



De gevolgen van onderdekking van Amerikaanse pensioenfondsen
Z. Lekniūtė

Nederlands

In de Verenigde Staten zijn de pensioenen voor werknemers in de publieke sector per staat georganiseerd. De financiering is op basis van kapitaaldekking.

Bijna alle fondsen kennen een systeem van pensioentoezegging (defined benefit), met opbouw volgens een eindloonregeling. Veel van deze pensioenfondsen zijn in een positie van grote onderdekking, zelfs bij de bestaande praktijk de geïndexeerde verplichtingen te waarderen tegen een hoge rekenrente die is gebaseerd op een verwacht rendement van 7,5% tot 8%. De onderdekking wordt vaak toegeschreven aan de invloed van politici op het financieel beheer van pensioenfondsen. Met het oog op hun kortetermijn (electorale) belangen staan deze politici vaak een beleid van genereuze pensioentoezeggingen tegen een ontoereikende premie voor.

Hoofdstuk 2 van dit proefschrift, "U.S. municipal yields and unfunded state pension liabilities", gaat na in hoeverre de onderdekking van pensioenfondsen tot gevolg heeft dat de staten zelf hogere leenkosten over de door hen uitgegeven obligaties (zgn. municipalities) moeten betalen. De financieringsliteratuur geeft aan dat beleggers een hogere risicopremie zullen eisen als de schuldpositie groter wordt. Onderdekking is te interpreteren als een impliciete schuld van de staat en zal net als de expliciete schuld moeten worden gefinancierd uit (toekomstige) belastinginkomsten. Het inlossen van de impliciete schuld kan de aflossing en de rentebetaling van het reguliere schuldpapier bemoeilijken, wat kan leiden tot een verhoging van de risicopremie die beleggers zullen eisen. We laten in dit hoofdstuk zien dat staten met pensioenfondsen in onderdekking inderdaad een hogere rentevergoeding moeten betalen, en wel des te meer naarmate de onderdekking groter is. De relatie is evenwel alleen na de kredietcrisis significant, hetgeen suggereert dat beleggers zich pas door de crisis bewust werden van de problematiek van onderdekking bij de pensioenfondsen van de publieke sector, en van het feit dat deze onderdekking als een extra schuld voor de afzonderlijke staten dient te worden beschouwd. Een belangrijke bevinding is ook dat de risicopremie over de impliciete schuld kleiner is dan die over reguliere schuld. Dit suggereert dat beleggers aannemen dat onderdekking voor een deel ook tot een aanpassing van de gedane pensioentoezeggingen zal leiden, en niet enkel voor rekening van de belastingbetaler komt.

Veel staten zijn zich bewust van de grote toekomstige financieringslast die de gedane pensioentoezeggingen met zich meebrengen en zijn inmiddels begonnen met het implementeren van een aantal hervormingsmaatregelen die de mate van onderdekking moeten terugdringen. Hierbij is onderscheid te maken tussen parametrische maatregelen (hoofdstuk 3), en structurele hervormingen (hoofdstuk 4).

In hoofdstuk 3, "A value-based assessment of alternative U.S. state pension plans", richten we ons op maatregelen die aangrijpen op de parameters van de pensioenregeling en op de financieringsopzet, zoals de premiesystematiek en het indexatiebeleid. We ontwikkelen een model waarmee deze parametrische hervormingsmaatregelen op hun financiële effecten zijn te evalueren. Ook kan met het model in beeld worden gebracht in hoeverre de invoering van deze maatregelen tot een herverdeling tussen de bij de pensioenfondsen betrokken stakeholders leidt. Het gaat hierbij met name om de verschillende cohorten van jonge en oude deelnemers, en om de huidige en de toekomstige

belastingbetalers. We evalueren verschillende manieren om de premie te verhogen en de indexatie te reduceren. We laten ook de effecten zien van maatregelen die direct aansluiten bij het inperken van de onderdekking zelf, zoals de inkorting van de termijn waarbinnen de onderdekking via extra premie-inleg moet zijn ingelopen. Een belangrijke bevinding is dat met de bijstellingen van de parameters weliswaar een verdergaande verslechtering van de financiële positie kan worden tegengegaan, maar dat een stabiele dekkingsgraad op de langere termijn daarmee niet kan worden gerealiseerd.

Anders dan via aanpassingen aan de parameters van de pensioenregeling of aan de financieringsopzet, kan de onderdekking in de bestaande fondsen ook worden geadresseerd door een structurele hervorming van de pensioenregeling. Dit is het onderwerp van hoofdstuk 4. Een voorbeeld van een structurele aanpassing is de overstap naar een individuele defined contribution (DC) regeling. In de Verenigde Staten is door pensioenfondsen in de marktsector deze overstap al enkele decennia geleden ingezet. Enkele staten hebben inmiddels ook de stap naar DC gezet. Wij introduceren een eigen voorstel, namelijk de overstap van een DB-regeling op basis van kapitaaldekking naar een notional defined contribution regeling (NDC) op basis van omslagfinanciering. De huidige situatie is te typeren als een kapitaalgedekte opbouwregeling met een groot tekort, maar deze situatie kan ook worden gezien als een omslaggedekte opbouwregeling met een groot overschot.

Hoofdstuk 4 evalueert verschillende varianten van individuele DC-regelingen en NDC-regelingen. We variëren hierbij ook de mate waarin het bestaande fonds wordt gesloten, namelijk gesloten voor alleen nieuwe opbouw, gesloten voor alleen nieuwe deelnemers, en tenslotte gesloten voor alle deelnemers, hetgeen dus betekent dat de gehele regeling als NDC regeling wordt voortgezet. Met het in hoofdstuk 3 ontwikkelde model kunnen we nagaan welke herverdelingseffecten tussen de verschillende cohorten van deelnemers en belastingbetalers optreden. Daar de financieringsopzet te interpreteren is als een zero-sum game, zal elke aanpassing aan de pensioenregeling tot omvangrijke herverdelingseffecten leiden. Bij de bestudeerde aanpassingen is er vooral sprake van herverdeling van deelnemers naar belastingbetalers.

Tot slot. Uiteindelijk kan er geen "free lunch" zijn. Politici kunnen lange tijd uit electorale overwegingen een beleid volhouden van het doen van genereuze pensioentoezeggingen in combinatie met ontoereikende premie-inleg, waarmee op het bestaande pensioenvermogen wordt ingeteerd. Dit beleid gaat ten koste van toekomstige belastingbetalers, die uiteindelijk moeten opdraaien voor het aanvullen van een te laag pensioenvermogen. Ook zullen zij de extra financieringskosten van de uitstaande schuld van de staten (municipalities) moeten betalen. Het beleid kan uiteindelijk ook ten koste van de deelnemers zelf gaan, die mogelijk in de toekomst geconfronteerd worden met onverwachte afboekingen van hun pensioenaanspraken. Dit heeft zich al voorgedaan.

Dit proefschrift draagt bij aan het transparant maken van de relevante vraagstukken en helpt zodoende mee met het vinden van een oplossing voor de hier beschreven problematiek.