 2000, pp. 267-269.
8. In paragraaf 2.2 attendeerden we op een mogelijk noodzakelijke dan wel wenselijke vermindering van het opbouwpercentage van de gebruikelijke 1,75 naar 1,55, corresponderend met een verlenging van de normduur van de diensttijd van 40 naar 45 jaar. De transformatie van 70%-eindloonnorm bij 40 dienstjaren naar 75% middelloonnorm betekent waarschijnlijk een kleine versobering.
9. In principe is dat altijd al zo geweest. Aan het begin van de 21ste eeuw manifesteert zich dat ook: bijna overal premiestijging en bij een groot aantal fondsen eveneens indexatiebeperking. Zolang belangrijke grootheden, als kapitaalmarktrente, *equity premium*, aandelenkoersen, inflatie en loonontwikkeling, zich stabiel ontwikkelden, traden er geen verstoringen op en kon het DB-karakter betrekkelijk gemakkelijk gehandhaafd blijven. Wanneer de koersontwikkeling ons echter in de steek laat, zoals aan het begin van de 21ste eeuw, wordt het onverkort handhaven van het DB-systeem voor veel fondsen problematisch.
10. P.A. Diamond, Macroeconomic aspects of social security reform, *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 1997, pp. 1-66.

11. Zie in deze zin onder meer SER, *Advies Pensioenbesparingen*, 87/12, '... aan de macro-economische theorie kunnen zo beschouwd geen argumenten worden ontleend voor de keuze van een van de twee stelsels of voor een bepaalde mengvorm van deze twee.' Een meer genuanceerde benadering in de welhaast nooit ten einde komende discussie kapitaaldekking versus omslagfinanciering treft men aan bij J.B. Kuné, *Issues in Pension Finance*, Netherlands Foundation for Pension Studies, Den Haag, 2000.
12. Men zou ons voor de voeten kunnen werpen dat we met het grootste risico het minst serieus omgaan, als argument onder meer aanvoerdend dat in een dergelijke situatie alle fondsen getroffen worden (en zij niet alleen ...) en dat men zal proberen alsdan naar bevind van zaken te redden wat er te redden valt. Ja..., het is waar, maar we weten vooralsnog ook niets beters te bedenken.
13. Men spreekt in dit verband van 'risicomanagement'.
14. De financiering van een nationale pensioenvoorziening kan variëren tussen maximale kapitaaldekking en omslag. De huidige aanvullende pensioenregeling in Nederland is een aangelegenheid van bedrijfstakken, ondernemingen en beroepsgroepen. Gegeven deze gedifferentieerde structuur (op meso-niveau) vormt kapitaaldekking praktisch gesproken de enige manier om opgebouwde aanspraken van deelnemers te waarborgen. Ondernemingen immers kunnen ophouden te bestaan en ook hele bedrijfstakken kunnen over perioden van zo'n 25 à 50 jaar aanzienlijk inkrimpen (bijvoorbeeld de textielindustrie en de scheepvaart), waarmede het benodigde draagvlak goeddeels verdwijnt. De PSW-wet schrijft derhalve kapitaaldekking voor.
15. Een theoretisch interessant onderwerp, maar vooralsnog praktisch niet relevant. Vgl. J.B. Kuné, 'On optimal financing of pension programs and Aaron's rule', *Mitteilungen der Vereinigung schweiz. Versicherungsmathematiker*, 1988, pp. 93-101.
16. *Kwartalbericht DNB*, september 2002 (p. 16): '... het verlaten van de langetermijnstrategie zou op termijn forse permanente premiestijgingen met zich kunnen brengen vanwege een geringer rendement op de lange termijn.'
17. De bewering dat het pensioenvermogen op tijdstip $t+1$ doorgaans gelijk aan of groter zal zijn dan dat op tijdstip t , wordt ondersteund door de onderzoeksresultaten van een drietal recente studies. Het gaat hier om studies van het CPB, NYFER en Merrill Lynch. In al deze studies stijgt het gezamenlijk pensioenvermogen in de komende decennia. Van 110% BBP in het jaar 2000 tot zo'n 170% BBP in 2030 en daarna ongeveer constant blijvend (NYFER). Bij de CBP-voorberekeningen gaat bedoelde stijging nog iets verder door tot zo'n 195% BBP in 2040 en neemt in de daarop volgende 40 jaar af tot 170% BBP. In nominale zin is van een daling evenwel geen sprake. De studie van Merrill Lynch (Jan Mantel) geeft een soortgelijk beeld te zien: een stijging van het pensioenvermogen tot 190% BBP in 2040 en daarna (als percentage BBP) een geleidelijke daling. Op individueel pensioenfondsniveau kan de vermogensontwikkeling vanzelfsprekend anders zijn. [referenties: C. van Ewijk, et al., *Ageing in the Netherlands*, Centraal Planbureau, Den Haag, 2000; M. van de Ven, Ageing, actuarial neutrality and flexible retirement, in: *Pen-*

- sion reform: redistribution and risk*, (M. Weale, red.), National Institute of Economic and Social Research, Londen, 2003; J. Mantel, *Demographics and the funded pension system; ageing populations, mature pension funds and negative cash flow*; Merrill Lynch & Co., Londen, 2000 en NYFER, *De financierbaarheid van het pensioenstelsel*, Breukelen, 2000].
18. Ook de leeftijdssamenstelling van het bestand is niet of nauwelijks van invloed op de ligging van de monotoon niet-dalende curve van de voorziening en derhalve op de samenstelling van de verkieslijke beleggingsportefeuille.
 19. Vgl. Ph. Lambert, Pensioenfondsen beleven roerige tijden, *Tijdschrift voor Pensioenvraagstukken*, 17, 2003, pp. 102-105.
 20. De duratie van de pensioenverplichtingen zij tentatief gesteld op 15 à 20 en die van de vastrentende waarden op 5 à 8. De zogeheten 'duratie-mismatch' bedraagt derhalve 9 à 12, waarmee tevens de gevoeligheid als gevolg van een kapitaalmarktrentemutatie van de waardeontwikkeling der verplichtingen ten opzichte van die van de vastrentende beleggingen is aangegeven.
 21. Ook bepleit door CPB in *Zekerheid in het geding*, document nr. 47, Den Haag, januari 2004.
 22. Tentatief zij hier gesteld dat een premiestelling van 25 à 30% van de grondslag geldt als het maximaal haalbare geldt, hoewel in de 20ste eeuw ook premies rond 35% langdurig zijn voorgekomen. Dus, wat heet... ?
 23. Anders geformuleerd: afhankelijk van het jaarlijkse reële rendement, zullen de totale pensioenkosten, inclusief backservice-lasten en derhalve de doorsneepremie bij een gelijkblijvend pensioenpakket belangrijk kunnen variëren. Mitigering van een benodigde premiestijging met behulp van aanwezige buffers is in beperkte mate mogelijk, zolang het om een tijdelijk tegenvallende resultaten gaat. Daarna moet de buffer weer worden opgebouwd.
 24. Het aanleggen van voorraden van duurzame consumptiegoederen – denk aan huisvestingsfaciliteiten, vervoersfaciliteiten, boeken (die dan eindelijk gelezen kunnen worden) en de betere wijnen (sommige portwijnen kun je wel honderd jaar bewaren) –, geeft wellicht nog enig soelaas.
 25. De verplichtingen zijn berekend tegen de reële rentetermijnstructuur (3%).
 26. Deze tweedeling wordt onder meer aanbevolen door D. Wenting, Solvabiliteit pensioenfondsen: herstelplannen en de rol van ALM hierin, *Tijdschrift voor Pensioenvraagstukken*, 16, 2003, pp. 112-116. Hij spreekt van 'netto-dekkingsgraad', i.e. de dekkingsgraad exclusief de component – voornoemde buffer geldbelegging – nodig om een bepaalde waardedaling van het vermogen te kunnen opvangen.
 27. De ervaring van de afgelopen tien jaar laat zien tot welke bizarre uitkomsten sentimenten – zich manifesterend in golven van optimisme en pessimisme – kunnen leiden.
 28. Deze voetnoot is eveneens afkomstig van DNB: '... sommige ondernemingspensioenfondsen hebben wel aan het gelieerde bedrijf – zoals Unilever, ABN-AMRO en de Rabobank – premiekortingen, en soms zelfs premie-holidays gegeven. Ook is in een aantal

- gevallen geld teruggestort. Maar over de hele pensioensector bezien, was dit van ondergeschikt belang.' DNB ziet evenwel over het hoofd dat bij de directe regelingen de beleggingsrevenueu grotendeels als bate worden geboekt voor de betreffende onderneming/verzekeringnemer.
29. CPB (J.J.G. Lemmen, *Systeemrisico's van Nederlandse pensioenfondsen*, memorandum, nr. 60, maart 2003) bepleit de omvang van de buffers te relateren niet aan de niveaus ten opzichte van hun langetermijnwaarde, maar aan de relatieve groei van rendementen op risicovolle beleggingen en de relatieve groei van de nominale verplichtingen, beide ten opzichte van hun langetermijn-trendgroei. Ook D. Wenting (Solvabiliteit pensioenfondsen: herstelplannen en de rol van ALM hierin, *Tijdschrift voor Pensioenvraagstukken*, 16, 2003, pp. 112-116) en Watson Wyatt Brans Co. (*De Branstoets*, Amsterdam, 2003) pleiten voor het principe van de mee-ademende buffer.
 30. Anderzijds kunnen we ons voorstellen dat men juist in een dalsituatie enigszins getergd is en meer zekerheid/veiligheid wenst.
 31. Deze probleemstelling komt ook voor bij M.H.P. de Vor & J.W. van den End, Is de zeepbel leeg?, *Economisch-Statistische Berichten*, 26 juli 2002, pp. 564-566.
 32. Zie ook P.E. Diamond, 'What stock market returns to expect for the future?', *Social Security Bulletin*, 63, 2000, pp. 38-52.
 33. R.M.A. Jansweijer, *Gouden bergen, diepe dalen, de inkomensgevolgen van een betaalbare ouderdagsvoorziening*, SDU, Den Haag, 1996.
 34. E. Dimson, P. Marsh and M. Staunton, *Millennium Book II. 101 Years of Investment Returns*, ABN-AMRO, Londen, 2001.
 35. CPB Document nr. 38, *Quantifying four scenario's for Europe*, Den Haag, december 2003.
 36. Wellicht niet geheel toevallig is dit bijna gelijk aan de tot zeer recente datum in de Nederlandse pensioenwereld gebruikelijke rekenrente van 4%. Deze 4%-rekenrente had ooit zijn oorsprong in de verwachting dat 4% de reële rente betreft over een wat langere termijn bezien.
 37. Zie M. Cardinale, *Cointegration and the relationship between pension liabilities and asset prices*, Watson Wyatt LLP, technical paper 2003-RU01, juni 2003.
 38. In een VBA-katern uit 1998, *Asset Liability Management bij pensioenfondsen*, lezen we dat '... de risico's van zakelijke waarden afnemen, naarmate de horizon langer is.' Derhalve zou een pensioenfonds meer in aandelen moeten beleggen (aanbeveling). P.A. Samuelson en R.C. Merton hebben in verschillende artikelen aangetoond dat deze wijze van voorstellen ondeugdelijk is en dat derhalve de lengte van de horizon niet van invloed is op de optimale portefeuillesamenstelling. De kans op een negatief resultaat neemt weliswaar snel af met het voortschrijden van de tijd, maar de grootte van het negatief resultaat (en in toenemende mate) kan zeer groot zijn [P.A. Samuelson, Lifetime portfolio selection by dynamic stochastic programming, *Review of Economics and Statistics*, 51, 1969, pp. 239-46 en R.C. Merton, Lifetime consumption and portfolio rules in a continuous time model, *Journal of Economic Theory*, 15, 1971, pp. 35-49. Zie ook M. Kritzman en D.

- Rich, 'Beware of Dogma; the truth about time diversification', *Journal of Portfolio Management*, zomer 1998, pp. 66-77].
39. Effectieve regelgeving veronderstelt een gedegen analyse van de verschillende aspecten van regelgeving. Regulatory Impact Analysis (RIA) biedt hierbij ondersteuning. Aanbevolen door DNB, Regulatory Impact Analysis als nieuw instrument voor de Bank, *Kwartaalbericht*, juni 2002, Amsterdam, 2002, pp. 57-62.
 40. Op dit moment is macrostabiliteit bij de PVK geen aandachtspunt. Het CPB (*Systeemrisico's van Nederlandse pensioenfondsen*, Memorandum nr. 60, Den Haag, maart 2003) houdt een indringend pleidooi voor meer macroprudentiële regulering van en toezicht op pensioenfondsen opdat destabiliserende effecten worden voorkomen en pensioenfondsen hun stabiliserende rol weer zoveel mogelijk hervinden. Zie ook CPB, *Zekerheid in het geding*, document nr. 47, Den Haag, januari 2004.
 41. Zie voor een korte schets van dit onderwerp J.B. Kuné, *On Global Aging; old-age income systems in the EU and other major parts of the world*, Physica/Springer Verlag, Heidelberg, 2003.
 42. Ook het voorzieningengedrag van het Nederlandse bankwezen is procyclisch van aard (J.A. Bikker en P.A.J. Metzmakers, Kredietvoorzieningen en procycliciteit, *Economisch-Statistische Berichten*, 9 januari 2004, pp. 20-22).
 43. G. Zalm, *Mythen, paradoxen en taboes in de economische politiek*, oratie Vrije Universiteit Amsterdam, 23 mei 1990.
 44. Kan nog versterkt worden als de pensioenfinanciering in het omringende buitenland in meerdere mate (dan nu het geval is) door middel van kapitaaldekking geschiedt. Voor een kleine open economie geldt dat het financiële kapitaal snel naar de internationale kapitaalmarkt kan stromen, zodat in eigen land geen rentedaling zal optreden. Nederland als renteniersnatie! Met enig faseverschil verouderen alle OECD-landen in de komende decennia, en het OECD-gebied heeft in economisch opzicht maar betrekkelijk weinig buitenland. Dus waarschijnlijk toch een neerwaartse druk op de internationale kapitaalmarktrente.
 45. Anderzijds bestaat de nationale productie voor een steeds groter deel uit dienstverlening, dat naar zijn aard arbeidsintensief is en weinig kapitaalintensief: de beloningsvoet van arbeid tendeert nog meer te stijgen.
 46. C. van Ewijk, Nieuw pensioenakkoord nodig, *Economisch-Statistische Berichten*, 21 februari 2003, pp. 76-80; CPB, *Financiële consequenties PVK-regels*, Memorandum nr. 56, februari 2003.
 47. Kwartaalbericht DNB, september 2002 (p. 16): '... de hogere pensioenpremies betekenen fors hogere loonkosten en een verslechtering van de concurrentiepositie. De economische groei, de inflatie, de exporten en de werkgelegenheid zullen zich hierdoor ongunstiger ontwikkelen: het BBP valt 0,1%-punt lager uit in 2002 en 0,4%-punt in 2003. Het prijspeil is in 2002 0,2%-punt hoger en in 2003 0,6%-punt.'

48. CPB Memorandum nr. 56, *Financiële consequenties PVK-regels*, Den Haag, februari 2003. In *Analyse PVK circulaire 30-09-2002* (Ortec, januari 2003; G. Boender c.s.) wordt gesproken van een toename van de premiestelling met 13%-punt gedurende vijf jaar bij een standaard-pensioenfonds.
49. Grosso modo dezelfde uitkomsten in CPB-document nr. 47, *Zekerheid in het geding*, Den Haag, januari 2004.
50. Zie over het begrip (grijze) last J.B. Kuné, 'Wij groeien vast in tal en last'; het begrip 'grijze last' theoretisch en empirisch beschouwd', in: *Leven in een ouder wordende samenleving; generatiebewust vooruitzien in de 21^e eeuw*, J.B. Kuné (red.), SDU, Den Haag, 2003.
51. Een toenemende stroom van gezinspensioenbesparingen in Nederland en elders in de wereld zal wellicht de rendementen onder druk zetten. Spijtig voor betrokkenen zal de pensioenpremie verder toenemen en zulks ten detrimente van het reëel beschikbaar gezinsinkomen.
52. Zulks reeds in een artikel, Financieringstekort en pensioenregelingen, *Economisch-Statistische Berichten*, 21 januari 1987, pp. 77-79.
53. CPB Document nr. 43, *Ageing and International Capital Flows*, Den Haag, januari 2004.
54. W.W. Boonstra, Nederlands externe vermogen, de rol van de Nederlandse directe investeringen in het buitenland, *Maandschrift Economie*, december 2003, pp. 498-517. Wim Boonstra is werkzaam bij de Rabobank Nederland als hoofd van het Directoraat Kennisontwikkeling en Onderzoek.