



Pensioenakkoord alleen houdbaar bij bredere risicodeling

De pensioenpremies kunnen fors lager als de werkenden meedelen in de beleggingsrisico's. Voorwaarde is wel dat de pensioenpremies variabel worden. Dit is de kern van het voorstel dat wij recentelijk in ESB (Boot et al. 2020a) hebben gelanceerd.

In het nieuwe contract van het Pensioenakkoord¹ komen beleggingsrisico's louter voor rekening van de koopkracht tijdens de pensioenfase van de levensloop, omdat alleen de pensioenen worden aangepast en niet de premies. Het vastzetten van de premie is echter een doodlopende weg. Het maakt het stelsel erg duur. Je bent gedwongen te behoudend te beleggen omdat anders pensioenrealisaties veel te volatiel worden. Zoals wij in dit artikel betogen kan met een bredere spreiding van risico's een aanzienlijke welvaartswinst worden behaald, en over de gehele levensloop zijn alle generaties beter af.

Er speelt meer. In Nederland hebben we zwaar ingezet op kapitaaldekking. Dat is alleen dan voordeliger dan omslag als het (projectie)rendement boven de nominale groei voert uitkomt. Met de ongetwijfeld langdurig lage risicovrije rente kom je niet ver. Dat betekent dat kapitaaldekking niet voordelig is als er (voornamelijk) risicovrij wordt belegd. Een kapitaal gedekt stelsel heeft alleen zin als er voldoende risicodragend wordt belegd. Alleen dan kan het projectierendement uitkomen boven de nominale groei voert.

PREMIE ALS EXTRA STUURINSTRUMENT

Werkgevers zien weinig heil in een verdere verhoging van de pensioenpremies. Maar zoals wij in de onderstaande berekening laten zien maakt de bredere risicodeling juist een forse verlaging van de verwachte premie mogelijk, zodat de feitelijke premie alleen in uitzonderlijke omstandigheden boven het huidige niveau uit zal komen.

DE FEITELIJKE PREMIE KOMT ALLEEN IN UITZONDERLIJKE OMSTANDIGHEDEN BOVEN HET HUIDIGE NIVEAU UIT

Onze berekeningen zijn gebaseerd op een pensioenfonds in een stabiele situatie waarin alle cohorten een gelijke omvang hebben. We gaan uit van een arbeidscarrière van 45 jaar, pensioenperiode van 17 jaar, inflatie 2%, rente 0%, standaard deviatie van aandelen 13%, en risicopremie 5,6% conform de Commissie Dijsselbloem.

We hebben ook een variant uitgerekend waarin de risicopremie slechts half zo hoog is. Vanzelfsprekend maakt dat kwantitatief fors verschil, maar kwalitatief blijven de inzichten identiek. Hetzelfde geldt voor andere inschattingen van de standaard deviatie (zie het Excel-bestand bij Boot et al 2020b).

De twee besproken varianten van risicodeling (beperkte risicodeling conform het Pensioenakkoord, brede risicodeling conform ons voorstel) worden nu vergeleken voor twee beleidsmatige scenario's. In het eerste scenario beleggen pensioenfondsen 40% van hun vermogen in

zakelijke waarden (met name aandelen) en de rest in risicovrije obligaties, in het tweede scenario beleggen pensioenfondsen 80% in zakelijke waarden. Waarom wij juist voor deze twee scenario's kiezen wordt duidelijk in het vervolg van ons betoog.

De uitgangspositie is dat pensioenen jaarlijks worden geïndexeerd met de inflatie. Hoe hoger het percentage belegd in zakelijke waarden, des te hoger is het projectierendement vanwege de extra risicopremie die wordt geïncasseerd en des te lager dus de kostendeekkende premie. Het premieverschil bij 80% vergeleken met 40% belegd in zakelijke waarden is ruim 10%-punten, bijna een halvering van de premie (21,9 versus 11,8%). De resultaten van onze berekeningen zijn weergegeven in Tabel 1.

De tabel geeft inzicht in de effecten van respectievelijk beperkte risicodeling (risico's louter voor rekening van de pensioenen) en brede risicodeling (risico's voor rekening van zowel premies als pensioenen) voor het risico dat deelnemers lopen. Om het risico voor deelnemers van beide scenario's en beide vormen van risicodeling te vergelijken beschouwen wij de gevolgen van een beurscrisis waarbij aandelen veertig procent van hun waarde verliezen, zoals bijvoorbeeld gebeurd is in november 2008 tijdens de grote financiële crisis of afgelopen voorjaar door de coronacrisis.

Tabel 1 Resultaten voor de onderzochte scenario's

Scenario: aandeel belegd in zakelijke waarden	40%	80%
kostendeekkende premie	21,9%	11,8%
Beperkte risicodeling: louter over pensioenen		
koopkrachtverlies pensioenen bij beurscrisis	10,2%	24,8%
koopkrachtverlies eerste jaar na beurscrisis	1,0%	2,5%
std.dev. verwacht pensioen bij toetreding	19,9%	41,8%
std. dev. pensioenpremie	0,0%	0,0%
Brede risicodeling: over pensioenen én lonen		
koopkrachtverlies allen bij beurscrisis	4,4%	9,3%
koopkrachtverlies eerste jaar na beurscrisis	0,4%	0,9%
std.dev. verwacht pensioen bij toetreding	5,6%	12,7%
std.dev. pensioenpremie	4,3%	11,2%

Bij beperkte risicodeling en 40% belegd in zakelijke waarden moeten de pensioenen met 10,2% worden verlaagd. In het alternatieve scenario, waarbij 80% is belegd in zakelijke waarden, is de verlaging ruim het dubbele. Door de noodzakelijke aanpassing over 10 jaar uit te smeren is het koopkrachtverlies in het eerste jaar een tiende daarvan. De koopkracht van werkenden blijft in deze variant per definitie onaangetast.

Daarnaast is van belang wat de onzekerheid is over het verwachte pensioen op de pensioendatum 45 jaar later, gezien op het moment dat een deelnemer toetreedt tot het pensioenfonds. We meten dit risico af aan de standaarddeviatie van de vervangingsratio 45 jaar later. Zelfs als pensioenfondsen slechts 40% van hun vermogen in zakelijke waarden beleggen is deze onzekerheid groot, namelijk 19,9% van de koopkracht. In het alternatieve scenario met 80% belegd in zakelijke waarden is die onzekerheid vanzelfsprekend nog groter (41,8%).

Bij brede risicodeling is het koopkrachtverlies bij diezelfde daling van de beurs met veertig procent, 4,4% of 9,3%, afhankelijk van het percentage belegd in zakelijke waarden. Dit is een factor tweeënehalf kleiner dan bij beperkte risicodeling (respectievelijk 10,2% en 24,8%).

Het effect van bredere risicodeling op de onzekerheid over het verwachte pensioen op het moment van toetreding is zelfs nog groter: meer dan een factor drie lager. Vanzelfsprekend moet het risico ergens blijven. Waar bij beperkte risicodeling de koopkracht gedurende het

arbeidzame deel van de levensloop buiten schot blijft, deelt die koopkracht bij brede risicodeling proportioneel mee in de mee- en tegenvallers.

BREDE RISICODELING MAAKT LAGERE PREMIE MOGELIJK

Dit brengt ons bij een vergelijking van beide scenario's. Tabel 1 laat zien dat zelfs indien bij brede risicodeling 80% in zakelijke waarden wordt belegd er voor jongeren minder onzekerheid is over het verwachte pensioen dan bij beperkte risicodeling met slechts 40% belegd in zakelijke waarden, namelijk 12,7% versus 19,9%. Ook het koopkrachtverlies bij een beurscrisis komt bij brede risicodeling met 80% belegd in zakelijke waarden beter uit dan bij beperkte risicodeling met 40% in zakelijke waarden.

ALS TEGELIJKERTIJD DE RISICO'S BREDER WORDEN GEDEELD KAN DIT ZONDER DAT DE PENSIOENAANSPRAKEN RISIKANter WORDEN

Zoals we gezien hebben leidt een verdubbeling van het percentage belegd in zakelijke waarden tot een halvering van de verwachte premie. Als tegelijkertijd de risico's breder worden gedeeld kan dit zonder dat de pensioenaanspraken riskanter worden. Brede risicodeling maakt pensioenen dus goedkoper en zekerder. En ook zijn de premies tijdens de arbeidzame fase van de levensloop dan gemiddeld lager, maar bewegen ze wel mee met de beleggingsresultaten.

Anders dan bij brede risicodeling lijkt bij beperkte risicodeling conform de huidige invulling van het Pensioenakkoord 40% belegd in zakelijke waarden het maximaal haalbare. Bij een hoger percentage worden pensioenen te onzeker. Bij brede risicodeling wordt het mogelijk om 80% in zakelijke waarden te beleggen. Vandaar dat we deze variant vergelijken met de 40% in zakelijke waarden bij beperkte risicodeling.

Dit voordeel wordt nog versterkt doordat met brede risicodeling met 80% belegd in zakelijke waarden het benodigde pensioenvermogen ongeveer een derde kleiner is dan bij beperkte risicodeling met 40% belegd in zakelijke waarden. In dat laatste geval is een vermogen van 1.504 mld. nodig. Dit is meer dan pensioenfondsen nu in kas hebben (1.443 mld. volgens DNB)². Het 'invaren' van bestaande aanspraken die zijn opgebouwd onder het oude stelsel is dus lastig. Bij brede risicodeling met 80% in zakelijke waarden lost het probleem zich vanzelf op omdat het benodigde pensioenvermogen (1.178 miljard) aanzienlijk kleiner is dan wat nu in kas zit.

TOT SLOT

Een brede risicodeling maakt het pensioenfondsen mogelijk een groter deel van het vermogen in zakelijke waarden te beleggen, waardoor bij een gelijke ambitie voor de vervangingsratio de kostendeekkende premie en het noodzakelijke pensioenvermogen sterk omlaag kunnen, terwijl het verwachte pensioen voor jongeren minder onzeker wordt. Dit is ook noodzakelijk omdat het pensioenstelsel anders te duur wordt, waardoor het onder druk zal blijven staan.

We hebben ook betoogd dat de grotere allocatie naar zakelijke waarden nodig is om kapitaaldekking attractief te houden ten opzichte van een omslagstelsel. ■

Referenties

Boot, A., C. Teulings en P. de Beer (2020a). Een beter Pensioenakkoord met risicodeling via premies, *Economisch Statistische Berichten (ESB)*.

Boot, A., C. Teulings en P. de Beer (2020b). Achtergrondnotities, inclusief model in Excel-bestand. Te vinden op esb.nu/pensioennotities.

1 – Het alternatief dat het Pensioenakkoord biedt is een premieregeling.

2 – <https://statistiek.dnb.nl/dashboards/pensioenen/index.aspx>

Prof. dr. A.W.A. Boot (links) is hoogleraar aan de Universiteit van Amsterdam en Raadslid WRR.

Prof. dr. C. Teulings (midden) is hoogleraar aan de Universiteit Utrecht.

Prof. dr. P.T. de Beer is hoogleraar aan de Universiteit van Amsterdam.

De auteurs waren lid van het Wetenschappelijk Beraad van het Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid ter ondersteuning van de Stuurgroep voor het Pensioenakkoord. Dit artikel is geschreven op 12 oktober 2020.

