

Een wederzijdse garantie stabiliseert de pensioenen en de staatsschuld

De nieuwe Pensioenwet staat weer ter discussie, met name omdat deze onzekerheid over de hoogte van de pensioenuitkeringen met zich meebrengt. Deze onzekerheden kunnen echter weggenomen worden met een kostenneutrale overheidsgarantie.

IN HET KORT

- Een dalende rentestand forceert een daling van de pensioenuitkeringen, een stijgende rente pakt juist gunstig uit.
- Voor de overheid is een dalende rente gunstig voor de staatsschuld, een stijgende rente juist niet.
- Als de overheid en de pensioenfondsen elkaars renterisico afdekken, worden pensioenen onder de nieuwe wet zekerder.

GERARD STIGTER

Actuaris

Per 1 juli 2023 is officieel de nieuwe Pensioenwet van kracht geworden, met het doel dat iedereen een eigen pensioenvermogen krijgt. De pensioenuitkeringen zouden sneller stijgen bij gunstige rendementen, en de impliciete subsidie van jong naar oud zou verwijderd worden (Rijksoverheid, 2023). Hoewel de wet na lange discussie door beide Kamers is goedgekeurd, en breed gedragen door de sociale partners, was er veel weerstand bij de oppositiepartijen.

Diverse winnaars van de Tweede Kamerverkiezingen hebben nu echter diverse pijnpunten bij de nieuwe Pensioenwet. Ze zijn met name huiverig voor het 'casinopensioen', waarbij de pensioenuitkeringen sterk kunnen fluctueren op basis van het werkelijk behaalde beleggingsrendement. In het oude stelsel was de nominale hoogte van de pensioenuitkeringen gegarandeerd, en alleen in uitzonderlijke omstandigheden zouden deze verlaagd worden. Andere genoemde nadelen van de nieuwe wet zijn de toegenomen individualiteit in het stelsel 'want je moet zelf veel meer risico's dragen' en de onduidelijkheid 'wat langdurig hoge inflatie doet met het toekomstig pensioen' (Tweede Kamer, 2023).

De PVV en BBB hebben een uitdrukkelijke voorkeur voor het terugdraaien van de nieuwe wet (PVV, 2023; BBB, 2023), terwijl de NSC de overgang naar het nieuwe stelsel alleen op vrijwillige basis mogelijk wil maken (NSC, 2023). Andere grote partijen in de nieuwe Tweede Kamer, zoals de VVD, steunen de nieuwe wet, en lijken weinig te voelen voor het afwijken van de ingezette koers (VVD, 2023).

Een terugkeer naar de oude Pensioenwet zal ook de oude nadelen weer terugbrengen, met name de impliciete subsidie van jong naar oud. De demografische trends geven aan dat voor iedere 'jongere' (20–40 jaar) steeds meer 'ouderen' (40–65 jaar) zijn, van 0,90 oudere per jongere in 1950 naar 1,27 nu (CBS, 2023), een relatieve stijging van 41 procent. Voor hun pensioenpremies zouden jongeren dus weer een lagere pensioenvoorziening krijgen, zonder dat ze daar wat voor terug zouden krijgen. Elke andere keuze zal slechts tot een andere verdeling van de pijn zorgen, omdat de winst van de ene groep onvermijdelijk het verlies voor een andere groep betekent.

Nu een aantal partijen hebben aangegeven dat ze het liefste terugkeren naar het oude stelsel, verken ik in dit artikel een wederzijdse garantie als alternatief om de ongewenste fluctuaties van de pensioenuitkeringen van de nieuwe Pensioenwet te ondervangen. De overheid kan deze garantie kostenneutraal afgeven door haar eigen renterisico uit te wisselen met dat van de pensioenfondsen.

Eliminatie casinopensioen

De onzekerheid over de hoogte van de toekomstige pensioenuitkeringen blijft bij het handhaven van het nieuwe stelsel wel bestaan. In de praktijk zal de langetermijnhorizon van de beleggingen de meeste fluctuaties dempen, omdat goede en slechte jaren elkaar uitmiddelen. Dit is echter geen zekerheid. Als iemands inkomsten en uitgaven weinig speelruimte hebben, dan kan een beperkte verlaging van de pensioenuitkering meteen een probleem veroorzaken. Een verhoging van de pensioenuitkering is een leuke bonus, maar dat compenseert niet het risico van een daling. Deze fluctuaties in de hoogte van de pensioenuitkeringen kunnen dus een reëel risico voor bepaalde deelnemers betekenen. Er bestaat echter de mogelijkheid om de onzekerheid van dit 'casinopensioen' te elimineren.

Normaal gesproken is het heel duur om garanties over het belegde pensioengeld af te sluiten, omdat het pensioenvermogen en het af te dekken risico zeer groot zijn. In het oude pensioenstelsel zorgt een dekkingsgraad van boven de honderd procent voor een zekere buffer voor tegenvallende rendementen, maar als die buffer uiteindelijk niet nodig blijkt, dan kan men stellen dat de premies die betaald zijn voor de opbouw van deze buffer in feite onnodig waren. Pensioenfondsen kunnen ook besluiten de dekkingsgraad te beschermen tegen een lage rentestand door rentederi-



vaten en soortgelijke financiële instrumenten af te sluiten. De kosten hiervan kunnen echter flink oplopen. Over de afgelopen drie jaar is het gezamenlijke verlies van de pensioenfondsen op dit soort financiële instrumenten opgelopen tot ruim 300 miljard euro (Mensonides, 2023). Als de rente zich in deze periode anders had ontwikkeld dan was het verlies natuurlijk eveneens anders uitgevallen, en een dalende rente had een even extreme winst kunnen opleveren. Over de periode 2008–2020 was bijvoorbeeld een winst van 240 miljard euro op dit soort instrumenten behaald (Carlier, 2022).

Omdat het belegd vermogen gevoelig is voor rentewijzigingen, zijn de kosten voor het afdekken van deze risico's dat ook. Niemand zal immers bereid zijn om zo'n groot risico over te nemen als daar geen aantrekkelijke vergoeding tegenover staat, wat het rendement op de lange termijn van de pensioenfondsen zal reduceren. Afzien van deze afdekking van het risico op een rentedaling blijkt ook geen goede optie, gezien het wijd verbreid zijn van deze instrumenten.

De overheid zelf heeft echter het omgekeerde probleem: een lage rentestand is buitengewoon gunstig voor de rentelasten, maar een stijgende rente zal juist voor een gat op de Rijksbegroting zorgen. Zulke gaten moeten opgevuld worden door lagere uitgaven of hogere belastinginkomsten, of het moet geaccepteerd worden dat de staatsschuld stijgt. Bij een voor de begroting gunstige rentestand kan al snel de neiging bestaan om het extra geld niet te gebruiken om de staatsschuld te reduceren, maar om het te besteden aan een van de vele prioriteiten die de regering zal hebben. Het is dus onwaarschijnlijk dat de staatsschuld effectief als buffer kan dienen om de rentefluctuaties op te vangen. De overheid heeft ook geen andere instrumenten tot haar beschikking om dit risico te dempen.

Als de overheid en de pensioenfondsen hun tegenovergestelde risico's met elkaar uitwisselen, kunnen beide par-

tijen meer zekerheid krijgen, zonder dat dit het rendement aantast. Als er een lage rentestand is dan kan de overheid het rendement van de pensioenen ondersteunen, als de rente hoog is dan kunnen de pensioenen een afdracht doen aan de overheid. Voor beide partijen wordt de invloed van een voor hen negatief economisch scenario minder groot, door de voordelen van een positief scenario in te leveren.

Zo'n rendementsgarantie wordt alleen relevant als er een langdurige afwijking is van het verwachte rendement. Een tijdelijk laag rendement kan gecompenseerd worden door overrendement in een latere periode, en andersom. Omdat de pensioenen belegd worden over een periode van decennia, is er een grote kans dat de lage en hoge rendementen uitmiddelen, en blijft de kans beperkt dat er daadwerkelijk een compensatie op het moment van uitkering noodzakelijk is. Als er toch een overdracht noodzakelijk is, dan is dat altijd van de partij die meer voordelen dan verwacht heeft ontvangen, naar de benadeelde partij.

Hoogte garantstelling

Op dit moment is er in het pensioenstelsel al impliciet een vorm van compensatie door de overheid. Van de uitkeringen zal naar verwachting zo'n 33 procent aan inkomstenbelasting naar de overheid gaan (Stigter, 2022). Hoe hoger de beleggingsopbrengsten over het pensioenvermogen, hoe hoger de uitkeringen zullen uitvallen, en hoe hoger de overdracht naar de overheid zal zijn. De opzet van het belastingstelsel zal er dus voor zorgen dat een slechter dan verwacht beleggingsresultaat gedeeltelijk gecompenseerd wordt door de overheid, en een beter resultaat juist voor een grotere afdracht naar de overheid zorgt. Dit belastingeffect is echter relatief zwak, en zal niet een bodem onder de maximale daling van de pensioenuitkering leggen.

De staatsschuld bedraagt 490 miljard euro (Rijksfinanciën, 2023), en het pensioenvermogen bedraagt 1.727

miljard euro (DNB, 2023), waarvan na aftrek van de verwachte inkomstenbelasting 1.157 miljard euro overblijft. In absolute bedragen zal het gevolg voor de overheid van een rentaanpassing dus minder zijn dan de helft van die voor de pensioenuitkeringen. Dat betekent dat de overheids-garantie niet het volledige risico van een lagere pensioenuitkering af kan dekken, maar slechts een deel.

Een mogelijke beperktere variant kan zijn om slechts een neutraal reëel rendement te garanderen. Iedere pensioengerechtigde zou dan minimaal de ingelegde pensioenpremie terugkrijgen, gecorrigeerd voor inflatie. Dat zal ook een van de tekortkomingen van het oude stelsel ondervangen, waarbij de pensioenuitkeringen nominaal werden gegarandeerd, maar waar een oplopende inflatie in de praktijk een erosie van de koopkracht teweeg kan brengen.

De omvang van de garantie is sterk afhankelijk van de wijze van implementeren en de inschatting van de verwachte renteontwikkelingen, zowel naar boven als naar beneden. Dat zal ook gevolgen hebben voor wanneer er daadwerkelijk geldstromen tussen de overheid en de pensioenfondsen zullen plaatsvinden. Een implementatiekeuze kan zijn om al bij beperkte renteontwikkelingen een verrekking te laten plaatsvinden, om de financiën van beide partijen direct te kunnen stabiliseren. Als alternatief kan pas bij grote rentestandontwikkelingen de garantie actief worden, zodat alleen de extreme situaties gedempt worden. Fysieke geldstromen kunnen ook vervangen worden door schuldposities tussen de overheid en de pensioenfondsen, zodat een verrekking niet meteen leidt tot grootschalige aan- of verkopen van investeringen door de pensioenfondsen. Dat maakt het uitmiddelen van de goede en slechte jaren technisch eenvoudiger.

De implementatievorm zal ook in belangrijke mate bepaald worden door de complexiteit van de uitvoering, waarbij een regeling die op geaggregeerd niveau uitgevoerd kan worden een grotere voorkeur geniet boven een waarvoor berekeningen voor elke individuele deelnemer noodzakelijk zijn. Gezien de vele details die betrekking hebben op de premie-inleg van individuele deelnemers, zouden zulke berekeningen moeizaam te implementeren zijn, foutgevoelig zijn en in essentie onmogelijk te controleren door de deelnemers. Een mogelijke implementatievorm kan een fonds zijn met een koersontwikkeling gelijk aan de consumentenprijsindex, gegarandeerd door de overheid, aangevuld met langetermijn-overrendement op de onderliggende beleggingen indien aanwezig. Elke premie-inleg behoudt op deze wijze zijn waarde, en geven de deelnemers de door hen gewenste zekerheid.

Macro-economische effecten

Een garantie door de Nederlandse overheid van de uitkeringen van Nederlandse pensioengerechtigden zal geen expliciete verschuiving van de lasten binnen de Nederlandse samenleving veroorzaken. Als de Nederlandse overheid de garantstelling moet nakomen omdat de rentestand laag uitvalt, dan zal dat gefinancierd worden door haar gedaalde rentelasten.

Het voordeel dat normaal gesproken ontstaat door gedaalde rentelasten kan niet aangewend worden voor andere doeleinden, zoals belastingverlaging of overheids-

investeringen, en zal ook geen afwijking betekenen van de normale situatie. Een voor de overheid nadelige renteontwikkeling wordt gecompenseerd door de extra opbrengsten uit het pensioenvermogen, zodat de extra rentelasten niet nadelig op de Rijksbegroting drukken.

Belangrijk is natuurlijk wel dat op voorhand een reële inschatting van de verwachte rentestanden voor de toekomst gebruikt wordt om de hoogte van de garantie te bepalen. Als de verwachte rentestanden onrealistisch laag ingeschat worden, dan zal een 'hoge' gerealiseerde rentestand er waarschijnlijk voor zorgen dat er een overdracht van de pensioengerechtigden naar de overheid plaats zal vinden. Een onrealistisch hoge inschatting zou waarschijnlijk juist een overdracht van de overheid naar de pensioengerechtigden tot gevolg hebben. Beide mogelijkheden kunnen reële beleidskeuzes zijn, in essentie een extra belasting of subsidiëring voor pensioengerechtigden, maar het is belangrijk om deze keuze expliciet in overweging te nemen.

Conclusie

De winnaars van de verkiezingen hebben bezwaren tegen het nieuwe pensioenstelsel, maar enkele elementen daarvan, zoals beperking van de oude intergenerationele subsidie, lijken het lastig te maken om deze wetgeving volledig terug te draaien.

Een nadeel van het nieuwe stelsel, de onzekerheid van toekomstige pensioenuitkeringen, kan echter ondervangen worden door een overheidsgarantie af te geven. Deze overheidsgarantie kan afgegeven worden omdat de gevolgen van wijzigingen in de rentestand voor de overheid en het belegde pensioenvermogen omgekeerd zijn. Bij een lage rente zullen de verminderde rentelasten van de overheid de tegenvallende beleggingsopbrengsten van het pensioenvermogen ondersteunen, en omgekeerd.

De overheidsschuld is niet groot genoeg om een volledige dekking over het gehele pensioenvermogen af te geven, dus moet de garantie beperkt worden, bijvoorbeeld tot het niveau van de reële pensioenpremie-inleg. De macro-economische effecten zullen beperkt blijven, zolang de verwachtingen realistisch blijven.

Literatuur

- BBB (2023) *Visie en verkiezingsprogramma 2023–2027*. BBB Verkiezingsprogramma. Te vinden op www.boerburgerbeweging.nl.
- Carlter, K. (2022) *Pensioenfondsen dekten sinds kredietcrisis een derde renterisico af*. Kort op esb.nu, 7 april.
- CBS (2023) *Leeftijdverdeling*. CBS Statistiek.
- DNB (2023) *Balans van pensioenfondsen*. Te vinden via data.overheid.nl.
- Mensonides, J. (2023) *Renteafdekking pensioenfondsen bemoeilijkt overgang naar nieuw stelsel*. Artikel op www.mejudice.nl, 29 december.
- NSC (2023) *Tijd voor herstel. Vertrouwen. Zekerheid. Perspectief*. NSC Verkiezingsprogramma. Te vinden op partijnieuwsociaalcontract.nl.
- PVV (2023) *Nederlanders weer op : PVV verkiezingsprogramma 2023*. Te vinden op www.pvv.nl.
- Rijksfinanciën (2023) *Miljoenennota 2024*. Te vinden op www.rijksoverheid.nl.
- Rijksoverheid (2023) *Wet toekomst pensioenen aangenomen*. Nieuwsbericht, 30 mei. Te vinden op www.rijksoverheid.nl.
- Stigter, G. (2022) *Haal belastingen uit pensioenuitkering naar voren*. *ESB*, 107(4816), 570–573.
- Tweede Kamer (2023) *Stemmingen Wet toekomst pensioenen*. Vergadernummer 39-53. Te vinden op www.tweedekamer.nl.
- VVD (2023) *Ruimte geven. Grenzen stellen*. *Verkiezingsprogramma VVD 2023*. Te vinden op www.vvd.nl.