

Position Paper Roel Mehlkopf

t.b.v. rondetafelgesprek Pensioenen, Commissie SZW Tweede Kamer, 20 juni 2024

Dank voor de uitnodiging om een bijdrage te leveren aan het thema **Koopkracht** (Blok II). Dit position paper begint met een fictief krantenbericht uit het jaar 2032 om het thema te “doorleven”.

Fictief krantenbericht uit het jaar 2032:

“Nieuw pensioenstelsel blijkt niet koopkrachtig”

20 juni 2032

*“We zitten al vijf jaren achtereen in **stagflatie**: een stagnerende economie in combinatie met een hoge inflatie. Geopolitieke spanningen tussen China en de VS zijn opgelopen. De internationale handel tussen China en het westen is teruggelopen. De economie stagneert terwijl de prijzen oplopen door tekorten op de goederenmarkten. De rente is al die tijd gelijk gebleven omdat centrale banken in een spagaat zitten: een hogere rente zou de economie nog verder afkoelen, terwijl een lagere rente de inflatie nog verder zou aanwakkeren.*

Stagflatie blijkt de achilleshiel van het nieuwe pensioenstelsel. De reden: de beleggingen van pensioenfondsen in aandelen kwakkelden en maakten een jaarlijks rendement dat gelijk lag aan de rente. Hierdoor stegen de pensioenen niet. Tegelijkertijd was de inflatie 4% per jaar. De koopkracht van gepensioneerden is in vijf jaar tijd met 20% uitgehold (5 jaar x 4% inflatie).

Het nieuwe pensioenstelsel blijkt nauwelijks instrumenten te hebben om de pensioenen te beschermen tegen hoge inflatie. Het zogeheten ‘beschermingsrendement’ beschermt niet tegen inflatie. En er wordt ook al jaren niets uitbetaald vanuit de ‘solidariteitsreserves’ van pensioenfondsen. De meeste fondsen hebben ervoor gekozen om de reserve uitsluitend in te zetten om pensioenverlagingen te vermijden. Maar daar is geen sprake van. En dus wordt er niets uitgekeerd vanuit de reserves. De compensatie voor inflatie moet bij veel pensioenfondsen volledig komen vanuit een hoog rendement op aandelen. En aandelen stelden nu juist teleur in de afgelopen vijf jaren.

Het oude pensioenstelsel had het in dit stagflatie scenario net zo slecht gedaan. Maar toch is de vraag: hadden we het nieuwe pensioenstelsel meer moeten inrichten op inflatierisico? Welk extra instrument hadden we kunnen toevoegen aan de Wet Toekomst Pensioenen?

De rest van dit position paper gaat in op de laatste zin van het krantenartikel: welk extra instrument zou je kunnen toevoegen aan de Wet Toekomst Pensioenen? En wat zijn de voordelen en de nadelen daarvan?

Scenariodenken

Ik begin met wat context bij het krantenartikel op de vorige pagina. Het krantenartikel is een voorbeeld van 'scenariodenken'. Het geschetste scenario is géén voorspelling. En óók geen verwachting. Het krantenartikel schetst één van de vele mogelijke financieel-economische scenario's. Andere relevante scenario's om naar te kijken zijn bijvoorbeeld: Voorspoed, Voortkabel, Inflatie en Recessie. Het doel van scenariodenken is om te kijken of de pensioenuitkeringen robuust zijn in verschillende denkbare scenario's. Als pensioenen in een bepaald scenario 'door het ijs zakken', dan is het van belang om te beoordelen of die uitkomsten acceptabel zijn. En zo niet: welke instrumenten zou je inzetten om de pijn te verzachten? En welke nadelen hebben die instrumenten? Dat is de aanpak van dit position paper.

In een aantal toekomstscenario's zijn de uitkomsten van het nieuwe pensioenstelsel behoorlijk robuust. Dat geldt in het bijzonder voor het Recessie-scenario. In een recessie dalen aandelenbeurzen en tegelijkertijd daalt de rente. Een typisch voorbeeld hiervan is de financiële crisis van 2008. Het nieuwe stelsel beschermt gepensioneerden in zo'n situatie behoorlijk goed. De 'solidariteitsreserve' beschermt de pensioenen (enige tijd) tegen slechte resultaten op aandelenbeurzen. Tegelijkertijd zorgt het 'beschermingsrendement' ervoor dat gepensioneerden weinig of geen last hebben van een rentedaling. Inflatie is doorgaans laag in een recessie, waardoor er weinig impact is op de koopkracht. Kortom: het nieuwe pensioenstelsel is behoorlijk 'recessie-proof'.

Maar het nieuwe pensioenstelsel is kwetsbaar in een Stagflatie-scenario, zoals het krantenartikel schetst. Dat geldt niet alleen voor een Stagflatie-scenario maar ook voor een Inflatie-scenario. Bij een Inflatie-scenario is de inflatie hoog en tegelijkertijd blijft de economische groei op peil en stijgt de rente. In dat scenario zorgen goede aandelenrendementen weliswaar voor pensioenverhoging, maar waarschijnlijk niet genoeg om de inflatie bij te benen. En een hoog 'beschermingsrendement' voor gepensioneerden pakt juist nadelig voor hen uit in een Inflatie-scenario.

Kortom: er zijn scenario's waarin het nieuwe stelsel sterk uit de verf komt, maar het nieuwe stelsel is kwetsbaar als de inflatie hoger uitvalt dan verwacht.¹

De rest van dit position paper gaat in op drie instrumenten voor inflatiebescherming, en bespreekt de voor- en nadelen ervan.

¹ Dit position paper focust op de vraag of pensioenen koopkrachtig blijven in een situatie waarin de in de toekomst hoger uitvalt dan we nu verwachten. Daarnaast is er discussie over de vraag of pensioenen in het nieuwe stelsel koopkrachtig blijven in een 'gemiddeld' scenario waarin alles gaat zoals verwacht. Mijn observatie is dat de meningen bij deze discussie vooral uiteenlopen doordat er verschillende aannames worden gemaakt voor het verwacht rendement op aandelen ten opzichte van obligaties. Stel we gaan uit van 5 procent rendement op aandelen en 2,5 procent rente op obligaties. Het 'overrendement' is dan 2,5 procent. Daarvan moet een gepensioneerde dan zo'n 80 procent toebedeeld krijgen om 2 procent inflatie bij te kunnen houden. Maar je kunt ook uitgaan van een rooskleuriger aanname: 7,5 procent rendement op aandelen. Het overrendement is dan 5 procent, waarvan gepensioneerden dan maar 40 procent hoeven te krijgen om 2 procent inflatie bij te houden. Als er de wens is om pensioenuitkeringen in zo'n een 'gemiddeld' scenario koopkrachtiger te maken naar de toekomst toe, dan zijn er drie routes: 1) meer beleggingsrisico nemen voor gepensioneerden; 2) een lager projectierendement hanteren waarmee de pensioenuitkering begint op een lager niveau; of 3) geld herverdelen van jongeren naar ouderen (maar daarvoor is de AOW een geschikter instrument).

Instrument 1: inflatiebescherming via de reserve

Dit instrument is al onderdeel van de Wtp, en behoeft geen wetswijziging in mijn optiek. Bij de solidaire regeling gaat het dan om de 'solidariteitsreserve'. Bij de flexibele regeling is het de 'risicodelingsreserve'. Pensioenfondsen kunnen ervoor kiezen om de reserve (mede) te richten op inflatierisico. Concreet werkt dit als volgt: pensioenfondsen kunnen een beleid hanteren waarbij er een extra uitbetaling is vanuit de reserve aan oudere deelnemers als de inflatie hoger is dan eerder verwacht (of als de koopkracht daalt). Door die extra uitbetaling krimpt de reserve uiteraard. Die wordt geleidelijk weer aangevuld in de jaren erna. Met name bij tijdelijk hogere inflatie is de reserve een effectief instrument. Bij langdurig hogere inflatie raakt de reserve al snel uitgeput. En ook is de reserve minder krachtig bij fondsen met veel oudere en weinig jongere deelnemers.

Mijn observatie is dat een aantal pensioenfondsen ervoor kiezen om de reserve in te zetten voor inflatierisico. Echter, het merendeel van de pensioenfondsen lijkt hier niet voor te kiezen. Je zou dus kunnen zeggen dat de Wtp nog genoeg ruimte biedt aan pensioenfondsen om meer te doen aan inflatierisico via dit instrument.

Instrument 2: inflatiebescherming via beleggingen

De meest directe manier om deelnemers van pensioenfondsen te beschermen tegen inflatierisico is door pensioenvermogen te investeren in beleggingen met een directe koppeling aan de inflatie. Denk hierbij aan inflatie-gerelateerde obligaties.² Bij de inzet van dit instrument vervangt een pensioenfonds 'gewone' obligaties door inflatie-gerelateerde obligaties (en daarnaast kan er voor ouderen worden belegd in bijvoorbeeld aandelen). In een situatie waarin de inflatie stijgt, leveren inflatie-gerelateerde obligaties een beter resultaat dan gewone obligaties. Deze opbrengst kan vervolgens worden benut om pensioenen te verhogen.³ Voor grote pensioenfondsen zijn de mogelijkheden van de inflatiemarkt te beperkt. Maar voor middelgrote en kleine pensioenfondsen zijn er genoeg mogelijkheden om hierin te beleggen. Enkele kleine en middelgrote pensioenfondsen doen dit nu al in het huidige pensioenstelsel.

Mijn ervaring is dat de Wtp de inzet van dit instrument ontmoedigt. Pensioenfondsen die nu al inflatie-gerelateerde beleggingsproducten hebben, of dit overwegen, gooien al snel de handdoek in de ring. De reden is de Wtp oplegt dat (bij een collectieve uitkeringsfase) het 'projectierendement' stuurt op renterisico en niet op inflatierisico. Voor de inzet van dit instrument is het dus cruciaal dat het projectierendement kan sturen op inflatierisico. Dit kan door een markt-gebaseerde inflatie-afslag op het projectierendement toe te staan (al dan niet in combinatie met een risico-opslag). Mijn aanbeveling aan de tweede kamer is om aan de minister te vragen of dit al mogelijk is en om als dat niet zo blijkt te zijn dat aan te passen.

Tegelijkertijd realiseer me daarbij dat dit instrument niet een volledige oplossing is voor grote pensioenfondsen: de omvang van de publieke inflatiemarkt is te beperkt. Voor grote pensioenfondsen is het daarom relevant om verder te kijken naar indirecte mogelijkheden van inflatiebescherming 'buiten de markt om'. Het gaat dan om het intern delen van inflatierisico's tussen jonge en oudere generaties binnen een pensioenfonds. Dit is instrument 3.

² Voor zakelijke waarden zoals vastgoed of aandelen is er ook een verband met inflatie, maar vooral op wat langere beleggingshorizon. Dat verband is er niet altijd op de horizon die voor gepensioneerden relevant is.

³ Inflatie-gerelateerde obligaties (en inflatieswaps) leveren een koppeling met de Europese inflatie. Dat is weliswaar niet exact de Nederlandse inflatie, maar biedt betere bescherming dan 'gewone' obligaties.

Instrument 3: extra instrument voor transfers tussen jonge en oude generaties

Het idee is hier om via een wetswijziging een extra instrument toe te voegen aan de Wtp voor transfers tussen jongeren en ouderen. Dit wordt ook wel 'risicodeling' genoemd. Vooropgesteld: risicodeling kan er niet voor zorgen dat inflatierisico verdwijnt voor alle leeftijdsgroepen. Risicodeling zorgt immers niet voor hogere beleggingsopbrengsten bij hoge inflatie (zoals bij instrument 2) en inflatie holt nu eenmaal de koopkracht van pensioenvermogen uit. Die pijn moet linksom of rechtsom worden toebedeeld. Wel kan risicodeling worden gebruikt om de pijn van inflatie te verschuiven tussen leeftijdsgroepen. Daarbij kan het doel zijn vooral om te vermijden dat de koopkracht van gepensioneerden te snel terugloopt bij hoge inflatie. Deze vorm van risicodeling is gebaseerd op de gedachte dat inflatie ouderen harder raakt dan jongeren. Jongere werknemers hebben relatief gezien minder pensioenvermogen opgebouwd, en bovendien stijgt hun toekomstige pensioenopbouw als hogere prijzen leiden tot hogere lonen. Via inflatierisicodeling kan een inflatieschok anders worden toebedeeld over leeftijdsgroepen. Concreet: als de inflatie hoger is dan verwacht, dan wordt de pijn van ouderen verschoven naar jongeren. Het idee van risicodeling is dat het tweezijdig is. Dat wil zeggen: als inflatie niet hoger (of lager) uitvalt dan gedacht, dan moeten jongeren juist profiteren. Het is dus van belang dat er sprake is van tweezijdige risicodeling (in plaats van eenzijdige herverdeling van jong naar oud; daarvoor hebben we de AOW).

Voor dit instrument zijn verschillende concrete uitwerkingen voorgesteld. Een voorbeeld daarvan is het voorstel van Theo Nijman en co-auteurs⁴. Een ander voorbeeld is het voorstel van Henk Bets⁵ die ook in dit blok spreekt.

Het voordeel van dit instrument is dat het gepensioneerden beschermt in scenario's zoals die in het fictieve krantenartikel. Tegelijkertijd zijn er ook belangrijke aandachtspunten:

- Vermijd dat er situaties ontstaan waarbij er een te grote rekening wordt gelegd bij jongere generaties bij hoge inflatie. Bij veel pensioenfondsen hebben gepensioneerden het merendeel van het vermogen. Dan is het echt oppassen dat je niet de rekening van een grote groep gepensioneerden neerlegt bij een kleine groep werkenden. Dat resulteert in een 'hefboom' die onhoudbaar is.
- Idealiter is het in één oogopslag duidelijk dat de risicodeling op voorhand ook voor jongeren fair is. Vermijd daarom willekeurig gekozen regels. Overweeg bijvoorbeeld om de verdeelregels tussen jong en oud te baseren op prijzen in financiële markten (zie instrument 2). De regels zijn dan minder arbitrair. Willekeurig vastgestelde regels kunnen leiden tot (meer) discussies over de pensioenregels in de toekomst.
- Vermijd dat je een rekening doorschuift naar toekomstige deelnemers. Op voorhand is onbekend hoe groot deze groep is, en of zij in de toekomst bereid zijn om toe te treden tot een pensioenfonds met een tekort.

Kortom: de wenselijkheid van het toevoegen van dit extra instrument is niet triviaal.⁶

⁴ <https://www.netspar.nl/publicatie/reele-keuzes-in-het-nieuwe-pensioencontract/>

⁵ <https://www.confidentbv.nl/wp-content/uploads/fi-2-2024-semwethenkbets.pdf>

⁶ Vergeet ook niet dat jongeren óók last hebben van een hoge inflatie als de inflatie langdurig aanhoudt en het reële rendement (dat wil zeggen: gecorrigeerd voor inflatie) op beleggingen langdurig naar beneden drukt. Jongeren kunnen dan zelfs meer last hebben van inflatie dan ouderen omdat zij nog voor lange tijd pensioen moeten opbouwen. Echter, de beleggingshorizon voor jongeren is zo lang, dat een inflatieperiode veelal toch maar zal spelen over een beperkt deel van hun totale levensduur.

Mijn afdrank

De koopkracht van pensioenuitkeringen in de nieuwe pensioencontracten is kwetsbaar in scenario's met hoge inflatie. Inzet van de reserve (instrument 1) is hiervoor een instrument maar dat is al onderdeel van de Wtp en vereist geen wetswijziging. Maar dit instrument is beperkt effectief, vooral als inflatie langdurig aanhoudt. Een bescherming via de beleggingen (instrument 2) biedt een directe bescherming. Pensioenfondsen die dit overwegen worden nu gehinderd door de regelgeving. Een kleine aanpassing van die regels lost dit al op. Maar deze oplossing biedt geen soelaas voor grote pensioenfondsen.

Dat brengt ons bij instrument 3: het toevoegen van een extra instrument voor transfers tussen jonge en oude generaties binnen een pensioenfonds. Dat is een oplossing om serieus te overwegen: het fictieve krantenartikel (waarmee dit position paper is gestart) wordt dan minder dramatisch. Of wellicht zelfs positief: de kop van het artikel wordt dan wellicht: "*Koopkracht blijft overeind in nieuwe pensioentelse*". Maar zoals besproken: er kleven ook nogal wat aandachtspunten aan de voorstellen in deze richting. Het toevoegen van dit extra instrument aan pensioenregelingen is dus niet triviaal. Indien wordt overwogen om een extra instrument mogelijk te maken, dan is mijn aanbeveling om het een *optioneel* instrument te maken voor pensioenfondsen, en niet verplicht. Pensioenfondsen kunnen dan zelf beoordelen of ze er gebruik van maken.

Deze position paper is geschreven op persoonlijke titel.