



Kan pensioenkapitalisatie de vergrijzing redden?

Marc De Vos

Directeur
Itinera Institute
Docent UGent

Koen De Leus

Market
Specialist KBC
Bolero
Auteur "Naar
Grijmland: de
Uitvaart van
onze Welvaart

Om de pensioenen in de toekomst zowel betaalbaar als afdoende hoog te houden, stimuleert de Belgische overheid pensioenkapitalisatie op het niveau van bedrijfssectoren, bedrijven en personen. Een steeds groeiend aantal burgers en gezinnen rekenen aldus op pensioenkapitalisatie als aanvulling op het wettelijk pensioen.

Pensioenkapitalisatie is echter geen tovermiddel. Het biedt geen antwoord op prangende sociale tekortkomingen in het Belgische pensioenlandschap. Daarenboven zal de opbouw van aanvullend pensioen aan het huidige tempo pas over verschillende decennia een substantiële verbetering van het totale pensioeninkomen impliceren.

De premisse dat pensioenkapitalisatie de vergrijzing kan oplossen, verdient ook nuancering uit een andere hoek. De vergrijzing van de bevolking kan zelf de financiële markten onder druk zetten en zo de basis van de aanvullende

pensioenen doen afsmelten. Het risico op een dramatische "asset meltdown" in Europa is weliswaar niet zeer groot, op voorwaarde dat de Belgische en Europese pensioenmarkt de aanvullende pensioenpijlers verder structureel uitbouwt.

Versnelde uitbouw van pensioenkapitalisatie is dus nodig, niet alleen om de vergrijzing te redden, maar ook om de kapitalisatie te redden in de context van een vergrijzende samenleving. Meer kapitalisatie maakt vergrijzing meer betaalbaar en maakt kapitalisatie meer immuun tegen vergrijzing.

Met deze wetenschap moeten beleidsmakers op korte termijn kiezen voor een verdere structurele ondersteuning van aanvullende pensioenopbouw in België. De studie doet afsluitend enkele voorzetten die daartoe kunnen bijdragen.

1. Pensioenen: veel meer dan geld alleen

1. In 1995 won Louis Tobback in Vlaanderen de federale verkiezingen met de belofte dat zijn Socialistische Partij garant stond voor onze sociale zekerheid. Nog geen tien jaar later, bij het aantreden als minister van pensioenen, bekende Bruno Tobback in De Tijd de overtuiging van zijn generatie dat zij nooit nog een afdoend pensioen zou trekken. Het kan dus verkeren, ook in dezelfde familie.

Het pessimistische subjectieve aanvoelen van de minister van Pensioenen heeft verschillende objectieve grondslagen. Enerzijds voorspellen studies in binnen- en buitenland een belangrijke budgettaire impact van de nakende vergrijzing op het Belgische pensioenlandschap. Anderzijds oogt dit landschap volgens dezelfde en andere studies nu al weinig aantrekkelijk door een combinatie van lage wettelijke pensioenen voor grote bevolkingsgroepen en onderontwikkelde pensioenkapitalisatie. Daarenboven kent het Belgische pensioenlandschap een sterke verkaveling tussen beroepsgroepen, met grote pensioenverschillen die op termijn sociaal onhoudbaar zijn en economisch onaangepast zijn aan de evolutie naar meer loopbaanvariatie.

2. Dit is de achtergrond voor de politieke dynamiek rond het pensioenbeleid in België. De twee regeringen Verhofstadt hebben al aanzetten gegeven. De collectieve uitbouw van aanvullende pensioenen kreeg een algemeen wettelijk kader in 2003. Bescheiden welvaartsaanpassingen van de wettelijke pensioenen worden ingevoerd. De pensioenbonus uit het Generatiepact wil langer werken stimuleren.

Het is duidelijk dat deze recente vernieuwingen, hoe zinvol en relevant zij ook mogen zijn, slechts de prelude zijn van verdere hervormingen. De maatschappelijke bezorgdheid over de

pensioenen neemt inderdaad toe en leidt de laatste maanden tot een nogal vrijblijvend politiek opbod in een pre-electoraal sfeer. Verschillende politieke partijen hebben een hervorming van de Belgische pensioenen, met inbegrip van meer aanvullende pensioenen, op hun agenda staan¹.

3. Met de blik op de grote demografische verschuivingen die zich in de komende decennia gaan voltrekken, lijkt een structurele herijking van het Belgische pensioenlandschap sociaal aangewezen, financieel noodzakelijk en economisch onvermijdelijk. Die structurele herijking zal er voor moeten zorgen dat onze pensioenorganisatie op duurzame wijze wordt afgestemd op haar essentiële doelstellingen, namelijk:

- Sociaal: het waarborgen van een pensioenniveau dat een aanvaardbare levensstandaard garandeert en dat, wat betreft de ratio tussen pensioenbijdragen en pensioenuitkeringen, verschillende beroepsgroepen op een billijke wijze gelijk behandelt.

- Financieel: het handhaven van de betaalbaarheid van de pensioenstelsels, niet alleen gelet op de aankomende vergrijzing, maar op een structurele wijze die ook toekomstige demografische verschuivingen kan ondervangen.

- Economisch: het gebruik van pensioenformules die de economische ontwikkeling kunnen ondersteunen en die inspelen op de veranderende behoeften en carrièrepatronen in de samenleving.

Welke richting het pensioendebat moet uitgaan, is dus gelaagde vraag die het loutere

*Pensioenkapitalisatie
beantwoordt aan een
noodzakelijke
budgettaire logica,
maar laat de
structurele sociale
gebreken van het
Belgische
pensioensysteem
onverlet.*

¹ Zie bv. sp.a, Samen voor een nieuw sociaal model; MR, Le bilan du MR en matière de pensions.

financieringsvraagstuk ver overstijgt. Tot op heden focust het pensioendebat in België vooral op financiële analyse, onder meer in de context van de rapporten van de Studiecommissie voor de vergrijzing en de Hoge Raad voor Financiën. Die budgettaire klemtoon is dus weliswaar onvoldoende, gelet op de meervoudige basisdoelstellingen van de pensioenorganisatie, maar toch noodzakelijk en begrijpelijk, gelet op de financiële implicaties van de onafwendbare vergrijzing en op de belangrijke recente evoluties in het landschap van de pensioenpijlers.

2. Eén pijler, één kruk en één lucifernen

4. De financiering van het levensonderhoud na het afsluiten van de actieve loopbaan kan uiteraard uit diverse bronnen komen: spaarcenten, beleggingen, onroerende eigendom, opvang door familie en zo meer. De levensstandaard van de gepensioneerde is dus afhankelijk van een diversiteit aan inkomens die op individuele en/of familiale basis worden verworven. In eerste instantie rekent de gepensioneerde echter op zijn of haar pensioen. Het pensioen is ook het instrument waarmee een samenleving de levensstandaard van haar gepensioneerden primair wil verzekeren. Daarbij wordt klassiek een onderscheid gemaakt tussen drie standaard pensioenvormen, de zogenaamde pijlers van de pensioenfinanciering:

- inkomensgerelateerde overheidsregelingen (eerste pijler);
- particuliere arbeidsgerelateerde regelingen (tweede pijler);
- individuele pensioenvoorzieningen (derde pijler).

Zoals inmiddels vrij algemeen bekend is, oogt de actuele staat van deze drie pijlers voor België niet bijzonder rooskleurig.

2.1 Eerste pijler

5. De waarde van het wettelijk pensioen uit de eerste pensioenpijler wordt afgemeten aan de zogenaamde vervangingsratio: de verhouding tussen het pensioenbedrag en het beroepsinkomen voordien. In die oefening is België – op het Verenigd Koninkrijk na – het land met de laagste pensioenen in de gehele EU15. Vooral voor de middelmatige en grote inkomens zijn de pensioenen relatief zeer laag².

De lage gemiddelde vervangingsratio van de Belgische pensioenen verbergt daarenboven grote verschillen tussen beroepsgroepen. In de administratie en het onderwijs bedraagt het wettelijk pensioen bruto tussen de 60 en 77

De Belgische pensioenfinanciering berust niet zozeer op drie pijlers, maar op één pijler, een kruk en een lucifer. Aanvullende pensioenkapitalisatie zal de ontoereikendheid van de eerste pensioenpijler maar zeer geleidelijk compenseren.

percent van de voordien verdiende wedde. Werknemers uit de privésector moeten het stellen met een pensioen dat bruto gemiddeld 36 percent bedraagt van het voordien verdiende loon, en dan nog in de gunstige hypothese van een volle loopbaan en pensionering op 65 jaar³. De wettelijke pensioenen voor

zelfstandigen bedragen bruto amper 20 tot 25 percent van het voordien verdiende inkomen⁴. Maar liefst 70% van de zelfstandigen die alleen een loopbaan als zelfstandige hebben gehad, moeten het stellen met het wettelijk minimumpensioen, terwijl een belangrijk segment vrouwen zelfs niet aan de

² OECD, *Pensions at a Glance: Public Policies across OECD Countries*, 2005.

³ Studiecommissie voor de vergrijzing, Jaarlijks verslag, mei 2003, 11-12.

⁴ Studiecommissie voor de vergrijzing, Jaarlijks verslag, mei 2005, 79 en 111.

loopbaanvoorwaarde voldoet om dit minimumpensioen te kunnen trekken⁵.

De eerste pensioenpijler is in België dus niet in staat de voormelde essentiële sociale doelstelling van een pensioenstelsel te realiseren, namelijk het waarborgen van een pensioenniveau dat een aanvaardbare levensstandaard garandeert en dat, wat betreft de ratio tussen pensioenbijdragen en pensioenuitkeringen, verschillende beroepsgroepen op een billijke wijze gelijk behandelt.

2.2 Tweede pijler

6. Door de historische klemtoon op de eerste pijler als onderdeel van de welvaartsstaat die na de Tweede Wereldoorlog werd opgebouwd, is de tweede pensioenpijler in België lang miskend geweest. Pas in 2003 kreeg België een algemeen wettelijk kader ter ondersteuning van de uitbouw van aanvullende pensioenen in de privé-sector. De Wet Aanvullende Pensioenen (WAP) was niet alleen een doorbraak, maar ook een feitelijke schuldbekentenis over de ontoereikendheid van de pensioenen in de eerste pijler. De Studiecommissie voor de vergrijzing erkent dit met zoveel worden.

Doordat aanvullende pensioenen dus pas recentelijk van luxeproduct tot basisproduct zijn geëvolueerd, hebben zij nog geen volle diepgang bereikt. Vandaag bouwt ongeveer 55% van de Belgische werknemers aan een aanvullend pensioen. Dat is al een sterke groei in vergelijking met het verleden. Tussen 1993 en 2005 is het aantal mensen dat via een groepsverzekering of een pensioenfonds een aanvullend pensioen opbouwt, maar liefst vertienvoudigd.

Het aantal pensioenplannen en pensioenspaarders is één zaak, het al bijeengespaard pensioenkapitaal is een andere. Het duurt jaren alvorens een opgestart pensioenplan ernstige kapitalen heeft geaccumuleerd. De opbouw van pensioenrechten door kapitalisatie in de tweede pijler zal dus pas geleidelijk de ontoereikendheid

van het wettelijk pensioen uit de eerste pijler kunnen compenseren. Zo verwacht de vergrijzingcommissie dat de vervangingsratio voor het totale pensioen in de privésector, ceteris paribus pas tegen 2030 significant zal verbeteren doordat de kapitalisatie in de tweede pijler er dan 25% van het totale brutopensioen zal bedragen.

2.3 Derde pijler

7. De derde pensioenpijler bestaat uit formules van individueel of gezinsgebonden pensioensparen, zoals levensverzekeringen of beleggingen in pensioenspaarfondsen. Zij zijn vooralsnog vooral de speeltuin van de hogere inkomenscategorieën. Opmerkelijk is dat de hoogte van de deelname voor pensioensparen in de praktijk bijna uitsluitend samenvalt met de daarvoor fiscaal in te brengen bijdrage⁶. In die optiek biedt de derde pijler vandaag geen wezenlijke bijkomende inkomensreserve. Voor de gemiddelde gepensioneerde vergroot pensioensparen de pensioentaart niet echt, maar is het eerder de kers op de pensioentaart die door de andere pensioenpijlers moet worden samengesteld.

3. De groeiende maar trage evolutie richting pensioenkapitalisatie als buffer voor de vergrijzing

8. Het bovenstaande overzicht, hoe summier en algemeen ook, legt duidelijk de vinger op ernstige wonden:

- De Belgische pensioenfinanciering berust vandaag niet zozeer op drie pijlers, maar eerder op één pijler (de eerste), één kruk (de tweede) en één lucifer (de derde).

- De eerste pensioenpijler is in de loop der jaren uitgehold en staat niet meer garant voor een pensioen dat min of meer gelijk spoort met de welvaartsevolutie of met de inkomensverwachting van de gepensioneerde. Recente aanpassingen hebben daarin geen

⁵ Studiecommissie voor de vergrijzing, *Jaarlijks verslag*, mei 2006, 24.

⁶ Wat niet geldt voor deelname aan een levensverzekering, waar de determinanten die bepalen of men deelneemt in grote mate ook bepalen hoeveel men deelneemt.

Kan pensioenkapitalisatie de vergrijzing redden?

structurele kentering gebracht en de budgettaire kost van de vergrijzing maakt een structurele verbetering zeer onwaarschijnlijk. De wettelijke pensioenen zijn vandaag al relatief laag en alleen al het behoud ervan zal door de vergrijzing een grote budgettaire inspanning vergen⁷.

- De tweede en derde pensioenpijler zijn relatief onderontwikkeld en hun recente ontwikkeling kan de ontoereikendheid van de eerste pijler maar geleidelijk compenseren.

- Afhankelijk van de beroepsgroep, kent de eerste pensioenpijler enorme verschillen in de vervangingsratio tussen pensioen en beroepsinkomen. Deze verschillen zijn weliswaar historisch verklaarbaar maar hun historische achtergrond kan minder en minder een toekomstige legitimatie garanderen.

Vandaag al wordt 20% van de 65-plussers geconfronteerd met een armoederisico wegens de ontoereikendheid van hun pensioen. Dat is substantieel meer dan de 14% armoederisico bij de rest van de bevolking. Indien die situatie niet keert, zal alleen al door de demografische verschuiving een steeds groter deel van de bevolking⁸ in armoederisico leven.

Desondanks is de trend duidelijk: meer uit budgettaire noodzaak dan uit overtuiging evolueert het Belgische pensioenlandschap geleidelijk naar een reële combinatie van pijlers. De impliciete hoop is dat een structurele uitbouw van aanvullende pensioenen het financiële plaatje van de pensioenfinanciering kan helpen opklaren. Aanvullende pensioenen zijn met andere woorden een redmiddel in tijden van groeiende schaarste door vergrijzing. België volgt hier het voorbeeld van vele andere landen waar de financieringscrisis van de wettelijke pensioenen deels wordt afgewenteld door de verdere ontwikkeling van één of andere vorm van particuliere pensioenfinanciering⁹.

9. De groei van aanvullende pensioenformules in België bewijst dat een steeds toenemend aantal bedrijfssectoren, werkgevers, gezinnen en individuen rekenen op kapitalisatie om het wettelijke pensioen aan te vullen. Deze evolutie impliceert twee belangrijke beleidsvragen:

- Wanneer de tweede en derde pensioenpijler een basiselement worden van de pensioenfinanciering, hoe kunnen we er dan voor zorgen dat zwakkeren in de samenleving, die vaak weinig of geen ruimte voor aanvullende pensioenfinanciering hebben, toch voldoende pensioen gegarandeerd worden? Hoe moet met andere woorden de eerste pijler gepositioneerd worden in een landschap dat een volwaardig aanvullend pijlersegment kent?

- Zal aanvullende pensioenkapitalisatie, onder welke vorm ook, budgettair in staat zijn om algemeen voldoende pensioeninkomen te genereren op het ogenblik dat de vergrijzing heerst?

De technische studie van Koen De Leus (Itinera Institute memo 4/2007) benadert deze laatste vraag vanuit een origineel, onverwacht en meteen ook beangstigend perspectief. Koen De Leus analyseert namelijk het risico dat vergrijzing zelf de waarde van de pensioenkapitalisatie zou doen afsmelten. Een groot risico op een dergelijke “asset meltdown” betekent dat het bijzonder risicovol zou zijn om te rekenen op aanvullende pensioenkapitalisatie voor het opvangen van de vergrijzing. Een relatief klein risico van “asset meltdown”, vergt dan weer een bewust beleid om de realisatie van het risico in de toekomst te vermijden.

⁷ De Commissie Vergrijzing hanteert een minimalistisch scenario van welvaartsaanpassing van 0,5% op jaarbasis.

⁸ Studiecommissie voor de vergrijzing, Jaarlijks verslag, mei 2006, 23-24 (cijfers voor 2003).

⁹ A. Jousten, Public Pension Reform: a Primer, IMF Working Paper 07/28.

4. Het spook van de “asset meltdown”: legt vergrijzing een bom onder pensioen-kapitalisatie?

4.1 Doelstellingen en beperkingen

10. De asset meltdown hypothese gaat er vanuit dat de pensionering van de babyboomers vanaf 2015 een verkoopgolf van financiële activa met zich mee zal brengen. Het aantal ontsparenders (65 plussers) in procent van de totale bevolking neemt snel toe; het aantal spaarders (40 tot 65 jarigen) daalt. Het aanbod van aandelen en andere financiële activa is groter dan de vraag. Dit leidt tot een ineenstorting, een ‘meltdown’, van de financiële markten.

De komende jaren is er nog een geweldige toestroom van spaargeld richting pensioenfondsen. De babyboomers bereiden zich massaal voor op hun pensioen. Maar de toestroom verandert geleidelijk in een uitstroom. Midden 2020 moeten de (Amerikaanse) pensioenplannen activa verkopen om de pensioenuitkeringen te kunnen betalen aan een stijgend aantal senioren. De verkoopdruk duwt de aandelen geleidelijk aan lager. Omdat de VS meer dan de helft van de wereldwijde pensioenactiva in handen hebben, speelt het land een centrale rol in het verhaal. Het meeste onderzoek omtrent een mogelijke asset meltdown werd tevens gevoerd in de VS. Samen met het VK, Japan en Nederland vertegenwoordigden ze in 2000 86% van de globale pensioenactiva: 11.100 miljard dollar op een globaal totaal van 13.000 miljard dollar.

11. Wat is de waarschijnlijkheid van zo’n ‘asset meltdown’ in Europa en België? Onze studie is een zoektocht naar een antwoord op deze vraag. Europese studies hierover zijn zeer schaars en het beperkte aantal die gemaakt werden, gaan

over landen met een rijp tweede pijlerstelsel. In de VS werden reeds tal van studies ondernomen over het onderwerp vanwege het belang van de tweede en derde pijler in het totaal pensioeninkomen van Amerikaanse senioren. Deze studies zijn het startpunt van ons onderzoek. We gaan de waarschijnlijkheid na van een asset meltdown voor de VS en definiëren de belangrijkste parameters in de ‘asset meltdown’-hypothese. Vervolgens vergelijken we de Amerikaanse situatie met de Europese en trekken hieruit conclusies.

12. De invloed van de vergrijzing op de toekomstige return van (financiële) activa is zeer complex. Het ligt niet in onze bedoeling dit volledig in kaart te brengen. We beperken ons puur tot het beantwoorden van de vraag: hoe groot is de kans op een ‘asset meltdown’? Hoe groot is de kans dat op een bepaald moment de financiële markten met x procent instorten en daarmee het hele financiële systeem op losse schroeven zetten?

Het antwoord op die vraag heeft belangrijke implicaties voor het toekomstige welvaartspeil van een deel van de bevolking. Hierboven is gebleken dat België, zoals vele andere Europese landen, De budgettaire crisis van het wettelijke pensioensysteem mee opvangt via de uitbouw van bijkomende pensioenpijlers. In die optiek is een stabiel financieel systeem cruciaal. Een ineenstorting daarvan zou het welvaartsniveau van de generatie senioren die op dat moment geniet van hun pensioen, volledig onderuit kunnen halen.

13. De behaalde return op de financiële markten is een gevolg van de vraag en aanbod van kapitaal. Wij hielden in onze studie enkel rekening met de aanbodzijde, dit is de spaarkant. De vraagzijde, de vraag van burgers, ondernemingen en overheden naar kapitaal, heeft ontegensprekelijk ook een belangrijke invloed op de return op de financiële markten. Tegengestelde krachten spelen hier waarvan de

Versnelde uitbouw van pensioenkapitalisatie is nodig, niet alleen om de vergrijzing te redden, maar ook om de kapitalisatie te redden in de context van een vergrijzende samenleving. Meer kapitalisatie maakt vergrijzing meer betaalbaar en maakt kapitalisatie meer immuun tegen vergrijzing.

uitkomst zeer moeilijk in te schatten is. Enerzijds lijkt het logisch dat de daling van de arbeidsbevolking zal leiden tot een meer kapitaalintensieve productie. Dat heeft een neerwaarts effect op de langetermijnrentevoeten. Naarmate het ingezette kapitaal toeneemt, daalt de behaalde return op de investering.

Daartegenover staan twee compenserende krachten. Vooreerst is er de aanhoudende technologische innovatie. Die doet de productiviteit van het kapitaal toenemen, wat dan een opwaarts effect heeft op de rentevoeten. Ook de kwaliteit van het menselijk kapitaal zal de hoogte ingaan. We evolueren richting een diensten- en informatiemaatschappij waarin kennis alsmaar belangrijker wordt. Ook dit moet leiden tot een hogere return en dus een hogere rentevoet.

Ook het spaargedrag van burgers wordt beïnvloed door een veelheid van factoren. Wij focussen enkel op de mogelijke impact van vergrijzing op het spaargedrag. De aandacht gaat daarbij naar de eventualiteit van een correlatie tussen geleidelijke leeftijdstoename en spaargedrag. Leidt die leeftijdstoename tot meer of minder sparen? En indien het leidt tot minder sparen, indien dit leidt tot ontsparen, is er dan een kans dat we op een ineenstorting van de financiële markten afstevenen?

Sommige elementen die te maken hebben met de pure vergrijzingsdimensie worden niet verrekend. Dat geldt onder meer voor de stijgende kosten voor gezondheidsuitgaven, meer bepaald voor verzorging. We gaan er van uit dat ouderen daar impliciet rekening mee houden in hun huidige en toekomstig spaargedrag. Expliciet brengen we dit evenwel niet in rekening.

Ons onderzoek bekijkt tevens alleen de Europese dimensie, maar het is evident dat ook niet-Europese factoren het Europese resultaat kunnen beïnvloeden. Een “asset meltdown” in de VS of Japan, de globalisering, de ontwikkeling van de groeiregio's en de integratie van de internationale economie en van de financiële markten, kunnen als externe factoren het Europese resultaat in negatieve of positieve zin beïnvloeden. Deze potentiële exogene factoren blijven echter buiten beschouwing.

4.2 Samenvatting en conclusies

14. De vergrijzing van de babyboomgeneratie ligt aan de basis van de asset meltdown

hypothese. Vandaag bedraagt het aantal spaarders – het aantal personen van 40 tot 60 jaar oud – 27.6% van de totale Amerikaanse bevolking. Het aantal ontspaarders of 60-plussers belooft 16.7%. Over 20 jaar is de situatie omgekeerd en is het percentage ontspaarders groter dan het percentage spaarders. Zal dit leiden tot een ineenstorting van de financiële markten leiden?

Door het beperkt belang van het wettelijk pensioen en het enorm belang van de tweede en derde pijler in de Amerikaanse pensioenopbouw, spitst het totnogtoe verrichte onderzoekswerk naar die mogelijkheid zich toe op de VS. De meest controversiële studie komt van de hand van de economen Shoven en Schieber. Zij zijn de auteurs van de zogenaamde ‘asset meltdown’ onderzoek. De geleidelijke toename van het aantal ontspaarders (senioren die hun bedrijfspensioenen te gelde maken) tegenover de daling van het aantal spaarders, leidt volgens hen tot een zware terugval van de Amerikaanse financiële markten. Vele economen delen de mening van de auteurs.

Maar er bestaat tevens een aanzienlijk ‘neen’-kamp. Het belangrijkste element in de asset meltdown hypothese is de levenscyclus hypothese. Deze stelt dat gepensioneerden een deel van hun financiële activa verkopen om hun consumptiepatroon min of meer in stand te houden. Amerikaanse studies wijzen inderdaad uit dat senioren minder sparen dan 40 tot 60-jarigen. Maar van ontsparen, zijnde het verkopen van de financiële activa, is totnogtoe geen sprake. Eén van de redenen is het erfensmotief: de wil om iets na te laten aan de (klein)kinderen. Blijft het spaargedrag van de senioren van morgen gelijk aan dat van de huidige senioren, dan lijkt een ineenstorting van de financiële markten (als gevolg van meer ontspaarders dan spaarders) onwaarschijnlijk.

Een neerwaartse druk op de Amerikaanse financiële markten blijft evenwel bestaan door het automatisch ‘ontsparingsgedrag’ van de bedrijfspensioenen. De bedrijfspensioenen van het type ‘te bereiken doel’ – nog altijd goed voor 2/3de van de totale inleg in de Amerikaanse bedrijfspensioenen – worden bij de pensionering van de rechthebbende automatisch omgezet in een annuïteit. Dit levert een jaarlijkse inkomstenstroom op voor de gepensioneerde.

Door de toename van het aantal gepensioneerden moeten de pensioenfondsen jaarlijks een steeds hoger bedrag aan annuïteiten uitbetalen. Dat kan leiden tot een geleidelijke verkoop van de activa in de pensioenfondsen en dus een ‘asset meltdown’ in de hand werken.

15. Is de situatie in Europa verschillend? Ja en neen. Neen, want net als in de VS ontsparen ook de Europese senioren niet. Ook in Europa speelt het erfenismotief ongetwijfeld een rol. In Europa speelt ook mee dat het wettelijk pensioen in verschillende landen voorlopig min of meer volstaat om aan de essentiële consumptiebehoeften te voldoen.

Dat ruime wettelijke pensioen is een belangrijk structureel verschil tegenover de Amerikaanse situatie. In de meeste Europese landen vertegenwoordigen de wettelijke pensioenen een veel groter aandeel in het pensioeninkomen van de senioren. Het aandeel van de tweede pijler (bedrijfspensioenen) is, met uitzondering van Nederland, het VK en Zwitserland, veel kleiner. Precies die immaturiteit van het stelsel van bedrijfspensioenen geeft Europa een streep voor op de VS wat betreft het risico op ‘asset meltdown’. De meeste lidstaten beginnen pas nu goed te beseffen dat de impliciet aangegane pensioenbeloften zonder hervorming van het pensioenstelsel niet kunnen nagekomen worden. De actuariële waarde van alle lopende pensioenverplichtingen stemde in de meeste Europese landen overeen met meer dan 100% van het BBP in 2003. Een verdere uitbouw van de eerste pijler is onbetaalbaar, een stabilisatie of relatieve afbouw is de natuurlijke optie.

In vele landen is de uitbouw van een tweede pijler als aanvulling van het wettelijke pensioen dan ook een topprioriteit. Op voorwaarde dat de aan de gang zijnde opbouw van de tweede pijler van bedrijfspensioenen niet alleen verdergezet, maar vooral versneld wordt, zullen de gespaarde financiële activa de komende decennia in Europa dus toenemen ondanks de intrede van de vergrijzing.

16. Precies de verdere uitbouw van de tweede pijler in het Europese pensioenlandschap maakt de kans op een ineenstorting van de financiële markten door vergrijzing in Europa onwaarschijnlijker dan in de VS. Met dit in het achterhoofd moet ook België volop werk maken

van een verdere ontwikkeling van deze pijler. Een belangrijke impuls was de Wet op de Aanvullende Pensioenen (WAP) van Frank Vandenbroucke. De doelstellingen van de WAP is een democratisering van de aanvullende pensioenen. Vóór de invoering van de WAP werd slechts 33% van de werknemers gedekt door een bedrijfspensioen. Nu staat de teller ruim boven de 50%.

De uitbouw van een goede tweede pijler kan de gemiddelde vervangingsratio's – het inkomen in het eerste jaar van de pensionering versus het laatst verdiende loon – van 60% naar 80% doen evolueren (Vergrijzingscommissie). De addertjes onder het gras? Deze simulatie gaat uit van een jaarlijkse bijdrage van 4,5% van het brutoloon. En het totaal aantal bijdragejaren belooft 40 jaar. Met een inlooperperiode van 40 jaar zitten we bijna een halve eeuw verder vooraleer we mogen spreken van een volwaardige tweede pijler. We hebben dus geen tijd meer te verliezen. De participatiegraad moet dan ook zo snel als mogelijk zo hoog als mogelijk opgetrokken worden.

Daarnaast bedraagt de gemiddelde inleg vandaag amper 1 à 1,5% van het jaarsalaris. Hoeveel extra levert dat op bovenop het wettelijk pensioen? Een simpele vuistregel stelt dat een jaarlijkse bijdrage van 1% van het brutoloon over een volledige loopbaan van 40 à 45 jaar, een aanvullende pensioenuitkering van jaarlijks 2,5% (bruto) oplevert van het laatste salaris. Netto is dat iets meer door het gunstige fiscale regime. Maar het blijft te weinig om de terugval van de wettelijke pensioenen te compenseren. In de meeste landen worden bedrijfspensioenen fiscaal gestimuleerd en loopt de inleg op tot 5 à 10% van het brutoloon. Die richting lijkt ook in België wenselijk.

17. Wat met de Europese landen die nu reeds een matuur bedrijfspensioenstelsel hebben? In Nederland stellen we vast dat de uitstroom naar gepensioneerden vandaag reeds groter is dan de instroom van spaarders. De behaalde return op de huidige inleg zorgt er vooralsnog voor de leefbaarheid van de bedrijfspensioenen. De return zorgt er tevens voor dat de omvang van de pensioenfondsen de komende jaren nog sterk zal aangroeiën. De behaalde return op de activa in beheer is tevens cruciaal voor het overleven op

lange termijn. Een gemiddelde jaarlijkse reële return van iets meer dan 4% zou volgens simulaties moeten volstaan.

18. Onze studie bespreekt niet alleen de mogelijkheid van een ineenstorting op de markt van financiële activa. De specifieke karakteristieken van vastgoed (illiquiditeit, inelasticiteit vraag / aanbod, enz.) maken de kans op een ineenstorting op de vastgoedmarkt groter. Alvorens die alarmerende boodschap te verspreiden, zijn er toch enkele dempende factoren die in rekening gebracht moeten worden. De vraag naar huizen wordt bepaald door het aantal gezinnen, niet door de totale populatie. Met betrekking tot de dalende vraag naar huizen moeten we volgens onderzoek van het Duitse MEA rekening houden met de volgende feiten:

1. De daling van het aantal gezinnen loopt 15 jaar achter op de daling van de populatie (omwille van het voorkomen van alsmear kleinere gezinnen).
2. Kleinere gezinnen vragen een grotere oppervlakte per persoon vragen.
3. Stijgende levensverwachting en de toenemende welvaart bij de jongere generaties doet de vraag naar meer woonruimte toenemen. Nemen we al deze factoren in rekening, dan neemt de vraag naar residentieel vastgoed wellicht nog toe tot 2020. Daarna valt de vraag tegen 2050 in de meest pessimistische simulatie terug met 15%. In het meest optimistische scenario stijgt de vraag nog licht. In elk geval is ook hier, zoals voor de financiële markten, anticiperend beleid aangewezen dat het meltdown risico afbouwt.

5. Oriëntaties voor beleid

België heeft, zoals vele andere landen, gekozen voor aanvullende pensioenkapitalisatie om het financieringstekort van de wettelijke pensioenen mee op te vangen, in het bijzonder in de context van vergrijzing.

Deze studie toont aan dat dit beleid budgettair maar succesvol kan zijn door de uitbouw van aanvullende pensioenen structureel te versnellen. Versnelde uitbouw is niet alleen noodzakelijk om het aanvullende pensioen sneller een reële omvang te geven. Het is ook wenselijk om het

risico te vermijden van een meltdown die toekomstige pensioenuitkeringen van de huidige pensioenspaarders zou onderuit halen.

Vanuit die dubbele realiteit moeten beleidsverantwoordelijken op korte termijn werk maken van een verdere doorgroei van de tweede pijler in het Belgische pensioenlandschap. Die hervorming is dringend, aangezien elke pensioenopbouw per definitie maar zeer geleidelijk vruchten afwerpt. Volgende maatregelen kunnen hierbij overwogen worden:

- De tweede pijler verplicht maken voor iedereen. Een 25-jarige ziet er misschien het nut er niet van in, maar wie wacht zal het mirakel van de gekapitaliseerde intresten missen (2/3de van het kapitaal wordt opgebouwd tijdens de eerste helft van een 40-jaar tellende loopbaan).
- De jaarlijkse bijdrage optrekken tot minimaal 5% van het loon opdat het aanvullend pensioen iets zou voorstellen, dit uiteraard met respect van de loonnorm.
- De uitkering verplicht via annuïteiten laten gebeuren. Dit vermijdt ongelukken zoals het te snel verteren van de uitkering. Het risico op lang leven dat de verzekeraars moeten dragen, wordt dan gespreid over meer mensen. Door betere risicodekking kan een hogere rente (annuïteit) uitgekeerd worden.
- Een deel van de activa verplicht laten beleggen in risicokapitaal zoals aandelen. Door in aandelen te beleggen wordt de komende decennia een mogelijk ontsparen door de grote generatie babyboomers gecompenseerd. Een spreiding 50% aandelen en 50% obligaties zorgt na 40 jaar voor een uitkeerbaar bedrag dat 1/3de hoger ligt dan bij een 100% investering in risicovrije obligaties.
- Het beheer concentreren zodat de jaarlijkse beheers- en informatiekosten onder controle blijven. Een beheerskost van 1% neemt een grote hap uit het uiteindelijke beleggingsresultaat indien men jaarlijks een rendement haalt van bijvoorbeeld 4%.
- Een markt voor annuïteiten ontwikkelen. Vandaag zijn er veel te weinig financiële instrumenten op de markt met een lange looptijd (looptijd > 10 jaar). Tegenover betalingsverplichtingen voor 20 jaar en meer staan vandaag activa met een veel kortere looptijd. Een return garanderen over die volle 20 jaar is daardoor zeer moeilijk.

Kan pensioenkapitalisatie de vergrijzing redden?

- Het uitgeven van aan inflatie gekoppelde obligaties door de overheid. Zo wordt het mogelijk een rente te garanderen bovenop de inflatie.
- Het uitbouwen van een tweede pensioenpijler voor ambtenaren, waarin zowel de statutairen als de contractanten worden opgenomen. Dit kan mee de aanzet zijn van een geleidelijke gelijkschakeling van de wettelijke pensioenen tussen privé en overheid.

Ook de rol van de vastgoedmarkt mag niet over het hoofd worden gezien voor het vrijwaren van de financieringsbasis van toekomstige (aanvullende) pensioenen. Gelet op het relatief lage meltdown risico moet beleid hier vooral de correcte prijsvorming van onroerend goed vrijwaren:

- Een beleid dat erop gericht is ouderen zolang als mogelijk in hun huis te houden, zorgt ervoor dat het aanbod van huizen niet te snel de hoogte ingaat. Thuiszorg kost daarenboven veel minder dan geïnstitutionaliseerde zorg via rusthuizen.
- Woningbeleid moet de wet van vraag en aanbod indachtig zijn. Overheidsinterventie leidt onvermijdelijk tot een vertekende prijszetting en/of tot een overaanbod van huizen. Dit verhoogt het risico van meltdown.

- De ontwikkeling van een markt voor omgekeerde hypotheekleningen (“reverse mortgages”) vermijdt dat ouderen verplicht zijn hun huizen te verkopen en drukt dus opnieuw het overaanbod via vergrijzing. Een goed uitgekiend systeem van omgekeerde hypotheekleningen zorgt voor een aanvullend inkomen voor de kleinere pensioenen, activeert slapend kapitaal en stimuleert zo de economische groei. Het is daarenboven zowel geschikt voor gezinnen zonder als met kinderen. In het eerste geval kan men het huis toch aan niemand nalaten. In het tweede geval is het vandaag vaak zo dat de kinderen ook hun eigen huis hebben. Bij het overlijden van de ouders zien zij zich vaak genoodzaakt één van de huizen te verkopen.

Marc De Vos

Directeur Itinera Institute

Docent UGent

marc.devos@itinerainstitute.org

Koen De Leus

Market Specialist KBC Bolero

Auteur “Naar Grijsland: de Uitvaart van onze

Welvaart

koen.deleus@kbcsecurities.be

Het Itinera Institute is een onafhankelijke denktank en doentank die, boven partijgrenzen, regionale verschillen en belangengroepen heen, wegen wil aanreiken voor beleidshervormingen met het oog op duurzame economische groei en sociale bescherming in België en zijn regio's.



Itinera Institute VZW-ASBL

Boulevard Leopold II Laan 184d - B-1080 Brussel - Bruxelles

T +32 2 412 02 62 - F +32 2 412 02 69

info@itinerainstitute.org - www.itinerainstitute.org

L'Itinera Institute est un think-tank et do-tank indépendant qui, au-dessus et au-delà des partis politiques, des différences régionales et des groupes d'intérêt, veut identifier les chemins de réformes qui garantissent une croissance économique et une protection sociale durables en Belgique et dans ses régions.

Verantwoordelijke uitgever - Editeur responsable: Marc De Vos, Directeur