



Centraal Planbureau

CPB Notitie | 25 november 2013

Gebruik van verwacht rendement in de pensioenpremie

*Uitgevoerd op verzoek
van het ministerie van
Sociale Zaken en
Werkgelegenheid*



CPB Notitie

Aan: Ministerie van SZW

Centraal Planbureau

Van Stolkweg 14
Postbus 80510
2508 GM Den Haag

T (070)3383 380
I www.cpb.nl

Contactpersoon

J.P.M. Bonenkamp en M.H.C. Lever

Datum: 25 november 2013

Betreft: Gebruik van verwacht rendement in de pensioenpremie

1 Inleiding

Het ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid heeft het CPB gevraagd om de premie-effecten, budgettaire effecten en generatie-effecten te bepalen van het gebruik van het verwachte rendement in de vaststelling van de kostendeekkende pensioenpremie. Rekenen met verwacht rendement is nu ook toegestaan, maar in de opzet van het nieuwe Financieel Toetsingskader (nFTK) zou deze mogelijkheid vervallen.¹ De kostendeekkende premie zou in het nFTK alleen bepaald mogen worden op basis van het 10-jaars voortschrijdend gemiddelde van de risicovrije rentetermijnstructuur (swap-rente). Het voortbestaan van de mogelijkheid om te rekenen met verwacht rendement staat nu opnieuw ter discussie.

Deze notitie bevat de gevraagde analyse. De notitie betreft een partiële analyse van het gebruik van het verwachte rendement in de premie ten opzichte van het huidige wetsvoorstel waarin de kostendeekkende premie wordt gebaseerd op 10-jaars rentemiddeling.

De opbouw van deze notitie is als volgt. In paragraaf 2 bespreken we voor- en nadelen van de verschillende maatstaven voor de kostendeekkende premie. Paragraaf 3 beschrijft enkele varianten voor de vaststelling van de kostendeekkende premie op basis van verwacht rendement. De premie- en de budgettaire effecten staan centraal in paragraaf 4, de generatie-effecten in paragraaf 5. Paragraaf 6 sluit af met enkele conclusies.

¹ Zie Memorie van Toelichting bij Voorontwerp Wet invoering reële ambitieovereenkomst, www.rijksoverheid.nl en www.internetconsultatie.nl/ambitieovereenkomst.

2 Maatstaf voor kostendekkende premie

In de nasleep van de financiële crisis is de risicovrije rente sterk gedaald. Hierdoor is de kostendekkende premie op basis van de risicovrije rente sterk gestegen. De hoogte van de pensioenpremie is van belang voor de loonkosten van werkgevers en het nettoloon van werknemers. Vanwege de fiscale aftrekbaarheid werkt een wijziging van de premie ook door in de inkomsten van de overheid. Gezien de omvang van de pensioenpremies, in de orde van 40 mld euro per jaar, is de hoogte en de volatiliteit van de kostendekkende premie zelfs macro-economisch bezien van belang.

De vraag rijst wat de meest geschikte maatstaf is voor de bepaling van de kostendekkende premie. Het antwoord op deze vraag hangt af van de visie op het pensioencontract. Is het pensioen een nominale, harde toezegging, waarbij indexatie niet of nauwelijks een rol speelt en de toezegging alleen in het uiterste geval aangepast mag worden; of is het een reële, zachte toezegging, die in principe jaarlijks aangepast wordt aan de ontwikkeling van lonen of prijzen, maar expliciet onzeker is?² Bij een nominale, harde toezegging ligt het voor de hand om de kostendekkende premie te baseren op de risicovrije rente; bij een reële, zachte toezegging ligt het meer voor de hand om uit te gaan van een discontovoet inclusief de beloning voor risico en de kosten voor indexatie, ofwel een reëel verwacht rendement.³

De twee maatstaven voor de bepaling van de kostendekkende premie hebben verschillende voordelen.

Voordeel nominaal harde systematiek:

- De premie houdt een relatie met de stand van de economie, zodat werkenden hun nieuwe rechten tegen een actuariael faire prijs inkopen (geen kruissubsidies met ouderen). Bij rentemiddeling over tien jaar gaat dit voordeel deels verloren, maar wordt het stelsel wel stabiel vanuit macro-economisch oogpunt.
- De pensioenpremie kan objectief worden vastgesteld zonder tussenkomst van een commissie en onafhankelijk van politieke druk.

Voordeel reëel zachte systematiek:

² In principe zou het pensioen ook nominaal en onzeker of reëel en (nagenoeg) zeker kunnen zijn, maar het eerste zou wel een heel magere pensioentoezegging zijn en het laatste een wel erg kostbare.

³ In een reëel contract zou je bij voorkeur rekenen met een reëel rendement. Wegens het ontbreken van een goed ontwikkelde markt voor inflatiegerelateerde obligaties in Nederland, is er weinig marktinformatie over inflatieverwachtingen.

- Vaststelling van de premie op basis van vaste parameters voor verwacht rendement is in beginsel gunstig voor de macrostabiliteit, omdat de parameters in het algemeen meer stabiel zijn dan de rentetermijnstructuur. Een relativering hierbij is dat na verloop van tijd een nieuwe commissie Parameters zal moeten worden ingesteld, om na te gaan of de parameters nog actueel zijn. Dit kan tot discrete mutaties in de premie leiden.
- In de premiestelling wordt expliciet rekening gehouden met onzekerheid en indexatie. Dit strookt met een pensioencontract met een expliciete indexatieambitie, waarvoor risicovol wordt belegd.

Er zijn enkele overwegingen waarom de premie op basis van verwacht rendement niet lager zou moeten zijn dan die op basis van de nominale rente. Het verdient de voorkeur dat bij een reëel zachte systematiek de indexatieambitie spoort met het extra rendement op lange termijn als gevolg van het nemen van risico. Dit voorkomt dat de waarde van het pensioen verandert bij een wijziging van de beleggingsmix. Dit voorkomt ook dat fondsen de mogelijkheid hebben om het verwachte rendement te verhogen door meer risicovol te gaan beleggen, teneinde een noodzakelijke premiestijging te voorkomen.⁴ Dit beperkt het risico dat deelnemers zonder zich daarvan bewust te zijn deelnemen aan een pensioenregeling die in verwachting weliswaar een goede uitkering oplevert tegen een lagere premie dan volgens de rentetermijnstructuur, maar waarvan de uitkering zeer onzeker is als gevolg van een zeer risicovol beleggingsbeleid.⁵ De premie voor een nominaal, hard contract is ceteris paribus gelijk aan die voor een zacht, reëel contract, indien de indexatieambitie spoort met het extra rendement op lange termijn als gevolg van risico.

Hoewel dit conceptueel allemaal heel eenvoudig klinkt, is de werkelijkheid wat weerbarstiger, omdat niet direct duidelijk is hoe hoog het verwachte reële rendement op lange termijn is. Het is immers moeilijk te voorzien hoe de rendementen op beleggingen en hoe de inflatie of de lonen zich op lange termijn zullen ontwikkelen. Een commissie buigt zich op dit moment over de actualisatie van de parameters waarmee pensioenfondsen in hun financiële opzet moeten rekenen. Vooralsnog gelden de parameters die zijn vastgesteld na het advies van de commissie Don in 2009. De risicovrije rente is sindsdien echter sterk gedaald, waardoor de toen vastgestelde parameters wellicht niet meer actueel zijn. In de volgende paragraaf beschrijven we enkele varianten voor de vaststelling van de kostendekkende premie op basis van verwacht rendement.

⁴ Een mogelijke oplossing voor deze perverse prikkel is dat de premiestelling uitgaat van een uniform beleggingsbeleid en eventueel ook een uniforme afslag voor de kosten van indexatie.

⁵ Mogelijk zal de vloerregel in het nFTK, die stelt dat de kans dat het pensioen x% lager uitvalt niet hoger mag zijn dan y%, hieraan een grens stellen. Op dit moment is nog niet duidelijk hoe de vloerregel wordt ingevuld.

3 Varianten

Gebruik van het verwachte rendement in de berekening van de pensioenpremie kan op verschillende manieren worden ingevuld. We onderscheiden meerdere varianten, waarbij we ons laten inspireren door de huidige beleidsregels, marktontwikkelingen en meer recente voorstellen voor het pensioencontract en het financieel toezicht:

1. *Constant reëel disconto van 2,75%*: dit percentage kan onderbouwd worden met een 50/50 beleggingsmix in combinatie met de huidige parameters voor het financieel toezicht (d.w.z. verwacht aandelenrendement van 7%, een verwacht obligatierendement van 4,5% en een afslag wegens loonindexatie van 3%).
2. *Verwacht rendement op basis van de rentetermijnstructuur (RTS)*: in deze variant wordt gerekend met een vast aandelenrendement en indexatieafslag. De rendementen op obligaties worden ontleend aan de 10-jaars gedempte RTS inclusief een default risk premie van 0,5%-punt; deze opslag voor risico spoort met het advies van de commissie Don uit 2009. We rekenen deze variant voor drie gevallen door:
 - a) Op basis van de huidige parameters, d.w.z. een aandelenrendement van 7% en een indexatieafslag van 3%.
 - b) Op basis van een aandelenrendement van 6%, gecombineerd met een indexatieafslag van 3%.
 - c) Op basis van een indexatieafslag van 2,5%, gecombineerd met een verwacht aandelenrendement van 7%.
3. *BNW systematiek*: in deze systematiek wordt gerekend met een looptijd-afhankelijke risico-opslag, conform het voorstel van Bovenberg, Nijman en Werker (BNW).⁶ Deze systematiek maakte expliciet onderdeel uit van het eerder voorgestelde reële FTK2 contract. Deze systematiek doet recht aan het gegeven dat vanwege een spreidingsmethodiek pensioenrechten op korte termijn minder onzeker zijn dan die op lange termijn en dus ook meer risicovrij gewaardeerd moeten worden. We rekenen in deze formule met een verwacht rendement op aandelen van 7% (cf. huidige parameters) en een vaste indexatieafslag van 2,5% (cf. oorspronkelijk wetsvoorstel FTK2).

Deze varianten zijn doorgerekend voor het nominale contract waarbij de volgende uitgangspunten zijn gehanteerd:

- De economische scenarioset is afkomstig van APG en heeft betrekking op de stand van de financiële markten per 30 juni 2013.
- Deelnemers betreden op hun 25ste het pensioenfonds en werken door tot aan de AOW-leeftijd. In de uitgangssituatie is de pensioenrichtleeftijd 65 jaar.

⁶ Zie A.L. Bovenberg, Th. Nijman en B. Werker, 2012, Voorwaardelijke pensioenaanspraken: Over waarden, beschermen, communiceren en beleggen, Netspar Occasional Paper, 2 april 2012, <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=122389>.

- De ontwikkeling van de levensverwachting volgt de meest recente bevolkingsprognose van het CBS van december 2012.
- Het pensioenfonds belegt voor de helft in aandelen en voor de andere helft in vastrentende activa. Het renterisico wordt voor 40% afgedekt.
- De indexatie van aanspraken en uitkeringen is voor 50% gekoppeld aan prijsinflatie en voor 50% aan looninflatie.
- De franchise bedraagt 13,5 duizend euro. Dit bedrag is gelijk aan 10/7 van de AOW van een gehuwde, die op 9,5 duizend euro is gesteld (2014).
- De gemiddelde jaarlijkse opbouw bedraagt per 2015 1,75 procent per jaar (cf. Regeerakkoord Rutte II).
- In de discontering van de pensioenverplichtingen en - indien van toepassing - in de vaststelling van de kostendekkende premie wordt gebruik gemaakt van de op dit moment van toepassing zijnde UFR.
- In de berekening van de kostendekkende premie voor een nominaal contract wordt gerekend met een solvabiliteitsopslag voor het vereist eigen vermogen (VEV) van 26,6%.
- De herstelplansystematiek is (nog) gebaseerd op het huidige contract.

4 Premie- en budgettaire effecten

Of de kostendekkende pensioenpremie bij gebruik van het verwachte rendement (reëel 'zachte' systematiek) lager of hoger uitkomt dan bij gebruik van 10-jaars rentemiddeling (nominaal 'harde' systematiek), wordt institutioneel bepaald door het verschil tussen de hoogte van de solvabiliteitsopslag aan de ene kant en de som van de risico-opslag en indexatieafslag aan de andere kant. Een hoge solvabiliteitsopslag leidt tot een hogere premie onder de nominale systematiek, maar beïnvloedt niet de premie in de reële systematiek. Een hogere indexatieafslag (of lagere risico-opslag) leidt tot een hogere premie onder de reële systematiek, maar beïnvloedt niet de premie in de nominale systematiek.

De premie mutaties voor de verschillende varianten, afgezet tegen het gebruik van 10-jaars rentemiddeling in de berekening van de kostendekkende premie, zijn vermeld in tabel 4.1.⁷ Met een vast disconto van 2,75% komt de pensioenpremie ten opzichte van de uitgangssituatie 6 tot 10% lager te liggen. Een vast disconto van 2,75% is lager dan de 10-jaars gemiddelde RTS in het basispad. De premie is bij een reëel disconto van 2,75% toch lager dan bij de nominale gemiddelde RTS, omdat de opslag voor het

⁷ Dit zijn partiële effecten van het rekenen met verwacht rendement in plaats van 10-jaars rentemiddeling. De versoering van het Witteveen kader (verhoging pensioenrichtleeftijd naar 67 jaar, verlaging maximale opbouw naar 1,75% middelloon per jaar en aftopping bij 100.000 euro) en de invoering van het nieuwe FTK (verhoging vereist eigen vermogen naar 26,6% en invoering van 10-jaars rentemiddeling in plaats van actuele rentetermijnstructuur of verwacht rendement op basis van oude parameters) leiden per saldo tot een premiedaling van zo'n 15%.

vereist eigen vermogen wel geldt wel in het nominale, maar niet in het reële contract. De premie blijft nagenoeg ongewijzigd indien het verwachte rendement wordt berekend op basis van de RTS en de huidige parameters. Als in het disconto echter wordt gerekend met een 1%-punt lager verwacht aandelenrendement, dan komt de premie uiteindelijk bijna 12% hoger uit. Bij een 0,5%-punt lagere indexatieafslag komt de premie structureel bijna 13% lager uit. In de variant gebaseerd op de BNW formule, spoort de premie goed met die in de uitgangssituatie. Het effect van de solvabiliteitsopslag en het gesaldeerde effect van risico-opslag en indexatieafslag vallen min of meer tegen elkaar weg.

Tabel 4.1 Premies bij verwacht rendement t.o.v. premies bij 10-jaars rentemiddeling

	Gemiddeld in 2015-2020	Structureel
Mediane mutaties in %		
Disconto van 2,75%	-6,1	-10,8
Disconto op basis van RTS, met:		
a) huidige parameters	1,0	-1,2
b) 1%-punt lager aandelenrendement	15,6	11,7
c) 0,5%-punt lagere indexatieafslag	-11,4	-12,7
Disconto op basis van BNW	2,4	0,5

Voor alle varianten geldt dat de premie in de uitgangssituatie van 10-jaars rentemiddeling geleidelijk oploopt, omdat de hogere rentes uit het verleden worden vervangen door lagere actuele rentes en de gemiddelde rente dus daalt. Het is aannemelijk dat fondsen hierop anticiperen; daarom rapporteren we gemiddelde effecten voor de periode 2015-2020.

Een stijging van de pensioenpremie met 1% (niet 1%-punt), ofwel zo'n 0,4 mld euro, leidt op korte termijn tot een derving van overheidsinkomsten van ongeveer 0,2 mld euro. In termen van houdbaarheid is de inkomstenderving kleiner, in de orde van 0,1 mld euro, aangezien ook de latere pensioenuitkeringen naar verwachting toenemen.⁸

5 Generatie-effecten

Het gebruik van een vast disconto in de pensioenpremie leidt langs twee kanalen tot generatie-effecten. Het eerste kanaal heeft te maken met het *niveau* van de premie en het tweede kanaal met de *volatiliteit* van de premie. Als de pensioenpremie gemiddeld lager is dan in de uitgangssituatie (zoals bij een vast disconto van 2,75% of

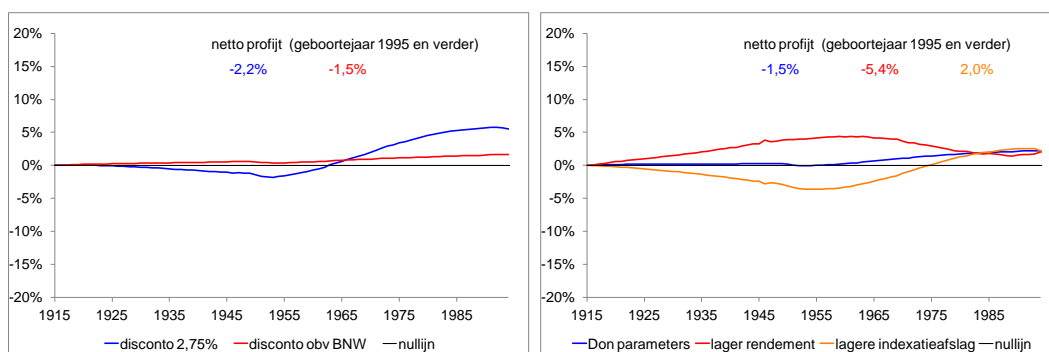
⁸ Indien de premiewijziging gepaard gaat met een ander risicoprofiel, zou de mutatie in de opbrengsten ook gecorrigeerd moeten worden voor de verandering in de mate van onzekerheid.

bij een disconto op basis van een indexatieafslag van 2,5%), is dat nadelig voor de gepensioneerden, omdat hun indexatiepotentieel kleiner wordt; zie figuur 5.1. Als de premie hoger is dan in de uitgangssituatie (zoals bij een disconto met een aandelenrendement van 6%), geldt het omgekeerde: dan gaan gepensioneerden er op vooruit. Voor actieve deelnemers staat tegenover een hoger of lager indexatiepotentieel ook een hogere of lagere premiebetaling.

Bij gebruik van het verwacht rendement in de premie wordt de discontovoet deels of geheel bepaald door *vaste* parameters. Dit impliceert automatisch dat de kostendekkende premie minder volatiel is dan die in de uitgangssituatie. Dit is in principe gunstig voor jongere generaties. Zij worden immers geconfronteerd met stabielere premiebetalingen, zonder dat dit ten koste hoeft te gaan van de stabiliteit van hun uiteindelijke pensioenresultaat.⁹

Als de pensioenpremie niet of minder reageert op financiële schokken, neemt de volatiliteit van het pensioenvermogen echter toe. Het negatieve effect daarvan wordt pas zichtbaar als het pensioenfonds gesloten wordt en het aanwezige vermogen bij veronderstelling wordt verdeeld. De generaties die dan leven worden geconfronteerd met een onzekerder pensioenvermogen en profiteren niet volledig van een stabiele premieontwikkeling. Zij gaan er in marktwaarde dus iets op achteruit. Door het gebruik van een vast disconto wordt dus in enige mate risico doorgeschoven van huidige naar toekomstige generaties.

Figuur 5.1 Generatie-effecten van gebruik verwacht rendement in de premie, op basis van vast disconto en BNW systematiek (links) en op basis van RTS (rechts)



Als het disconto in de premie wordt gebaseerd op de BNW systematiek of wanneer obligatierendementen worden ontleend aan de RTS op basis van de huidige parameters, zijn de generatie-effecten beperkt. Dat is niet verwonderlijk, want het niveau van de premie is in deze gevallen vergelijkbaar met die in de uitgangssituatie (zie tabel 4.1). Bovendien, omdat nog steeds de RTS een rol speelt in de bepaling van de premie, is ook de volatiliteit van de premie vergelijkbaar met die in de basissituatie.

⁹ Zie hiervoor ook de CPB Notitie, Effecten macrostabile discontovoet, 12 september 2013.

6 Conclusies

De kostendeckende premie op basis van het 10-jaars gemiddelde van de risicovrije rente inclusief de opslag voor het vereist eigen vermogen komt min of meer overeen met de premie op basis van een reëel verwacht rendement, waarin de gekozen rente aansluit bij de actuele situatie. De mate van aansluiting is afhankelijk van de wijze waarop het verwachte rendement wordt bepaald. In een contract waarin de behaalde rendementen gespreid doorwerken in de uitkeringen, zou bij voorkeur het overrendement op risicovolle beleggingen alleen op lange looptijden volledig moeten worden ingeboekt, omdat de pensioenuitkering op korte looptijden minder onzeker is. De reële discontovoet die bij deze systematiek resulteert, ligt dichtbij die op basis van de 10-jaars gemiddelde nominale rentetermijnstructuur.



Dit is een uitgave van:

Centraal Planbureau
Van Stolkweg 14
Postbus 80510 | 2508 GM Den Haag
T (070) 3383 380

info@cpb.nl | www.cpb.nl

November 2013