

Online After Lunch Werkgroepbijeenkomst: Houdbaarheid pensioenen bij lage rente

Presentatie door Casper van Ewijk

Op basis van CPB/Netspar onderzoek door Bert Smid, Casper van Ewijk, Lex Meijdam, Nicoleta Ciurila, Adam Elbourne, Douwe Kingma, Rob Luginbuhl en Rutger Teulings, *te verschijnen in juli 2020*

Inhoud

- Lagere rente en rendement pensioenfondsen
- Gevolgen voor optimale pensioenambitie
- Gevolgen voor mix pensioenpijlers
- Alternatieve vormen van omslagfinanciering van pensioenen
- Conclusies

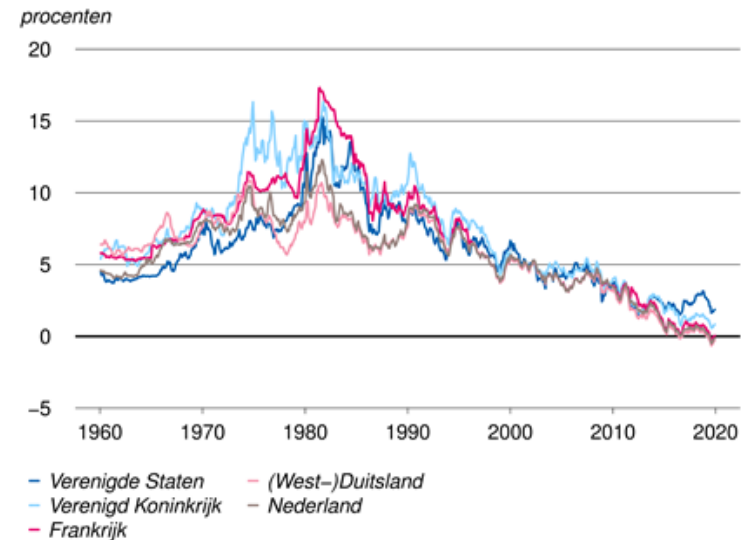
Nominale rente is flink gedaald

Oorzaken complex maar meest structureel

- Demografie
- Lagere inflatie(verwachtingen)
- Lagere productiviteitsgroei

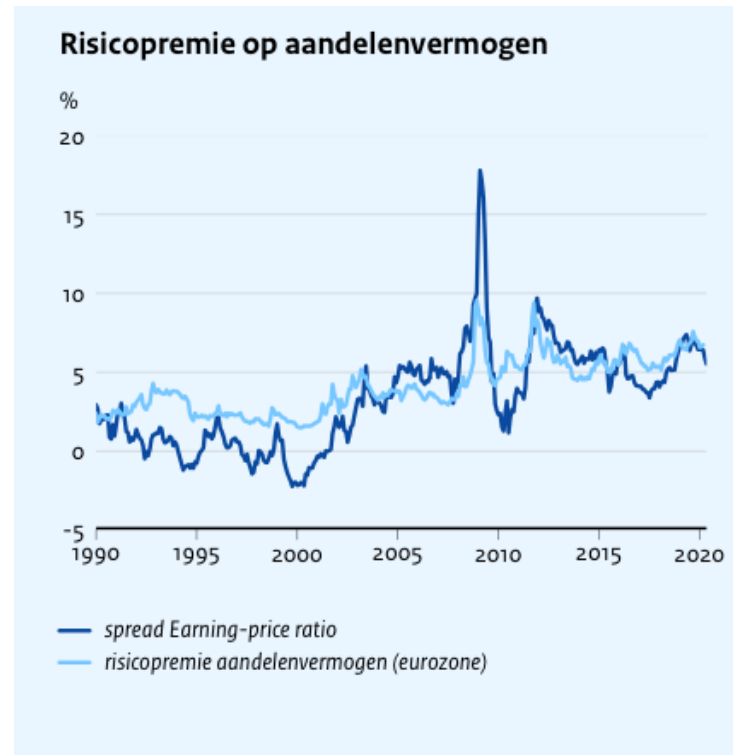
- Ook reële rente gedaald

Rente op 10-jaars staatsobligaties



Te verwachten aandelenrendement onzeker, maar lijkt minder gedaald dan de rente

- Beweging risicopremie lijkt daling rente enigszins te verzachten (CPB, 2020a)
- Risicopremie bepaald door:
 - Mate van risico
 - Prijs van risico
 - *Onderscheid prijs risico en hoeveelheid risico (of perceptie) moeilijk te maken*



Rendement, loongroei en dekkingsgraden

- Rendement bepaalt opbrengst pensioenfondsen
 - Inclusief risico
- Uitkering omslagstelsel kan gekoppeld worden aan loongroei
 - Inclusief loongroei risico
- Rentetermijnstructuur van de risicovrije rente (RTS) is belangrijk voor dekkingsgraden pensioenfondsen

Rekening houden met lager rendement

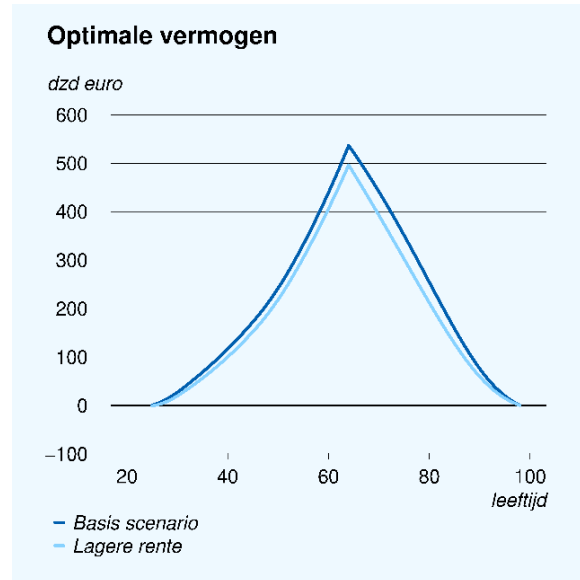
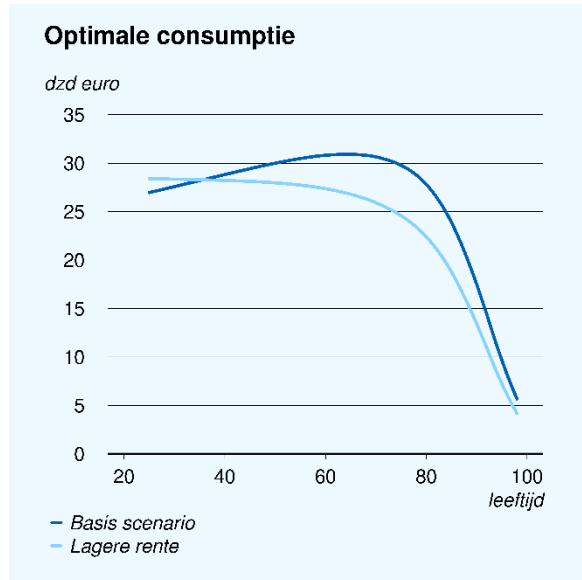
- Toekomstig rendement onzeker
 - Markten verwachten dat risicovrije rente laag blijft
 - Prijs van risico zou iets gestegen kunnen zijn, maar is onzeker en naar verwachting onvoldoende om totale rendement op peil te houden.
- Goed om rekening te houden met de mogelijkheid van lager beleggingsrendement pensioenfondsen
- Lagere rendement leidt tot lagere pensioenen (ceteris paribus)

Gevolgen voor optimale pensioenambitie

- Bij een lager rendement leert de theorie om de pensioenambitie (beschikbaar inkomen na pensioen) neerwaarts bij te stellen (substitutie-effect).
- en meer te investeren in menselijk kapitaal
- Effect op gewenste besparingen (premies) onzeker:
 1. Substitutie-effect: —
 2. Inkomenseffect: +
 3. Vermogenseffect: —

Kwantitatieve analyse o.b.v. levensloopmodel met NL data (CPB, 2020b)

Consumptie en vermogen over de levensloop bij 1%-punt lager rendement



Lagere consumptie, vooral op oudere leeftijd

- Hogere besparingen tijdens werkend leven
- Door lager rendement 7% lager vermogen bij pensionering

NB. berekend zonder alternatief van investeren in menselijk kapitaal en met vaste pensioen leeftijd

Meer modellen voor het pensioenstelsel

Drie pijlers
Wereld Bank 1994

Vijf pijlers
Wereld Bank 2005

Omslag

1e pijler: overheid
uniform basispensioen

0^e pijler: overheid
armoedebestrijding

1^e pijler: overheid
verplichte aanvullende pensioenen
opbouw naar inkomen in verleden (NDC)

Kapitaaldekking

2^e pijler: **privaat collectief**
(quasi-)verplichte aanvullende pensioenen
opbouw naar inkomen uit het verleden

2^e pijler: **privaat collectief**
aanvullende pensioenen (DC)

3^e pijler: **individueel**
vrijwillige besparingen:
individueel maatwerk (sparen)

3^e pijler: **individueel**
vrijwillige besparingen:
individueel maatwerk (sparen)

4^e pijler: **informele**
inkomensondersteuning
toegang tot zorg, wonen e.d.

Vormen van omslagfinanciering

- AOW
 - voor iedereen gelijk
 - afruil verdeling versus nadelige arbeidsmarkteffecten
- aanvullend pensioen via overheid
 - opbouw op basis van inkomensverleden
 - bijv. met 'punten' systeem of '*Notional Defined Contribution*' NDC (Zweeds model): in beide gevallen kan pensioen geïndexeerd worden aan met loonstijging / economische groei
 - incl. delen van rente, langlevensrisico en kortleven risico's
 - betere prikkels voor arbeidsaanbod dan via AOW
 - mogelijk voor alle werkenden
- binnen 2^e pijler, maar begrensd door het discontinuïteitsrisico

Risico-afweging voor de pijlers

- 1e pijler (omslag)
 - waarde vaste / welvaartsvaste pensioenen (DB)
 - gaat gepaard met risico-overdracht tussen generaties en draagt bij aan risicodeling tussen generaties (IGR)
- 2e pijler (kapitaaldekking)
 - onafhankelijk van politiek risico
 - meer financieel risico want (C)DC
 - IGR mogelijk, maar begrensd door discontinuïteitsrisico (en arbeidsmarkteffecten);
 - kapitaalverstrekking via 2^e pijler draagt bij aan economische groei

Balans tussen pijlers afhankelijk van deze risico-afweging (efficiëntie) (Sinn, 2000). Het gaat hier dus om 'portefeuille-keuze' (risico en rendement) en IGR

Omslagfinanciering heeft ook invloed op verdeling tussen generaties

- Bij invoering van een omslaggefinancierd pensioen heeft de 'eerste generatie' een 'windfall' winst: zij ontvangen pensioen zonder daarvoor premies betaald te hebben
- alle navolgende generaties betalen de last van deze overdracht, gelijk aan de annuïteit = $R-G \times \text{overdracht}$ (Sinn, 2000)

Aaron conditie $R-G > 0$

- andere $R-G$ kan tot andere 'optimale' verdeling leiden:
 - **minder** sparen voor de toekomst: lagere $R-G$ maakt het sparen voor toekomstige generaties 'duurder' (en windfall voor eerste generatie 'goedkoper') *substitutie-effect*
 - of juist **meer** sparen: om zelfde bedrag aan volgende toekomstige generaties na te laten moet je meer sparen *inkomenseffect*

Omslaggefinancierd pensioen kan ook zonder herverdeling tussen generaties

- Verandering in balans tussen de pijlers is ook mogelijk zonder herverdeling tussen generaties, bijv. door de premie te gebruiken voor aflossing staatsschuld.
- Het omslaggefinancierde pensioen wordt dan ingevoerd ingaand vanaf de huidige jongeren (zie Van Ewijk en Meijdam, 2020)

De intergenerationele verdeling kan dus los worden gezien van de vraag over efficiënte risicoverdeling en balans tussen de pijlers.

Verdeling is een politieke zaak.

Conclusies

- Goed om rekening te houden met de mogelijkheid van langdurig lagere rendementen
 - Dan ligt lagere optimale pensioenambitie en meer investeren in menselijk kapitaal voor de hand
- De balans tussen de pijlers is vooral een afweging in risicoprofiel (efficiency).
 - Het is niet mogelijk om een uitspraak te doen over waar het optimum in de balans tussen de pijlers ligt.
- Bij de keuze tussen omslag en kapitaaldekking zijn ook andere aspecten (economische groei, arbeidsmarkt, inkomensverdeling) van belang.
- Verschuiving tussen pijlers brengt uitvoeringskosten met zich mee. Door te wachten leren we meer over rendement, loongroei en risico's en de uitwerking van het nieuwe pensioencontract en kunnen we beter geïnformeerde beslissingen nemen.

Literatuur

- CPB (2020a). Risicorapportage Financiële markten 2020.
- CPB (2020b). *The impact of a lower return on wealth on optimal wealth accumulation; a life cycle approach*. te verschijnen
- C. van Ewijk, A.C, Meijdam (2020). *Risk and redistribution in the choice between PAYG and Funding*, Achtergrondnotitie, te verschijnen
- H-W Sinn, Why a Funded Pension System is Needed and Why It is Not Needed, *International Tax and Public Finance* 7, pp. 389–410.



Network for Studies on Pensions, Aging and Retirement

Netspar, Network for Studies on Pensions, Aging and Retirement is onafhankelijk kennisnetwerk, gericht op een goed geïnformeerd pensioendebat.