

Discussie over inrichting collectieve contracten is nog niet voorbij

De keuze in het pensioenakkoord om vast te houden te houden aan het collectieve stelsel is een stap vooruit in de pensioendiscussie. De volgende stap is om de huidige praktijk van het delen van beleggingsrisico's tussen generaties in de nieuwe collectieve contracten te formaliseren – en niet overboord te zetten.

IN HET KORT

- Risicodeling tussen generaties levert een potentiële welvaarts-winst van ruwweg honderd miljard op.
- Deze intergenerationale risicodeling lijkt overboord te gaan door niet goed doordachte voorwaarden in het Regeerakkoord.

COEN TEULINGS

Hoogleraar aan de Universiteit Utrecht

Afgelopen voorjaar bereikten het kabinet en sociale partners na jaren van moeizame onderhandelingen een pensioenakkoord. Dit leek goed nieuws, vooral voor het vertrouwen in de instituties. Het pensioenakkoord verschaftte duidelijkheid over de pensioenleeftijd. Het stapte bovendien af van de overgang naar een individueel stelsel. Dat is een verbetering, omdat met collectieve contracten een grote potentiële welvaarts-winst kan worden gerealiseerd (Lever en Michielsen, 2016; Teulings, 2018; Bovenberg en Teulings, 2019). Bijna tegelijkertijd kwam ook de Commissie Parameters (2019) onder voorzitterschap van Jeroen Dijsselbloem met een rapport. De parameters zoals vastgesteld in dit rapport, zijn aan de zuinige kant, maar zeker verdedigbaar. De echte discussie – over de inrichting van collectieve contracten – werd echter vooruitgeschoven.

Van het aanvankelijke optimisme over het bereikte pensioenakkoord is als gevolg van de dreigende kortingen op de pensioenen inmiddels weinig meer over. De discussie over de inrichting van de collectieve contracten wordt daarmee extra belangrijk: als gekozen wordt voor het delen van beleggingsrisico's tussen generaties, kan welvaarts-winst worden gerealiseerd waardoor kortingen minder snel nodig zijn.

Intergenerationale risicodeling

Het drama van het huidige maatschappelijke pensioen-debat is dat het zich heeft verengd tot een verdelingsvraagstuk. De één vindt dat ouderen een greep in de kas doen van jongeren, terwijl de ander met evenveel recht het omge-

keerde claimt. De relevante discussie gaat niet over de *verdeling* maar over de *doelmatigheid*: hoe kan het stelsel zo worden ingericht dat de best mogelijke combinatie van risico en rendement wordt gerealiseerd?

Door het beleggingsrisico zoveel mogelijk in het begin van de levensloop van deelnemers te leggen, verbetert de afweging tussen risico en rendement: een hoger rendement bij gelijkblijvend risico. Het risico moet zelfs zozeer in het begin van de levensloop worden geconcentreerd dat het pensioenfonds voor jongeren geld leent om het in aandelen te beleggen, zelfs al voordat zij feitelijk tot het fonds zijn togetreden. Bij gelijkblijvend risico's wordt zo meer rendement gehaald, enerzijds door risico's te spreiden over een zo lang mogelijke periode, anderzijds door deelnemers op jonge leeftijd meer risico te laten dragen, zodat tegenvallers kunnen over een langere periode kunnen worden uitgesmeerd en deelnemers er op latere leeftijd van kunnen worden gevrijwaard.

De huidige verdelingsconflicten tussen generaties vallen in het niet bij de potentiële welvaarts-winst die kan worden gerealiseerd met een betere spreiding van het risico over de levensloop. Die welvaarts-winst ligt in de orde van grootte van tien procent van het arbeidsinkomen per jaar (kader 1), ofwel een contante waarde in de orde van grootte van honderd miljard.

Over de berekeningswijze van de potentiële welvaarts-winst bestaat geen meningsverschil tussen experts als Lans Bovenberg, Ilja Boelaars en Roel Mehlkopf en mijzelf. Zij zijn het er ook over eens dat die berekening om diverse redenen te simpel is; Bovenberg en Teulings (2019) geven van die redenen een overzicht. De verschillen van inzicht gaan over de vraag welke redenen het zwaarst wegen. Daarom sprak ik steeds over een *potentiële* welvaarts-winst. Soms leiden meer realistische veronderstellingen ertoe dat de welvaarts-winst kleiner wordt – bijvoorbeeld indien er rekening gehouden wordt met de onzekerheid van het toekomstige arbeidsinkomen van een generatie. In andere gevallen leiden ze er juist toe dat het risico nog meer geconcentreerd moet worden aan het begin van de levensloop, waardoor de winst groter wordt – bijvoorbeeld wanneer rekening gehouden wordt met de fluctuaties in volatiliteit op beurs.

Bovendien kan een pensioenfonds alleen beleggen in naam van zijn jongere en toekomstige deelnemers als er een pensioenplicht is. Ook dit leidt tot een terechte discussie: is de verplichtstelling hiervoor voldoende sluitend? Welke

grenzen stellen de onvermijdelijke gaten in de verplichtstelling aan de mate waarin pensioenfondsen risico kunnen concentreren aan het begin van de levensloop?

Vanwege het grote maatschappelijke belang voor zowel gepensioneerden als werkenden zou de eerste prioriteit moeten zijn om beter zicht te krijgen op de omvang van de *potentiële* welvaartswinst. Het valt daarom moeilijk te begrijpen waarom Netspar, het centrum voor het onderzoek naar het pensioenstelsel, geen verder onderzoek naar dit vraagstuk wil doen.

Het pensioenakkoord laat de hoofdvraag over de inrichting van risicodeling tussen generaties onbeantwoord

Risicodeling is niets nieuws

Intergenerationele risicodeling is overigens niets nieuws. Impliciet hanteren pensioenfondsen dit soort principes al ruim twintig jaar. Neem het begrip “inhaalpremie”: een premie die alle deelnemers moeten betalen om tegenvallers uit het verleden weg te werken, zoals na de dotcom-crisis. Daarmee zijn nieuwe deelnemers dus mede aangeslagen voor de slechte beleggingsresultaten uit het verleden. Impliciet belegden pensioenfondsen dus al voor toekomstige generaties. Nu het pensioenstelsel geleidelijk volgroeid raakt en de premie-inkomsten niet langer veel hoger zijn dan de pensioenuitkeringen voldoen deze impliciete principes niet meer. Er is simpelweg minder ruimte om later nog fouten te corrigeren. De uitgangspunten moeten daarom worden geëxpliciteerd. Bij alle frustraties en onzekerheid die het pensioendebat de afgelopen jaren heeft opgeleverd, is dit een belangrijke winst.

Niet overboord zetten

In feite wordt intergenerationele risicodeling dus al toegepast. Wat nu echter dreigt is dat door een aantal niet goed doordachte randvoorwaarden uit het Regeerakkoord die risicodeling in de toekomst onmogelijk wordt en de *potentiële* welvaartswinst van ruwweg honderd miljard verloren gaat. Zo worden de voordelen van solidariteit tussen generaties drastisch beperkt door de hersteltermijn voor het vermogen van pensioenfondsen te maximeren op tien jaar – die voordelen nemen namelijk kwadratisch toe met de lengte van de hersteltermijn. Bovendien maakt de vereiste dat buffers niet negatief mogen zijn, risicodeling tussen generaties onmogelijk. Bij intergenerationele risicodeling beginnen nieuwe generaties deelnemers doorgaans met een positieve buffer, maar soms is hij tijdelijk negatief, zoals het eerder genoemde voorbeeld van de dotcom-crisis laat zien. Dat is het kenmerk van risicodeling: gemiddeld genomen profiteert iedereen, maar bij tegenvallers moet ook ieder-

Risicodeling heeft grote meerwaarde

KADER 1

Ik volg het cijfervoorbeeld in Bovenberg en Teulings (2019). Theoretisch moet een deelnemer voor een optimaal resultaat steeds twintig procent van zijn totale vermogen – het toekomstige arbeidsinkomen plus het pensioenvermogen – beleggen in aandelen. Aan het begin van de levensloop is het vermogen het hoogst – op dat moment nog volledig vastgelegd in het toekomstig arbeidsinkomen. Daarom moet er dan veel in aandelen worden belegd. De gemiddelde looptijd van die beleggingen is 30 jaar met een risicopremie van 4 procent die wordt gerealiseerd over de 20 procent die in aandelen is belegd. Dat levert een extra rendement van $30 \times 4 \times 20 = 24$ procent van het totale vermogen.

De theorie laat zien dat ruwweg de helft daarvan de kosten van extra risico zijn. Van de resterende 12 procent kan een deel ook gerealiseerd worden zonder dat er voor jongere deelnemers geleend wordt. Dat moet dus niet worden meegenomen. Tegelijkertijd laat die 12 procent de winst van risicospreiding vóór toetreding tot het pensioenfonds buiten beschouwing. Die moet worden bijgeteld. Per saldo resulteert dit in een welvaartswinst van 10 procent van het totale vermogen. Hier zit de crux die in veel discussiebijdragen over het hoofd is gezien: het extra rendement heeft betrekking op het totale vermogen aan het begin van de levensloop, dat is ruwweg zes keer zo hoog als het gemiddelde pensioenvermogen.

een bijdragen. Willen we van de welvaartswinst van risicodeling profiteren, dan moet de buffer dus ook negatief kunnen zijn.

Mede vanwege deze niet goed doordachte randvoorwaarden in het Regeerakkoord, zal de uitwerking van het collectieve contract de komende jaren het uiterste vragen van de politieke wendbaarheid van het kabinet, en van de minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid in het bijzonder. Inmiddels is duidelijk geworden dat het kabinet kortingen bij de pensioenen wil vermijden. Die wendbaarheid zal dus worden aangesproken. Honderd miljard euro is simpelweg teveel geld om zomaar in de Noordzee te gooien.

Literatuur

- Commissie Parameters (2019) *Samenvatting advies Commissie Parameters, te vinden op www.rijksoverheid.nl.*
- Bovenberg, A. en C. Teulings (2019) *Waarover wij het eens en oneens zijn in de pensioendiscussie*. ESB, 104(4771), 126–129.
- Lever, M. en T. Michielsen (2016) *Welvaartswinst van risicodeling en renteafdekking bij pensioen*. CPB Notitie, 28 november.
- Teulings, C. (2018) *Geen goed pensioen zonder intergenerationele verzekering*. ESB, (103)4762, 258–261.