Centraal Planbureau

Structureel tekort pensioenfondsen

Risico's over generaties spreiden

CPB Policy Brief | 2011/01

Nieuw pensioencontract onvermijdelijk

Casper van Ewijk
Coen Teulings

Samenvatting[1]

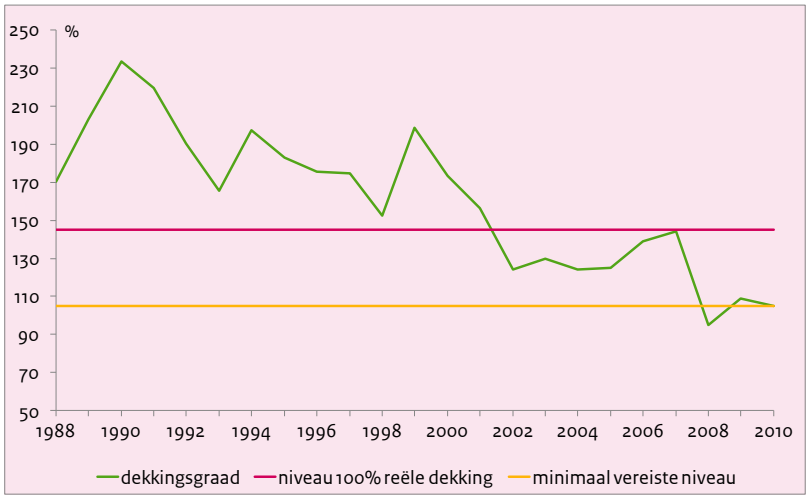
Door de daling van de beurskoersen, de lage rente- en de stijgende levensverwachting bestaat er een serieus tekort bij pensioenfondsen. Deelnemers van pensioenfondsen kunnen tot 4% van hun koopkracht over de rest van hun leven verliezen, waarbij de generaties die geboren zijn rond 1950 het meeste inleveren. Deze verliezen zullen nog groter uitvallen wanneer wordt vastgehouden aan strikte zekerheid van de nominale pensioenen. Het huidige pensioencontract legt eenzijdig de nadruk op nominale pensioentoezeggingen. Nominale zekerheid is duur bij de huidige lage rente; bovendien bieden nominale pensioenen een slechte bescherming tegen het inflatierisico. De feitelijke koopkracht van het toekomstige pensioen is daarmee onzeker. Een goed pensioen is een reëel pensioen, maar ook een risicodragend pensioen. Zonder risico zijn de beleggingsrendementen te laag om een degelijk pensioen te kunnen bieden. Jongeren kunnen dit risico goed dragen omdat zij nog een heel werkzaam leven voor zich hebben. Maar ook voor ouderen is een zekere mate van risico aantrekkelijk om zo een beter pensioenresultaat te bereiken. Herziening van het pensioencontract is daarom noodzakelijk.

[1] De auteurs bedanken Jan Bonenkamp voor zijn berekeningen voor deze studie en Bas ter Weel en Ed Westerhout voor hun nuttige commentaar op eerdere versies.

1 Structureel tekort pensioenfondsen

De financiële situatie van de Nederlandse pensioenfondsen is de afgelopen tien jaar bijna voortdurend verslechterd. Figuur 1 brengt de ontwikkeling van de gemiddelde dekkingsgraad van Nederlandse pensioenfondsen in beeld. Ondanks een geleidelijke daling in de jaren '90 was deze in 1999 nog 190%. Na 2000 heeft de daling zich versneld doorgezet. Door het leeglopen van de internetzeepbel in 2000-2002 daalde de nominale dekkingsgraad tot 130%. Daarna is hij weer licht hersteld, maar door de kredietcrisis van 2008-2009 is de dekkingsgraad voor veel fondsen zelfs onder de kritische grens van 100% terechtgekomen.

Figuur 1 De nominale dekkingsgraad van pensioenfondsen is sinds 2000 gedaald



Wat is een nominaal pensioen waard?

Neem een 25-jarige werknemer met een inkomen van 20.000 euro die een nominaal pensioenrecht opbouwt van 2% van zijn jaarsalaris, ofwel 400 euro. Bij pensionering op 65-jarige leeftijd wordt dat recht omgezet in een feitelijk pensioen. Uitgaande van 2% inflatie is de koopkracht van dat pensioen op dat moment nog maar 180 euro, minder dan de helft van het oorspronkelijke bedrag van 400 euro. En deze waarde blijft dalen met de inflatie, zodat dat pensioen op 85-jarige leeftijd nog maar 120 euro waard is, ofwel 30% van de oorspronkelijke waarde.

Als er niet naar gestreefd wordt de pensioenen gelijke tred te laten houden met de prijzen maar met de lonen, dan ziet het beeld er nog extremer uit. Bij een gemiddelde loonstijging van 3½% gedurende 40 jaar blijft van een nominale aanspraak van 2% van het loon maar een kwart over, waardoor de aanspraak uitkomt op ½% van het geïndexeerde loon in plaats van de oorspronkelijke 2%.

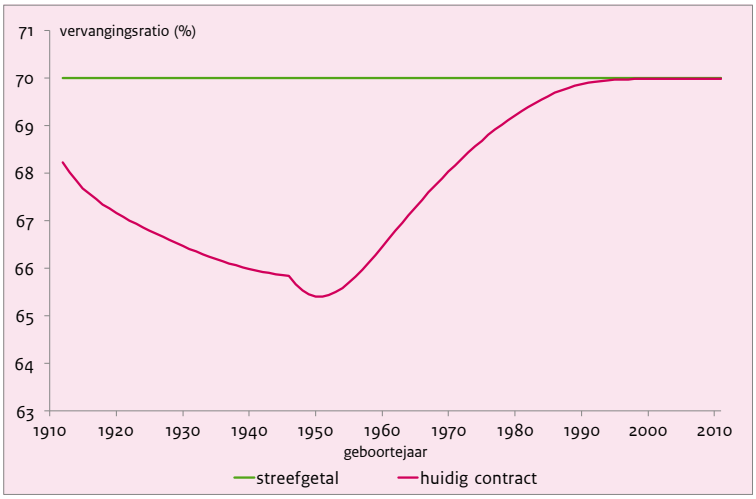
Pensioenfondsen streven veelal naar een pensioen van 70% van het laatstverdiende loon; dit wordt meestal de vervangingsratio genoemd. Voor de gemiddelde deelnemer bestaat dit pensioen voor iets meer dan de helft uit AOW en voor de rest uit aanvullende pensioenen. Zonder indexatie van de aanvullende pensioenen zou het pensioen uitkomen op circa 60% in plaats van de nagestreefde 70% van het loon.

Op het eerste gezicht lijkt een dekkingsgraad van 100% helemaal niet zo slecht. Alle lopende pensioenverplichtingen zijn dan immers gedekt door het geld dat de pensioenfondsen nu al in kas hebben. Echter, bij de berekening van de dekkingsgraad wordt louter rekening gehouden met de harde nominale verplichtingen. Alle indexatie van pensioenen aan prijzen en lonen wordt buiten beschouwing gelaten. Zonder indexatie daalt het pensioen echter in waarde omdat het levensonderhoud door inflatie steeds duurder wordt. Bij een jaarlijkse inflatie van 2% blijft voor een jongere na ongeveer 40 jaar minder dan de helft van zijn oorspronkelijke pensioenopbouw over, zie ook het cijfervoorbeeld in de tekstbox.

Tot nog toe werden de pensioenrechten en de feitelijke pensioenen in de praktijk gekoppeld aan de lonen, zodat koopkracht van gepensioneerden en van werkenden gelijk opliepen. Een dekkingsgraad van 100% wil echter zeggen dat voor een dergelijke indexatie geen geld beschikbaar is. Om die indexatie wel te kunnen betalen is een dekkingsgraad nodig van circa 145%. Pas dan is er voldoende dekking van de reële pensioenen. Kortom: de pensioenfondsen hebben veel te weinig geld in kas. Goed beschouwd is de nominale dekkingsgraad dus een slechte indicator van de werkelijke vermogenspositie van pensioenfondsen: wij rekenen allen op een pensioen dat is geïndexeerd met de inflatie of zelfs met de welvaartsstijging, maar bij de berekening van de dekkingsgraad wordt dat in het huidige toezicht buiten beschouwing gelaten.

De daling van de dekkingsgraad van 145% in begin 2008 naar ongeveer 105% in januari 2011, een verlies van bijna 30%, betekent dat deelnemers flink inleveren op hun verwachte pensioenen. Een deel van het verlies kan worden opgevangen door premieverhoging die moet worden opgebracht door werkgevers en werknemers. Niettemin komt het grootste deel terecht in de pensioenuitkeringen. Door het achterwege laten van indexatie zijn deelnemers sinds 2008 al gemiddeld 4% aan indexatie van pensioenrechten misgelopen. Omdat er in de komende jaren ook geen of weinig indexatie in het verschiet ligt, kan de indexatiekorting in totaal tot bijna 15% oplopen. Waar veel mensen rekenen op een pensioen van 70% van hun laatstverdiende loon – inclusief de AOW - wanneer zij met 65-jarige leeftijd uittreden, blijft er van dat percentage dan maar 65,5% over, een verlies in pensioen van 4,5 procent van het loon.[2] Voor jongeren zijn de verliezen kleiner omdat zij nog maar weinig pensioenrechten hebben opgebouwd, evenals voor de oudere gepensioneerden omdat de indexatiekortingen over een lange termijn worden uitgesmeerd, zodat zij een deel van de gevolgen niet meer zullen meemaken.

Figuur 2 Het verwachte pensioenverlies is het grootst voor werknemers die rond 1950 geboren zijn



[2] Dit geldt voor de gemiddelde werknemer, geboren in 1950. De vervangingsratio van 70% van het loon is voor deze werknemer opgebouwd uit AOW (38,5% van het loon) aanvullend pensioen (31,5% van het loon). De indexatiekorting van ruim 14% heeft alleen betrekking op de aanvullende pensioenen; de vervangingsratio daalt dus met bijna 15% van 31,5% naar 27%.

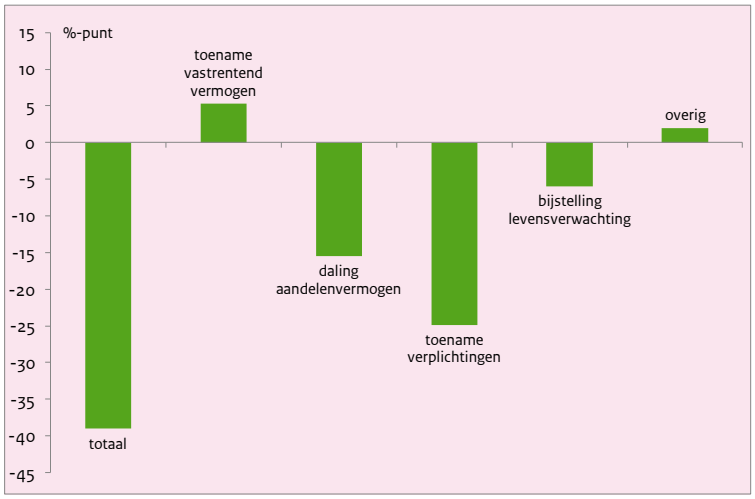
Zoals figuur 2 laat zien is het verlies het grootst voor degenen die zijn geboren rond 1950. Deze cijfers gelden voor de gemiddelde deelnemer. Voor de lage inkomens zijn de verliezen kleiner omdat zij minder afhankelijk zijn van aanvullende pensioenen. Voor hogere inkomens kan het verlies daarentegen – aanzienlijk - groter uitvallen, omdat voor deze groep het aanvullende pensioen een groter deel van hun pensioen uitmaakt. Maar niet alleen het pensioen valt lager uit. De hogere premies vormen een tegenvaller voor deelnemers die nog niet met pensioen zijn. Voor de oudere werknemers kan het verlies daardoor oplopen tot ruim 6 % van de koopkracht gedurende de rest van het leven.[3]

Daling van de dekkingsgraad

Waarom is de dekkingsgraad de afgelopen drie jaar zo sterk gedaald? Figuur 3 geeft een uitsplitsing. Een belangrijke factor is de daling van de aandelenkoersen sinds het begin van de kredietcrisis. Dat is echter niet de belangrijkste oorzaak. De daling van de rente speelt een grotere rol. Door de lage rente levert het vermogen van fondsen, dat voor circa de helft bestaat uit rentedragende beleggingen (obligaties e.d.), minder op. Het huidige vermogen volstaat daardoor niet om de pensioenen nu en in de toekomst te betalen. Dit tikt hard aan vanwege de lange beleggingshorizon van pensioenfondsen. Om een pensioen van 1000 euro over 40 jaar te kunnen uitkeren, moet je bij een rente van 3,5% nu 250 euro apart zetten. Maar bij een één procent lagere rente wordt dat bedrag een stuk hoger, namelijk 370 euro, een toename met bijna 50%. Met andere woorden: bestaande pensioenverplichtingen zijn een stuk duurder geworden. Dit is ongeveer wat de pensioenfondsen in 2009 en 2010 is overkomen. Daar staat gelukkig één ding tegenover: door de daling van de rente worden ook de vastrentende bezittingen van pensioenfondsen meer waard. Immers, over die obligaties wordt nog steeds de oude, hogere rente betaald, waardoor zij een stuk aantrekkelijker zijn dan de nieuwe obligaties met een lager rendement.

De stijging van de levensverwachting was een verdere tegenvaller. Deze was groter dan eerder werd geraamd. Onze toegenomen levensverwachting is een mooi vooruitzicht, maar stelt de pensioenfondsen wel voor een financieel probleem.

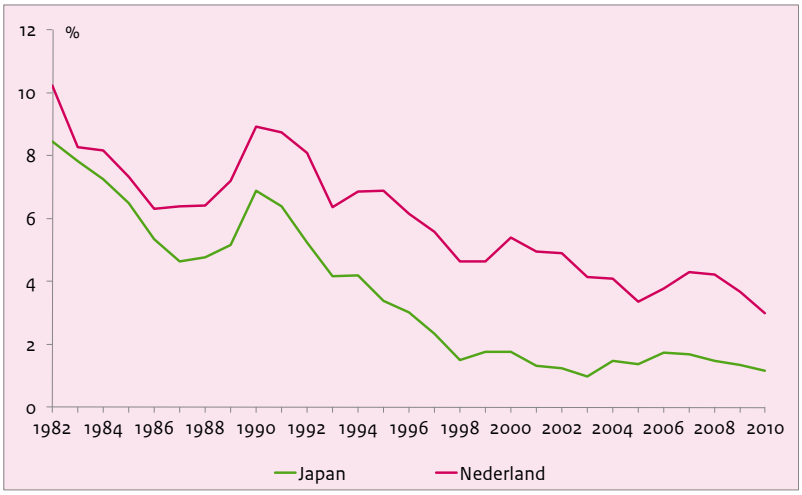
Figuur 3 Waardoor is de dekkingsgraad sinds begin 2008 gedaald?



[3] Zie ook figuur 7, die het totale koopkrachtverlies weergeeft per geboortejaar.

Hoe gevoelig de dekkingsgraad is voor veranderingen in de rente hangt af van de beleggingsstrategie van pensioenfondsen. In beginsel kunnen fondsen zich volledig indekken tegen schommelingen in de rente door voor iedere looptijd evenveel vastrentende beleggingen aan te houden als zij pensioenverplichtingen hebben.[4] Dus voor pensioenen die over 5 jaar moeten worden betaald, staan dan obligaties met een looptijd van 5 jaar, en hetzelfde voor alle andere looptijden. In dat geval zou de toename van de verplichtingen precies wegvallen tegen de toename van het vastrentende vermogen. Uit figuur 3 blijkt dat pensioenfondsen hun verplichtingen maar voor een klein deel op deze manier hadden afgedekt; de toename van het vastrentende vermogen door de lagere rente woog bij lange na niet op tegen de toename van de verplichtingen. Kennelijk speculeerden fondsen op een rente die meer zou gaan stijgen dan al in de marktverwachtingen is verwerkt, zie de tekstbox 'Speculeren op stijgende rente'. Deze strategie zou goed uitgepakt zijn wanneer de rente inderdaad meer dan verwacht gestegen was. Dan waren hun verplichtingen meer gedaald dan de waarde van de vastrentende beleggingen. Het pakte echter anders uit.

Figuur 4 De 10-jaars rente is in Nederland (en ook in Japan) sinds 1982 gedaald



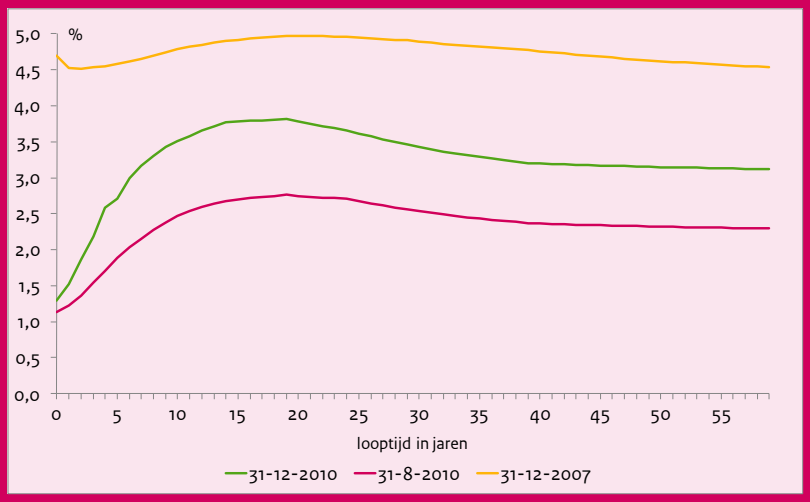
Ook nu is een veelgehoord argument dat de lage rentestand van dit moment een toevallige eenmalige gebeurtenis is en dat pensioenfondsen met een lange-termijnbeleggingshorizon zich niet door dergelijke kortetermijnfluctuaties in de rentestand zouden moeten laten leiden. Dat zou kunnen. Maar helaas, het zou ook niet zo kunnen zijn. Figuur 4 laat zien dat de rente al 20 jaar een duidelijk dalende trend vertoont. Een trend die verklaarbaar is uit dalende groei door lagere bevolkingsgroei, afnemende inflatie en overvloed aan besparingen door vergrijzing. De kredietcrisis speelt ook een rol. Het is echter geen automatisme dat de rente zich na een kredietcrisis eenvoudig herstelt. Japan is het voorbeeld van een land waar de rente na de kredietcrisis in 1990 gedurende meer dan een decennium laag is gebleven, zoals ook uit figuur 4 blijkt.

[4] Om hun verplichtingen volledig te kunnen afdekken, hebben pensioenfondsen dus een breed scala van vastrentende beleggingen nodig. In de praktijk is de markt voor met name de heel lange looptijden slecht ontwikkeld, waardoor volledig afdekken moeilijk is. Overigens is dit ten dele een kip- en eiprobleem. De Nederlandse staat geeft bijvoorbeeld geen (ultra) lange looptijden uit omdat er weinig vraag naar is.

Speculeren op stijgende rente

Onderstaande figuur toont de rentestand voor leningen met verschillende looptijden aan het einde van 2007 en 2010. Allereerst valt op dat de curve in 2007 vrijwel vlak was en nu een sterk oplopend verloop vertoont tot een looptijd van 20 jaar. Dit duidt erop dat de markt nu algemeen een stijging van de rente verwacht; deze verwachte stijging is al in de marktprijzen verwerkt. Verder valt op dat in vergelijking met 2007 de rente voor bijna alle looptijden fors is gedaald, waarbij vooral de lange rentes gedaald zijn. Overigens is de rente sinds het midden van vorig jaar weer enigszins gestegen, zoals de figuur ook laat zien.

Stel dat de pensioenfondsen zeker wisten dat de rente het komende jaar nog verder zou gaan stijgen, dan zouden zij met een simpele strategie oneindig veel winst kunnen maken. Een gewone stijging is daarvoor echter niet voldoende; de stijging moet groter zijn dan de marktverwachtingen die al in de yieldcurve zijn verwerkt. Je moet de markt denken te verslaan. Uitgaande van deze 'rentevisie' zouden fondsen leningen moeten uitgeven met een looptijd van bijvoorbeeld 10 jaar en dat geld beleggen in rentedragende beleggingen met een looptijd van 1 jaar. Na afloop van dat jaar, als de rente werkelijk extra gestegen zou zijn, betalen die obligaties uit en zouden de pensioenfondsen dat geld tegen een hogere rente opnieuw kunnen beleggen. Het verschil tussen de lage oude rente en de hogere nieuwe rente zouden zij dan als pure winst in hun zak kunnen steken. Dit kan vanzelfsprekend niet. Op de kapitaalmarkt is niets voor niets. Inderdaad, de rente zou komend jaar kunnen stijgen, maar helaas, hij zou ook kunnen dalen. Dan maken de pensioenfondsen met deze strategie geen winst, maar verlies. Speculeren op een stijging van de rente is niet wezenlijk anders dan iedere andere speculatie op de kapitaalmarkt.

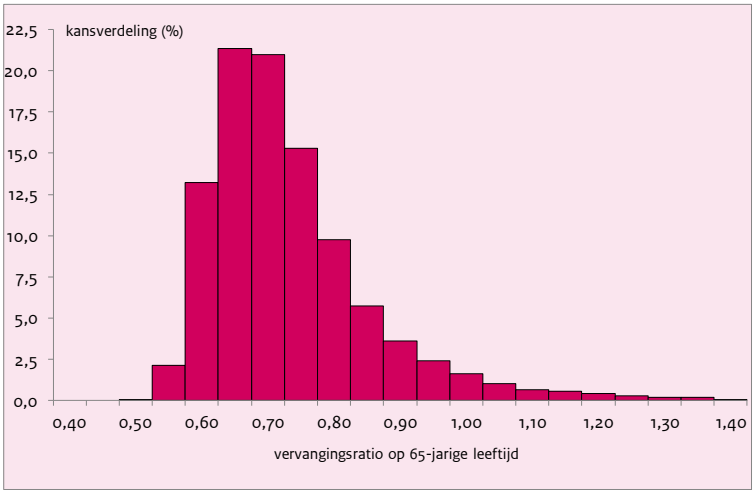


2 Pensioentoezeggingen niet langer zeker

In de praktijk hebben pensioenfondsen voor risicovol beleggingsbeleid gekozen, zodat pensioentoezeggingen niet langer zeker zijn. Hoe zit dat? Bij een nominale dekkingsgraad van rond de 100% staan pensioenfondsen voor een moeilijke keuze. Wanneer zij verdere tegenvallers willen uitbannen, moeten zij de nominale pensioenen afdekken door in risicoarme obligaties te beleggen, zeg Nederlandse en Duitse staatsobligaties. De pensioentoezegging wordt dan als een harde garantie opgevat, net zoals dat bij verzekeraars het geval is. Juist omdat deze obligaties een laag risico hebben, leveren ze maar een laag rendement op. Een rendement dat niet voldoende is om de pensioenverwachtingen van de deelnemers waar te maken. Dit pensioen is dan wel zo zeker mogelijk, althans in nominale termen. Maar het is wel een lager pensioen dan verwacht. De koopkracht wordt geleidelijk uitgehold door inflatie, waarbij ook nog eens onzeker is hoe hoog die inflatie in de toekomst precies zal zijn. Zelfs een nominaal 'hard' pensioen is daardoor in reële termen een onzeker en 'zacht' pensioen. Omdat de deelnemers alleen belang hebben bij de koopkracht van hun pensioen, bieden nominale garanties hun dus de verkeerde zekerheid. Deelnemers zijn uiteindelijk alleen geïnteresseerd in een reëel pensioen.

Los van het feit dat met de fixatie op nominale zekerheid deelnemers dus de verkeerde zekerheid wordt geboden, zou het kiezen voor nominale zekerheid betekenen dat niet alleen het risico van tegenvallers wordt uitgesloten, maar helaas ook de kans op meevallers. Het nominale pensioen ligt dan vast. Bij een nominale dekkingsgraad van 100% biedt dat verder geen enkel perspectief op enige indexatie. Om deze reden kiezen de meeste pensioenfondsen in Nederland ervoor om de nominale aanspraken niet hard te garanderen, maar bewust risico te nemen om zo een kans op herstel te behouden. Het voordeel is dat daardoor gemiddeld een hoger rendement kan worden geboekt. Het nemen van risico wordt immers beloond met een hoger rendement, de zogenaamde risicopremie. Zo hebben aandelen gemiddeld een hoger rendement dan obligaties, vaak geschat op ongeveer 3% extra.[5] Dit rendement is niet zeker. Het rendement kan in een jaar net zo goed 10% hoger uitvallen, maar ook 10% lager. Door deze risicovolle strategie zijn de pensioenrechten niet langer 'hard'. Bij een dekkingsgraad van 105 bestaat er een gerede kans dat de rechten in de toekomst niet waargemaakt worden en dat er dus 'afgestempeld' moet worden. Daar staat tegenover dat er ook een flinke kans is dat er uiteindelijk weer volop geïndexeerd kan worden. De pensioentoezeggingen zijn dus in de praktijk 'zacht' geworden.

Figuur 5 Goed pensioenresultaat is noodzakelijkerwijs onzeker



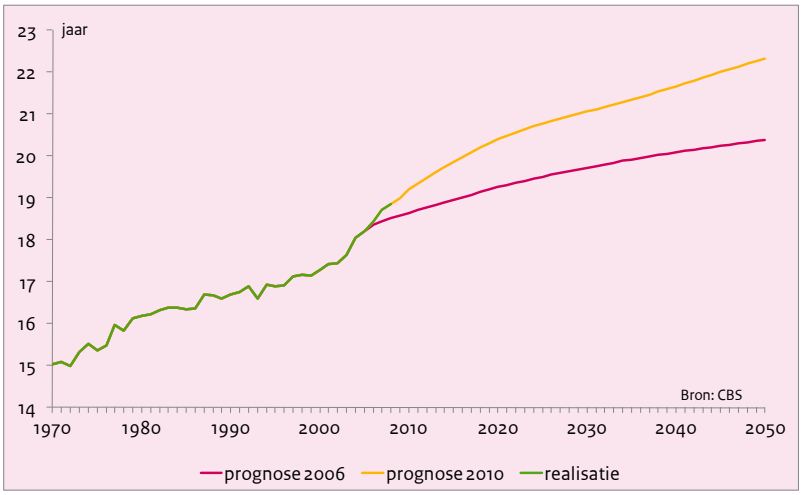
[5] Zie het Advies betreffende parameters pensioenfondsen van de Commissie Parameters, ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid, 2009 en voor een meta-analyse van de risicopremie Van Ewijk e.a. (2010).

Figuur 5 biedt een illustratie van het risico bij een gemiddelde risicodragende portefeuille.[6] Dit betreft het pensioen inclusief AOW, er vanuit gaande dat de AOW zeker is. Volgens deze figuur komt het pensioen weliswaar gemiddeld op ongeveer 70% van het loon uit, maar is de spreiding in uitkomsten groot. Er is een kans van 5% dat het pensioen lager dan 60% van het loon uitkomt, maar er is ook een kans van 5% dat het bijna 100% bedraagt.

Het nemen van risico is noodzakelijk om een redelijk rendement te behalen. Dit is dan ook wat de meeste pensioenfondsen in Nederland doen. Helaas blijft staan dat ook bij risicovol beleggen het pensioenverlies door de kredietcrisis niet meer vanzelf wordt goedgemaakt. Door indexatiekortingen zijn oudere werknemers naar verwachting 15% van hun aanvullende pensioenen kwijt, zoals wij bij de bespreking van figuur 2 hebben gezien. Bovendien is de nominale garantie van het pensioen niet langer hard. Hoeveel risico er wordt genomen is een keuze van de pensioenfondsen. Daarmee hebben ze ook invloed op het verwachte rendement. Pensioenfondsen mogen echter niet de fout maken om wel rooskleurige verwachtingen over rendementen voor te spiegelen, maar niet tegelijkertijd duidelijk te maken welk risico daarbij hoort. Er bestaat in de economie immers geen free lunch: een hoger dan gemiddeld rendement betekent ook een groter dan gemiddeld risico.

Niet alleen de financiële markten leveren onzekerheid op. Ook de ontwikkeling van de levensverwachting is onzeker. Dat deze stijgt, ligt voor de hand, maar met hoeveel is moeilijk te voorspellen. Figuur 6 laat de ontwikkeling zien in het aantal jaren dat wij naar verwachting nog te leven hebben bij het bereiken van 65-jarige leeftijd. Die levensverwachting is voortdurend gestegen van 15 jaar in 1970 naar 19 jaar nu. De gestippelde lijnen laten zien dat het CBS verwacht dat de levensverwachting in de toekomst verder zal stijgen. De rode stippellijn is de verwachting zoals gepubliceerd in 2006, de blauwe gestreepte lijn is de verwachting zoals gepubliceerd is in 2010. In slechts vier jaar tijd is de voorspelde resterende levensverwachting voor iemand die in 2050 65 jaar wordt met twee jaar toegenomen!

Figuur 6 Ook de toename van de levensverwachting op 65-jarige leeftijd is onzeker



[6] De berekeningen betreffen het huidige pensioencontract bij een portefeuille die voor 50% uit vastrentende beleggingen bestaat en voor 50% uit aandelen met een verwacht rendement van 5%. Er is rekening gehouden met beleggingsrisico en inflatierisico.

3 Een goed pensioen is risicovol

Het huidige pensioencontract belooft enerzijds zekerheid van de nominale aanspraken en anderzijds het vooruitzicht van een pensioen dat gelijke tred houdt met de prijs- en loonstijgingen. Het schept niet alleen verkeerde verwachtingen bij de deelnemers, maar brengt ook de pensioenfondsen in een onmogelijke positie: enerzijds moeten fondsen voortdurend sturen op de nominale dekkingsgraad en anderzijds streven zij juist een pensioen na dat geïndexeerd wordt met de prijsstijging of met de loonontwikkeling. Dit dilemma is acuut geworden bij de huidige lage dekkingsgraden. Een nominale dekkingsgraad van om en nabij 100% is onvoldoende om tegelijkertijd beide doelen te blijven nastreven. Het huidige pensioencontract is daarmee onhoudbaar geworden. De vraag is dan hoe het pensioencontract er wel uit moet zien. Hiervoor zijn vele mogelijkheden. Er bestaat niet één ideaal contract. Uit de economische theorie kunnen wel enkele belangrijke lessen worden getrokken.

De eerste vraag is of pensioenfondsen inderdaad alle beleggingsrisico moeten willen uitbannen, of dat ze er toch voor moeten kiezen om enig beleggingsrisico te willen lopen. De economische theorie laat zien dat wij beter af zijn met enig beleggingsrisico, mits dat goed over verschillende soorten beleggingen gespreid is. Risico hoort nu eenmaal bij een gezonde groeiende economie. En zonder risico is het verwachte rendement te laag om tegen een betaalbare premie een aantrekkelijk pensioen te kunnen betalen.

De volgende vraag is dan hoe pensioenfondsen met die risico's moeten omgaan. Hoe kunnen die risico's het beste worden verdeeld? Iemand die vandaag een forse eenmalige financiële tegenvaller heeft, zal dat niet allemaal in een keer opvangen door morgen zijn uitgaven acuut met hetzelfde bedrag te verlagen. Hij smeert dat verlies zo veel mogelijk uit, idealiter over zijn gehele resterende leven. Om dat idee nog wat preciezer te maken: iemand die vandaag van zijn totale vermogen, dus al zijn huidige bezittingen plus wat hij in de toekomst nog met werken denkt te kunnen verdienen, 3% verliest, kan dat het beste opvangen door in de rest van zijn leven ieder jaar 3% minder uit te geven dan hij tot nog toe van plan was. Bij een financiële meevaller geldt het omgekeerde: wie een meevaller heeft doet er verstandig aan die meevaller er niet in één keer doorheen te jagen, maar hem uit te smeren over de rest van zijn leven.[7]

Deze gedragsregel, smeer de gevolgen van financiële mee- en tegenvallers zoveel mogelijk uit over de rest van het leven, geldt ook voor de verdeling van schokken over personen. Het is beter dat iedereen een klein stapje terug doet dan dat de schok in zijn geheel terecht komt bij één persoon. Dit is het beginsel van verzekeren. Dat is ook van toepassing op de beleggingsrisico's van pensioenfondsen. Stel dat een pensioenfonds een financiële tegenvaller krijgt, bijvoorbeeld een daling van de aandelenkoersen, dan zouden idealiter alle deelnemers in het pensioenfonds daar naar draagkracht een deel van voor hun rekening nemen. Solidariteit betekent hier dat alle individuen een gelijk percentage van hun koopkracht inleveren, en dan ook gespreid over de rest van hun levensloop. Omdat jongeren nog een groter deel van hun leven voor zich hebben, leidt deze regel ertoe dat zij in absolute termen een veel groter risico lopen dan ouderen. Deze regel hoeft niet louter te worden toegepast op de huidige deelnemers in het pensioenfonds. In theorie zouden ook toekomstige deelnemers in de risico's van vandaag kunnen delen. Dat is de meest vergaande vorm van solidariteit tussen generaties. Solidariteit tussen generaties werkt echter wel twee kanten op. Wie nu jongeren en toekomstige generaties een groot deel van het risico toedeelt, zal hen straks ook in dezelfde mate in de meevallers moeten laten delen. Daarom is het nodig om nu helderheid te scheppen over de verdeling van de risico's.

[7] In de economische theorie kan deze regel van het proportioneel uitsmeren van vermogensverliezen over de rest van de levensloop worden afgeleid uit een nutsfunctie met constante relatieve risicoaversie. Zie Bovenberg, Koijen, Nijman, en Teulings (200?) voor de implicaties van dit uitgangspunt voor het beleid van pensioenfondsen.

4 Risicoverdeling in de praktijk

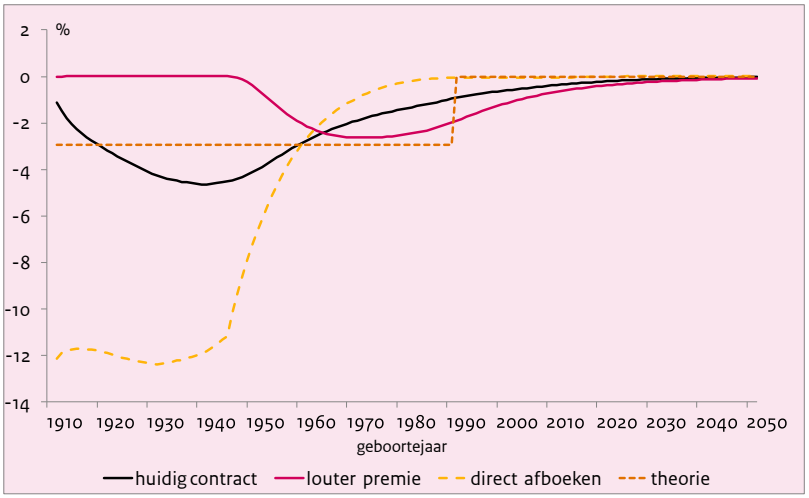
Het is interessant de theoretische uitgangspunten te vergelijken met de manier waarop pensioenfondsen nu de schok verdelen. Dit kan worden toegelicht aan de hand van figuur 7 die de verdeling van de recente schok over de deelnemers van pensioenfondsen weergeeft. Deelnemers zijn daarbij onderscheiden naar geboortejaar. De oranje stippellijn geeft de theoretische benchmark van een gelijke verdeling over alle huidige deelnemers, dus zonder toekomstige generaties in de verdeling van de tegenvaller te betrekken. Bij evenredige verdeling van de last zouden de huidige deelnemers ongeveer 3% inleveren. De uitkomst van het huidige pensioencontract wordt weergeven door de doorgetrokken zwarte lijn.[8] Bij die verdeling worden vooral de middengeneraties aangeslagen; zij kunnen er tot 4% op achteruitgaan.[9] De oudste en de jongste generaties worden relatief ontzien. Anders dan bij de theoretische benchmark wordt echter ook een deel van de tegenvallers doorgeschoven naar toekomstige generaties deelnemers, degenen die geboren zijn na 1992. Er zijn goede redenen om ouderen en jongeren te ontzien. De theoretische maximale solidariteit is in de praktijk niet zo eenvoudig te realiseren. Bovendien is hij wellicht ook niet optimaal, zeker voor de oudsten. Er bestaan goede argumenten om de oudsten wat minder risico toe te bedelen. Zij zijn wat meer aan vaste patronen gehecht en passen zich daardoor moeilijker aan veranderingen in hun inkomen aan. Dat wil niet zeggen dat ieder risico moet worden uitgebannen. Uiteindelijk moet iedereen delen in de risico's van de economie.

Dat pensioenfondsen ook de jongeren ontzien heeft een andere reden. Dit is niet omdat jongeren geen risico kunnen of willen dragen. Integendeel, risico is aantrekkelijk voor hen, mits er vanzelfsprekend een faire vergoeding in de vorm van een hoger gemiddeld rendement tegenover staat. Het werkelijke probleem is dat jongeren nog maar een klein pensioenvermogen hebben opgebouwd. Zij bezitten vooral menselijk kapitaal, het looninkomen dat zij in de toekomst denken te verdienen en nog maar weinig financieel kapitaal. Om toch voldoende risico bij jongeren te kunnen leggen, zou een deel van dat menselijk kapitaal eigenlijk gebruikt moeten worden om extra in risicovolle beleggingen te steken. Dat betekent dat het pensioenfonds voor jongeren geld zou moeten lenen en daarmee risicovol zou moeten beleggen. Dan bestaat echter het gevaar dat bij een slecht beleggingsresultaat de jongeren per saldo een schuld bij het pensioenfonds hebben die door toekomstige premies weer goedgemaakt zou moeten worden. Daar zijn grenzen aan. Hoge premies om tekorten in te lopen leiden tot hogere loonkosten en verstoren de arbeidsmarkt. Ook kunnen jongeren proberen de last van de premie te ontwijken door elders werk te zoeken of door als ZZP'er aan de slag te gaan. Wat geldt voor jongeren, geldt nog sterker voor toekomstige generaties. Waarom zouden zij vrijwillig als deelnemer tot het pensioenfonds willen toetreden als zij beginnen met een schuld uit het verleden? Voorbij een zekere grens zullen zij weigeren toe te treden, waardoor het voortbestaan van het fonds in gevaar komt en de tegenvallers alsnog door de huidige deelnemers gedragen zullen moeten worden. Dit stelt strikte grenzen aan de mate van solidariteit tussen generaties.

[8] Zie ook Van Ewijk (2009) en Bonenkamp e.a. (2010) voor vergelijkbare berekeningen voor Nederland. In alle varianten herstelt de dekkingsgraad zich uiteindelijk naar 145; zij voldoen ook aan de toezichteisen waarbij in 2013 een minimale dekking van 105 vereist is en in 2023 van 125. Er is gerekend met een rendement van 5%, inflatie van 2%, loonstijging van 3,7% en een resterende levensverwachting op 65-jarige leeftijd van 87,5 jaar in 2060.

[9] Dat is ongerekend de reeds gerealiseerde indexatiekortingen van gemiddeld 4%; wanneer die worden meegenomen loopt het verlies voor de zwaarst getroffen generaties op tot 6%.

Figuur 7 Verdeling van het koopkrachtverlies na de kredietcrisis over generaties naar geboortejaar



Met dit in het achterhoofd is het interessant om naar verschillende alternatieve varianten van het pensioencontract te kijken zoals weergeven in figuur 7.In het ene extreem wordt de schok volledig opgevangen door de premies voor langere tijd te verhogen. De rode onderbroken lijn brengt de gevolgen hiervan in beeld voor de verdeling van de schok. De bestaande pensioenrechten worden volledig ongemoeid gelaten en de risico's worden volledig gelegd bij jongeren en toekomstige generaties deelnemers. Degenen die nu al met pensioen zijn, merken daar niets van; degenen die nu 35 jaar zijn, dragen de zwaarste last van de tegenvallers en krijgen dienovereenkomstig dus ook de grootste opbrengst bij een latere tegenvaller. Deze optie is riskant, omdat een groot deel van de tegenvallers wordt neergelegd bij toekomstige generaties. Een geleidelijke verhoging van de pensioenleeftijd heeft overigens nagenoeg hetzelfde effect als een premieverhoging. Ook dan blijven de gepensioneerden buiten schot –zij zijn immers al met pensioen- en wordt de rekening volledig bij jongeren gelegd. Deze verliezen dan ruim 2% van hun besteedbaar inkomen gedurende de rest van hun leven.

In het andere extreem wordt het herstel volledig bewerkstelligd via het bij- en afboeken van mee- en tegenvallers op de opgebouwde rechten (de gele onderbroken lijn). Het gaat dan om alle bestaande rechten. Ze worden zoveel aangepast dat de dekkingsgraad zich in één keer herstelt tot de evenwichtswaarde van 145%. De tegenvaller wordt dan voor het grootste deel gedragen door de generaties die nu al met pensioen zijn of bijna met pensioen gaan. Jongeren ontspringen de dans nagenoeg volledig omdat zij nog maar weinig rechten hebben opgebouwd. Omdat de tegenvallers in deze variant slechts door een kleine groep worden gedragen, met bovendien een beperkte resterende levensloop, is de procentuele daling van het besteedbaar inkomen van deze groep zeer fors, gemiddeld 12% voor gepensioneerden. Deze oplossing geeft ook een indicatie van de gevolgen van de ontbinding van het bestaande pensioencontract en omzetting van de huidige pensioenrechten in een 'zacht' pensioencontract, waarbij het huidige pensioenvermogen naar rato van de opgebouwde (nominale) rechten wordt verdeeld over de deelnemers. In het 'zachte' pensioencontract vervallen de nominale garanties en wordt de pensioenuitkomst bepaald door de beleggingsresultaten op het vermogen.

Uit deze sommen kunnen enkele lessen worden getrokken. Allereerst blijkt dat het huidige pensioencontract (de zwarte doorgetrokken lijn) uit oogpunt van risicodeling tussen generaties een redelijk compromis vormt dat het dichtst in de buurt ligt van het theoretische ideaal van een evenredige verdeling van schokken. Door een mix van premiebeleid dat de lasten vooral bij jongeren legt, en indexatiebeleid dat meer de cohorten van middelbare leeftijd belast, ontstaat er een tamelijk evenwichtige verdeling van de risico's. Het huidige pensioencontract zorgt ook voor een zekere risicodeling met toekomstige generaties.

5 De rol van de overheid

Wat betekent deze analyse voor de rol van de overheid? Pensioenfondsen zijn een privaatrechtelijke overeenkomst tussen de deelnemers, of tussen werkgevers en werknemers. De inhoud en uitvoering van die overeenkomst zijn hun verantwoordelijkheid. Deze verantwoordelijkheidsverdeling maakt het Nederlandse pensioenstelsel zo aantrekkelijk. Het vrijwaart pensioenen zo goed mogelijk van toevallige en min of meer willekeurige politieke interventies. Deelnemers kunnen zelf bepalen welk contract het beste aansluit bij hun behoefte.

Toch zijn er in de huidige institutionele opzet van het pensioenstelsel een aantal dwingende redenen waarom de overheid zich met het pensioencontract moet bemoeien. Nog los van de algemene verantwoordelijkheid van de overheid bij het toezicht op de financiële sector, wordt het pensioencontract door de overheid bindend aan allerlei groepen opgelegd. Bij een bedrijfstakpensioenfonds aan alle werknemers die in de desbetreffende bedrijfstak werkzaam zijn. Als de overheid dit contract bindend oplegt, dan draagt zij ook een verantwoordelijkheid voor de kwaliteit van het contract. Pensioencontracten hebben een zeer lange looptijd. Jongere deelnemers moeten zich verzekerd weten van het feit dat de premie die zij nu betalen ook leidt tot de opbouw van een pensioen dat in de verre toekomst wordt uitbetaald. De beloften die nu expliciet of impliciet in pensioencontracten worden gedaan moeten in de verre toekomst ook kunnen worden waargemaakt. Dat is nu niet het geval.

Allereerst wekt het huidige contract de schijn dat het pensioen een harde nominale aanspraak biedt. Zoals in paragraaf 3 is besproken, biedt het huidige beleggingsbeleid van pensioenfondsen die zekerheid niet. De keuze van pensioenfondsen voor risicovolle beleggingen is op zichzelf begrijpelijk, omdat een harde nominale aanspraak ieder perspectief op indexatie van de huidige pensioenaanspraken uitsluit. Echter, dan moet de overheid ook van pensioenfondsen eisen dat de feitelijke praktijk conform de contractuele verplichting is en dat de pensioenfondsen over de inhoud van dat contract duidelijkheid verschaffen richting de deelnemers. Als de overheid toestaat dat pensioenfondsen meer beloven dan zij kunnen waarmaken, dan zal dat bij een onverhoopte tegenvaller op haar eigen geloofwaardigheid terugslaan. De overheid zou dan gedwongen kunnen worden de tekorten voor de pensioenfondsen voor haar rekening te nemen. In die zin is een geloofwaardige oplossing voor de problemen bij pensioenfondsen voor de toekomst voor de overheidsfinanciën qua orde van grootte van een vergelijkbaar belang als het bezuinigingsprogramma dat het huidige kabinet voor ogen heeft.

Ten tweede moet de overheid erop toezien dat jongere deelnemers, die nu een hoge premie betalen en maar moeten zien wat zij er later voor terugkrijgen, een fair contract krijgen aangeboden. Concreet betekent dit dat jongeren een faire risicopremie krijgen voor de beleggingsrisico's die het pensioenfonds namens hen op zich neemt en dat de beloning niet wordt gebruikt ter dekking van de huidige tekorten van ouderen.

Risico's in pensioenen zijn onvermijdelijk. Uiteindelijk zijn de deelnemers gezamenlijk eigenaar van het pensioenvermogen. Er kan nooit meer geld worden uitgekeerd dan het pensioenfonds in kas heeft. Wel kan het pensioenfonds risico's herverdelen tussen de deelnemers. Ook in de huidige regelingen dragen de actieven meer risico's dan de gepensioneerden en dat is op zichzelf uitstekend. In het huidige contract is deze risicoverdeling echter impliciet en volgt uit het veelal discretionaire beleid van het pensioenfonds. Een geloofwaardig pensioencontract vereist dat de risico's expliciet worden gemaakt zodat alle deelnemers weten waar zij aan toe zijn. Daardoor wordt voorkomen dat over de verdeling van de tegenvallers moet worden geruzied. Bij een expliciet pensioencontract is immers meteen duidelijk wie voor welk deel van de mee- of tegenvallers opdraait. Nu dreigt steeds dat tegenvallers vooruit geschoven worden, en meevallers meteen worden opgesoupeerd, zodat later, als de huidige generatie gepensioneerden inmiddels is overleden, er voor de huidige generatie jongeren onvoldoende middelen overschieten. Alleen door jongeren zekerheid te bieden over hun aanspraken, zullen zij met een gerust hart een premie ter grootte van 20% van hun loonsom aan het pensioenfonds willen blijven toevertrouwen.

Literatuurlijst

- Bonenkamp, J., L. Bovenberg, C. van Ewijk en E. Westerhout, 2010, Report on the effects of the credit crisis on the solvency of Dutch pension funds and its economic consequences, Netspar Discussion Paper 07/2010-035, Netspar.
- Bonenkamp, J., C. van Ewijk, H. ter Rele en E. Westerhout, 2009, Herstel dekkingsgraad vergt grote inkomensoffers, *Economische Statistische Berichten*, 94(4556), 166-169.
- Bovenberg, L., R. Koijen, T. Nijman en C. Teulings, 2007, Saving and investing over the life cycle and the role of collective pension funds, *De Economist*, 155, pag. 347-415.
- Commissie Parameters, 2009, Advies betreffende parameters pensioenfondsen, ministerie van SZW, Den Haag.
- Commissie Toekomstbestendigheid Aanvullende Pensioenregelingen, 2009, Een sterke tweede pijler, Naar een toekomstbestendig pensioenstelsel van aanvullende pensioenen, ministerie van SZW, Den Haag.
- Ewijk, C. van, 2009, Credit crisis and Dutch pension funds: who bears the shock?, *De Economist*, 157, 337-351.
- Ewijk, C. van, H. de Groot en C. Santing, 2010, A meta-analysis of the equity premium, CPB Discussion Paper 156, Centraal Planbureau, Den Haag.

Dit is een uitgave van:

Centraal Planbureau
Postbus 80510 | 2508 GM Den Haag
T (070) 3383 380

Februari 2011 | ISBN 978-90-5833-494-7