

4. Pensioenen in woelig water

Tijdenlang had het Nederlandse pensioenstelsel een voortreffelijke reputatie. Iedereen vertrouwde erop dat het pensioenstelsel ons na pensionering een waardevast pensioen ter waarde van 70% van het eindloon zou bieden. In de tweede helft van de jaren negentig lagen de premies lange tijd onder het kostendekkende niveau. Het rendement op beleggingen werd systematisch te hoog ingeschat. De lagere pensioenpremies werkten ook door in hogere belastinginkomsten en droegen zo bij aan een lager EMU-saldo. Achteraf moet worden geconcludeerd dat Nederland op te grote voet heeft geleefd. Voor een goede ontwikkeling van de Nederlandse economie is een herstel van het vertrouwen in het pensioen systeem noodzakelijk. Het systeem moet niet meer beloven dan het waar kan maken, want dat ondergraaft slechts het vertrouwen.

4.1 De verdeling van beleggingsrisico's over generaties

Risicodeling tussen huidige generaties

Eén van pijlers van het systeem was de gedachte dat door de risicodeling tussen generaties een beter resultaat kon worden bereikt. Dat komt vooral doordat jongeren beter in staat zijn om beleggingsrisico's op te vangen dan ouderen. Een manier om dat te bereiken is voor jonge deelnemers risicovoller te beleggen dan voor ouderen. Dit is alleen tot wederzijds voordeel als jongeren dan een vergoeding ontvangen voor het overnemen van het risico van ouderen en bij positieve schokken meer dan gemiddeld profiteren. Het nieuwe pensioencontract (zie verder) biedt mogelijkheden voor een meer gelijkmatige spreiding van schokken.

Risicodeling tussen generaties werkt echter niet als het gaat om het opvangen van macro-economische risico's. Macro-economische risico's treffen alle *huidige* generaties tegelijk. Als de beurskoersen dalen, hebben alle generaties die nu in het pensioenfonds deelnemen daar last van. Het risico van de een valt dus niet weg tegen het risico van de ander.

Risicodeling met toekomstige generaties rendeert

Risicodeling met *toekomstige* generaties brengt forse welvaartsvoordelen met zich mee⁴¹. Het gaat dan om generaties die nu nog niet aan het pensioenfonds deelnemen. De beste pensioenresultaten kunnen worden bereikt door mee- en tegenvallers op financiële markten deels naar hen door te schuiven. Dat werkt het best als de huidige generaties een buffer hebben aangelegd, waarop het fonds kan interen als zich een tegenvaller aandient. Als er geen buffer is, dan ligt dat veel moeilijker. Door in te teren zou de buffer dan immers negatief worden en nieuwe deelnemers zouden het fonds met een onbetaalde rekening uit het verleden betreden.

Verplichtstelling

In theorie is het geen probleem dat nieuwkomers een onbetaalde rekening aantreffen, omdat deelname verplicht is via de verplichtstelling. In de praktijk zijn hier echter twee beperkingen. Allereerst krimpen sommige pensioenfondsen puur vanwege een slinkende werkgelegenheid in hun sector. De mogelijkheden om lasten door te schuiven nemen dan snel af. Ten tweede komt ondanks de verplichtstelling de instroom in een pensioenfonds met een negatief vermogen vroeg of laat onder druk te staan, zeker als het gaat om kleinere fondsen. Zo zullen werkgevers trachten naar een andere CAO over te stappen of

⁴¹ Bonenkamp en Westerhout geven een overzicht van studies naar de welvaartswinst van intergenerationale risicodeling. De uitkomsten van de meeste onderzoeken liggen tussen 6% en 9% van de zekerheidsequivalente consumptie (het consumptieniveau dat in een wereld zonder onzekerheid hetzelfde nut oplevert als in een onzekere wereld). De laagste schatting van de welvaartswinst is 2,3%; de hoogste 19,0%. Zie Bonenkamp, J. en E. Westerhout (2011), *Pensioenen na de grote recessie: einde intergenerationale risicodeling?*, *TPEdigitaal* jg 5(2), pp. 83-99, inz. p. 91. Zie ook: Bonenkamp, J.P.M. (2012), *Risk, redistribution and retirement: the role of pension schemes* (proefschrift), Den Haag.

hun eigen ondernemingspensioenfondsen op te zetten. De verplichtstelling biedt slechts deels bescherming tegen de leegloop van een pensioenfonds met een negatieve buffer.

Buffers verdwenen

Het probleem is nu dat buffers zijn verdwenen. En buffers die eenmaal weg zijn, komen ook niet eenvoudig meer terug. Pensioenfondsen staan met de rug tegen de muur. Vanwege het uitgangspunt in het bestaande pensioencontract van nominale zekerheid, zullen zij minder risicovol moeten beleggen. Dat is slecht voor jongere generaties. Bovendien wordt het opgebouwde pensioenvermogens steeds groter ten opzichte van het inkomen van toekomstige premiebetalers, waardoor het moeilijker wordt tegenvallers te verhalen op toekomstige generaties.

Demp macro-economische schokken rond pensioenpremies en -uitkeringen

Het uitsmeren van schokken in het pensioenvermogen over een lange periode is verstandig. Ouderen kunnen schokken beperken door minder risicovol te beleggen. Jongeren kunnen meer risico dragen, omdat zij nog een lange periode voor zich hebben om een schok op te vangen. Jongeren moeten schokken dus vooral dempen door een lange hersteltermijn te hanteren. Dit leidt tot geringere fluctuaties in de beschikbare inkomens van gepensioneerden en werkenden. Dit komt de macro-economische stabiliteit ten goede.

...zonder dit te vermengen met herverdeling tussen generaties

Het probleem met het huidige pensioenstelsel is dat het geleidelijker verwerken van schokken direct vermengd wordt met herverdeling tussen generaties omdat de eigendomsrechten van generaties niet helder zijn gedefinieerd. Binnen het huidige stelsel leidt het dempen van schokken vooral tot een transfer van jong naar oud, omdat in de praktijk de korting op de uitkeringen van ouderen met enige vertraging plaatsvindt terwijl de jongeren pas een uitkering krijgen als de schokken geheel zijn verwerkt. Zonder een heldere toedeling van het vermogen aan generaties leidt iedere beleidswijziging dus tot de vraag welke generatie daarvan de rekening betaalt. Dat leidt tot een veldslag, waarbij ingewikkelde berekeningen moeten uitwijzen of deze of gene generatie tekort gedaan wordt⁴². Dit heeft bijgedragen aan de afname van het vertrouwen in het systeem en het bemoeilijkt de implementatie van verbeteringen.

4.2 Het nieuwe pensioencontract

Het huidige onvoorwaardelijk pensioencontract verergert de problemen

In de huidige onvoorwaardelijke pensioencontracten worden pensioenfondsen als het ware gedwongen om de macro-economische instabiliteit te vergroten. In dit contract wordt gebruik gemaakt van de nominale risicovrije rente als discontovoet. Deze rente is zeer conjunctuurgevoelig. In tijden van crisis daalt die rente door de toegenomen risicoperceptie. Tegelijkertijd stijgt de risicopremie op aandelen waardoor aandelen in waarde zakken. De sterke nadruk op de nominale pensioenaanspraken leidt ertoe dat pensioenfondsen het nominale renterisico gaan afdekken. Voor verplichtingen met een lange looptijd kan dat niet wenselijk zijn. Bovendien kan de waardering van de verplichtingen met de nominale rente tijdens een laagconjunctuur waarin nominale rentes meestal laag zijn tot een stijging van de waarde van de verplichtingen leiden en dus tot een restrictief beleid als de consumptie toch al onder druk staat: hogere premies, lagere uitkeringen. En omdat de hogere pensioenpremies fiscaal aftrekbaar zijn en omdat uitbetaalde pensioenen worden belast en lagere pensioenen dus leiden tot minder belastinginkomsten, versterkt dit ook de conjunctuurgevoeligheid van het EMU saldo.

⁴² Vgl. CPB (2012) *Generatie-effecten Pensioenakkoord, Notitie op verzoek van het Ministerie van SZW*, 30 mei 2012.

Nieuwe pensioencontract lost die problemen deels op...

In het nieuwe pensioencontract worden belangrijke stappen gezet om deze problemen op te lossen. Weliswaar wordt het vermogen niet expliciet toegedeeld aan generaties, maar het contract is geleidelijk aan zo geëxpliciteerd dat de aanspraken van iedere generatie kunnen worden bepaald. Dat draagt bij aan het herstel van het vertrouwen. Het ligt in de rede dat dit proces van explicitering de komende jaren verder zal gaan. Daarnaast draagt het nieuwe contract bij aan een grotere weerbaarheid van het pensioensysteem tegen schokken op de financiële markten. Pensioenrechten zijn expliciet voorwaardelijk. Dit biedt mogelijkheden om het pensioensysteem stabielere te maken.

De overgang naar het nieuwe contract maakt het wenselijk om oude aanspraken in te varen in het nieuwe contract. Pensioenfondsen zien op tegen de hieraan verbonden risico's. Dit kan een ongewenste barrière vormen om de overstap te maken naar het nieuwe, stabielere pensioencontract. De overheid moet haar verantwoordelijkheid nemen door deze barrière zo veel mogelijk langs wettelijke weg te slechten.

... door het verder uitsmeren van schokken en een stabielere discontovoet

Inmiddels is besloten om een zogenoemde beleidsdekkingsgraad te introduceren, waarbij sprake is van éénjaars middeling van de feitelijke dekkingsgraad⁴³. Daarnaast voorziet de Hoofdlijnnota van de minister van SZW in een aantal mechanismes om de conjuncturele impact van het pensioenstelsel te dempen, zoals bijvoorbeeld de mogelijkheid om schokken over 10 jaar uit te smeren. Het is goed dat deze conjunctuurdempende mechanismes inmiddels beschikbaar zijn.

De stabiliserende rol van aanvullende pensioenen kan verder worden versterkt door een stabiliserender discontovoet te hanteren, waarbij deze discontovoet natuurlijk wel een afspiegeling van het pensioencontract moet zijn. Dit houdt onder meer in dat van de vormgeving van de discontovoet geen onbedoelde generatie-effecten uitgaan en dat de houdbaarheid van het pensioencontract gewaarborgd blijft. De discontovoet zou stabiliserender kunnen werken als deze rekening kan houden met inflatieverwachtingen en de risicopremie. In een laagconjunctuur met lage nominale rentes zou de inflatie-afslag laag en de risico-opslag hoog kunnen zijn, afhankelijk van de wijze waarop deze afslag en opslag wordt vastgesteld. In een hoogconjunctuur is het net andersom. Dit zou kunnen voorkomen dat er in goede tijden te veel wordt uitgekeerd aan ouderen en dat er in slechte te veel moet worden gekort op de pensioenen.

Bezien moet worden of het mogelijk is bij het onderliggende nieuwe pensioencontract een macro-stabiele discontovoet vorm te geven. Omdat de verwachte inflatie en de risicopremie geen direct waarneembare grootheden zijn bestaat het risico van interpretatieverschillen en van selectieve toepassing. Een nieuwe discontovoet moet ook bestuurlijk uitvoerbaar zijn. Er is dus behoefte aan een mechanisme om de nieuwe discontovoet op een onafhankelijke manier vast te stellen en consequente toepassing ervan in goede én slechte tijden te verzekeren.

Nieuwe rol toezichthouder

In een duurzaam stelsel is de rol van de toezichthouder niet alleen om toe te zien hoe een fonds er financieel voor staat, maar ook of het pensioenfondsbestuur niet middelen van de ene generatie gebruikt om de problemen van een andere generatie op te lossen. Daarnaast moet er natuurlijk toezicht blijven op de risico's die verschillende generaties moeten dragen en op de haalbaarheid van de afgesproken pensioenambities. Zo moeten de gecommuniceerde risico's overeenkomen met de risico's die fondsen daadwerkelijk nemen.

⁴³ Minister van Sociale Zaken (2012) *Hoofdlijnnota herziening financieel toetsingskader pensioenen*, Den Haag, 30 mei 2012

4.3 Kapitaaldekking én omslag

Kapitaalgedekte pensioenen hebben voordelen...

Nederland steekt qua kapitaaldekking met kop en schouders boven andere landen uit. Tabel 2 geeft voor een aantal landen de omvang van het vermogen van huishoudens. Het pensioenvermogen is in ons land verreweg het hoogst van de EU-landen. Onze pensioenverplichtingen zijn dus veel meer kapitaalgedekt dan die van andere EU-lidstaten. Een zuiver systeem van kapitaaldekking heeft twee voordelen. Allereerst spaart iedereen voor zichzelf. In omslagstelsels is vergrijzing een probleem, omdat steeds minder werkenden de lasten voor steeds meer gepensioneerden moeten opbrengen. Ten tweede heeft een land met kapitaaldekking meer risicodragende, lange-termijn besparingen tot zijn beschikking.

Tabel 2. Financiële activa van huishoudens als percentage bbp in 2011

	Euro-17	NL	BE	DEN	DU	FR	IT	SP
Bruto financiële activa	197	304	258	264	182	202	219	160
Spaargeld en contanten	72	71	83	49	74	61	71	80
Aandelen/ eigendomsbewijzen	43	33	78	69	32	45	60	41
Overige effecten	14	7	28	9	10	3	45	7
Overige financiële activa	9	8	8	8	4	22	4	9
Pensioenvermogen en levensverzekeringen	59	185	61	128	62	72	38	23
Pensioenvermogen	n.b.	151	4	59	n.b.	8	12	10
Levensverzekeringen	n.b.	35	57	69	n.b.	64	26	13
Minus: Lange termijn leningen	61	124	53	134	56	55	42	79
Korte termijn leningen	3	4	2	6	3	2	4	3
Overige passiva	5	7	1	9	1	10	6	6
Netto financiële activa	128	170	203	114	122	135	168	72

Bron: Eurostat

...maar dragen ook bij aan macro-economische instabiliteit

Het systeem van kapitaaldekking heeft echter ook een nadeel. De waarde van beleggingen varieert sterk, veel sterker dan de waarde van het bbp. Deze hoge volatiliteit van financiële activa maakt risicodeling met *toekomstige* generaties aantrekkelijk. Omdat de winstquote min of meer constant is tenderen aandelenkoersen op lange termijn naar een soort gemiddeld percentage van het bbp⁴⁴. Die hersteltermijn is echter lang: het kost 10 tot 20 jaar om de helft van het verschil met het lange termijn evenwicht weg te werken. Hierdoor heeft de spreiding van beleggingsrisico's over meerdere generaties meerwaarde.

Meevallende rendementen in vette jaren, zoals in de jaren negentig, worden dan opgepot voor de magere jaren die daar onvermijdelijk op volgen.

Omslag minder kwetsbaar voor financiële schokken

In een omslagstelsel wordt de huidige premie-inleg gebruikt om de huidige pensioenen mee te betalen. Ieder procent van het bbp dat aan premie wordt betaald wordt dus nog datzelfde jaar als pensioen uitgekeerd. Schokken op de financiële markten hebben geen effect voor het omslagdeel van het pensioenstelsel.

Het is goed dat het Nederlandse stelsel een mengvorm is van een omslagstelsel voor de AOW (de eerste pijler) en kapitaaldekking voor pensioenen (de tweede pijler). In de loop der jaren heeft de tweede pijler vanwege de beperking van de stijging van de AOW en de verdere rijping van pensioenfondsen geleidelijk aan gewicht gewonnen. Gelet op de wens

⁴⁴ Cochrane laat zien dat sprake is van convergentie (op lange termijn) naar een vaste koers/winst-verhouding. Uitgaande van een constante AIQ op lange termijn, zal ook de koers/bbp verhouding tenderen naar een vaste waarde. Cochrane, J.H. (2008) The Dog That Did Not Bark: A Defense of Return Predictability, *The Review of Financial Studies*, Vol. 21 nr. 4, pp. 1533-1575.

om de Nederlandse economie minder volatiel te doen zijn is het dus zaak om oog te houden voor een goede balans tussen omslagfinanciering en kapitaaldekking.

4.4 Beleggingen in Nederland van pensioenfondsen

Om de financiële risico's van pensioenfondsen zo veel mogelijk te beperken zijn de beleggingen van het Nederlandse pensioenvermogen over de hele wereld gespreid. Op die manier wordt bij gegeven risicobereidheid het hoogst mogelijke rendement gehaald. Het belang van Nederland in de portefeuille is overwogen ten opzichte van het Nederlandse aandeel in de wereldeconomie (1%). Zo hebben de Nederlandse pensioenfondsen nu gemiddeld circa 15% van het belegde vermogen in Nederland uitstaan, vooral in bedrijfsobligaties en in schatkistpapier.

Een goede internationale spreiding van beleggingen blijft van belang, maar dat hoeft enige uitbreiding van het belang van Nederland in de portefeuilles niet in de weg te staan⁴⁵. Voor een dergelijke uitbreiding pleiten twee soorten overwegingen.

Pensioenverplichtingen zijn gecorreleerd met Nederlands bbp ...

Ten eerste zijn de verplichtingen van Nederlandse pensioenfondsen sterk gecorreleerd met het Nederlandse bbp. Gaat het hier goed dan gaan de lonen omhoog en omdat wij onze pensioenen bij voorkeur willen koppelen aan de lonen, leidt een stijging van het bbp dus automatisch tot een stijging van de pensioenverplichtingen. Het ligt dus voor de hand om beleggingen in Nederland te overwegen, zeker met het nieuwe reële pensioencontract.

... en vragen om daarop afgestemde financiële instrumenten

Een reëel pensioenstelsel vraagt financiële instrumenten die een reëel rendement bieden. Zo zijn huurobligaties die de houder een deel van de toekomstige huurinkomsten van corporaties in het vooruitzicht stellen, voor een pensioenfonds zeer interessant. De omvang van deze inkomensstroom is nauw gerelateerd aan het toekomstige bbp en daardoor aan de toekomstige verplichtingen van het pensioenfonds.

Internationale kapitaalmarkt blijft risicovol

Een tweede reden om de spreiding van beleggingen te heroverwegen is dat de internationale kapitaalmarkt minder soepel functioneert dan eerder gedacht. Uiteindelijk blijken investeringen in eigen land veiliger dan in andere landen. Dat is mede het gevolg van politieke risico's. Als er verliezen moeten worden afgeboekt, zijn goede banden met de lokale politiek wenselijk. Die zijn in eigen land altijd beter dan elders.

... en geven steun voor verstandig economisch beleid

Binnenlands geldt een spiegelbeeldige redenering. De verleiding is groot om sociale problemen op te lossen door middelen te onttrekken aan het winstinkomen. Dat tast het groeivermogen en de werkgelegenheid aan. Wanneer pensioenfondsen een voldoende groot belang nemen in Nederlandse beleggingen wordt deze verleiding beperkt.

Geen beleggingsdwang voor pensioenfondsen

De deelnemers in het pensioenfonds hebben belang bij een goed rendement tegen een zo laag mogelijk risico, omdat uit dat rendement later hun pensioen moet worden betaald. Pensioenfondsen kunnen verleid worden om meer in Nederland te beleggen, bijvoorbeeld door langlopende financiële titels te creëren waarvan de rente en aflossing verzekerd is of die een bescherming tegen het Nederlandse inflatierisico bieden (zie paragraaf 3.2). Maar

⁴⁵ Uit een recente position paper van het Verbond van Verzekeraars blijkt dat Nederlandse verzekeraars meer dan de helft van hun vermogen in Nederland hebben belegd. Een verhoging bij ABP van het aandeel beleggingen in Nederland naar een kwart zou betekenen dat in ons land 19,5 mrd extra zou worden belegd.

beleggingsdwang wijzen wij af, en is overigens ook verboden door de Europese pensioenrichtlijn.