Baten van slimme toedeling rendementen hoger dan van intergenerationele risicodeling

Het nut en risico van intergenerationele risicodeling houdt de gemoederen al langer bezig. Zulke risicodeling kent baten, maar kan ook het draagvlak voor het pensioenstelsel ondermijnen. Is het mogelijk om met een slimmere rendementstoedeling dezelfde of zelfs hogere baten te hebben?

IN HET KORT

- Door beleggingsrendementen slimmer toe te delen, ontstaan baten.
- Baten van slimmere toedeling overstijgen die van intergenerationele risicodeling.
- Het toevoegen van intergenerationele risicodeling aan de slimmere toedeling zorgt voor nog iets hogere baten.

SANDER MUNS
Onderzoeker aan Tilburg University

BAS WERKER
Hoogleraar aan Tilburg University

In de pensioendiscussie speelt risicodeling een belangrijke rol (Bovenberg en Teulings, 2019). Risicodeling leidt tot baten (welvaartswinst) door het voorkomen van pech- en gelukgeneraties (SER, 2019; SZW, 2019), en kan in twee vormen: met bestaande generaties door een slimme toedeling van collectief behaalde rendementen aan bestaande deelnemers, en met toekomstige deelnemers door overschotten of tekorten door te schuiven naar de toekomst (intergenerationele risicodeling).

We stellen een concrete vorm van risicodeling met bestaande generaties voor op basis van het principe dat financiële rendementen (positief en negatief) gelijkelijk in de uiteindelijke pensioen*uitkeringen* van alle deelnemers terecht moeten komen. Dit is een fundamenteel ander uitgangspunt dan de uniforme indexatie (een gelijkelijk effect op bestaande pensioen*opbouw*) die de basis vormt van de huidige uitkeringsovereenkomsten. Onze contractinvulling is te zien als een doorontwikkeling binnen de Wet verbeterde premieregeling (het Wvp-contract).

Onze gestileerde berekeningen laten zien dat onze contractinvulling tot hogere pensioenen leidt dan het door de Sociaal-Economische Raad (SER) voorgestelde nieuwe contract. We gebruiken daarbij dezelfde welvaartsdefinitie als het Centraal Planbureau (2019), door te kijken naar zowel de hoogte als het risico in pensioenuitkeringen.

Online is een technische bijlage beschikbaar

Risicodeling tussen bestaande deelnemers

De bestaande praktijk van leeftijdsonafhankelijke indexatie leidt tot gelijke aanpassingen van de *opbouw* van deelnemers in een fonds. Dit veroorzaakt pech- en gelukgeneraties. Een voorbeeld verheldert dit. Bij een fondsrendement van één procent wordt het te ontvangen pensioen van iemand vlak voor de pensioendatum met één procent verhoogd. Het pensioen van een deelnemer 'halverwege' de pensioendatum, dus een deelnemer voor wie het reeds opgebouwde pensioen gelijk is aan het naar verwachting nog op te bouwen pensioen, wordt echter met slechts 0,5 procent verhoogd; de verhoging heeft immers geen effect op de toekomstige opbouw. Afhankelijk van je geboortejaar heeft een schok daarmee een groter of kleiner effect op je *uiteindelijke* pensioen.

Om te zorgen dat de schok een gelijk effect heeft op de uiteindelijke pensioenuitkering, is het nodig dat de doorwerking in de bestaande opbouw voor deelnemers halverwege de arbeidscarrière tweemaal zo groot is als die voor deelnemers aan het eind van hun loopbaan. Voor deelnemers die slechts een kwart van hun pensioen hebben opgebouwd, zou de doorwerking viermaal zo groot moeten zijn. Alleen op deze wijze, met een systeem van leeftijdsafhankelijke indexaties, verandert het bereikbare pensioen met exact hetzelfde percentage. Voor gepensioneerde deelnemers blijft dit percentage gewoon de verandering in de hoogte van de maandelijkse pensioenuitkering.

Bovenstaande wijze van toedeling van rendementen leidt tot stabielere pensioenen dan alternatieve toedelingen. Daarmee is ook de welvaartswinst groter.

Risicodeling met toekomstige deelnemers

Risico's kunnen niet alleen met bestaande, maar ook met toekomstige deelnemers gedeeld worden (intergenerationele risicodeling). Hiermee wordt het moment van toetreden tot de pensioenregeling minder relevant voor de uiteindelijke pensioenuitkeringen – en dat levert welvaartswinst op (SER, 2019). Dat gaat echter gepaard met een discontinuïteitsrisico, want het doorschuiven van grote risico's ondermijnt in potentie het stelsel. Bij een zinvolle vormgeving van intergenerationele risicodeling hoort een begrenzing van dat risico. Hier wordt in de kabinetsbrief een heldere keuze gemaakt (SZW, 2019): "Om nieuw toegetreden deelnemers te beschermen en om het persoonlijke karakter

te borgen wordt vastgelegd dat de dekkingsgraad niet lager mag worden dan 90% (...). Op deze manier kan er in financieel zware tijden niet meer dan 10% van de premies worden gebruikt om ontstane tekorten te dichten."

Het kabinet overweegt om intergenerationele risicodeling ook aan het Wvp-contract toe te voegen door te werken met een solidariteitsvermogen gevuld uit (een deel van) de premie-inleg (SZW, 2019). Wij doen hiervoor een concreet voorstel. Om een gelijk speelveld te creëren tussen het nieuwe SER-contract en het Wvp-contract nemen we aan dat maximaal tien procent van de premie-inleg beschikbaar is voor dit solidariteitsvermogen. Er ontstaat dan welvaartswinst door intergenerationele risicodeling indien er na slechte rendementen effectief sprake is van een premiebelasting (van maximaal tien procent van de premie) en na goede rendementen een premiesubsidie. Dit is, bijvoorbeeld, te bereiken door elk jaar een vast deel van het solidariteitsvermogen uit te delen aan deelnemers in de opbouwfase. Na goede rendementen (en dus een groot solidariteitsvermogen) betekent dit netto een premiesubsidie. Na slechte rendementen zal de toedeling uit het solidariteitsvermogen minder zijn dan tien procent van de premie-inleg en resteert netto een premiebelasting.

Welvaartseffecten van verschillende vormen van risicodeling

TABEL 1

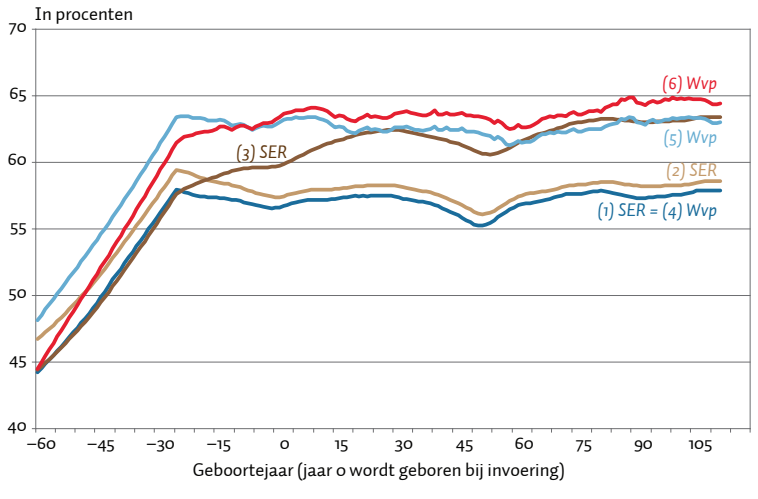
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Contract	**Het nieuwe SER-contract**			**Doorontwikkeling Wvp-contract**		
Ondergrens dekkingsgraad	100%	90%	90%	-	-	-
Bovengrens dekkingsgraad	100%	110%	∞	-	-	-
Gelijke toedeling naar	bestaande opbouw				bereikbaar pensioen	
Maximale premiebelasting voor intergenerationele risicodeling	0%	10%	10%	0%	0%	10%
Vervangingsratio steady state	57,7%	58,4%	63,3%	57,7%	63,3%	64,8%

Noot: Welvaartseffecten pensioencontracten berekend onder 20 procent premie-inleg en risicoaversie (γ = 5). Aangenomen is dat de financiële markt alleen aandelenrisico kent en de collectieve fondsmix in alle gevallen gelijk is aan 50 procent aandelen en 50 procent obligaties. De grenzen aan de dekkingsgraad geven aan wanneer een tekort (ondergrens) of overschot (bovengrens) direct wordt weggewerkt door onmiddellijk te korten of te indexeren. In de technische bijlage (online) is een gedetailleerde beschrijving van de contracten, berekeningen en aannames.

ESB

Vervangingsratio per geboortejaar

FIGUUR 1



Noot: Aannames zoals bij tabel 1. Uitgangspunt is een leeg fonds. Contracten (1) en (4) hebben identieke uitkomsten.

ESB

Contractvergelijking

Tabel 1 vergelijkt de welvaartseffecten van zes contracten. De eerste drie zijn gebaseerd op het nieuwe contract dat door de SER is voorgesteld en tonen de gevolgen van verschillende keuzes in het uitsmeren van mee- en tegenvallers met toekomstige deelnemers (intergenerationele risicodeling). De laatste drie contracten zijn gebaseerd op de Wvp en tonen de gevolgen van verschillende keuzes in de manier van toedeling van rendement en intergenerationele risicodeling. De welvaartseffecten zijn uitgedrukt in termen van de vervangingsratio – de verhouding tussen de pensioenuitkering en het gemiddelde loon –, gecorrigeerd voor risico. We tonen in tabel 1 de vervangingsratio die op lange termijn geldt voor generaties die nog niet aan het stelsel deelnemen. Figuur 1 kijkt ook naar bestaande generaties.

De vervangingsratio in *steady state* ligt in alle contracten hoger dan de vervangingsratio van de oudste generaties (figuur 1). Dit komt doordat we alleen naar de toekomstige opbouw kijken, waardoor de resterende beleggingshorizon van de oudste generaties korter is. Transitie-effecten laten we in dit artikel buiten beschouwing.

Contract zonder enige risicodeling (1) en (4)

Om de welvaartseffecten van risicodeling inzichtelijk te maken, tonen we eerst contracten zonder enige risicodeling. Dit is een invulling van het nieuwe SER-contract waarin schokken in de dekkingsgraad zonder enige vorm van spreiding direct worden toebedeeld aan de deelnemers (1). Binnen Wvp wordt dit bereikt door uniforme risicotoedeling van rendementen naar pensioenopbouw (4). Deze contracten leveren identieke uitkeringen op, zoals blijkt uit tabel 1. De vervangingsratio's verschillen namelijk niet tussen beide contracten.

Risicodeling in het nieuwe SER-contract (2) en (3)

Aan het SER-contract voegen we vervolgens intergenerationele risicodeling toe door afwijkingen van de dekkingsgraad van honderd procent toe te staan en schokken over tien jaar te spreiden (2). Daardoor worden bij contract (2) toekomstige deelnemers betrokken. Concreet betekent dit dat bijvoorbeeld bij een dekkingsgraad van 104 procent alle aanspraken worden verhoogd met (104% – 100%) / 10 = 0,4%. Deze aanpassing is leeftijdsonafhankelijk, zie ook Bovenberg en Nijman (2019, in dit nummer). Om de maximale belasting op nieuwe premie-inleg te beperken, wordt een ondergrens voor de dekkingsgraad gehanteerd: bij dekkingsgraden onder de negentig procent wordt geen spreiding toegepast en worden aanspraken direct verlaagd, zodat de dekkingsgraad terugkeert naar negentig procent.

De dekkingsgraad kan in dit contract dus nooit minder dan negentig procent zijn. Dit garandeert dat van elke premie-inleg nooit meer dan tien procent gebruikt wordt voor intergenerationele risicodeling. Zoals uit tabel 1

blijkt, levert dit contract nauwelijks welvaartswinst op (1,2 procent hogere vervangingsratio, kolom (2)).

Het nieuwe SER-contract kent weliswaar een ondergrens bij een dekkingsgraad van 90 procent, maar geen bovengrens van 110 procent. Indien we de bovengrens weglaten, krijgen we het contract in kolom (3) van tabel 1. Dit is vrijwel het door sociale partners voorgestelde contract (SER, 2019), waarin dekkingsgraden onbeperkt hoog kunnen worden. Dit contract leidt tot een welvaartswinst van 8,4 procent ten opzichte van het contract in kolom (2). Het wegvallen van een begrenzing van de dekkingsgraad aan de bovenkant leidt tot de opbouw van grote collectieve vermogens. Het rendement op dit vermogen komt ten goede aan toekomstige generaties en leidt daarmee voor hen tot hogere pensioenuitkeringen.

Hierbij moet echter bedacht worden dat de opbouw van dit vermogen noodzakelijkerwijs ten koste gaat van de pensioenuitkeringen van bestaande generaties. Dat blijkt ook uit de relatief lage vervangingsratio voor de huidige generaties van contract (3) in figuur 1. De winst in de steady state komt dus niet per se voort uit een efficiëntere risicodeling, maar door herverdeling van bestaande generaties naar toekomstige generaties. Het is een politieke keuze of een dergelijke herverdeling wenselijk is.

In het voorgaande gaat het over risicodeling met toekomstige generaties. Risicodeling met bestaande generaties door toepassing van het principe van gelijke toedeling naar bereikbare pensioenen is ook in het nieuwe SER-contract vorm te geven (zie ook Chen en Doll, 2019, in dit nummer). In het SER-advies en de kabinetsbrief wordt al gewezen op de mogelijkheid van leeftijdsafhankelijke toedeling van rendementen. Hierbij is wel een complicerende factor dat in het nieuwe SER-contract de beperking van het discontinuïteitsrisico bij intergenerationele risicodeling (ondergrens dekkingsgraad) en de toedeling van rendementen naar bestaande deelnemers met elkaar samenhangen door de hoogte van de dekkingsgraad.

Risicodeling in het Wvp-contract (5) en (6)

Door in het Wvp-contract te werken met gelijke toedeling van rendementen naar *bereikbare* pensioenen, dus leeftijdsafhankelijke toedeling naar opgebouwde pensioenen (5), ontstaat op de lange termijn een forse welvaartswinst van 9,7 procent (63,3 procent ten opzichte van 57,7 procent, (5)). Dit contract kent geen enkele vorm van intergenerationele risicodeling. De gehele welvaartswinst komt voort uit het principe van gelijke toedeling van rendementen naar uiteindelijke pensioenen. Ook de oudste generaties profiteren hiervan (figuur 1).

Additioneel is binnen het Wvp-contract intergenerationele risicodeling mogelijk (6). Van elke premie-inleg wordt dan tien procent toegevoegd aan het solidariteitsvermogen. Ieder jaar wordt daarnaast 1/15e deel van dit solidariteitsvermogen uniform uitgedeeld. De factor 1/15 is zodanig bepaald dat het totale fondsvermogen in de mediane steady state gelijk is aan dat in het nieuwe SER-contract. Dit leidt tot een extra welvaartswinst voor toekomstige generaties ter grootte van 2,4 procent (64,8 procent ten opzichte van 63,3 procent, (6)). Zoals eerder aangegeven gaat deze winst echter deels ten koste van het pensioen van huidige generaties. Zo daalt bijvoorbeeld het pensioenresultaat voor de vijftigjarige ten opzichte van (5). Maar dit is nog altijd vier procent hoger dan in het SER-contract (3).

Afsluitend

Het realiseren van het pensioenakkoord is een grote stap richting herziening van onze pensioenen. Tegelijkertijd wordt alom erkend dat er nog veel uitwerkingsvragen liggen. In deze bijdrage hebben we twee van deze vragen nader bekeken: de vormgeving van risicodeling tussen bestaande deelnemers, en van die met toekomstige deelnemers.

We stellen een slimmere toedeling van rendementen naar pensioenopbouw voor die een identiek effect heeft op het bereikbare (of ingegane) pensioen van alle deelnemers. We maken dit concreet binnen een Wvp-contract en laten zien dat deze toedeling tot forse welvaartswinst leidt. Tevens laten we zien hoe door middel van een uit de premie-inleg gevuld solidariteitsvermogen intergenerationele risicodeling aan het Wvp-contract is toe te voegen. Ook dat leidt tot welvaartswinst, maar in mindere mate.

Literatuur

Bovenberg, L. en Th. Nijman (2019) Indexatie bij lage dekkingsgraad toch mogelijk. *ESB*, 104(4777), 434–437.

Bovenberg, L. en C. Teulings (2019) Waarover wij het eens en oneens zijn in de pensioendiscussie. *ESB*, 104(4771), 126–129.

Chen, D. en M. Doll (2019) Pensioendeelnemers profiteren van maatwerk in risicotoedeling. *ESB*, 104(4777), 423–425.

CPB (2019) *Effecten van de overgang op nieuwe pensioenregels*. CPB Notitie, 5 juni.

SER (2019) *Naar een nieuw pensioenstelsel*. SER Advies 19/05.

SZW (2019) *Principeakkoord vernieuwing pensioenstelsel*. Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid, Kamerbrief, 5 juni.