

## 1. Samenvatting

Na meer dan 15 jaar discussie is een pensioenakkoord gesloten tussen werknemers- en werkgeversorganisaties en de overheid. Het goede nieuws is dat FTK op de schroothoop kan, maar pakt dit akkoord goed uit voor de deelnemers? Wij denken van niet.

Centraal in het nieuwe pensioensysteem staan de individuele pensioenrekeningen. Deze rekening wordt gevoed met premies en een leeftijdsafhankelijk rendement voor actieve leden; voor gepensioneerden zijn er geen premies maar uitkeringen plus een rendement over het nog resterende vermogen. Gepensioneerden worden geacht nog enig aandelenrisico te nemen maar hun rendement wordt vooral bepaald door de rente. De grote vraag is hoe dit stelsel uitpakt op het pensioenresultaat.

Dat hangt in de eerste plaats af hoe het huidige vermogen van het pensioenfonds wordt verdeeld over de pensioenrekeningen *per* generatie. Bijvoorbeeld zo dat elke generatie een pensioen moeten kunnen krijgen van 70% van zijn of haar laatstverdiende inkomen. Het pensioenakkoord heeft hier niet voor gekozen, maar neemt de balanstoedeling onder het FTK als maatstaf. Het akkoord laat dus de toevallige hoogte van de rente dit verdelingsvraagstuk oplossen. Als de rente hoog is bevoordeelt deze methode de ouderen, maar als de rente laag is, zoals nu, hebben de jongeren een voordeel en krijgen oudere deelnemers relatief weinig mee. Dit zogenaamde netto-profijtbeginsel leidt niet tot evenwichtige uitkomsten omdat de toegepaste FTK-uitgangssituatie niet evenwichtig is<sup>1</sup>.

*De boekhoudkundige oplossing dat de risicovrije rekenrente bepalend is voor de toedeling naar individuele pensioenrekeningen gaat voorbij aan één van de belangrijkste karakteristieken van een collectief pensioenfonds, namelijk een voor ieder gelijk pensioenresultaat (vervangingsratio).*

*De Tweede Kamer staat op het punt een fundamentele wijziging in het pensioenstelsel door te voeren waarmee de werking van het stelsel weer voor decennia vastligt. Naar onze mening is het onverantwoord dat te doen op basis van een zeer magere en eenzijdige doorrekening van hoe dit stelsel zich in de toekomst gedraagt.*

Dit is ons tweede bezwaar. Van een grondige scenario analyse is geen sprake; dat hadden we wel mogen verwachten want een nieuw pensioenstelsel moet robuust zijn onder verschillende economische en financiële omstandigheden. De impact van een renteverandering op de vervangingsratio is in de stochastische modelbenadering verpakt als een gemiddeld cijfer per geboorteaar. In deze stochastische aanpak krijgen deze rentebewegingen echter een kleine kans waardoor slechtweertkomsten veelal versluierd worden. Maar als zij optreden hebben ze een zeer grote impact op deze ratio's.

De toekomst is fundamenteel onzeker en daarmee de pensioenresultaten in een individueel kapitaaldeckingsstelsel. De voorgestelde lifecycle benadering – jongeren veel aandelen en weinig obligaties en ouderen omgekeerd - werkt goed wanneer de financiële markten normaal zouden functioneren. Maar dat doen ze vaak niet; de laatste decennia al helemaal niet. Wij zijn met name bezorgd over de zeer lage rentes; ondermeer als gevolg van het lang volgehouden extreem royale monetaire beleid. De koersen van minder risicovolle obligaties zijn daardoor sterk gestegen. De historie laat

---

<sup>1</sup> Het gaat hier niet om klein bier: er moet meer dan €1500 miljard vermogen worden verdeeld, ongeveer twee keer het bedrag dat heel Nederland elk jaar verdient.

zien dat na zo'n beleid de kans op inflatie of afboekingen op deze obligaties groot is<sup>2</sup>. Uiteraard kunnen we niet voorspellen wanneer en hoe dit gebeurt.

*Voor het pensioen van oudere deelnemers, boven de 55 jaar, kan het lifecycle beginsel desastreus uitvallen. Het toegerekende pensioenvermogen kan zo met 20 à 40 procent of meer terugvallen, zonder herstel in de toekomst. Helaas krijgen deze uitkomsten niet de aandacht die nodig is, terwijl, als deze situatie optreedt, pensioendeelnemers hierdoor extreem worden getroffen. De politiek kan dan niet weggijken, want ze is hiervoor gewaarschuwd.*

De vraag naar de betaalbaarheid van pensioenen in relatie tot een geambieerd pensioen krijgt verrassend weinig aandacht in het Pensioenakkoord. Er is alle reden om te streven naar een hoger aandeel van zakelijke waarden in de portefeuille vanwege de te verwachten negatieve rendementsbijdrage van de obligatieportefeuille<sup>3</sup>. Een collectief pensioenfonds biedt deze mogelijkheid beter dan een life cycle systeem dat zich vooral richt op individuele beleggingen. En dan liefst in combinatie met een rol voor omslag voor het aanvullende pensioen. Het omslagdeel kan dan de rol van 'veilige asset' overnemen van de helaas niet veilige staatsobligaties. Bij een constant premiepercentage is het 'omslagrendement' gelijk aan de groei van de lonen en de werkgelegenheid. Dat is hoger dan het huidige of toekomstig verwacht rendement op een obligatieportefeuille. Een extra voordeel is dat dit leidt tot een bredere diversificatie dan met financiële beleggingen alleen kan worden bereikt.

*Wij bepleiten daarom in het nieuwe stelsel een deel van het aanvullende pensioen te betalen uit een omslagpremie. Verder stellen wij voor af te zien van de rigide life cycle benadering omdat deze het pensioenstelsel óf onnodig kostbaar maakt, óf het pensioenresultaat onnodig onder druk zet.*

*Gekoppeld aan deze bredere aanpak zou de Kamer een inhoudelijke studie en discussie naar de introductie van omslag in het tweede pijler pensioen moeten starten. Het advies van het CPB om te zaken eerst maar eens aan te zien zouden wij niet willen ondersteunen. Het enthousiasme waarmee Koolmees dit ronduit magere advies overneemt begrijpen wij niet.*

Als doekje voor het bloeden heeft het pensioenakkoord een collectief reservepotje voorgesteld, een solidariteitsreserve. Maar de omvang is waarschijnlijk te gering om effectief te zijn. Bovendien kan de voeding van deze reservepot uit premies en/of rendement veel discussie opleveren. Wat ontbreekt is een gedegen analyse van de benodigde premie in relatie tot het verwachte pensioen en hoe deze in de tijd kan variëren. De premie wordt constant gehouden terwijl uit berekeningen blijkt dat er een grote waaier aan pensioenuitkomsten mogelijk is.

*Het zou wijs zijn de premiehoogte actief in te zetten als instrument om het beoogde pensioenresultaat te bereiken. Daarenboven bepleiten wij dat een deel van de premie ook voor afvlakking van dreigende verschillen in het pensioenresultaat tussen generaties wordt ingezet.*

Op zich is veel te zeggen voor individuele pensioenrekeningen met een duidelijk opbouw karakter in plaats van het huidige verzekerings karakter in de actieve periode. Maar de voorstellen slaan door: van de sociale functie van het pensioenfonds blijft nagenoeg niets over. Zelfs de ambitie van een voor de verschillende generaties gelijk pensioenresultaat is losgelaten. Of dat strookt met de wettelijke taak van een pensioenfondsbestuur tot evenwichtige afweging van belangen is voor ons geen vraag: dat is het niet.

---

<sup>2</sup> Zie ook Nout Wellink, Ontgelden, De Arbeiderspers, 2020, pag 160.

<sup>3</sup> De gevolgen van de Covid19 pandemie op de obligatiemarkten doet daar nog een schep bovenop en kunnen zeer ernstige consequenties hebben voor pensioenfonds.

Willen we zoals nu voorgesteld een in wezen individueel systeem met een vage solidariteitsreserve als doekje voor het bloeden, of achten we een systeem waarin schokken breed gedeeld worden de essentie van een collectief systeem. Het voordeel van het tweede systeem is dat de aanwezige risicocapaciteit beter kan worden benut met grotere diversificatie voordelen.

*Wij bepleiten de uitgangspunten van het collectieve systeem opnieuw en nu fundamenteel aan de orde worden gesteld.*

Het pensioenfonds kent een eigen institutionele vormgeving waarbij de wetgever kaders stelt en principes van goed pensioenfondsbestuur definieert en de nadere vormgeving en uitvoering de verantwoordelijkheid van de pensioenfondsen is. Een pensioenfonds is een financiële en een sociale instelling; de sociale missie verplicht tot een zorgvuldige en evenwichtige belangenafweging. Dit vraagstuk is te complex en te veelvormig en te fluïde in de tijd om van bovenaf te worden geregeld.

Verdelingskwesaties worden dan speelbal politieke beïnvloeding; dat leidt tot wantrouwen, rancune en geeft voeding aan afkeer van politiek. Die weg moeten we dus niet op. De politiek en de wetgever zouden moeten kiezen voor een zogenaamde 'principle-based' aanpak die recht doen aan de eigen verantwoordelijkheid van de betrokken partijen en instituties. In bijlage I staat een proeve van principes voor een collectief pensioenfonds.

*De centrale vraag hoe de bestuurlijke verantwoordelijkheden moeten worden verankerd en hoe je solidariteit kunt/moet organiseren en verantwoorden krijgt geen aandacht.*

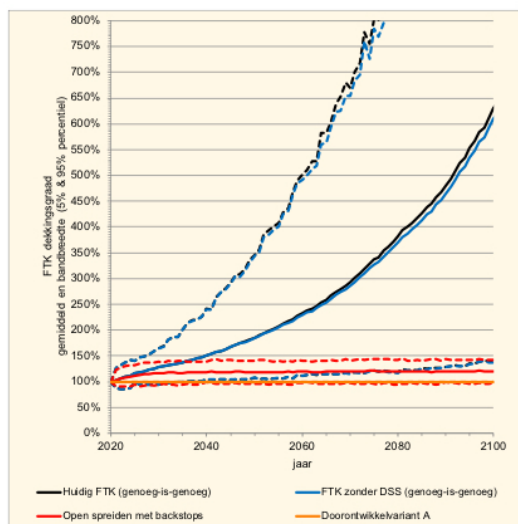
*Het pensioenakkoord heeft alle kenmerken van een akkoord dat er noodgedwongen moet komen omdat de partijen van het onderwerp willen worden verlost. Te kort door de bocht wordt het collectieve pensioenmodel overboord gegooid. De centrale vraag is hoe pensioenfondsen een opeenvolging van financiële crises en pandemieën kunnen doorstaan en vertrouwen blijven behouden van de deelnemers. Wij bepleiten een reset.*

Hierachter gaan we dieper in op een aantal van de bovenstaande punten.

## 2. Pensioenakkoord is onevenwichtig<sup>4</sup>

Ons pensioenstelsel kampt met de gevolgen van de extreem lage rente. De vraag is wie de lasten daarvan draagt. In de studie van van Bilsen c.s. wordt geconcludeerd dat onder het FTK het renterisico onevenredig drukt op de ouderen<sup>5</sup>. Dat spoort met figuur 1 die ontleend is aan de CPB bijlagen bij de hoofdlijnennotitie Pensioenakkoord; de dekkingsgraad blijkt onder het huidige FTK-regime gedurig toe te nemen. Dat wijst erop dat het huidige FTK te streng is en leidt tot nodeloze oopotting. De last van de lage rente wordt onevenredig bij de ouderen gelegd. Toch wordt in het pensioenakkoord het FTK met zijn risicovrije rekenrente gebruikt als basis voor de toedeling van het vermogen aan individuele rekeningen. Dat betekent dat ouderen reeds bij de overgang naar het nieuwe pensioenstelsel relatief weinig vermogen krijgen en jongeren naar verhouding veel. Omdat invoering van het nieuwe stelsel nog een aantal jaren op zich laat wachten en het renteniveau bepalend is voor de uitkomst van de herverdeling, kan de situatie slechter of evenwichtiger worden. Wij vinden het daarom politiek onverantwoord een nieuw pensioenstelsel onder zulke afhankelijkheden nu reeds vast te leggen.

Figuur 3.20 Dekkingsgraad<sup>23</sup> bij het strikt vasthouden aan genoeg-is-genoege



Figuur 1: Ontleend aan CPB-document "Het doorontwikkelde contract: beschrijving van varianten, opties en resultaten". (Met de "genoeg is genoeg"-regel binnen FTK wordt voorkomen dat in tijden van zeer hoge dekkingsgraden niet alle surplus toevalt aan de dan toevallige generaties).

Erger is nog dat ouderen uit voorzichtigheidsoverwegingen via het geïntroduceerde lifecycle beginsel vooral in obligaties moeten beleggen, terwijl jongeren in hoger renderende aandelen kunnen beleggen omdat ze een langere tijdshorizon kennen en eventuele tegenvallers kunnen compenseren met hogere en langer renderende premies<sup>6</sup>.

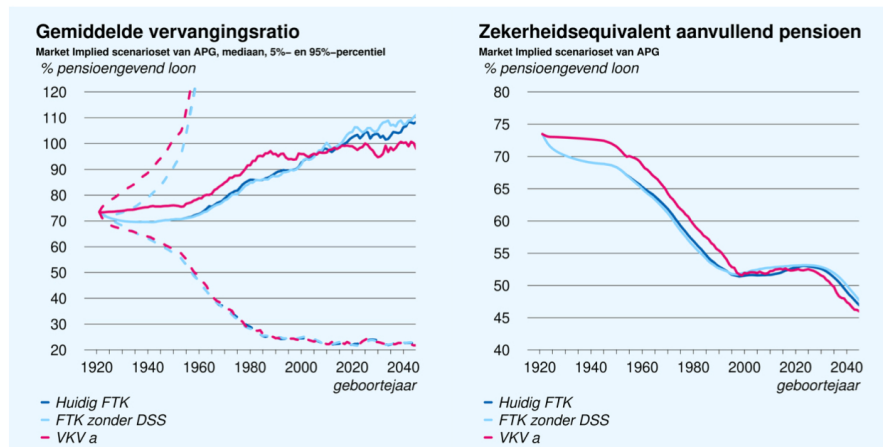
<sup>4</sup> Zie ook: Frijns, J, Mensonides, J, Pensioenakkoord is in deze vorm beslist niet toekomstvast, Mejudice.nl.

<sup>5</sup> van Bilsen, S, Mehlkopf, R, Renterisico, lifecycle en pensioencontract, Netspar Brief 19, 2020.

<sup>6</sup> Lifecycle belegging is meer ingesteld op individuele rekeningen en geeft in situaties met extreem lage (of hoge) rentes geen evenwichtige pensioenresultaten voor de verschillende generaties. Dit stelsel leidt door zijn rentegevoeligheid aan hetzelfde euvel als het huidige FTK. Voor de oudere generaties zullen met grote kans (toekomstige) verliezen worden ingeboekt, vooral als de inflatie en rente weer toeneemt en een rentehedge wordt toegepast (rentehedge wordt gesuggereerd door de minister in zijn toelichtende brief op het pensioenakkoord). Voor de jongeren is het hoge aandelenrendement gunstig, maar dit rendement heeft betrekking op een relatief laag inkomen gedurende de eerste fase van hun loopbaan. Een collectief pensioenbeheer maakt een betere uitruil van marktrisico's tussen generaties mogelijk omdat beter gebruik kan

Het ligt in de rede dat zelfs onder prudente veronderstellingen ten aanzien van het toekomstig rendement jongeren dus beter af zullen zijn dan ouderen. Dat wordt bevestigd als we naar de verwachte of mediane vervangingsratio per leeftijdsgroep kijken. Onder de gehanteerde uitgangspunten ten aanzien van rente, aandelenrendement en loonstijging (ruwweg die van de Commissie Parameters) neemt de vervangingsratio toe van rond de 70 voor de generatie die nu met pensioen zijn tot ruim 90% voor de generatie die nu begint te werken (zie figuur 2 links).

**Figuur 2.1** Gemiddelde vervangingsratio's tijdens pensionering (links) en zekerheidsequivalenten van het aanvullend pensioen (rechts)



Uitleg: VKV a = Verkenningvariant a. De FTK-dekkingsgraad bij overgang naar nieuwe pensioenregels is in deze berekening 100%.

*Figuur 2: Uit CPB document "Nieuwe pensioenregels: effecten en opties van doorontwikkelde contract en een overgang naar vlak premiepercentage".*

In het Pensioenakkoord wordt naar een andere maatstaf gekeken, namelijk het netto profijtbeginsel. De netto profijtregel vergelijkt de verwachte uitkomst met die onder het FTK: die uitkomsten blijken dicht bij elkaar te liggen. Ook onder het FTK zijn jongeren dus fors beter af dan de huidige ouderen. Dat spoort met de getoonde stijging van de dekkingsgraad uit figuur 1. Deze onevenwichtige uitgangssituatie wordt daarmee tot norm verheven.

In het akkoord wordt zelfs gesuggereerd dat iedereen beter af; dat valt in de praktijk nog te bezien. Maar belangrijker is dat dit een zeer magere invulling is van het beginsel van evenwichtige behandeling van alle betrokken groepen. Het is ondoenlijk om van bovenaf (centraal) te bepalen wat evenwichtig is; dat is per pensioenfonds en bovendien in de tijd verschillend. Je zou verwachten dat het Pensioenakkoord handvatten geeft waaraan de evenwichtigheid van de uitkomsten kan worden getoetst.

### 3. Toekomst is fundamenteel onzeker: hoe ga je daarmee om?

Zoals gezegd de toekomst is fundamenteel onzeker en wel meer naarmate de tijdshorizon langer is. Je zou verwachten dat in het Pensioenakkoord dat decennialang bepalend zal zijn voor de inrichting van ons pensioenstelsel veel aandacht is voor de vraag of binnen dit akkoord op een verstandige en duurzame wijze wordt omgegaan met de fundamentele onzekerheid over de toekomst. Dat valt tegen. Het CPB brengt de fundamentele onzekerheid in beeld door een 90% voorspelinterval voor de te bereiken vervangingsratio te berekenen. Dit interval laat enorme uitslagen zien: voor de 25-jarigen varieert de te bereiken vervangingsratio tussen 25% en ver boven de 120% (zie figuur 2 links). Dat zijn schokkende uitkomsten die laten zien dat het idee van een individuele pensioenrekening op basis van een gefixeerde premie een zeer slecht idee

worden gemaakt van risicovollere beleggingsproducten, waardoor per saldo zowel jongere als oudere generaties beter uit zijn.

is<sup>7</sup>. Dat wordt nog eens versterkt als we in navolging van het CPB de verwachte vervangingsratio corrigeren voor de onzekerheid. Dat gebeurt via ingewikkelde berekeningen met als basis een waarderingsfunctie (nutsfunctie) die slechter dan verwachte uitkomsten zeer zwaar weegt en beter dan verwachte uitkomsten nauwelijks meetelt. Er wordt dus een veel groter gewicht gegeven aan het neerwaarts risico dan aan het opwaarts potentieel. De uitkomsten in de vorm van zogenaamde zekerheidsequivalente vervangingsratio's staan in grafiek 2 (rechts)<sup>8</sup>. Het beeld van jongeren die beter af zijn dan ouderen kantelt dan.

Het kan niet genoeg benadrukt worden dat deze uitkomsten het gevolg zijn van de gemaakte keuzes: een vastgelegde premie, individuele pensioenrekeningen en pure kapitaaldekking met een rigide mix van aandelen en nominale obligaties. De risico's voor de individueel deelnemer zijn dan hoog, onaanvaardbaar hoog zelfs. De conclusie moet dan zijn dat het voorgestelde systeem in de huidige vorm gewoon niet deugt. Het opvallende is dat in de hoofdlijnennotitie Pensioenakkoord en met name in de bijbehorende CPB publicaties deze fundamentele onzekerheid wel wordt gesignaleerd maar dat vervolgens een degelijke analyse hoe ermee om te gaan ontbreekt. Behoudens een vage en nauwelijks uitgewerkte suggestie van een solidariteitsreserve, zwijgt het akkoord stil. Het zou veel te ver voeren in het bestek van dit paper diep in te gaan op een robuust beleggingsbeleid en een verantwoord intertemporeel risicomanagement onder onzekerheid. We volstaan met het aangeven van een aantal bouwstenen:

- Erken dat de vastrentende beleggingen vanuit het lange termijnperspectief van een pensioenfonds niet risicovrij zijn: regimes met langdurig lage rente komen voor maar ook regimes met hoge inflatie en hoge rente. Een extra risico is dat de rente langdurig kan worden gemanipuleerd door centrale banken zoals nu. Een robuuste allocatie begint met een heroverweging van de dominante positie van vastrentend: zie ook par 3 waarin we kijken naar een omslagblok als alternatief voor overheidsobligaties.
- Mitigeer risico's in de uitkeringsperiode door een solidariteitspremie (bij een fifty-fifty verdeling van de impact van negatieve aandelenschokken over uitkeringstrekken en actieven is de impact daarvan overzienbaar<sup>9</sup>). Opgelegde solidariteit kan de continuïteit van vergrijsde pensioenfonds ondermijnen doordat jongeren weglopen; indien men beducht is voor deze discontinuïteitsrisico's zou gedacht kunnen worden aan een vereveningsfonds op macroniveau.
- Kies in een systeem van individuele rekeningen voor een voldoende hoge beginpremie waardoor individuele buffers voor tegenvallers tijdens de rit kunnen worden gevormd. Het huidige premieniveau lijkt hieraan voor starters ruimschoots te voldoen; voor oudere werknemers rest daarvoor onvoldoende tijd. In het algemeen geldt: onderschat het belang van de premie niet.

---

<sup>7</sup> De berekeningen zijn uitgevoerd met mathematische of formele risicomodellen waarbij de toekomst bestaat uit een openstapeling van toevalstrekkings rondom een gemiddeld cijfer zodat mogelijke uitslagen steeds groter worden naarmate de tijd voortschrijdt. Het is dus niet mogelijk een link te leggen tussen de extreem negatieve uitkomsten en de verschuiving in de economische omgeving: in de berekening gelden de wetten van de kansrekening. Voor de range van mogelijke uitkomsten maakt dit waarschijnlijk weinig uit; voor een analyse van het te voeren beleid juist veel: zie hiervoor Appendix II.

<sup>8</sup> Zie ook de Appendix II: Toekomst en onzekerheid.

<sup>9</sup> Voor seculiere rentebewegingen kan de impact anders zijn.

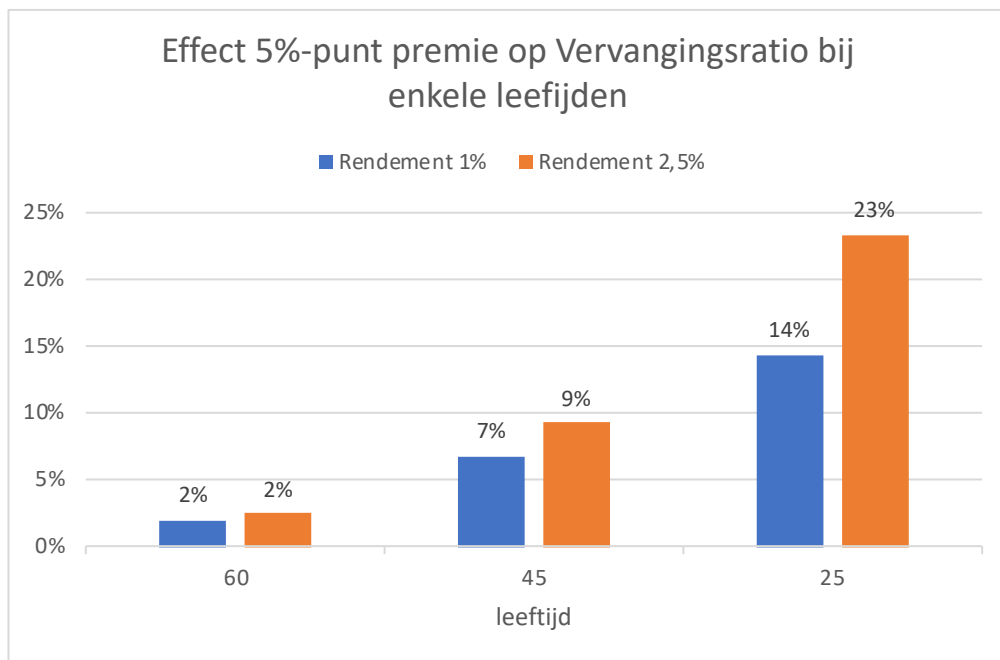
#### 4. Betaalbaarheid pensioenen is de olifant in de kamer; rol kapitaaldekking in aanvullend stelsel is te groot.

Je zou verwachten dat in deze tijd van lage rentes en hoge premies de betaalbaarheid van het pensioen centraal zou staan in het Pensioenakkoord. Niets is minder waar; de nadruk ligt op individualisering en de betaalbaarheid krijgt nauwelijks aandacht.

##### Box: Effect premie en rendement op vervangingsratio

*Een adequate premieheffing is van groot belang voor het uiteindelijke pensioen. Naarmate later in de actieve periode de premie wordt verhoogd is de impact op de uiteindelijke vervangingsratio beperkter. Om dit te illustreren wordt de premie verhoogd met 5 procentpunten voor alle werknemers tussen 25 en 67 jaar. Verder veronderstellen we twee scenario's met een jaarlijks rendement van 1,0 en 2,5%. De lonen blijven ongewijzigd, we willen het geïsoleerde effect zien van de extra premie op de vervangingsratio op het 67 jaar, waarbij is verondersteld dat een annuïteit wordt gegeven over de pensioenperiode van gemiddeld 20 jaar.*

*We zien dat een premieverhoging voor een jonge deelnemer een aanzienlijk groter effect heeft op de vervangingsratio dan van een oudere deelnemer. Dit komt door het cumulatief effect van de premie inclusief het rendement daarop. De mutaties in de vervangingsratio (in procentpunten) kunnen fors oplopen zoals grafiek 3 laat zien.*



Figuur 3: Effect premieheffing bij twee rendementsscenario's.

De kostprijs of premie voor het pensioen is, afgezien van verstoringen door FTK, direct gekoppeld aan het behalen rendement op het gespaarde vermogen. Het belang van een goed rendement kan nauwelijks onderschat worden. Pensioenfondsen zijn in de loop van de afgelopen decennia opgeschoven naar een beleggingsmix met meer aandelen (en soortgelijke activa). Laten we eenvoudshalve aannemen dat pensioenfondsen een 50-50 mix aanhouden van obligaties met een rente van nul en aandelen met een verwacht rendement van 5%. Het gemiddelde rendement is dan 2.5%. De vraag is of in een individueel stelsel met een lifecycle beleggingsmix dit rendement kan worden bereikt? Een tegenwerkende factor is dat de hoogste allocatie naar aandelen plaats vindt wanneer het gespaarde vermogen nog laag is; rond de pensioenleeftijd is het vermogen maximaal maar is de beleggingsmix aanzienlijk conservatiever. Berekeningen laten zien

dat het een evenaren van het collectieve rendement op basis van een 50-50 mix alleen mogelijk is als tot op hoge leeftijd een fors aandelenrisico wordt genomen; de vraag is of dat realistisch is zonder aanvullende afspraken over het delen van dit aandelenrisico.

Boot, Teulings en de Beer gaan een stap verder<sup>10</sup>. Een betaalbaar pensioen is mogelijk als de allocatie naar aandelen fors wordt verhoogd maar dat vereist meer risicodeling over alle deelnemers van het pensioenfonds. Zij werken de consequenties daarvan uit op premiehoogte die nu bestaat uit een kostprijspremie en een collectieve inhaalpremie bij tegenvallers. Per saldo is iedereen beter af door deze risicodeling en per saldo lagere premie.

Frijns, Mensonides en van Nunen (FMvN) kiezen een andere aanpak waarbij naar de hoge allocatie naar vastrentend en vooral “risicoloze” staatsobligaties wordt gekeken; die laatste wordt verruild voor een omslagcomponent<sup>11</sup>.

De grootste pijn zit bij de extreem lage rente. De reële rente is nu negatief en schommelt tussen -1 en -2%; dat is zo'n twee procent-punt lager dan waar economen in hun modellen doorgaans vanuit gaan, namelijk een reële rente gelijk aan de groei van het nationaal product. De keerzijde van de huidige kloof tussen de rente en de groei van het nationaal product is dat voor overheden lenen heel goedkoop en zelfs lonend is. De belastingbasis groeit namelijk ruwweg in gelijke tred als het nationaal product zodat de rentelast van jaar tot jaar daalt. Pensioenfondsen zijn de dupe van dit spel van financiële repressie; in een gesloten economie zou je nog kunnen volhouden dat dit lood om oud ijzer is omdat de premiebetaler ook belastingbetaler is. In onze kleine open economie gaat dat argument niet op: de leenkosten voor de Nederlandse staat gaan niet omhoog als Nederlandse fondsen niet meer in staatsobligaties zouden beleggen.

Als we vanuit een puur economisch gezichtspunt kijken naar het proces van het innen van premies om deze vervolgens te beleggen in staatsschuld in ruil voor het ontvangen van rente en aflossingen op deze staatsschuld uit toekomstige belastinginkomsten dan is dit te karakteriseren als een grote omweg constructie, een ingewikkelde vorm van omslagfinanciering die zo is opgetuigd dat het lijkt op kapitaaldekking. Het enige voordeel is dat de claims op de toekomstige belastingheffing vrij verhandelbaar zijn en met een prijsvorming die de grillen en excessen van de financiële markten volgt. Dit is interessant voor de financiële marktpartijen maar niet voor de pensioendeelnemers. Het kan eenvoudiger en efficiënter door deze omwegconstructie uit het aanvullende pensioenstelsel te slopen en te vervangen door een directe claim op het looninkomen in de toekomst. Ouderwetse omslagfinanciering dus met als voordelen een hoger en stabielere rendement (het omslagrendement is een reëel rendement en ligt in de buurt van de groei van de loonsom). De excessen van de financiële markten hebben hier geen rechtstreekse vat op. Dat is precies het voorstel van FMvN in hun ESB-artikel van begin dit jaar.

De meningen over omslag onder Nederlandse economen zijn verdeeld; het CPB/Netspar is zeer aarzelend en verwijst naar een artikel van HW Sinn uit 1999<sup>12</sup>. Sinn bestudeert de overgang van omslag naar kapitaaldekking in een gesloten economie en een rente gelijk aan of hoger dan de groei van het nationale product en ziet zelfs dan geen structurele voordelen, vooral doordat de transitiegeneraties gefinancierd moeten

---

<sup>10</sup>Boot, A, Teulings, C, de Beer, P, Een beter Pensioenakkoord met risicodeling via premies, ESB, 2020.

<sup>11</sup> Frijns, J, Mensonides, J, van Nunen, A, Toevoegen van omslag maakt kapitaalgedekt pensioen stabiel, ESB, 2020.

<sup>12</sup> Van Ewijk, c, Meijdam, L, Lage rente en de balans tussen omslagfinanciering en kapitaaldekking van pensioenen, CPB/Netspar, Occasional Paper 02/20.



worden door anderen. Het voorbeeld van Sinn past niet op de huidige Nederlandse casus: de Nederlandse situatie is het omgekeerde van Sinn zijn voorbeeld: overgang van gedeeltelijke kapitaaldekking naar omslag: er is vermogen waardoor de transitie relatief eenvoudig is op te lossen.

Een veel betere analyse is te vinden in Matsen en Thøgersen die net als FMvN een portfolioaanpak volgen om de optimale mix van aandelen, obligaties en omslag te bepalen<sup>13</sup>. Zij komen uit op een gegeneraliseerde Aaron conditie waarbij het omslagdeel fors toeneemt naarmate het verschil tussen de groei van het looninkomen en de zogenaamde risicovrije rente hoger is.

---

<sup>13</sup> Egil Matsen en Øystein Thøgersen, Designing Social Security – A Portfolio choice, 2001.

# Bijlage I:

## Principes collectief pensioenfonds

- ❖ Trusteeship: goed huisvaderschap en onpartijdigheid en evenwichtige belangenafweging.
- ❖ Prudent Person Regel.
- ❖ Contract: duidelijke regels/afspraken tav premie, accumulatie, risiconemen en uitkeringen. Individuele rekeningen combinatie met delen schokken over alle deelnemers.
- ❖ Beleid te baseren op voorzichtige raming toekomst, voor de ultra lange termijn is fundamentele analyse leidend en niet de vigerende situatie in de financiële markten. Omgaan met onzekerheid: bij duidelijke wijziging situatie inzet premieinstrument voor bereiken evenwichtige pensioenuitkomsten.
- ❖ Verantwoording en transparantie:
  - Individuele pensioenrekeningen;
  - Premiestelling centraal; deel premie kan worden ingezet voor verevenen impact schokken.
  - Bestuur moet zich verantwoorden in termen van evenwichtig pensioenresultaat.

NB: bij transitie gelden dezelfde principes, toedeling vermogen dus conform Musgrave regel (*op zijn simpelst gezegd stelt de Musgrave regel (1981) dat een pensioensysteem intergeneratieel fair is als de verhouding tussen het pensioeninkomen en het looninkomen vast is*).

## Appendix II: toekomst en onzekerheid

De toekomst is fundamenteel onzeker; hoe gaat het CPB hier mee om? Laten we kijken hoe het CPB deze onzekerheid met betrekking tot de rente in beeld heeft gebracht. De huidige rente is historisch extreem laag; verklaringen daarvoor zijn de vergrijzing die leidt tot hoge besparingen waartegenover door de lagere groei lage investeringen staan, de spaardrift van sommige westerse landen in combinatie met een activistisch beleid van centrale banken en last but not least de toegenomen internationale inkomensongelijkheid. Deze factoren zijn deels tijdelijk en deels aan te pakken door verstandig beleid.

Het CPB houdt daar enigszins rekening mee door op langere termijn uit te gaan van enig herstel van de rente<sup>14</sup>. Als onzekerheidsvariant gaat het CPB uit van een variant waarin de rente vanaf nu eeuwig laag blijft.

Waar in de centrale variant jongeren de eerste decennia nog nauwelijks last hebben van de lage rente (doordat ze vooral in aandelen beleggen) en daarna “profiteren” van een

---

<sup>14</sup> CPB, Pensioenberekeningen voor drie scenariosets, januari 2020. Twee scenario's met een lange termijn 10-jaars rente van 1,3% en 3,5%. En een scenario met een lage lange termijn rente van 0,5%.

hogere kapitaalmarktrente worden ze in dit laatste scenario geconfronteerd met blijvende lage rente. Het gevolg is dat bij gelijkblijvende premie hun verwacht nominale pensioenresultaat omlaaggaat.

Scenario's met een hoge inflatie en snel stijgende nominale rente worden niet expliciet bekeken. Het zijn met name deze bewegingen die bepaalde generaties hard kunnen raken in hun pensioenpot. Het is geenszins uit te sluiten dat het brede voorspelinterval in de aanpak van het CPB –als resultante van een opeenstapeling van toevalstrekkings over de tijd- ook toekomstpaden met hoge inflatie omvat. Dat is zelfs zeer waarschijnlijk omdat in het lage percentiel een vervangingsratio van 25% de facto alleen mogelijk is door een combinatie van negatieve rendementen op aandelen met een hoge inflatie/ hoge rente. Het zijn juist deze meer extreme uitkomsten die aangeven dat het stelsel niet stabiel is. Deze uitkomsten moeten meer aandacht krijgen want daar wordt het stelsel, en daarmee de individuele deelnemers, op enig moment mee geconfronteerd.

Risico's kunnen worden gemeten, bijvoorbeeld via standaardafwijkingen. Deze vormen met behulp van een bepaalde nutsfunctie (die combinaties van rendement en risico's waardeert), in de stochastiek de input voor de berekeningen. Onzekerheden zijn niet te meten.

Hoe waarderen we onzekerheid? Economen zijn daar niet uit. In de na-oorlogse literatuur lag de nadruk op het bestuderen van de uitkomsten van een aantal slimme strategieën onder alternatieve toekomstige "states of the world" of scenario's. Afhankelijk van de risicohouding werd dan een optimale strategie gekozen. Populair in de literatuur waren *minimax strategieën* die het maximale verlies trachtten te minimaliseren. In de praktijk bleken deze strategieën veel te kostbaar (vermijden van meest negatieve uitkomst in slechte scenario gaat te zeer ten koste van positieve uitkomsten in gunstige scenario) en kwamen *second best of robuuste* strategieën (in slechte tijden niet al te negatief en in goede tijden niet al te positief) in zwang.

In het geval van een herhaaldelijke trekking uit een vaste kansverdeling kunnen statistische beslissingsregels worden gebruikt. Deze zijn uit mathematisch standpunt veel eleganter dan de primitieve na-oorlogse aanpak. De analyse in het CPB rapport is een illustratie van een minimax strategie; als waarderingsmaatstaf wordt een exponentiele nutsfunctie gebruikt die een extreem groot gewicht geeft aan negatieve uitschieters. Het CPB wordt hierin gesteund door Netspar. Deze minimax strategieën leveren een risico-averse allocatie binnen een kapitaal gedekt pensioensysteem.