

De toekomstvastheid van ons pensioenstelsel



17 mei 2021

Sinds 2020 ligt er een Pensioenakkoord dat zal leiden tot een zeer gecompliceerde uitvoering en onzekere pensioenresultaten. Een belangrijke motivering voor een ander pensioenstelsel is de stelling dat het huidige stelsel niet meer financierbaar is. In dit artikel wordt gesteld dat er voldoende vermogen beschikbaar is in de toekomst, ook voor jongeren. De keuze is volgens Jelle Mensonides en Jean Frijns tussen of de meerwaarde van een collectief stelsel met nieuwe stuurinstrumenten, of een niet toekomstvast en gecompliceerd nieuw stelsel.

Inleiding

Na meer dan tien jaar discussie is vorig jaar het Pensioenakkoord gesloten. Naast andere maatschappelijke opvattingen over de inrichting van het pensioenstelsel is de financierbaarheid een overheersend argument geweest voor de stelselverandering. Jarenlang hebben opeenvolgende bewindslieden van SZW en ook de Toezichthouder zich negatief uitgelaten over dit aspect. Dat was inderdaad een probleem, maar we spreken dan over de situatie van tien tot twintig jaar terug. De levensverwachting was langer dan eerder was aangenomen en in de jaren negentig waren de premies, overigens onder druk van de overheid, te laag vastgesteld. Tussen toen en nu zijn de premies sterk verhoogd en de uitkeringen en toeslagen in veel gevallen niet of nauwelijks aan de prijsstijging aangepast. Dat het pensioenstelsel er nu ook nog zo slecht voor zou staan wordt beredeneerd vanuit het Financiële Toetsingskader (FTK) dat de pensioenverplichtingen waardeert met een risicovrije marktrente die momenteel rond nul procent ligt. De boekhouder zegt dan dat nog meer gespaard moet worden en dat het renterisico moet worden afgedekt. Want die rente zou nog verder kunnen zakken. Een realist zegt dat een waardering van toekomstige verplichtingen met deze marktrentes onzin is.

Een goed pensioenstelsel moet lange termijn financiële stabiliteit bewerkstelligen, evenwichtige uitkomsten naar alle deelnemers opleveren en financierbaar en uitlegbaar zijn. Noch het FTK, noch het voorgestelde stelsel kan aan deze voorwaarde voldoen.

Het Pensioenakkoord moet de oplossing bieden. Inderdaad is de rekenrente in de coulissen gezet, maar via een achterdeur nog levensgroot aanwezig voor de verdeling van de rendementen over de deelnemers. En ook bij de transitie naar het nieuwe stelsel komt deze rente weer terug bij de bepaling van vermogensoverdrachten naar de verschillende generaties. In het nieuwe stelsel zijn de financiële stabiliteit en de financierbaarheid 'geborgd' door het uiteindelijke pensioenresultaat bij de deelnemers te leggen. Dat gaat echter ten koste van evenwichtigheid in pensioenuitkomsten. Nederland loopt met de invoering van de individuele pensioenpotten jaren achter bij het buitenland waar inmiddels discussies zijn opgestart over de negatieve gevolgen van zo'n systeem. Die zullen wij hier in de toekomst waarschijnlijk ook krijgen, maar het nieuwe stelsel is onomkeerbaar. Intussen meldt de minister dat het wetgevingstraject met een jaar wordt vertraagd waardoor invoering ergens richting 2027 mogelijk wordt. Als de financiële markten geen extreme bewegingen maakt zal tegen die tijd de FTK-dekkingsgraad voor veel pensioenfondsen een niveau hebben bereikt dat er weer geïndexeerd kan worden. De overstap naar een ongunstiger stelsel is dan wrang.

Een goed pensioenstelsel moet lange termijn financiële stabiliteit bewerkstelligen, evenwichtige uitkomsten naar alle deelnemers opleveren en financierbaar en uitlegbaar zijn. Noch het FTK, noch het voorgestelde stelsel kan aan deze voorwaarde voldoen. Dit is voor ons reden om met een alternatief te komen dat hieraan tegemoetkomt. Maatschappelijke veranderingen die impact kunnen hebben op het pensioenstelsel kunnen worden meegenomen. Wij richten ons vooral op de financierbaarheid van het alternatief.

Wij opteren voor een Lange Termijn Budget Model (LTBM) waarbij de dominante rol van de bijziende financiële markten in de besturing van pensioenfondsen minder groot is en meer aansluiting wordt gezocht bij grootheden in de reële economie. We introduceren een solvabiliteitscriterium dat beter recht doet aan de robuustheid van het stelsel dan de huidige dekkingsgraad.

Onze analyse maakt gebruik van totaalcijfers van de pensioensector; de uitkomsten hebben betrekking op dit "macro" fonds. De situatie voor individuele fondsen kan daarvan afwijken maar met name de grotere bedrijfstakfondsen zullen in hoge mate een vergelijkbare ontwikkeling vertonen. We doen een vooruitberekening naar 2060 waarbij de demografische cijfers van het CBS worden gebruikt. Voor de lonen en prijzen en rendementen nemen we aannames die worden toegepast in de pensioensector en die afkomstig zijn van CPB (tot en met 2025) en de Commissie Parameters. Met deze lange termijn vooruitberekening willen we de vraag beantwoorden of er voor jongere pensioendeelnemers nog een pensioen overblijft. Jongeren zijn namelijk wijs gemaakt dat oudere generaties hun toekomstige pensioen opeten.

Wel moeten we van de idee af dat pensioenen gegarandeerde regelingen zijn. Een soort verzekering die te allen tijde wordt uitgekeerd. Verdiende inkomens zijn niet gegarandeerd, waarom pensioenen dan wel?

Onze conclusie is dat aan de lange termijn betaalbaarheid van het stelsel niets mankeert. Het pensioenvermogen, ook in de toekomst, is voldoende groot om ook voor jongeren hun pensioenambitie mogelijk te maken. Wel moeten we van de idee af dat pensioenen gegarandeerde regelingen zijn. Een soort verzekering die te allen tijde wordt uitgekeerd. Verdiende inkomens zijn niet gegarandeerd, waarom pensioenen dan wel? Dit idee is in het verleden ten onrechte in de FTK-wetgeving geslopen. Wij stellen daarvoor in de plaats

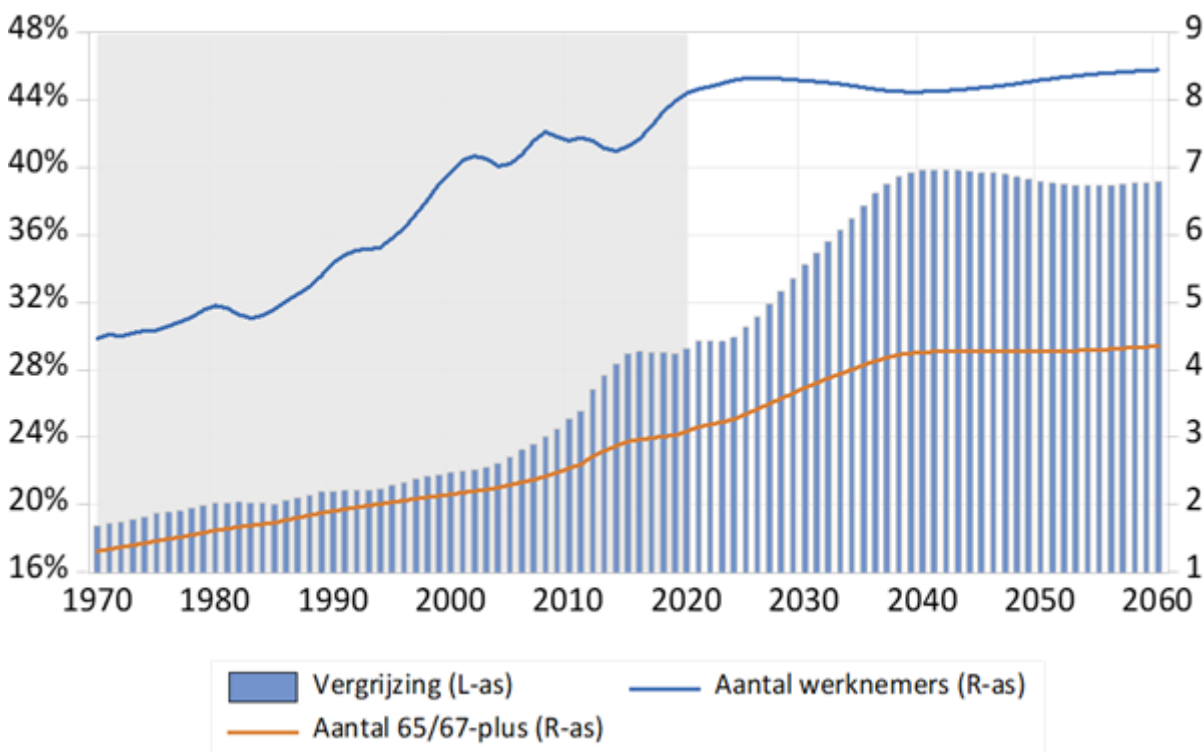
evenwichtigheid in collectieve pensioenresultaten. Die kan worden verkregen door toekomstige mee- en tegenvallers, conform de Musgrave regel, om te slaan over een zo groot mogelijke risicogrondslag. De Musgrave conditie stelt namelijk dat mee- of tegenvallers in collectieve regelingen zo breed mogelijk moeten worden verdeeld over de deelnemers om vertrouwen in collectieve stelsels te behouden. Met het Pensioenakkoord is deze regel overboord gegoid.

In feite is de Musgrave regel na de financiële crisis van 2008 impliciet toegepast doordat de premies sterk zijn verhoogd en de uitkeringen zijn achtergebleven bij de inflatie. Maar expliciete afwegingen daarover zijn nooit gemaakt, het systeem is *rule based* gedicteerd door de risicovrije rente. Ons voorstel is deze conditie expliciet mee te nemen, waarbij pensioenbesturen jaarlijks hierover verantwoording kunnen afleggen.

De demografische ontwikkeling 1970 - 2060

Rond 2040 bereikt de vergrijzing, dat is de verhouding tussen gepensioneerden en werkzame personen met een leeftijd vanaf 20 jaar tot pensionering, haar hoogste niveau. Dit volgt uit de CBS Bevolkingsprognose 2019 – 2060. Grafiek 1 laat dit zien waarbij de verhoging van de pensioenleeftijd tot en met 2025 is meegenomen. Het hoogste vergrijzingscijfer wordt bereikt rond 2040. Het aantal actieve werknemers kan weliswaar enigszins fluctueren en is afhankelijk van de participatiegraad en de werkgelegenheid, maar de trend is duidelijk. De arbeidsmarktverhoudingen van 2020 continueren we naar de toekomst.

Figuur 1. Vergrijzing, aantal werknemers en gepensioneerden 1970 – 2060; (grijs gebied realisatiecijfers).



Lange Termijn Budget Model (LTBM)

Aanvullende pensioenen worden in tegenstelling tot de AOW gefinancierd door middel van kapitaaldekking. We passen, anders dan het FTK, geen waarderingmodel voor pensioenverplichtingen toe - maar volgen de uitkeringen binnen een deterministisch macro-

analysemodel. Dit Lange Termijn Budget Model (LTBM) geeft een jaarlijkse inschatting van premies, uitkeringen en vermogen voor de lange termijn (40 jaar). De stuurvariabele waarop getoetst wordt of het stelsel structureel toekomstvast is de verhouding tussen vermogen en uitkeringen (A/U). Deze verhouding noemen we de solvabiliteitsratio. De *kritische* of *minimale* hoogte van deze ratio wordt beïnvloed door de niveaus van premies, uitkeringen en vermogen en de langere termijn groei daarvan, met als het fundament de levensverwachting op het moment van pensionering is; onze inschatting is een A/U tussen 30 en 35 als minimale grens voor de komende 40 jaar (zie bijlage voor meer details).

Bijlage: A/U en de achterliggende componenten

De solvabiliteitsratio A/U meet of er voldoende vermogen aanwezig is om de pensioenuitkeringen voor de gepensioneerden en de beoogde en reeds opgebouwde pensioenen voor de actieven te kunnen betalen. De hoogte hangt af van het veronderstelde toekomstige rendement, van de demografische opbouw waaronder de levensverwachting en veronderstelde groei van de pensioengrondslag van de actieven. Dit is in hoge mate gelijk aan de wijze waarop de reserve Opgebouwde Rechten onder het FTK wordt berekend, met dien verstande dat we uitgaan van zoveel mogelijke constante veronderstellingen over de tijd. De berekening is *bottom up* te beginnen met de levensverwachting van een pas gepensioneerde. Volgens CBS-cijfers is die in 2020 voor mannen en vrouwen gemiddeld ruim 20 jaar. Een pensioenfonds moet voldoende vermogen hebben om alle jonge en oude deelnemers nu en in de toekomst een uitkering te kunnen verschaffen. De resterende levensverwachting van gepensioneerden neemt af met het ouder worden en de opgebouwde jaren bij actieven nemen af naarmate de betrokkene jonger is. De onderliggende boekhouding wordt daardoor knap ingewikkeld. Ruwweg schommelt de aldus berekende minimaal benodigde solvabiliteitsratio tussen 28 en 34, afhankelijk van een stationair, of een fonds met een lichte demografische groei (ca 1% per jaar) en een reëel rendement rond 1%.

Het verloop van de feitelijke A/U bouwen we op uit de afzonderlijke componenten vanuit een cashflow systeem met rendement, premies als inkomsten en uitkeringen als uitgave. De daaruit volgende accumulatie van het vermogen (A) is weergegeven in vergelijking (1). Vergelijkingen (2) en (3) geven de ontwikkeling van Premies (P) en Uitkeringen (U) in de tijd. We werken daarbij met gestileerde reële groeivoeten voor de werknemers, gepensioneerden en vermogen en berekenen de uitkomst over een lange periode (40 jaar).

1. $A(t) = A(t-1) * (1+R) + P(t) - U(t)$
2. $P(t) = (P(t-1) * (1+w))$
3. $U(t) = U(t-1) * (1+g)$

De reële premiegroei wordt weergegeven door w (volume en reële loonstijging) en g is de reële groei van de uitkeringen. R is het reële rendement. De lange termijn relatie tussen de niveaus van A , P en U alsmede hun reële groeivoeten bepalen de kritische A/U .

We kunnen A/U nu schrijven als:

$$4. \frac{A}{U}(t) = \frac{A}{U}(t-1) * (1 + R - g) + \frac{P}{U}(t-1) * (1 + w - g) - 1$$

De eerste drie vergelijkingen zijn differentievergelijkingen die kunnen worden opgelost met behulp van matrixalgebra waaruit de karakteristieke vergelijking volgt via de eigenwaardes en eigenvector. Vergelijking (4) zijn alle relaties expliciet gemaakt. Uit (4) blijkt dat de verhouding van P/U een belangrijke rol speelt in de uitkomst van A/U .

In de periode 2021-2040 is het reële rendement 0,6% per jaar en schatten we de reële groeivoet van de actieve deelnemers in op 0,7% per jaar, terwijl de reële groei van gepensioneerden door het na-ijl effect 2,4% bedraagt. De solvabiliteitsratio zal daardoor dalen. De feitelijke premiestelling in 2020 impliceert echter een initiële P/U verhouding van 1,3. Per saldo blijft A/U daardoor ruim boven het in 2040 vereiste minimumniveau.

De resultaten voor de tweede deelperiode zien er beter uit. Het reële groeicijfer van de gepensioneerden in het tweede helft van deze 40 jaar vlakt af en die van de actieve werknemers neemt iets toe. Aan het eind bewegen beide groeivoeten zich rond de 1% per jaar. Het gemiddelde reële rendement mag ook weer iets hoger worden verondersteld als kan worden aangenomen dat zich in de verdere toekomst geen herhaling plaatsvindt van de monetaire experimenten van de afgelopen jaren. Veronderstel een reëel rendement van 2,2%, dan kan de premie beperkt blijven tot 2/3 van de lopende uitkeringen zonder dat de solvabiliteitsratio in de gevarenzone komt.

Omdat veronderstellingen worden gebruikt en de toekomst fundamenteel onzeker is, kunnen ten opzichte van dit basisscenario “*what if*” varianten worden gemaakt die een kwantitatieve indruk geven van de gevoeligheden van de gehanteerde veronderstellingen. Deze analyse wijkt af van de stochastische simulaties en onderliggende risico averse nutsfuncties die zijn toegepast bij de berekeningen voor het Pensioenakkoord. Stochastische simulaties van met name financiële variabelen gaan uit van bekende stabiele kansverdelingen. Over onzekerheden zijn echter geen kansberekeningen te maken. Vandenbroucke adviseert in zijn advies over het Pensioenakkoord aan de minister van SZW om de fundamentele onzekerheid over de verhouding tussen premies en pensioenresultaat centraal te stellen bij het vooruitkijken over de lange termijn in de reële wereld (Vandenbroucke, 2020). Wij denken dat via onze solvabiliteitsbenadering een goede invulling aan zijn voorstel kan worden gegeven.

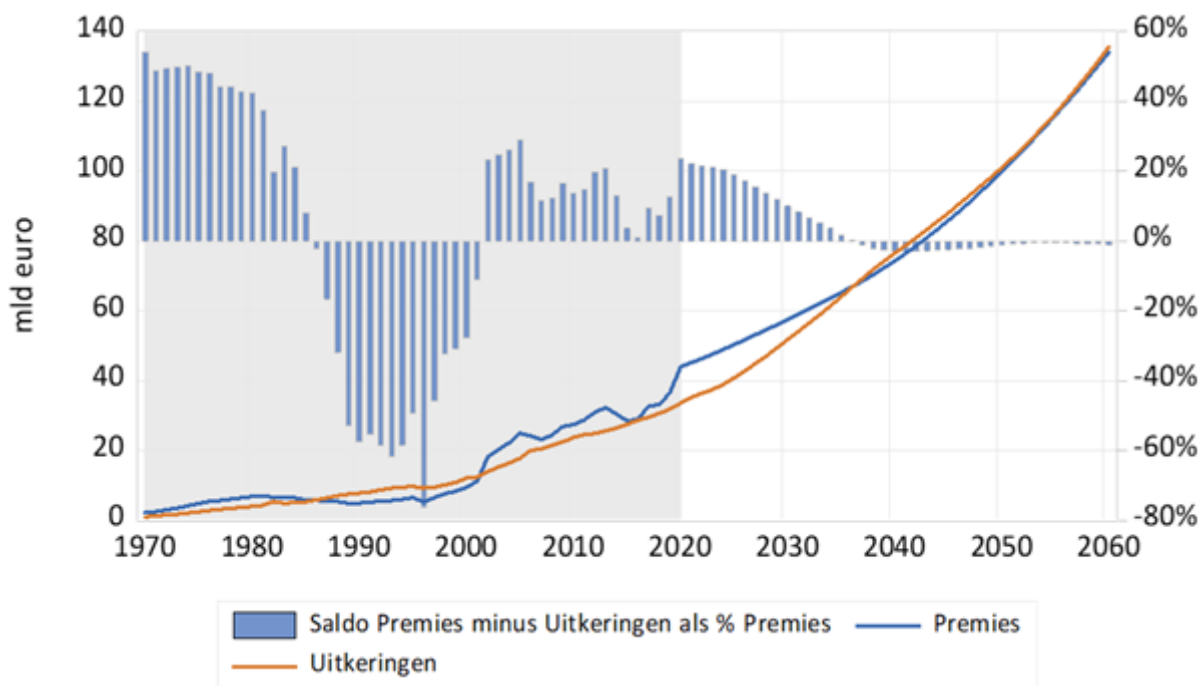
Voor de rente na 2025 gebruiken we eigen aannames: tot 2025 is de jongste nominale renteveronderstelling van het CPB meegenomen (0,2%). In het basisscenario laten we deze rente tot 2040 op dit niveau, om vervolgens te laten stijgen met 2,5% punt en daar te blijven tot 2060. Verder is aangenomen dat deze renteschok structureel geen invloed heeft op het toekomstige aandelenrendement en evenmin op de premiehoogte na 2040. De verhouding tussen aandelen en vastrentend is over de hele projectieperiode 50%. De keuze van een hogere rente vanaf 2040 moet niet worden gezien als een rentevoorspelling maar als een prudente veronderstelling; zo gaat de Europese Commissie in haar lange termijn Debt Sustainability Monitor 2020 uit van 2% reële rente tegen 0,8% hier.

Vermogensvorming en solvabiliteit en dekkingsgraad naar 2060

Voor de toekomstprojectie veronderstellen we het premiepercentage van 2020 constant. De aanvullende pensioenuitkeringen zijn gekoppeld aan de demografische volumeontwikkeling en prijsstijging. In tegenstelling tot het vaste AOW-bedrag wijken de uitkeringen van de verschillende jaargangen gepensioneerden van elkaar af waardoor de nominale uitkeringen meer kunnen stijgen dan de prijsindexatie. In ons basisscenario wordt verder volledige prijsindexatie toegepast. Grafiek 2 laat de premies, uitkeringen en het saldo daartussen zien tussen 1970 en 2060.

De reële groei van de premies en uitkeringen neemt geleidelijk af door de demografische ontwikkelingen. Tegen het einde van de projectieperiode convergeren beide grootheden naar een reële groei rond 1 procent per jaar. De verhouding tussen premies en uitkeringen heeft grote invloed op de hoogte van de solvabiliteitsratio.

Figuur 2. Premies en aanvullende pensioenuitkeringen en saldo als percentage van de premies, 1970 – 2060; (grijs gebied realisatiecijfers)



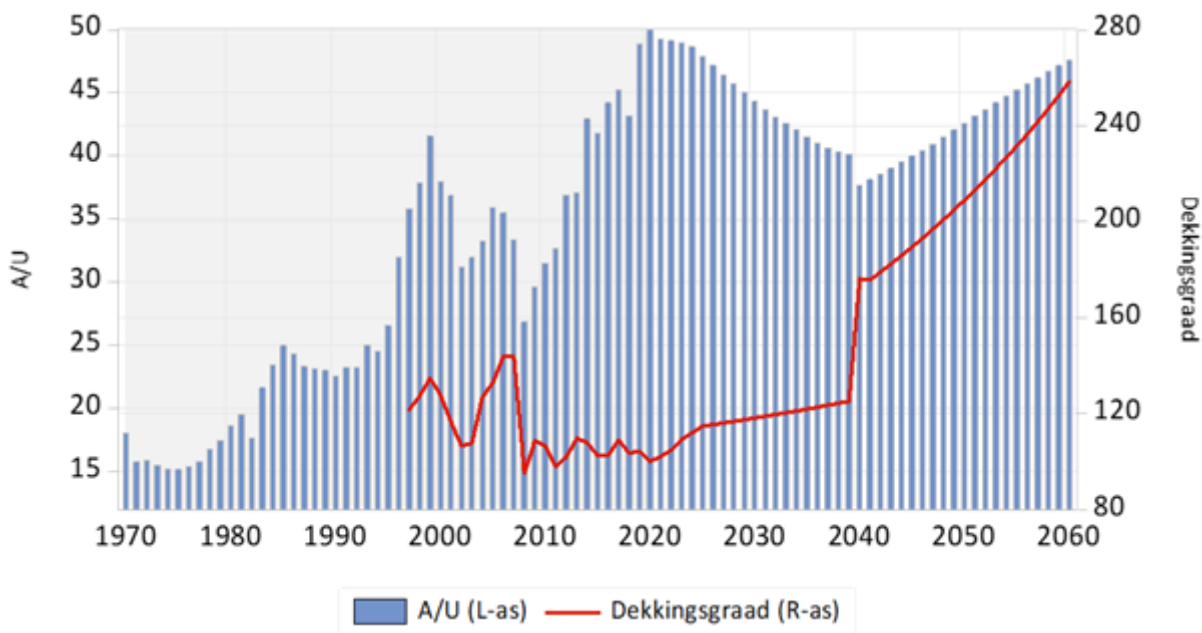
Het negatieve saldo van premies en uitkeringen in de jaren negentig van de vorige eeuw is met name veroorzaakt door de gunstige rendementen en politieke druk om de pensioenvermogens te belasten. De consequentie van de hoge FTK-premiestelling van 2020 is dat in deze projectieperiode, ondanks de vergrijzingspiek, de premies en uitkeringen ongeveer in balans zijn. Mogen we dan eigenlijk nog van kapitaaldekking spreken of is meer sprake van en verborgen omslagregeling? Het historisch opgebouwde vermogen blijft onaangepast en groeit verder. Dit zien we terug in de toename van de solvabiliteitsratio naar 2060. Grafiek 3 geeft de uitkomsten hiervan: de gerealiseerde cijfers voor de solvabiliteitsratio in 1970 bedraagt rond 15 en loopt op naar 50 in 2020. In de tussenliggende jaren, met name na 2000 is de terugval veroorzaakt door de internetbubble (2001) en de financiële crisis rond 2008. In de prognoseperiode daalt de ratio weliswaar, gegeven de zeer lage rendementsveronderstellingen tot 2040, maar het hoge startniveau van 50 biedt veel ruimte om boven het kritische niveau te blijven.

Bij de dekkinggraad van het FTK draait alles om de rente en die geeft een te somber beeld over de betaalbaarheid als de rente erg laag is en een te optimistisch bij zeer hoge rentes.

De dip in A/U in 2040 wordt verklaard door de veronderstelde rentestijging met 2,5%-punt waardoor initieel de vastrentende waardenportefeuille daalt. Er is geen rentehedge verondersteld waardoor geen negatieve vermogenseffecten optreden als gevolg van deze rentestijging (we

komen in de onzekerheidsvarianten hierop terug). De projectieperiode start en eindigt met een solvabiliteitsratio ver boven de minimumwaarde.

Figuur 3: Solvabiliteitsratio (A/U) en Dekkingsgraad. 1970 – 2060.



Ter illustratie van de verschillen tussen ons stuurinstrument en die van het FTK hebben we ook de dekkingsgraad van het huidige FTK doorgerekend (grafiek 3). Door de daling van de rente sinds de financiële crisis is de dekkingsgraad in een duikvlucht geraakt. De dekkingsgraad ligt in 2020 rond een gemiddeld niveau van 100. De negatieve bijdrage van verder dalende rente op de verplichtingen lijkt voorbij, tenzij monetaire maatregelen de nominale rente nog dieper in het negatieve kwadrant drukken, maar structureel gaan we daar niet van uit. Rond 2025 zal de dekkingsgraad, bij uitblijven van ernstige verstoringen op de financiële markten, een niveau van 115 kunnen bereiken. De rentegevoeligheid van het huidige pensioenstelsel zien we terug in 2040 met de rentesprong van 2,5%-punt waardoor de dekkingsgraad met 50% punt verbetert.

Onze solvabiliteitsratio A/U kijkt naar gerealiseerde grootheden en vergelijkt die met een kritische minimumwaarde. Het FTK gebruikt een prospectieve waardering via renteverwachtingen. Bezien over de gehele projectieperiode zien de resultaten van beide stelsels er niet slecht uit; de financierbaarheid is geen probleem. Bij de dekkingsgraad van het FTK draait alles om de rente en die geeft een te somber beeld over de betaalbaarheid als de rente erg laag is en een te optimistisch bij zeer hoge rentes.

In ons stelsel worden de resultaten niet naar voren gehaald, de middelen zijn aanwezig. In het FTK-stelsel worden de middelen pas toegerekend aan de deelnemers wanneer de waardering van de verplichtingen lager is dan het vermogen. Bij een zeer lage rente is dat pas in de verre toekomst. Het pensioenstelsel is daarmee voor zijn pensioenresultaten helemaal afhankelijk gemaakt van de renteniveaus op de financiële markten.

Onzekerheden

De grootste onzekerheden op langere termijn zitten volgens ons aan de kant van inflatie en (reële) rendement. In tabel 1 presenteren we deze en andere onzekerheidsuitkomsten op de oude CPB-manier in afwijkingen ten opzichte van de hierboven weergegeven basisprojectie 2060.

De onzekerheidsvarianten laten zien dat de solvabiliteitsratio A/U nergens in de gevarenzone komt. Een prijsstijging die niet doorwerkt op de financiële markten maar wel op de lonen brengt deze ratio evenwel op een niveau dat aandacht vraagt (variant 3). Als de hogere inflatie echter geheel of gedeeltelijk doorwerkt op de nominale rente en aandelenrendementen zal uiteindelijk de ratio weer naar het basisscenario kunnen tenderen. Dit zien we door de drie onzekerheidsvarianten te combineren, waarbij variant 2 moet worden gelezen als een stijging van de aandelenkoersen en de mutatie het omgekeerde teken heeft. Mocht de doorwerking zich in werkelijkheid niet voordoen, dan kunnen beheersinstrumenten de financiële uitkomst in goede richting duwen. Daar is dan nog alle tijd voor.

De beleggingsvarianten 4 en 5 van tabel 1 illustreren de grote impact van meer of minder aandelen. Die allocatie krijgt in deze projectieperiode met de zeer lage rente in het basispad extra gewicht. Beleggen in aandelen betekent dat de jaarlijkse resultaten fors kunnen variëren. In een *collectief* pensioenstelsel kunnen deze tamelijk eenvoudig door middeling over de tijd worden opgevangen. In het *individueel* stelsel van het Pensioenakkoord is dat veel lastiger en voor ouderen vrijwel onmogelijk. Over de hele levenscyclus gezien ligt – zo verwachten wij - het percentage aandelen substantieel lager dan in de basisprojectie. Varianten 4 en 5 geven een indicatie van de mogelijke spreiding van uitkomsten tussen een collectief en individueel stelsel: dit heeft effect op de pensioenresultaten en de hoogte van de premie.

Variant 6 illustreert de uitruilmogelijkheid tussen meer rendement en minder premie. De betaalbaarheid van kapitaalgedekte pensioenen bij het FTK legt bij de huidige lage rente een grote last op het beschikbare inkomen van werknemers. De meest voor de hand liggende weg is het nemen van meer risico. Indien we het percentage aandelen bijvoorbeeld verhogen van 50 naar 67%, zou dit resulteren in een structureel hoger totaalrendement tussen 0,75 en 1%-punt. Dat correspondeert met een premieverlaging van ruwweg een derde. Ook de kritische waarde voor A/U kan omlaag doordat kan worden uitgegaan van een hoger structureel rendement; zij het dat het in het licht van het hogere percentage aandelen wellicht prudent is als een soort buffer een hogere ondergrens voor solvabiliteit te hanteren.

In een collectief stelsel kunnen financiële uitslagen evenwichtig worden verdeeld en eventueel worden uitgesmeerd in de tijd. Dit is niet mogelijk in het nieuwe stelsel, ook niet met de reservepot.

Onder het FTK is het extra afdekken van renterisico populair omdat bij een rentedaling dan compensatie wordt verkregen voor de stijging van de marktwaardering van de verplichtingen. Buiten het FTK-kader is dit echter een gok op een verdere rentedaling die verkeerd uitpakt als de rente een structurele stijging laat zien. Dan zal het omgekeerde plaatsvinden: 6 uitkeringsjaren aan vermogen verdwijnt als de rente 2,5%- punt stijgt en een derde van de marktwaarde van de verplichtingen is afgedekt (variant 7).

Tabel 1. Onzekerheidsvarianten (aandelenrendement is in alle gevallen gelijk gehouden).

	Onzekerheidsvarianten (tussen haakjes ten opzichte van basisscenario)	(A/U) in 2060
0	Basisscenario	47
<i>Onzekerheidsvarianten</i>		
1	Nominale rente 1%-punt hoger	55 (8)
2	Aandelenrendement 1%-punt lager	39 (-8)
3	Lonen en prijzen 1%-punt hoger	31(-16)
<i>Beleidsvarianten</i>		
4	2/3 aandelen; 1/3 vastrentend	64 (17)
5	1/3 aandelen; 2/3 vastrentend	35 (-12)
6	30% korting op premies in combinatie met 2/3 aandelenallocatie	47 (0)
7	Extra afdekking van renterisico (33%)	41 (-6)

Beheersbaarheid, enkele overwegingen

De toekomst is fundamenteel onzeker. Het is dus zaak vooraf goed na te denken over de beheersbaarheid: welke instrumenten zijn beschikbaar? De voor de hand liggende en verstandige keuze is om het aanvullende pensioenstelsel robuuster te maken door meer omslag. Daarvoor hebben we eerder gepleit. In het kader van dit artikel gaan we daar niet verder op in.

Om vertrouwen in het stelsel van kapitaaldekking te houden, zal tijdig moeten worden ingegrepen als tegenvallers zich aandienen. Hier een voorbeeld. Stel dat we geconfronteerd worden met een blijvende verlaging van het verwachte rendement met 1 procent-punt. De effecten daarvan zijn groot, de kritische ondergrens waaraan we A/U toetsen gaat omhoog. Het benodigde vermogen per euro uitkering neemt dus toe. Dat moeten we terugzien in de hoogte van de benodigde, kostendekkende, premie. Het collectief stelsel geeft de mogelijkheden om deze daling op te vangen namelijk een verhoging van het premieniveau gelijktijdig met een verlaging van de op te bouwen pensioengrondslag en uitkeringsniveau. De pijn wordt zoveel mogelijk gelijkelijk verdeeld; dit zogenaamde Musgrave criterium blijkt in uitvoering zeer effectief: door de verlaging van het uitkeringsniveau (U) neemt de ratio A/U toe. In combinatie met een verhoging van de premies neemt ook de bijdrage van de premies aan het vermogen toe. Bij dit veronderstelde structureel lagere rendement is een premieverhoging met rond 12% en een verlaging van het uitkeringsniveau met eenzelfde percentage nodig. In een collectief stelsel kunnen financiële uitslagen evenwichtig worden verdeeld en eventueel worden uitgesmeerd in de tijd. Dit is niet mogelijk in het nieuwe stelsel, ook niet met de reservepot.

Conclusie

Het pensioenstelsel blijft naar onze overtuiging financieerbaar. Een vermogen van 50 uitkeringsjaren in 2020 illustreert dat de maatregelen sinds de financiële crisis zijn doorgeschooten. De hoge 'kostendekkende' premie van het FTK leidt tot hoge oppotting en dat kan niet het doel zijn van pensioenfondsen. Nederland is met zijn hoge pensioenvermogen kwetsbaar, niet alleen vanwege de inherente instabiliteit van de financiële sector op korte termijn (WRR), maar vooral

omdat het structureel rendement op lange termijn fundamenteel onzeker is. Feitelijk creëert FTK onder de huidige renteomstandigheden en huidige vergrijzingscijfers meer dan een omslagstelsel door de zeer hoge kostendekkende premies.

Het risicodraagvlak van een hogere allocatie naar zakelijke waarden past in een collectief stelsel maar niet in een individueel pensioenstelsel dat op een life cycle gebaseerd beleggingsmodel is gebaseerd.

Kapitaaldekking is afhankelijk van de grillen van de markten, maar het collectieve pensioensysteem kan zich daartegen redelijk goed beschermen, onder de simultane voorwaarde dat er voldoende liquiditeit is om de uitkeringen te kunnen financieren - en te waarborgen dat uitkeringen in de toekomst ook beschikbaar zijn door ex ante stuurinstrumenten af te spreken gekoppeld aan ons voorgestelde solvabiliteitscriterium. Daarbij is het premie- en uitkeringsinstrument uitermate krachtig. Een stelsel met individuele rekeningen ontbeert deze stuurinstrumenten. De pensioenresultaten voor de verschillende generaties kunnen daardoor sterk verschillen. Dat lijkt ons moeilijk uit te leggen voor de bestuurders van pensioenfondsen.

Tenslotte, een structureel hoger rendement is mogelijk als de rente weer op een hoger niveau komt. Wij zijn echter niet optimistisch over de hoogte van de reële rente. Het is daarom van belang dat geprofiteerd wordt van het hogere rendement op aandelen. Het risicodraagvlak van een hogere allocatie naar zakelijke waarden past in een collectief stelsel maar niet in een individueel pensioenstelsel dat op een life cycle gebaseerd beleggingsmodel is gebaseerd. Pensioenen worden daardoor onnodig duur wat weer bijdraagt aan de roep om verdere inperking van het collectief pensioen.

Het Pensioenakkoord is een compromis van polderonderhandelaars met een zeer gecompliceerde regelgeving en uitvoering. We weten uit andere voorbeelden welke gevolgen dat kan hebben. Ons voorstel is minder complex, meer toekomstvast en biedt uitzicht op een beter pensioenresultaat.

Literatuur

Europese Commissie, *Debt Sustainability Monitor 2020*, Institutional Paper 143, februari 2021.

Frijns, J., J. Mensonides en A. van Nunen, *Toevoeging van omslag maakt kapitaalgedekt pensioen stabiel*, ESB 4785, 2020.

Frijns, J., J. Mensonides, *Pensioenakkoord is in deze vorm beslist niet toekomstvast*, Mejudice, augustus 2020.

Vandenbroucke, F., *Collectiviteit, solidariteit, en zekerheid in het pensioenakkoord*, advies aan de minister van SZW, juni 2020.

WRR, *Samenleving en financiële sector in evenwicht*, WRR Rapport 96, 2016.

Te citeren als

Jelle Mensonides, Jean Frijns, "De toekomstvastheid van ons pensioenstelsel", ***Me Judice*** (<https://www.mejudice.nl/>), 17 mei 2021.

Copyright

De titel en eerste zinnen van dit artikel mogen zonder toestemming worden overgenomen met de bronvermelding **Me Judice** (<http://www.mejudice.nl/>) en, indien online, een link naar het artikel. Volledige overname is slechts beperkt toegestaan. Voor meer informatie, zie onze **copyright richtlijnen** ([/overig/copyright](#)).

Afbeelding

Door '**Marco Verch** (<https://www.flickr.com/photos/149561324@N03/>)' **OOK OP ME JUDICE**

De transitie naar een kenniseconomie ...	De coronacrisis raakt EU-landen met hoge ...	Laag-hoog pensioen bevoordeelt ...	Vijf opties beschikbaar
3 maanden geleden	één maand geleden • 1 reactie	2 maanden geleden • 1 reactie	2 maanden
Nederland moet meer in R&D investeren. Dat is hard nodig, maar is ...	Vorig jaar ondergingen de EU-lidstaten met de hoogste overheidsschuld de ...	Door slimme beslissingen te maken kunnen mensen met een hoge ...	Minder beschikbaar kan drank

Auteurs



Jelle Mensonides (<https://www.mejudice.nl/auteurs/detail/jelle-mensonides>)

Oud-directeur ABP Vermogensbeheer



Jean Frijns (<https://www.mejudice.nl/auteurs/detail/jean-frijns>)

VU Amsterdam

Gerelateerde artikelen



Pensioen is meer dan je maandelijkse pensioen

(<https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/pensioen-is-meer-dan-je-maandelijkse-pensioen>)

In hoeverre staan deelnemers van pensioenfondsen centraal?

(<https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/pensioen-is-meer-dan-je-maandelijkse-pensioen>)



Pensioenakkoord is in deze vorm beslist niet toekomstvast
(<https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/pensioenakkoord-is-in-deze-vorm-beslist-niet-toekomstvast>)

Deze beschouwing laat zien dat de onderbouwing voor de voorgestelde stelselwijziging mager is.

(<https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/pensioenakkoord-is-in-deze-vorm-beslist-niet-toekomstvast>)



Pensioenakkoord zorgt niet voor beter pensioenstelsel
(<https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/pensioenakkoord-zorgt-niet-voor-beter-pensioenstelsel>)

Door akkoord dreigt een vertrouwensbreuk en daaropvolgend een wilde vlucht uit het vigerende pensioensysteem.

(<https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/pensioenakkoord-zorgt-niet-voor-beter-pensioenstelsel>)



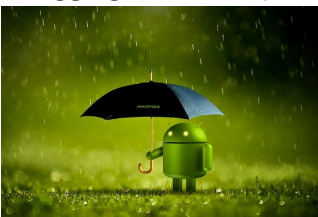
Pensioenen: Beter ten halve gekeerd, dan ten hele gedwaald
(<https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/pensioenen-beter-ten-halve-gekeerd-dan-ten-hele-gedwaald>)

(<https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/pensioenen-beter-ten-halve-gekeerd-dan-ten-hele-gedwaald>)



Pensioenregelgeving moedigt risicozoekend beleggingsbeleid aan
(<https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/pensioenregelgeving-moedigt-risicozoekend-beleggingsbeleid-aan>)

(<https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/pensioenregelgeving-moedigt-risicozoekend-beleggingsbeleid-aan>)



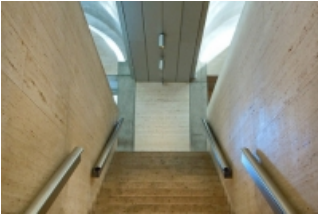
Pensioengeld geen firewall tegen buitenlandse overnames
(<https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/pensioengeld-geen-firewall-tegen-buitenlandse-overnames>)

(<https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/pensioengeld-geen-firewall-tegen-buitenlandse-overnames>)



Pensioenadvies SER blind voor ongelijkheid
(<https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/pensioenadvies-ser-blind-voor-ongelijkheid>)

(<https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/pensioenadvies-ser-blind-voor-ongelijkheid>)



Pensioenfondsen leggen kostenstijgingen niet uit

<https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/pensioenfondsen-leggen-kostenstijgingen-niet-uit>

<https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/pensioenfondsen-leggen-kostenstijgingen-niet-uit>



Pensioenfondsen eten tot een kwart van jaarlijkse premiebetalingen op

<https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/pensioenfondsen-eten-tot-een-kwart-van-jaarlijkse-premiebetalingen-op>

<https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/pensioenfondsen-eten-tot-een-kwart-van-jaarlijkse-premiebetalingen-op>



Pensioenfondsen zijn goed in staat zelf te beleggen in vastgoed

<https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/pensioenfondsen-zijn-goed-in-staat-zelf-te-beleggen-in-vastgoed>

<https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/pensioenfondsen-zijn-goed-in-staat-zelf-te-beleggen-in-vastgoed>



Pensioenkorting ouderen is geen structurele oplossing

<https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/pensioenkorting-ouderen-is-geen-structurele-oplossing>

<https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/pensioenkorting-ouderen-is-geen-structurele-oplossing>



Pensioenfondsen blijven aantrekkelijk voor jongeren

<https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/pensioenfondsen-blijven-aantrekkelijk-voor-jongeren>

<https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/pensioenfondsen-blijven-aantrekkelijk-voor-jongeren>



Pensioenakkoord bevat fundamenteel misverstand tussen waardering en rendement (<https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/pensioenakkoord-bevat-fundamenteel-misverstand-tussen-waardering-en-rendement>)

<https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/pensioenakkoord-bevat-fundamenteel>

[misverstand-tussen-waardering-en-rendement\)](#)



[Pensioenpremie kan prima omhoog](#)

<https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/pensioenpremie-kan-prima-omhoog>

<https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/pensioenpremie-kan-prima-omhoog>



[Pensioenakkoord een kat in de zak voor jonge werknemers](#)

<https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/pensioenakkoord-een-kat-in-de-zak-voor-jonge-werknemers>

<https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/pensioenakkoord-een-kat-in-de-zak-voor-jonge-werknemers>



[Pensioenakkoord getuigt van moed](#)

<https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/pensioenakkoord-getuigt-van-moed>

<https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/pensioenakkoord-getuigt-van-moed>



[Pensioenen met eenvoudige ingreep weer toekomstbestendig](#)

<https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/pensioenen-met-eenvoudige-ingreep-weer-toekomstbestendig>

<https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/pensioenen-met-eenvoudige-ingreep-weer-toekomstbestendig>



[Pensioenfondsen gematigd positief, maar stijgende levensverwachting groot risico](#) <https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/pensioenfondsen-gematigd-positief-maar-stijgende-levensverwachting-groot-risico>

<https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/pensioenfondsen-gematigd-positief-maar-stijgende-levensverwachting-groot-risico>



Pensioenfondsen moeten hun kans grijpen

<https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/pensioenfondsen-moeten-hun-kans-grijpen>

<https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/pensioenfondsen-moeten-hun-kans-grijpen>



Pensioenen en AOW geen onderwerp voor de SER

<https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/pensioenen-en-aow-geen-onderwerp-voor-de-ser>

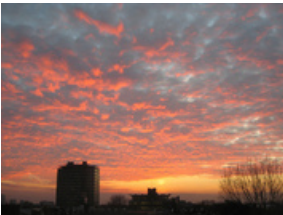
<https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/pensioenen-en-aow-geen-onderwerp-voor-de-ser>



Pensioenleeftijd naar 67 lost huidige crisis niet op

<https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/pensioenleeftijd-naar-67-lost-huidige-crisis-niet-op>

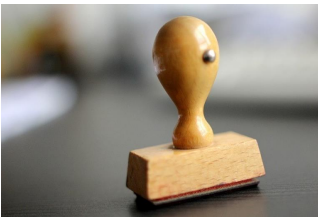
<https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/pensioenleeftijd-naar-67-lost-huidige-crisis-niet-op>



Pensioentoezichthouder DNB moet zijn meetinstrumenten aanpassen

<https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/pensioentoezichthouder-dnb-moet-zijn-meetinstrumenten-aanpassen>

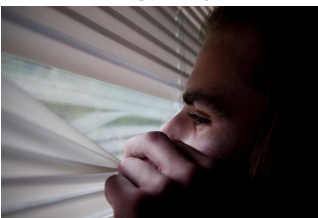
<https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/pensioentoezichthouder-dnb-moet-zijn-meetinstrumenten-aanpassen>



Pensioenrechten: Niet afstempelen!

<https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/pensioenrechten-niet-afstempelen>

<https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/pensioenrechten-niet-afstempelen>



Pensioenpaniek is te wijten aan nieuwe toetsingsregel

<https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/pensioenpaniek-is-te-wijten-aan-nieuwe-toetsingsregel>

<https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/pensioenpaniek-is-te-wijten-aan-nieuwe-toetsingsregel>