



Lage rente en de toekomst van pensioenen

Bij een langdurig laag rendement is het moeilijk om de huidige pensioenambitie vol te houden en daarom moet er een serieuze nieuwe afweging komen tussen pensioenambitie en de daarvoor benodigde besparingen en premies.

Voor jonge huishoudens betekent een laag rendement dat ze minder kunnen consumeren gedurende hun levensloop.

Om een te grote inkomensdaling na pensionering te voorkomen, kunnen huishoudens meer sparen en/of meer werken.

Huishoudens kunnen meer sparen via extra omslag zoals bijvoorbeeld notional defined contributions, hogere pensioenpremies of meer investeringen in menselijk kapitaal.

CPB Policy Brief

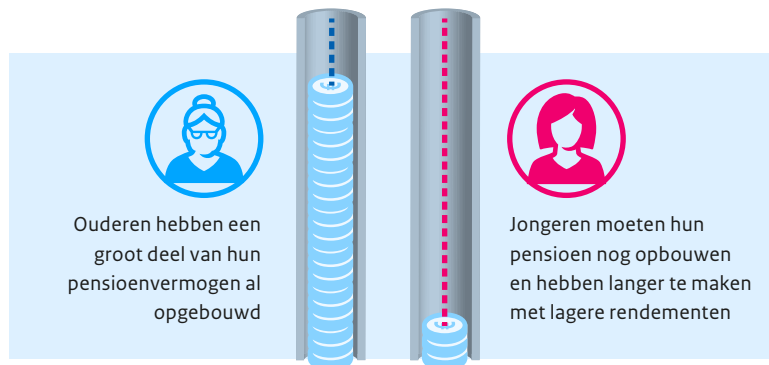
Nicoleta Ciurila, Adam Elbourne, Casper van Ewijk (Netspar), Douwe Kingma, Rob Luginbuhl, Lex Meijdam (Netspar), Bert Smid, Rutger Teulings


In samenwerking met Netspar

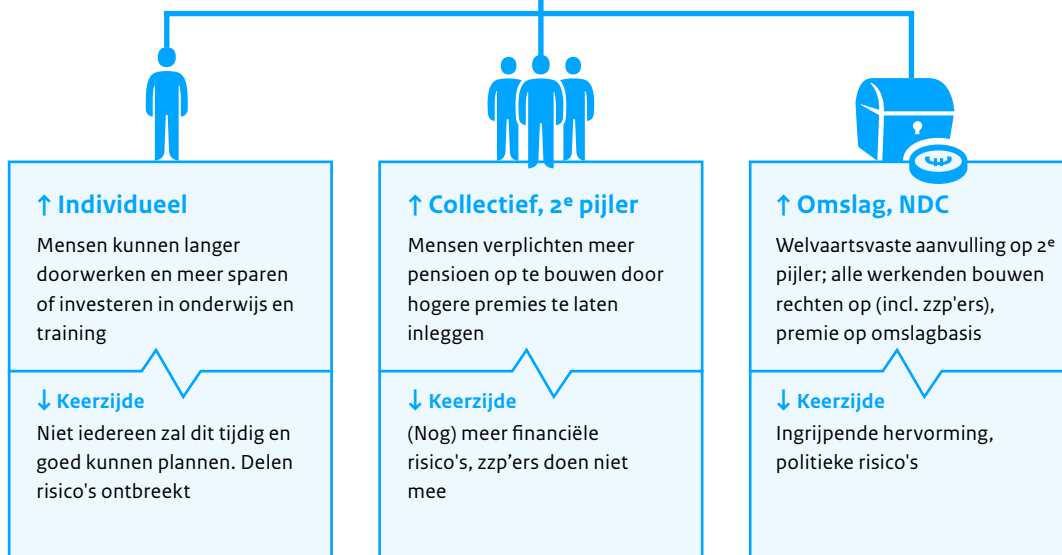



Lage rente raakt pensioen jongeren

Lage rente leidt tot lagere rendementen bij pensioenfondsen, en dit zal mogelijk zo blijven. Dit raakt vooral de toekomstige pensioenen van jongere huishoudens



 Als de rente laag blijft hebben jongeren over hun resterende leven minder te consumeren. Wat zijn de opties om meer te sparen?



 **↑ Wachten**
Door te wachten leren we meer over rendement, loongroei en risico's en de uitwerking van het nieuwe pensioencontract. Bij lang wachten is er minder tijd om in te grijpen

© Centraal Planbureau, Den Haag 2020

↓
Deze analyse is relevant ongeacht de precieze vormgeving van het nieuwe pensioencontract

Samenvatting

De lage rente zet de rendementen en dekkingsgraden van de kapitaalgedekte pensioenfondsen onder druk. Op verzoek van de minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid hebben CPB en Netspar^{1,2} gezamenlijk onderzoek gedaan naar de betekenis van lage rente en rendementen voor het Nederlandse pensioenstelsel.

Het is verstandig om rekening te houden met de mogelijkheid van langdurig lage rendementen; jongere huishoudens merken hier het meeste van. De rente op overheidsobligaties is flink gedaald en financiële markten verwachten dat de lagere rente nog een tijd aanhoudt. Het toekomstige rendement op aandelen en overige beleggingen is niet te voorspellen en is mogelijk minder gedaald, maar het is goed om rekening te houden met een lager totaal beleggingsrendement. Voor jonge huishoudens betekent dit dat ze minder kunnen consumeren gedurende hun levensloop dan bij hogere rendementen. Oudere huishoudens die al veel vermogen hebben opgebouwd, hebben gemiddeld minder last van een daling van het rendement. Bij een langdurig laag rendement hoort een serieuze nieuwe afweging tussen pensioenambitie en de daarvoor benodigde besparingen en premies.

Een te grote terugval van de pensioeninkomens kan op diverse manieren worden verzacht. De pensioeninkomens verhogen kan via meer sparen of beleggen (individuele besparingen, of meer inleg in de kapitaalgedekte pensioenen). Ook kan het inkomen na pensionering op peil worden gehouden door meer te investeren in menselijk kapitaal (onderwijs, duurzame inzetbaarheid) of langer door te werken, waardoor mensen tijdens hun werkzame leven meer ruimte hebben om wat extra opzij te leggen voor hun pensioen. Ook zou de overheid extra aanvullend pensioen kunnen introduceren in de vorm van *notional defined contributor* (NDC) pensioen. Dit pensioen dat internationaal aan populariteit wint, biedt een aanvullend pensioen, net als de huidige tweede pijler, maar dan op omslagbasis en binnen de eerste pijler. Een NDC biedt geen antwoord op lage rendementen, maar kan – afhankelijk van de wijze van invoering – wel de effecten voor de huidige jonge generaties verzachten. We bespreken ook de waarde van het wachten met een dergelijke ingrijpende systeemverandering, omdat er met de tijd meer informatie beschikbaar komt, bijvoorbeeld over de uitwerking en maatschappelijke aanvaarding van het nieuwe pensioencontract.

Een lage rente is van weinig belang bij het kiezen van de balans tussen kapitaaldekking versus omslagfinanciering. Bij de keuze is wel van belang hoe afhankelijk deelnemers willen zijn van ontwikkelingen op financiële markten, hoewel het risico gespreid is door te beleggen op internationale financiële markten. Bij omslagfinanciering is het mogelijk om de pensioenen te koppelen aan de loonontwikkeling zodat pensioenen welvaartsvast worden. Door te delen in de loonrisico's van werkenden dragen welvaartsvaste pensioenen op omslagbasis bij aan solidariteit tussen generaties. Daar staat tegenover dat omslagfinanciering via de overheid kwetsbaar is voor politieke risico's, omdat die jaarlijks de hoogte van premies en uitkeringen bepaalt. Bovendien kunnen pensioenfondsen een belangrijke rol vervullen bij het verschaffen van risicodragend kapitaal voor bedrijven. Deze elementen zijn uiteindelijk bepalend bij de keuze van de optimale mix van het pensioenstelsel.

¹ De auteurs danken Roel Beetsma (Universiteit van Amsterdam), Luuk Metselaar (CPB), Theo Nijman (Tilburg University), Peter Zwaneveld (CPB) en andere meelezers voor hun commentaar op eerdere versies.

² Deze CPB Policy Brief wordt tegelijkertijd ook als Netspar Brief gepubliceerd bij Netspar (www.Netspar.nl).

1 Inleiding

Door de aanhoudend lage rente en dalende dekkingsgraden van pensioenfondsen komt de vraag op of de lage rente consequenties zou moeten hebben voor de vormgeving van het pensioenstelsel. De Tweede Kamer heeft in een aantal moties verzoeken gedaan om de betekenis van een langdurig lage of negatieve rente voor het kapitaalgedekte pensioenstelsel te onderzoeken.³ Op verzoek van de minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid heeft het CPB hier onderzoek naar gedaan, gezamenlijk met Netspar.⁴

De analyse in deze Policy Brief is ook relevant na invoering van het nieuwe contract. Ook in dit nieuwe contract zijn de rendementen op financiële markten de belangrijkste bepalende factor van de hoogte van de pensioenen.⁵ Deze rendementen komen lager uit door de gedaalde rente. Wanneer de rendementen langdurig lager zijn, zal het pensioenresultaat ook lager uitkomen. De vraag is dan welke beleidsreacties daarop mogelijk zijn.

Deze Policy Brief analyseert de gevolgen van een laag rendement voor de pensioenen en schetst een aantal beleidsopties. Hoofdstuk 2 laat zien waarom het verstandig is om rekening te houden met de mogelijkheid van langdurig lage rendementen. Hoofdstuk 3 onderzoekt wat de gevolgen van lage rendementen zijn voor jonge Nederlandse huishoudens die een financiële planning maken over de rest van hun leven. Een aanhoudend lager rendement noopt tot een nieuwe afweging tussen premie en pensioenambitie waarbij volgens de gangbare economische theorie een lagere pensioenambitie voor de hand ligt om een te sterke stijging van de premie te voorkomen. In hoofdstuk 4 schetsen wij de samenhang tussen de verschillende pensioenpijlers en afwegingen daarbij. In hoofdstuk 5 komen de beleidsopties aan bod voor het pensioenstelsel wanneer de rendementen aanhoudend laag zouden blijken.

2 Houd rekening met lager rendement pensioenbesparingen

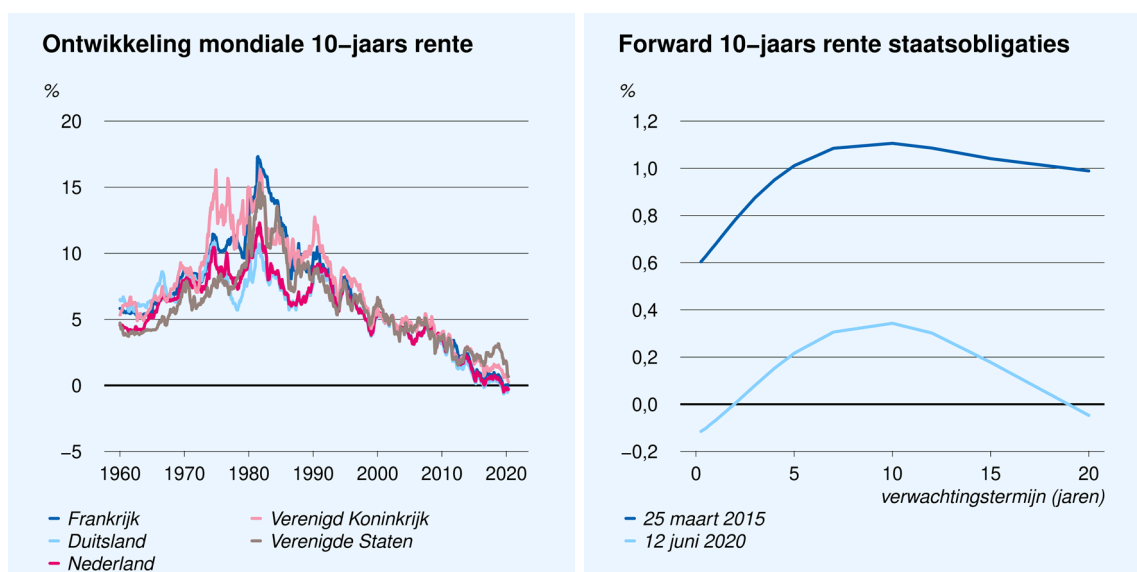
Welk toekomstig rendement kunnen we verwachten op het vermogen van Nederlandse pensioenfondsen? Het nominale rendement op veel Nederlandse overheidsobligaties is momenteel negatief, dat betekent dat pensioenfondsen moeten betalen om aan de Nederlandse overheid te lenen. Dit geldt ook voor andere Europese obligaties. Pensioenfondsen beleggen ook in andere activa zoals aandelen en vastgoed, met een hoger rendement en risico. Het toekomstig gemiddeld rendement is bepalend voor de hoogte van toekomstige pensioenuitkeringen uit het kapitaalgedekte deel van het Nederlandse pensioenstelsel.

³ Het Kamerlid Omtzigt (CDA) heeft gevraagd om onderzoek naar de consequenties van een langdurig lage rente voor een kapitaalgedekt pensioenstelsel. Meer recent heeft het lid Slootweg (ook CDA) aanvullend daarop gevraagd te laten onderzoeken wat een langdurig negatieve rente betekent voor een kapitaalgedekt pensioenstelsel. Het lid Van Brenk (50PLUS) heeft in het kader van de lage rente gevraagd of het instellen van een hybride stelsel, waarbij de verhouding tussen omslag en kapitaaldekking wordt aangepast, een denkbare maatregel zou zijn om met een langdurig lage rente om te gaan.

⁴ Deze CPB Policy Brief wordt tegelijkertijd ook als Netspar Brief gepubliceerd bij Netspar (www.Netspar.nl).

⁵ Berekening van het CPB, 2020, laten zien dat de uitkomsten van verschillende contracten bij gelijke scenario's vergelijkbaar uitpakken, zie Zwaneveld, P., L. Metselaar en A. Nibbelink, 2020, Het doorontwikkelde contract: beschrijving van variante, opties en resultaten, CPB Achtergronddocument, ([link](#)), en Metselaar, L., en P. Zwaneveld, 2020, Pensioenberekeningen voor drie scenario's, CPB Notitie ([link](#)).

Figuur 2.1 De nominale rente is gedaald sinds de jaren tachtig en er zijn marktindicaties dat de rente laag blijft



Bron: OESO, Main Economic Indicators (links) 10-jaars rente op overheidsobligaties en van Thomson Reuters (rechts) 10-jaars forward swap rates. Een forward renteswap is een financieel product waarbij twee partijen rentes 'ruilen' en een van de partijen de 10-jaars rente betaalt. Het contract kan op een toekomstig moment ingaan (forward).

Wereldwijd zijn de rentes al enkele jaren laag en financiële markten lijken ervan uit te gaan dat dit de komende jaren zo zal blijven. De rente op overheidsobligaties met een AAA-rating vertoont al sinds begin jaren tachtig een dalende trend en momenteel ligt het rendement op 10-jaars obligaties onder de 0% (zie figuur 2.1, links). Dit komt onder meer door vergrijzing, lagere productiviteitsgroei en lagere inflatieverwachtingen.⁶ Het ruime monetaire beleid heeft rentes nog verder omlaag gebracht, al is dit effect bescheiden volgens de huidige consensus.⁷ De 10-jaars forward rentes, dit zijn de rentes voor 10-jarige leningen die pas over 10 jaar ingaan⁸, lijken erop te duiden dat ook in de komende jaren de rente laag blijft (zie figuur 2.1, rechts). In deze rentes zit ook enig effect van het opkoopprogramma van de ECB volgens het *Pandemic Emergency Purchasing Programme*, dat beoogt de (lange) rentes te verlagen om de gevolgen van de coronacrisis te beperken.

De lage rente op overheidsobligaties beïnvloedt het kapitaalgedekte pensioenstelsel via het beleggingsrendement en – in het huidige contract – ook via de rekenrente. Pensioenfondsen beleggen een deel van hun vermogen in overheidsobligaties. Wanneer de rente daalt, neemt de waarde van deze obligaties toe, maar het rendement op nieuw aan te kopen obligaties daalt. Een lage rente betekent daarmee op termijn een lager rendement van de activa. De rentes op Nederlandse overheidsobligaties worden op dit moment ook gebruikt om de waarde van de passiva, de nominale pensioenaanspraken, te waarderen (rekenrente). Een lagere rente betekent dat de waarde van de aanspraken hoger is en leidt tot verslechtering van de dekkingsgraden. In het nieuwe pensioencontract, zoals overeengekomen in het recente pensioenakkoord, is geen sprake meer van nominale aanspraken en is de rekenrente niet meer van belang.⁹

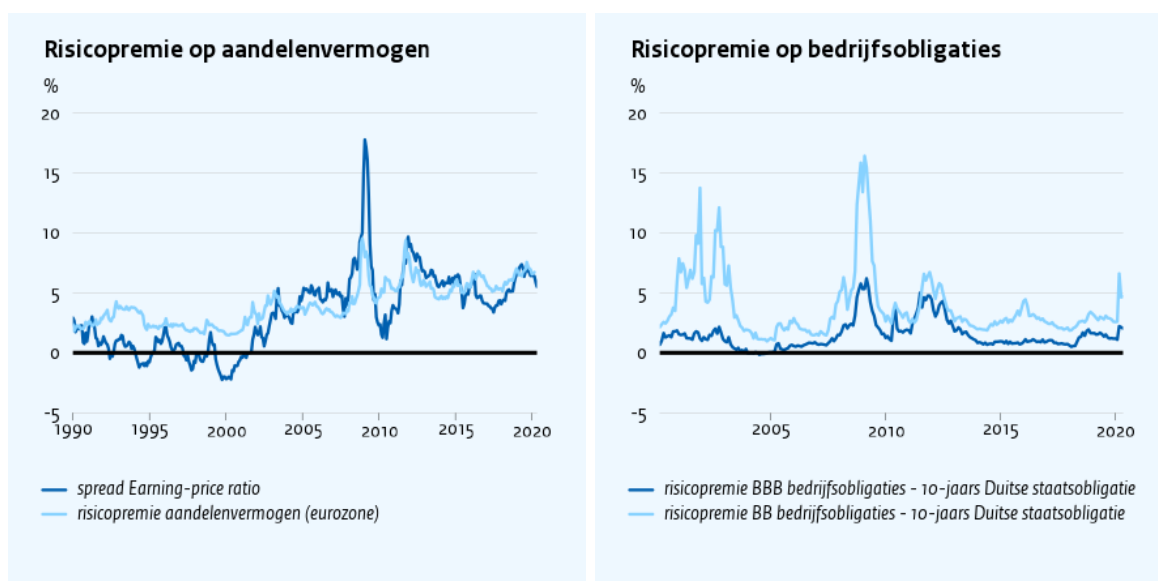
⁶ Horst, A. van der, 2019, Inbreng CPB over lage rente, CPB Notitie ([link](#)), en L. Rachel en L.H. Summers, 2019, On falling neutral real rates, fiscal policy, and the risk of secular stagnation, Brookings ([link](#)).

⁷ Eser, F. et al., 2019, Tracing the Impact of the ECB's Asset Purchase Programme on the Yield Curve, ECB Working Paper nr. 2293 ([link](#)).

⁸ Deze forward rate wordt afgeleid uit swaps waarbij rentecontracten worden verhandeld. Berekening uit swaps heeft als voordeel dat dit een zeer liquide markt betreft.

⁹ Zie bijvoorbeeld Metselaar, L., A. Nibbelink en P. Zwaneveld, Nieuwe pensioenregels: effecten en opties van het doorontwikkelde contract en een overgang naar een vlak premiepercentage, CPB Notitie ([link](#)). Het nieuwe contract is mede ontwikkeld naar aanleiding van ideeën over de verdeling van schokken in Muns, S. en B. Werker, Baten van slimme toedeling rendementen hoger dan van intergenerationale risicodeling, ESB 4777, 2019, pp 427-429 ([link](#)).

Figuur 2.2 Risicopremie op aandelen is iets gestegen, op obligaties vrij constant



Bron: Datastream. Earnings/price-ratio minus de rente op een 10-jaars Duitse staatsobligatie, equity risk premium van Absolute Strategy Research, mediaan van schattingen met 9 verschillende modellen.

Risicopremies zijn mogelijk gestegen, maar onvoldoende om rendementen op aandelen en andere beleggingen op peil te houden. Het verwachte rendement op aandelen en vastgoed beweegt niet automatisch mee met kortetermijnfluctuaties in de rente. Aandelenrendementen lijken minder gedaald dan de rente door een hogere risicopremie (zie figuur 2.2, links). Dat het aandelenrendement per saldo is mee gedaald met de rente is te verklaren met de zogeheten *search for yield*: doordat de rente op veel staatsobligaties erg laag is, stappen veel beleggers over naar risicovolle beleggingen; hierdoor stijgen de aandelenprijzen op korte termijn, maar naar de toekomst toe daalt ook het te verwachten aandelenrendement.¹⁰ Een lage rente is weliswaar gunstig voor de aandelenkoersen nu, maar verslechtert tegelijkertijd de vooruitzichten voor verdere koersstijgingen in de toekomst. De risicopremie op bedrijfsobligaties is de laatste jaren vrijwel constant of vertoont – afhankelijk van de precieze categorie obligaties – een lichte daling (zie figuur 2.2, rechts).

Het effect van de coronacrisis op de rendementen is ongewis. In normale tijden is het al moeilijk om een goede voorspelling te doen voor het toekomstig rendement. Daar komt nu het effect van de coronacrisis bovenop. De risico's op aandelen zijn toegenomen, overheidsschulden zullen toenemen en ook rentes kunnen daardoor oplopen. Centrale banken hebben het monetaire beleid sterk verruimd, ook hiervan is het effect op rendementen niet exact te bepalen. Aan de andere kant, door de coronacrisis zou de rente nog verder kunnen dalen wanneer mensen uit voorzorg meer sparen en bedrijven uit onzekerheid investeringen uitstellen. De grote onzekerheid ligt bij de toekomstige ontwikkeling van de besparingen en de vraag naar kapitaal, en de effecten die de coronacrisis daarop heeft. Al met al is de toekomst nog onzekerder geworden.

Samengenomen is het goed om rekening te houden met langdurig lagere rendementen voor pensioenfondsen. Pensioenfondsen beleggen in gespreide portefeuilles met zowel obligaties als aandelen en andere risicovolle activa, zoals vastgoed. Ondanks de mogelijke verzachting door hogere (risico-)premies op onder andere aandelen, moet worden gerekend op een lager totaal beleggingsrendement voor fondsen. De Commissie Parameters schrijft pensioenfondsen voor om te rekenen met lagere rendementen op risicovolle activa.¹¹ Daarbij geldt ook dat een hogere risicopremie niet noodzakelijk aantrekkelijk is; voor zover deze

¹⁰ CPB, 2020, Risicorapportage financiële markten ([link](#)).

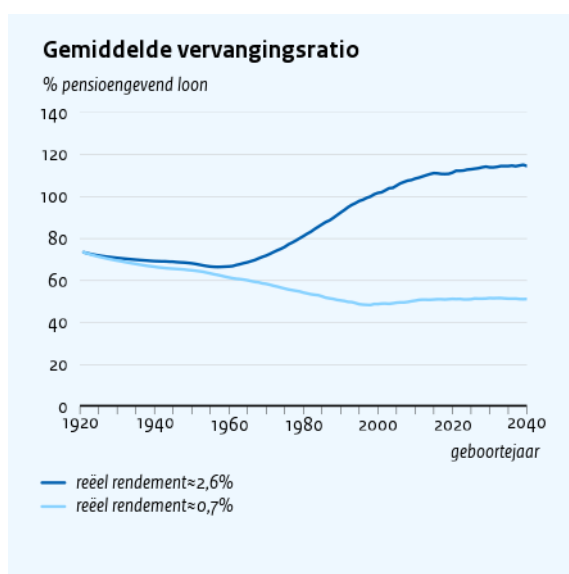
¹¹ Dijsselbloem c.s., 2019, Advies Commissie Parameters ([link](#)).

samenhangt met toegenomen risico, levert dat geen verbetering op in de afweging tussen rendement en risico.

Lagere rendementen betekenen ook lagere inkomens na pensionering

Kapitaalgedekte pensioenen zijn vooral voor hogere inkomens belangrijk. Lagere rendementen in de tweede pijler hebben een aanzienlijke invloed op de gemiddelde pensioeninkomens, voor de hoge inkomens meer dan voor de lagere inkomens. Nederlandse gepensioneerden ontvangen inkomen uit de AOW ('eerste pijler'), de aanvullende collectieve ('tweede pijler') en private ('derde pijler') pensioenen naast inkomen uit eigen besparingen, huizenbezit en mogelijke andere inkomsten. Voor de lage inkomens is de AOW het belangrijkste. Voor hogere inkomens tellen de aanvullende pensioenen zwaarder. Deze zijn kapitaalgedekt; de AOW is gefinancierd op omslagbasis. In totaal zijn eerste en tweede pijler in omvang vergelijkbaar; in 2019 waren de uitkeringen uit pensioenfondsen 32 mld euro en de AOW-uitkeringen 39 mld euro.¹²

Figuur 2.3 Vervangingsratio's van aanvullende pensioenen bij verschillende mediane rendementen



Bron: Metselaar, L., en P. Zwaneveld, 2020, Pensioenberekeningen voor drie scenario's, CPB Notitie ([link](#)). Deze Notitie betreft de mediane uitkomsten uit scenario's bij een pensioenpremie van 20% van het pensioengevend loon. De gebruikte scenario's zijn die van de Commissie Parameters 2019 en de lagerentescenario'set. In de scenario's is gewerkt met een reële loongroei van 0,4% per jaar.

Een lager rendement voor pensioenfondsen betekent op lange termijn ook lagere pensioenuitkeringen.

Figuur 2.3 laat de vervangingsratio's (hoogte van het tweedepijlerpensioen, en dus exclusief AOW, als percentage van het geïndexeerde pensioengevend loon¹³) bij twee verschillende gemiddelde reële rendementen zien, een laag en een hoog rendement. Deze berekeningen gaan uit van het huidige pensioencontract.¹⁴ De uitkomsten voor de aanvullende pensioenen hangen direct samen met het rendement op de beleggingen van het fonds. Een hoger rendement betekent ook een hogere vervangingsratio, het verschil is vooral groot voor jongere cohorten. Uiteraard is de onzekerheid over toekomstige rendement en daarmee over toekomstige pensioenen groot. De figuur toont de mediaan van deze uitkomsten.¹⁵

¹² Bron DNB ([link](#)) en CBS ([link](#)).

¹³ Voor het pensioengevend loon wordt het gemiddelde arbeidsinkomen op basis van de leeftijd maal de participatie op die leeftijd gebruikt. Dus als bijvoorbeeld 30-jarigen, indien zij werken, gemiddeld 40.000 euro verdienen en de participatie 80% is, dan is het arbeidsinkomen voor een representatieve 30-jarige 32.000 euro. Het pensioengevend loon is dan deze 32.000 euro minus de AOW-franchise (in het basisjaar 10/7 keer de AOW van een samenwonende, dat is 12.900 euro, en dit stijgt met de looninflatie).

¹⁴ Bij de berekeningen wordt uitgegaan van een premie van 20% van het pensioengevend loon, een kostendekkende premie en extra indexatie bij een dekkingsgraad boven 150% ("genoeg-is-genoeg" wordt losgelaten). De dekkingsgraad in het startjaar (2020) is 102% en de vervangingsratio's in het startjaar zijn 73%.

¹⁵ Dit is ook te zien aan de grote onzekerheidsmarges rond de scenario's in figuur 2.3, zoals die worden gepresenteerd in Metselaar, L. en P. Zwaneveld, 2020, Pensioenberekeningen voor drie scenario's, CPB Notitie ([link](#)).

3 Nieuwe afweging premie en ambitie bij lager rendement

Wat betekent een laag rendement voor de gewenste pensioenambitie? Langdurig lage rendementen maken het moeilijker om huidige pensioenambities te realiseren.¹⁶ Om vast te houden aan de oude pensioenambitie zouden premies flink moeten worden verhoogd. Voor de pensioenambitie levert de theorie een eenduidig antwoord op: wanneer pensioenen door laag rendement duurder worden, is het optimaal om de ambitie neerwaarts bij te stellen. Voor de besparingen (premie-inleg) is het antwoord minder eenduidig. Hier werken verschillende factoren tegen elkaar in.¹⁷ Enerzijds zou je meer moeten sparen om niet te veel pensioen in te leveren. Dit wordt het ‘inkomenseffect’ genoemd. Anderzijds maakt een lager rendement het minder aantrekkelijk om te sparen voor de toekomst. Dit wordt het ‘substitutie-effect’ genoemd. Daarnaast is er nog een ‘vermogens-effect’ dat aangeeft in hoeverre een huishouden in vermogen wordt getroffen door een laag rendement. Welk van deze effecten het zwaarst weegt bij bepaling van de optimale besparingen (premie-inleg) hangt af van de voorkeuren, leeftijd, inkomensprofiel en vermogen van het huishouden. Het effect op de pensioenambitie is wel eenduidig omdat – gerekend over de hele levenscyclus – substitutie-effect en inkomenseffect in dezelfde richting wijzen: lage rendementen betekenen dat de bestedingsmogelijkheden afnemen (inkomenseffect) en bovendien wordt toekomstige consumptie relatief duur in vergelijking met consumptie op jongere leeftijd (substitutie-effect).¹⁸

We illustreren deze effecten met een eenvoudig, gestileerd model voor Nederlandse huishoudens en richten ons daarbij op de positie van jongeren die nog de hele pensioenopbouw voor de boeg hebben. Deze analyse staat los van de details van het huidige pensioenstelsel. De analyse is theoretisch en normatief, in die zin dat wordt gekeken naar optimale consumptiepatronen over het leven. We houden geen rekening met de specifieke kenmerken van het Nederlandse pensioenstelsel die van invloed zijn op sparen: het verplichte karakter van de pensioenpremies, het bestaan van het AOW-pensioen dat niet direct wordt beïnvloed door de lage rente en de verzekering tegen langlevensrisico; de kans om lang te leven. De vertaling naar het Nederlandse stelsel bespreken we samen met andere beleidsopties in hoofdstuk 5.

Door een lager rendement op vermogen wordt sparen voor pensioen minder aantrekkelijk. Sparen is het uitstellen van consumptie. Een lager rendement betekent dat sparen minder wordt beloond, waardoor huishoudens minder geneigd zullen zijn om te sparen (substitutie-effect). Hoe sterk dit effect is hangt af van de voorkeuren van huishoudens, met name het gemak waarmee ze toekomstige consumptie uitruilen met huidige consumptie. Hoe flexibeler mensen in het aanpassen van hun consumptiepatroon zijn, hoe sterker het effect van een lager rendement.

Huishoudens kunnen anderzijds bij lage rendementen juist meer willen sparen om een te grote inkomensval na pensionering te voorkomen. Lagere rendementen leiden tot lagere inkomens in de toekomst. Om een te grote daling van de consumptie in de toekomst tegen te gaan, kunnen huishoudens meer willen sparen (inkomenseffect). Zij leggen dan van hun inkomen meer apart en verlagen dus hun

¹⁶ Bij pensioenambitie gaat het zowel om het gemiddelde pensioenresultaat (de mediaan) als het risico (de spreiding), zoals bepaald door de gekozen beleggingsstrategie.

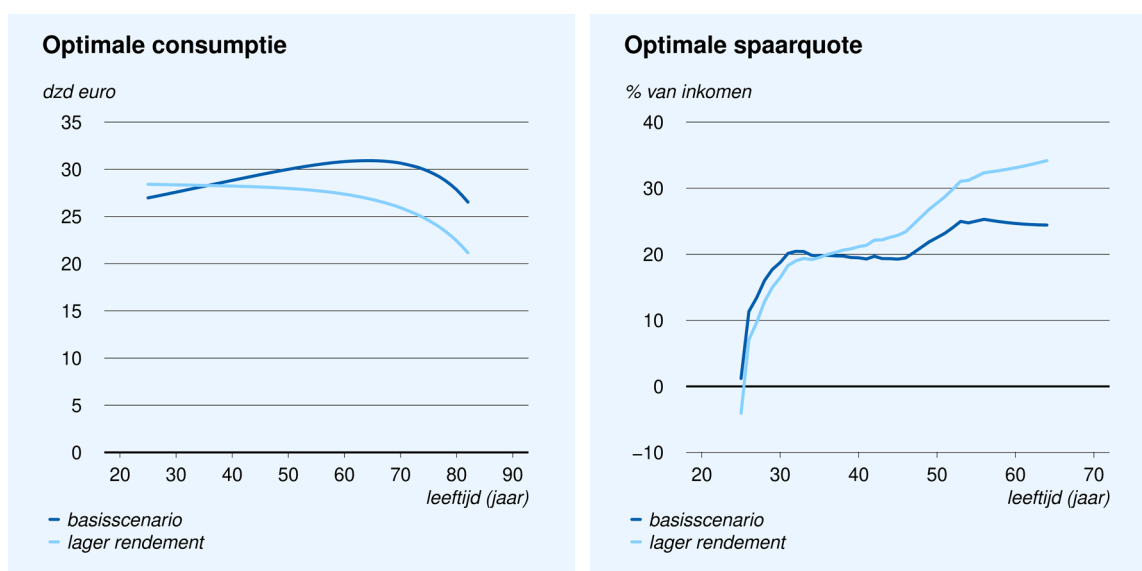
¹⁷ Hierbij is nog afgezien van de macro-economische effecten van hogere premies op werkgelegenheid en economische groei.

¹⁸ Zie bijv. D. Romer, 2019. *Advanced Macroeconomics*, McGraw Hill. (sectie 8.4) en ook de toelichting in Ciurila, N., 2020, *The impact of a lower return on wealth on optimal wealth accumulation*, CPB achtergronddocument ([link](#)).

huidige consumptie. Het inkomenseffect werkt voor de gewenste besparingen (premie-inleg) in de tegenovergestelde richting van het substitutie-effect; het saldo van deze effecten kan positief of negatief zijn.

Ten slotte kan een lage rente het huidige vermogen doen stijgen en vooral de waarde van menselijk kapitaal (de contante waarde van het toekomstig arbeidsinkomen) doen toenemen. In welke mate huishoudens worden geraakt door een lage rente kan per huishouden sterk verschillen, afhankelijk van de specifieke situatie, bijvoorbeeld wel of geen hypotheek met een eigen woning. Een lagere rente leidt voor sommige activa tot koersstijgingen, met name voor de al uitgegeven obligaties. Maar ook voor aandelen, woningen en andere beleggingen kan een lagere rente tot waardestijgingen leiden, zeker naarmate de looptijd van deze activa langer is. Hierdoor zijn vermogende huishoudens ten dele ‘ingedekt’ tegen een lagere rente. De belangrijkste bescherming tegen een lagere rente biedt het menselijk kapitaal –dit is de contante waarde van toekomstige inkomsten uit arbeid– en andere vaste inkomensstromen zoals de AOW. Een rentedaling doet de contante waarde van deze opbrengststromen, die niet gevoelig zijn voor de rente, stijgen. Dit positieve vermogenseffect van een lagere rente maakt sparen minder noodzakelijk en is dus een reden om de huidige consumptie minder te verlagen. Het vermogenseffect heeft dus net als het substitutie-effect een negatief effect op de gewenste hoogte van de besparingen.¹⁹

Figuur 3.1 Optimale consumptie is lager tijdens pensionering als het rendement daalt



Het totale effect van een lager rendement op het optimale pad van besparingen voor pensioen is niet eenduidig vast te stellen.²⁰ Daarom analyseren we het effect op consumptie en vermogen met een eenvoudig analytisch model dat is ingevuld met recente inkomensdata van Nederlandse huishoudens. De voorkeuren van huishoudens zijn ontleend aan de economisch literatuur.²¹ Als illustratie verlagen we het rendement van 3% (reëel) in het basisscenario naar 2% en bepalen dan de verandering in de ontwikkeling van consumptie en vermogen over het leven, zoals die volgen uit de voorkeuren van de huishoudens. Figuur 3.1 geeft de geplande

¹⁹ Summers, L.H., 1981, Capital Taxation and Accumulation in a Life Cycle Growth Model, *American Economic Review*, Vol. 71, No. 4, pag. 533-544 ([link](#)) en meer recent Guillermo Ordoñez, Facundo Piguillem, Savings and Saving Rates: Up or Down?, NBER Working Paper No. 27179 ([link](#)).

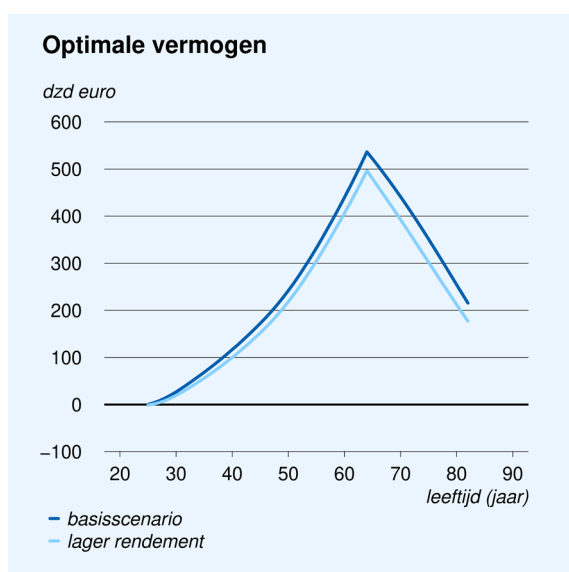
²⁰ Soortgelijke modellen zijn in de literatuur gebruikt om de impact van een wijziging in het rendement op sparen te analyseren (bijvoorbeeld Elmendorf, D., 1996, The Effect of Interest-Rate Changes on Household Saving and Consumption: a survey, Finance and Economics Discussion Series 96-27, FED US en Attanasio and Weber, 2010, Consumption and Saving: Models of Intertemporal Allocation and Their Implications for Public Policy, *Journal of Economic Literature*, Vol. 48: 693-751 ([link](#))).

²¹ Ciurila, N., 2020, The impact of a lower return on wealth on optimal wealth accumulation, CPB Achtergronddocument ([link](#)).

paden van consumptie (links) en spaarquote²² (rechts) weer tot 85-jarige leeftijd van het representatieve huishouden dat aan het begin van de levenscyclus staat. Het gaat daarbij vooral om het verschil tussen het pad voor en na de rendementsverlaging.²³

Bij een lager rendement is het optimaal voor huishoudens om de consumptie vanaf 35-jarige leeftijd te verlagen en dus meer te sparen; desondanks wordt per saldo minder vermogen opgebouwd. Vanaf 35-jarige leeftijd sparen huishoudens meer, om te zorgen dat hun inkomen na pensionering niet te veel daalt. De consumptie na pensionering komt echter ook lager uit door het lagere rendement op het gespaarde vermogen. Ondanks gemiddeld iets hogere besparingen bouwen huishoudens door het lagere rendement minder vermogen op voor het pensioen (figuur 3.2). Bij pensionering komt het vermogen ongeveer 7% lager uit. Bezien over de levensloop leidt het lagere rendement tot een vlakker consumptieprofiel; de consumptie stijgt niet meer met de leeftijd.

Figuur 3.2 Lagere optimale pensioenambitie als het rendement daalt



Voor oudere huishoudens zijn de effecten van een lager rendement kleiner door de kortere beleggingshorizon; bovendien kunnen ze bescherming genieten door renteafdekking in hun opgebouwde vermogen. Een langdurig laag rendement treft vooral jonge huishoudens die nog een lange tijd te gaan hebben tot hun pensioen. Oudere huishoudens hebben al vermogen opgebouwd met hogere rendementen in het verleden dat mede gebruikt kan worden voor afdekking van het renterisico. Hierdoor heeft een lager toekomstig rendement minder invloed op hun inkomen na pensionering. Vooral huiseigenaren en huishoudens met een groot bezit aan langlopende obligaties genieten bescherming tegen een rendementsdaling. In Nederland wordt de mate van renteafdekking vooral bepaald door beleid van pensioenfondsen. Bij voldoende renteafdekking is het dus mogelijk dat oudere huishoudens na pensionering weinig effect van het lagere rendement op hun consumptiemogelijkheden ervaren.²⁴ Al deze effecten tellen vooral voor de hogere inkomens; voor lagere inkomens is vooral de AOW belangrijk.

²² In de analyse gebruiken we het feitelijke inkomenspad van Nederlandse huishoudens. Bijgevolg zijn de spaarquotes niet glad, net als het inkomenspad. Na pensionering consumeren mensen hun vermogen, waardoor de spaarquote negatief wordt. In de figuur laten we daarom de spaarquote tot 65 jaar zien.

²³ Let op dat het dus niet gaat om de effecten van een lager rendement voor verschillende leeftijdsgroepen; de paden geven de geplande ontwikkeling weer over het leven van één representatief – jong – individu.

²⁴ In het huidige FTK-contract blijken gepensioneerden in de praktijk echter juist veel renterisico te lopen, zie Mehlkopf, R., en S. van Bilsen, 2020 Renterisico, lifecycle en pensioenakkoord, Netspar Brief 19, ([link](#)).

Het is ook mogelijk om meer te investeren in menselijk kapitaal en langer door te werken. Wanneer de rendementen op financieel vermogen dalen, worden andere investeringen aantrekkelijker. Voor een deel van de huishoudens is meer investeren in scholing en duurzame inzetbaarheid een mogelijkheid. Met hoger inkomen kunnen ze wat extra opzij leggen voor hun pensioen. Ook kunnen ze een daling van hun pensioen tegengaan door meer te werken of langer door te werken en zo extra pensioen op te bouwen, of het pensioen pas later op te nemen en daardoor een hoger pensioen te ontvangen. Bij de huidige omrekeningsfactoren levert één jaar langer doorwerken jaarlijks – afhankelijk van de rente en gemiddelde resterende levensverwachting - zo'n 6 tot 8 procent hoger pensioen op.²⁵ Voor mensen met een minder goede gezondheid of een minder sterke arbeidsmarktpositie is langer doorwerken echter relatief zwaar.²⁶

4 Lage rendementen en de balans tussen de pensioenpijlers

Lage rendementen raken niet alleen de kapitaalgedekte pensioenen, maar ook het pensioenstelsel en de Nederlandse economie als geheel. Rendementen op besparingen en investeringen vormen een belangrijke inkomensbron in elke economie. Een lager verdienvermogen op kapitaal betekent voor een land als geheel onvermijdelijk inkomensverlies voor alle burgers tezamen. Dit noopt tot een hernieuwde afweging aangaande de pensioenambitie en besparingen. Dit geldt niet alleen voor de kapitaalgedekte tweede pijler maar voor het pensioenstelsel als geheel, dus inclusief de omslag-gefinancierde eerste pijler (AOW). Lage rendementen kunnen ook aanleiding zijn opnieuw te kijken naar de verdeling van inkomen en risico over generaties. Zijn lage rente en rendementen een reden om minder vermogen te bewaren, of meer schuld door te schuiven naar toekomstige generaties? Deze vraag speelt niet alleen een rol bij pensioenen, maar raakt de nationale besparingen als geheel, dus inclusief de overheidsfinanciën ('hoeveel schuld mag de overheid aangaan') en de eigen financiële planning van huishoudens ('hoeveel erfenis laten we na aan onze kinderen'). In dit hoofdstuk beperken wij ons tot de betekenis voor de inrichting van het pensioenstelsel, maar zoals we zullen zien is dit niet geheel los te zien van andere aspecten van de intergenerationale inkomensverdeling, met name die van de overheidsfinanciën.

Wat is de betekenis van het lage rendement voor de inrichting van het pensioenstelsel, en meer specifiek de balans tussen de pensioenpijlers? Het Nederlandse pensioenstelsel bestaat uit verschillende pijlers, elk met een eigen doel, financiering, risicoprofiel en voor- en nadelen. De balans tussen de pijlers hangt samen met het gewicht dat wordt gegeven aan deze doelen en de voor- en nadelen van de pijlers. In dit hoofdstuk vatten we het pensioenstelsel kort samen en gaan ook in op een voor Nederland nieuwe vorm van pensioenen, het *notional defined contribution* of *non-financial defined contribution* pensioen (NDC) dat aanvullende pensioenen realiseert op omslagbasis.

De inrichting van het pensioenstelsel

De belangrijkste doelen van het pensioenstelsel zijn armoedebestrijding, het voorkomen van een te grote inkomensterugval bij pensionering en risicodeling binnen en tussen generaties.

Armoedebestrijding is er om te garanderen dat alle huishoudens op hogere leeftijd inkomen hebben, ongeacht hun (arbeids-)verleden. Het voorkomen van een te grote inkomensterugval bij pensionering helpt

²⁵ Adema, Y., J. Bonenkamp en A.C. Meijdam, 2016, Flexible pension take-up in social security, *International Tax Public Finance* 23, 316–342 ([link](#)).

²⁶ Bolhaar, J., R. Dillingh en D. van Vuuren, 2017, Langer doorwerken: keuzes voor nu en later, CPB Policy Brief ([link](#)).

om ook na pensionering het bestedingspatroon waaraan men gewend is, te kunnen voortzetten. Door risico's te delen functioneert het pensioenstelsel ook als een verzekering. Zo wordt het 'risico' op een lang leven verzekerd door een levenslang pensioen te bieden; het kortleven risico is afgedekt via het nabestaandenpensioen. Daarnaast kan het pensioenstelsel ook financiële (onzekere rendementen) en economische (onzekere lonen) risico's delen.

Het pensioenstelsel spreidt ook risico's door de mix van omslagfinanciering en kapitaaldekking. De eerste pijler kent omslagfinanciering, de tweede en derde pijler kapitaaldekking.²⁷ Hierdoor worden risico's gespreid: kapitaaldekking maakt pensioenen gevoelig voor schommelingen op de financiële markten; omslagfinanciering, waarbij de pensioenen steeds worden gefinancierd uit lopende premie-inkomsten, maakt pensioenen meer afhankelijk van politieke risico's en ontwikkelingen in de premiebasis en daarmee demografisch risico. In Nederland beperkt de omslagfinanciering zich nu tot de AOW. Internationaal wint ook een variant op dit stelsel aan populariteit, waarbij een pijler tussen het basispensioen (AOW) en de kapitaalgedekte aanvullende pensioenen wordt geplaatst, namelijk het *notional defined contribution* (NDC) pensioen.²⁸ Bij dit NDC-pensioen worden aanvullende pensioenen opgebouwd binnen de overheidspijler op omslagbasis, zie het kader 'Notional Defined Contributions'.²⁹

De AOW dient vooral als armoedebestrijding en deelt loon- en langlevensrisico's. De AOW-uitkering is er voor alle huishoudens ongeacht arbeidsverleden en garandeert daarmee dat alle gepensioneerden een bestaansminimum hebben.³⁰ De kosten worden jaarlijks omgeslagen over de werkenden via de AOW-premies en het resterende deel over alle belastingbetalers. De hoogte van de AOW-uitkering is een percentage van het nettominimumloon en hangt af van de samenstelling van het huishouden. Door de koppeling aan het minimumloon kan de overheid met omslagfinanciering welvaartsvaste pensioenen bieden en daarmee bijdragen aan solidariteit tussen werkenden en gepensioneerden. Loonrisico's worden gedeeld tussen generaties; ook de ouderen delen mee in de loonstijging van de werkenden, maar ontvangen ook minder als het tij tegen zit en de lonen minder stijgen. Het langlevensrisico is gedekt doordat de AOW geen maximumleeftijd kent. De omslagbasis en de uitvoering door de overheid brengen politieke risico's met zich mee, bijvoorbeeld door onvoorziene politieke besluitvorming of uit de hand lopende overheidsfinanciën met name bij demografische schokken.

Via de kapitaalgedekte aanvullende pensioenen sparen deelnemers voor voldoende inkomen na pensionering, maar lang niet alle werkenden zijn gedekt. De aanvullende pensioenen zijn gericht op een bepaalde ambitie voor het pensioen in relatie tot het eerder verdiende inkomen, de zogenaamde 'vervangingsratio'. Hierdoor kunnen deelnemers hun bestedingspatroon ook na pensionering voortzetten. In Nederland zijn deze pensioenen in de regel collectief en verplicht georganiseerd via werkgevers en beroepsverenigingen (de tweede pijler). De hoogte van de uitkering is afhankelijk van de ingelegde premies gedurende het werkzame leven en van het beleggingsrendement op deze premies. De uitkering kent geen maximumleeftijd waardoor ook het langlevensrisico gedekt is en de regeling omvat meestal ook een

²⁷ Op dit moment bevat ook de tweede pijler nog een omslagelement door het doorsneesysteem van premie en opbouw, waardoor er voortdurend een zekere inkomensoverdracht is van jongere naar oudere werkenden.

²⁸ De Wereldbank duidt het NDC -pensioen aan als 1^e pijler en heeft de basisvoorziening gericht op armoedebestrijding herdoopt in 0^{de} pijler (Wereldbank, 2005, Notional Accounts: Notional Defined Contribution Plans as a Pension Reform Strategy, World Bank Pension Reform Primer Series ([link](#))).

²⁹ Voor meer informatie over de werking van een NDC zie onder anderen Holzmann, R., 2017, The ABCs of nonfinancial defined contribution (NDC) schemes, *International Social Security Review*, John Wiley & Sons, vol 70(3), 53-77 en Auerbach, A. en Ronald, L., 2009, Notional Defined Contribution Pension Systems in a Stochastic Context: Design and Stability, in *Social Security Policy in a Changing Environment*, editors Brown, J., en Wise, D., University of Chicago Press. Voor een recent overzicht van de NDC-systemen in verschillende landen zie OESO, 2019, *Pension at a Glance 2019: OECD and G20 indicators*, OECD Publishing Paris.

³⁰ De hoogte van de AOW-uitkering is gekoppeld aan het aantal jaren dat men in Nederland is geweest in de vijftig jaar vóór pensionering.

Notional Defined Contributions (NDC)

Het notional-defined-contribution (NDC-)systeem zou een aanvulling kunnen zijn op het huidige Nederlandse pensioenstelsel. Op dit moment hebben vijf OESO-landen hun PAYG-systeem uitgebreid met een NDC-systeem, waaronder Zweden dat al in de jaren negentig een NDC-systeem introduceerde.^a Er is dus al geruime tijd ervaring opgedaan met NDC.

Net als aanvullende pensioenen in de huidige tweede pijler bouwen werknemers in een NDC-systeem gedurende het werkende leven een pensioen op door premie in te leggen, maar dan binnen de eerste pijler. Aan dit pensioen doen alle werkenden mee, dus ook de zelfstandigen. Het betreft omslagfinanciering omdat de pensioenuitkeringen worden betaald uit de lopende premie-inkomsten. Gedurende de transitiefase, wanneer er nog weinig pensioenrechten zijn opgebouwd, worden er wel meer premies ingelegd dan dat er uitkeringen worden uitbetaald. De individuele premie voor werkenden is gekoppeld aan hun salaris. Deelnemers bouwen rechten op voor hun toekomstige pensioenuitkering gebaseerd op hun bijdrage aan het systeem; iedereen heeft dus een individuele rekening. Deze rekening is puur administratief, omdat een NDC-systeem een omslagstelsel is en niet een kapitaalgedekt pensioensysteem.

Over de opgebouwde rechten op de individuele rekening wordt 'rendement' uitgekeerd door het saldo jaarlijks op te hogen. Dit 'rendement' kan bijvoorbeeld gelijk zijn aan de groei van het bbp (Italië), groei van de loonsom (Letland) of groei van het gemiddelde loon (Noorwegen en Zweden). Dit betekent in theorie ook dat er jaren met negatief (reëel) rendement kunnen zijn. Om het NDC-systeem als geheel houdbaar te houden, moeten de opbrengsten op lange termijn opwegen tegen de uitgekeerde pensioenen; het is immers een omslagstelsel.

Boven een minimumpensioenleeftijd kunnen deelnemers zelf beslissen wanneer zij met pensioen gaan. Zo kan in Noorwegen iemand vanaf 61 en in Zweden vanaf 62 jaar met pensioen. Als een deelnemer besluit met pensioen te gaan, wordt op basis van zijn pensioenleeftijd, levensverwachting van zijn cohort en zijn opgebouwde rechten de maandelijkse uitkering berekend. Als een deelnemer dus later met pensioen gaat, levert dat een hogere uitkering op.

Bij de berekening van de pensioenhoogte wordt ook rekening gehouden met – de kosten van – toekomstige indexatie. Meest voorkomend is om te indexeren met de verwachte groei van de prijzen, zoals in Italië, maar vaak wordt ook het verwachte administratief rendement gebruikt. Zowel de levensverwachting als de indexatie is onzeker in de berekening van de uitkering, hierdoor kunnen er tekorten ontstaan als een van de twee te positief is ingeschat. In Zweden en Polen wordt daarom de indexatie aangepast als er geen evenwicht is door bijvoorbeeld een groter dan verwachte stijging van de levensverwachting.

(a) OESO, 2019, *Pension at a Glance 2019*: OECD and G20 indicators, OECD Publishing Paris.

verzekering voor nabestaanden. Ondanks het collectieve karakter zijn niet alle werkenden gedekt door de tweede pijler, dit geldt met name voor zzp'ers.

Bij kapitaalgedekte pensioenen horen financiële risico's, maar deze worden slechts in beperkte mate gedeeld tussen generaties. In een kapitaalgedekt stelsel bouwen deelnemers pensioen op doordat pensioenfondsen de premies beleggen op de financiële markt. Daar horen financiële risico's bij. Pensioenfondsen spreiden hun portefeuilles waardoor risico's kunnen worden verlaagd bij eenzelfde verwacht rendement. Het delen van financiële risico's tussen generaties is beperkt tot het uitsmeren van schokken over tien jaar in het huidige stelsel. Bij een langere termijn neemt het discontinuïteitsrisico toe; dat ontstaat als er te veel tekorten worden doorgeschoven naar de toekomst. Bij lage dekkingsgraden kan er bij deelnemers weerstand zijn om in te stromen in een pensioenfonds. Ook loonrisico's worden nauwelijks meer gedeeld nu indexatie aan lonen weinig meer voorkomt en (inhaal-)premies bijna niet meer kunnen worden ingezet om schokken te delen.

De tweede pijler staat minder bloot aan politieke risico's en daardoor kunnen de langetermijninvesteringen van pensioenfondsen een positief effect hebben op de economische groei. Doordat pensioenfondsen op enige afstand van de overheid staan, is het gevaar van politieke risico's (bijvoorbeeld bij ontsparing van de overheidsbegroting) beperkt, maar niet geheel uit te sluiten. Daarnaast zijn pensioenen door de brede internationale spreiding van beleggingen minder gevoelig voor specifieke Nederlandse risico's dan het eerstelijerpensioen. Tot slot zijn de beleggingen van pensioenfondsen en verzekeraars van belang voor het verschaffen van voldoende risicodragend kapitaal voor ondernemingen. Mede door de langetermijngerichtheid van deze institutionele beleggers wordt vaak een gunstig effect verwacht voor investeringen en economische groei.³¹

Internationaal is er groeiende belangstelling voor het alternatief van het aanvullende pensioenen op basis van omslagpensioen (NDC), waarin de pensioenuitkeringen gekoppeld kunnen worden aan de loonontwikkeling en dus niet afhankelijk zijn van de rendementen op financiële markten. Doordat de ingelegde premie voor iedere werkende verbonden is aan de opbouw van pensioenrechten, is dit stelsel minder verstoring voor de arbeidsmarkt dan een voor iedereen gelijk pensioen zoals de AOW. Bovendien omvat dit stelsel alle werkenden en niet alleen de werknemers. In andere aspecten is het NDC-pensioen vergelijkbaar met de aanvullende pensioenen in Nederland. Zo is de uitredleeftijd boven een bepaalde minimumleeftijd flexibel; langer doorwerken wordt beloond met een hoger pensioen. Ook biedt het stelsel verzekering tegen langleven- en kortlevenrisico en kan er ook een arbeidsongeschiktheidsregeling aan verbonden worden. Een geschikte vormgeving, bijvoorbeeld met vaste regels, kan een NDC minder vatbaar maken voor politieke risico's.

De mix tussen de pensioenpijlers

De balans tussen de pensioenpijlers hangt primair samen met de functies en risicoprofielen van de pijlers. De balans tussen de verschillende pijlers van het pensioenstelsel hangt in de eerste plaats samen met de uiteenlopende doelen. Daarnaast draagt de mix in financiering van de pijlers bij aan spreiding van risico, met name van politieke, demografische en financiële risico's. Deze afwegingen veranderen niet eenduidig met een hoger of lager rendement,³² maar hangen vooral samen met de maatschappelijke afwegingen rond politieke en financiële risico's en het belang dat aan welvaartsvaste pensioenen wordt gehecht.

³¹ Bijlsma, Bonekamp, Van Ewijk, Haaijen, 2018, Funded Pensions and Economic growth, *De Economist*, vol 166, pag. 337–362.

³² Zie Van Ewijk, C. en L. Meijdam, 2020, Lage rente en de balans tussen omslagfinanciering en kapitaaldekking van pensioenen, Netspar achtergronddocument ([link](#))

Rendement kan wel een rol spelen bij de verdeling van inkomen over generaties, maar met onduidelijk effect. Afhankelijk van de wijze waarop omslagpensioenen zoals AOW of NDC worden ingevoerd of vergroot, kunnen verschuivingen optreden in de inkomensverdeling over generaties. Wanneer direct wordt gestart met het uitkeren van extra pensioenen aan oudere generaties, vindt er een inkomensoverdracht plaats naar deze generaties; zij ontvangen een extra uitkering zonder zelf ooit premie te hebben betaald. Een overdracht aan oudere generaties komt ten laste van volgende generaties, bijvoorbeeld doordat de laatste meer voor hun pensioen betalen dan het waard is. De hoogte van deze –impliciete – belasting³³ hangt af van het verschil tussen rendement en de groeivoet van het inkomen.³⁴ Een lager rendement maakt het dus voor huidige jongere generaties minder kostbaar om de pensioenuitkeringen voor de huidige oudere generatie te verhogen. Dit wordt wel gezien als een argument voor een verschuiving richting omslagfinanciering bij een lager rendement. Maar het kan ook de andere kant op werken. Net als bij optimale individuele besparingen gaat het ook hier niet alleen om het substitutie-effect, maar ook om inkomens- en vermogenseffecten van een laag rendement.³⁵ Een lager rendement betekent juist ook dat huidige jongere en toekomstige generaties erop achteruitgaan in vergelijking tot huidige oudere generaties; dit kan reden zijn om – maatschappelijk gezien – juist *minder* aan inkomen naar oudere generaties te schuiven om zo de inkomenssterugval voor jongeren te beperken.³⁶ Welke verdeling tussen generaties gewenst is hangt af van de maatschappelijk voorkeuren en vergt daarom een politieke afweging. Daarnaast is het de vraag of herverdeling tussen generaties wel als overweging telt bij de keuze tussen omslag en kapitaaldekking. Voor de verdeling van inkomen over generaties beschikt de overheid over andere – meer geschikte – instrumenten dan verschuivingen in het pensioensysteem, via de staatsschuld kan de overheid geld verschuiven tussen cohorten.

5 Beleidsopties

Een langdurig laag rendement noopt tot nieuwe afweging van pensioenambitie en premie. Lagere rendementen maken pensioenen duurder en leiden in het optimum eenduidig tot een lagere pensioenambitie. Lagere rendementen op besparingen en investeringen betekenen onvermijdelijk voor alle huishoudens inkomensachteruitgang gemeten over het leven, wat zich ook vertaalt in een lagere pensioenambitie. Een terugval in pensioenen kan worden voorkomen; of dit optimaal is hangt af van het saldo van verschillende effecten. Beslissingen over meer of minder kapitaaldekking of omslagfinanciering dienen niet louter gebaseerd te worden op het verwachte rendement maar primair op de structurele kenmerken van deze financieringsvormen (met name welke risico's worden gedeeld). In het vervolg worden de beleidsopties voor de verschillende pensioenpijlers en de samenhang tussen deze pijlers besproken.

³³ Sinn, H., 2000, Why a Funded Pension System is Needed and Why It is Not Needed, *International Tax and Public Finance*, vol 7, pag 389–410.

³⁴ Het verschil tussen het rendement en de groeivoet moet positief zijn voor een eindige oplossing voor de impliciete belasting, dit wordt wel aangeduid als de Aaron conditie. We beperken ons dan ook tot dit geval. Als dit op lange termijn niet zo is, is de economie dynamisch inefficiënt (zie bijvoorbeeld Phelps, E., 1961, The Golden Rule of Capital Accumulation, *American Economic Review*, Vol. 51: 638–643, en Diamond, P., 1965, National Debt in a Neoclassical Growth Model, *American Economic Review*, Vol. 55: 1126–1150 ([link](#))). Op lange termijn is het wel mogelijk dat de risicovrije rente lager is dan de loongroei (Abel, A., Mankiw, G., en Zeckhauser, R., 1989, Assessing Dynamic Efficiency: Theory and Evidence, *The Review of Economic Studies*, Vol. 56: 1–20 ([link](#)) en Eggertsson, G., Mehrotra, N., en Robbins, A., 2019, A Model of Secular Stagnation: Theory and Quantitative Evaluation, *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 11: 1–48 ([link](#))).

³⁵ Ook bij verdeling volgens het ‘Musgrave criterium’ van gelijk nettoprofijs van de overheid – dat impliciet in de houdbaarheidssommen zit – leidt een lagere rente tot extra sparen voor toekomstige generaties.

³⁶ Lage rendementen leiden voor iedere generatie tot verlies aan bestedingsmogelijkheden en vergen daarom een neerwaartse aanpassing van de bestedingen. Dit heeft bij gegeven huidig inkomen een gunstig effect op de besparingen voor de toekomst. Het ‘substitutie-effect’ werkt echter de andere kant op: door de lage rendementen wordt toekomstige consumptie – en dus ook die van toekomstige generaties – duurder. Dit kan een reden zijn om juist minder geld opzij te leggen voor de toekomst en dus huidige bestedingen te vergroten.

Individuele oplossingen belangrijk

Huishoudens kunnen individueel extra sparen. Ze kunnen een te sterke daling van hun pensioeninkomen tegengaan door extra te sparen in financieel vermogen of andere vermogensvormen zoals de eigen woning. Het lage rendement op deze besparingen moet dan op de koop toe worden genomen. Of meer sparen per saldo optimaal is, hangt af van het belang dat men hecht aan behoud van de pensioenambitie tegenover de hogere premie die daarvoor nodig is. Meer financieel vermogen opbouwen heeft als bijkomend voordeel dat het huishoudens tevens in staat stelt om tijdelijke tegenvallers op te vangen. Veel Nederlandse huishoudens hebben weinig liquide middelen, bij inkomensschokken zullen ze al snel hun consumptiepatroon moeten aanpassen.³⁷ Het voordeel van deze individuele oplossing is dat deze kan worden afgestemd op de eigen voorkeuren van mensen. Nadeel is dat het voor huishoudens niet eenvoudig is een optimaal pad voor hun vermogen te bepalen en dat de transactiekosten relatief hoog kunnen zijn. De tijdsvoorkeur van huishoudens verschilt ook; meer geduldige huishoudens lijken meer te sparen.³⁸

Lage financiële rendementen maken investeren in menselijk kapitaal extra aantrekkelijk. Dit kan door meer scholing te volgen en door te investeren in gezondheid en duurzame inzetbaarheid. Door een hoger inkomen ontstaat zo meer financiële ruimte om te sparen voor het pensioen. Ook draagt versterking van het menselijk kapitaal bij aan de mogelijkheid om risico's op te vangen en desgewenst langer door te werken. Later met pensioen gaan is een effectieve manier om het inkomen na pensionering te verhogen.

Bij individuele besparingen is er minder risicodeling dan bij collectieve systemen. Bij collectieve besparingen via de eerste of tweede pijler is het mogelijk om loon-, langlevens- en financiële risico's te delen. Bij individuele besparingen is dat niet automatisch het geval. Via de omzetting van vermogen in een pensioen met levenslange uitkering is het wel mogelijk het individuele langlevensrisico te verzekeren, maar niet alle huishoudens doen dat in de praktijk. Financiële risico's zijn bij individuele producten met goede vormen van levenscyclusbelegging te verminderen, maar niet direct te delen met andere generaties.

Nieuwe afweging ambitie en premie bij aanvullende pensioenen

Lagere rendementen voor pensioenfondsen leveren een lastige keuze op tussen verhoging van de premie of bijstelling van de ambitie. De premies worden nu al als hoog ervaren. Maar deelnemers zijn ook gewend aan een hoge pensioenambitie. Een zorgvuldige afweging is op zijn plaats. Op theoretische gronden ligt ook hier neerwaartse bijstelling van de ambitie voor de hand. In hoeverre een pensioendaling moet worden tegengegaan door verhoging van de premie, hangt af van de voorkeuren van de deelnemers naast meer algemene overwegingen zoals de macro-economische effecten van hogere premies en overwegingen rond risicodeling en de balans tussen de verschillende pensioenpijlers.

Het verhogen van de premies in de tweede pijler heeft voor- en nadelen. De pensioenuitkeringen hangen af van de hoogte van de inleg; een hogere inleg is daarmee weinig verstorend voor de arbeidsmarkt. Daarnaast staat de tweede pijler minder bloot aan politiek risico en schommelingen in de Nederlandse conjunctuur dan de AOW. Het nadeel van het vergroten van de tweede pijler is dat deelnemers aan nog meer financieel risico blootstaan en slechts in beperkte mate loonrisico's delen.

Verhogen van de AOW ligt minder voor de hand

Het verhogen van de AOW verstoort de arbeidsmarkt en gaat gepaard met politieke risico's. Een daling van het pensioeninkomen, met name voor de lagere inkomens, kan ook worden voorkomen door de AOW (eerste pijler) te verhogen. Verhoging van de AOW is echter niet kosteloos en vereist nu of later hogere premies

³⁷ Smid, B. en R. Luginbuhl, 2018, De verscheidenheid van vermogens van huishoudens, CPB Notitie ([link](#)).

³⁸ Epper et al, 2020, Time Discounting and Wealth Inequality, *American Economic Review*, vol. 110, no 4 ([link](#)).

of belastingen. Omdat het recht op AOW niet afhangt van het arbeidsverleden, terwijl de premies wel op de lonen drukken, zou de beslissing om zich aan te bieden op de arbeidsmarkt verstoord kunnen worden.³⁹ De omslagbasis en uitvoering door de overheid maakt pensioenen gevoeliger voor politieke risico's, bijvoorbeeld door onvoorziene politieke besluitvorming of uit de hand lopende overheidsfinanciën.

Een directe verhoging van de AOW kan leiden tot herverdeling ten gunste van de huidige gepensioneerden. Zij ontvangen pensioen zonder daarvoor in het verleden premies te hebben afgedragen. De lasten hiervan worden gedragen door volgende generaties. Deze herverdeling kan in theorie worden voorkomen door gelijktijdig belastingen voor deze generaties te verhogen of door de huidige werkenden een hogere AOW in de toekomst in het vooruitzicht te stellen in ruil voor hogere premies nu. De overheid kan dan met de premie de staatsschuld verminderen of investeringen doen waarvan de opbrengsten opwegen tegen de lasten van de hogere AOW-uitkeringen in de toekomst.⁴⁰ Het evidente politieke risico is dat de besluitvorming in de tussentijd kan worden aangepast of teruggedraaid door volgende kabinetten.

Invoering van Notional Defined Contribution (NDC) kan huidige tweede pijler aanvullen

Het is ook mogelijk om NDC-pensioen als extra pijler te introduceren, maar dit is een ingrijpende hervorming. Het is een aanvullend pensioen maar dan gefinancierd op omslagbasis en kan worden gezien als aanvulling op de huidige kapitaalgedekte tweede pijler. Doordat de uitkering gekoppeld wordt aan de betaalde premie, is dit stelsel – anders dan de AOW – niet of nauwelijks verstorend voor de arbeidsmarkt. Een NDC biedt welvaartsvaste pensioenen door een jaarlijkse indexatie. Het omslagkarakter zorgt voor solidariteit tussen werkenden en gepensioneerden en deling van loonrisico's. Het NDC-systeem is gebaseerd op automatische aanpassingsmechanismes; zo worden rechten automatisch opgehoogd en werken veranderingen in de pensioenleeftijd door in de pensioenuitkering. Dit kan het politieke risico enigszins beperken in vergelijking met de AOW. Een belangrijk verschil met de huidige tweede pijler in Nederland is dat het NDC-systeem alle werkenden zou kunnen omvatten, dus ook zzp'ers.

De invoering van een NDC-pensioen betekent een vergroting van omslagfinanciering in het pensioenstelsel, maar dit hoeft niet te leiden tot herverdeling tussen generaties. Pensioenuitkeringen zijn verbonden aan de rechten die worden opgebouwd door het inleggen van premie. De premie-inleg gaat dus voor de baat van de uitkering uit. Na de transitie wanneer de opgebouwde pensioenen worden uitgekeerd, vindt volledige omslagfinanciering plaats: uitkeringen worden betaald uit de lopende premieopbrengsten. Bij het invoeren van een NDC hoeft dus geen herverdeling plaats te vinden. De afgedragen premies ten tijde van de transitie kunnen (grotendeels) in bijvoorbeeld een fonds gestort worden of ten baten komen van het aflossen van de staatsschuld. Afhankelijk van de opzet van het NDC-pensioen, gaat dit al snel om een substantieel bedrag, dit brengt daardoor extra politieke risico's met zich mee.

Wachten met verdere ingrijpende stelselaanpassingen

Door te wachten leren we meer over rendement, loongroei, risico's en de uitwerking van het nieuwe pensioencontract. Toekomstige rendementen op financiële markten zijn inherent onzeker. Op dit moment is

³⁹ Kansrijk uittreedbeleid, CPB 2020 ([link](#)), vindt dat ouderen waarschijnlijk slechts in beperkte mate hun arbeidsparticipatie verminderen als gevolg van hogere AOW-uitkeringen. Echter, een hogere AOW-uitkering moet ook gefinancierd worden. Als dit gebeurt door middel van een hogere inkomstenbelasting, dan laten Adema et al (2016) zien dat dit wel degelijk leidt tot verstoringen op de arbeidsmarkt en dat er minder aanbod is, zowel van het aantal uren als van het aantal werkenden. Adema, Y., J. Bonenkamp en L. Meijdam 2016, Flexible pension take-up in social security, *International Tax and Public Finance*, vol 23, pag. 316-342 ([link](#)).

⁴⁰ Dit laat zien dat ook bij overheidspensioenen een lage rente een nadelig effect heeft op het rendement van pensioenbesparingen. Bij generatieneutrale invoering van omslagfinanciering is daarom een lager rendement op kapitaaldekking geen overtuigend argument voor een verschuiving van kapitaaldekking naar omslagfinanciering. Er vindt wel een overdracht van risico plaats tussen generaties. Het verschil tussen het loonrisico in de welvaartsvaste pensioenen en het risico in rendement op de overheidsbesparingen wordt doorgegeven aan de volgende generaties. Deze intergenerationale risicodeling kan bijdrage aan hogere welvaart voor alle generaties. Van Ewijk, C. en L. Meijdam, 2020, Lage rente en de balans tussen omslagfinanciering en kapitaaldekking van pensioenen, Netspar Achtergronddocument ([link](#)).

niet duidelijk hoeveel van de daling van het rendement permanent is en hoeveel van tijdelijke aard. Het is bijvoorbeeld moeilijk te bepalen hoe groot het effect is van het onconventionele monetaire beleid en wat de invloed van de coronacrisis zal zijn. Niettemin is het verstandig rekening te houden met de mogelijkheid van langdurig lage rentes en rendementen. Dit geldt voor zowel de individuele huishoudens als de pensioenfondsen. Door tijdig te anticiperen kunnen zij een terugval in het pensioeninkomen verzachten. Tegelijkertijd vragen lagere rendementen om een nieuwe afweging tussen ambitie en premies. Voor ingrijpende structurele hervormingen biedt de huidige informatie nog weinig houvast. Het doorvoeren van structurele veranderingen (zoals introductie van NDC) is complex en gaat gepaard met uitvoeringskosten omdat een instelling alle opgebouwde rechten moet bijhouden. Door te wachten, bijvoorbeeld op de uitwerking en ervaringen met het nieuwe pensioencontract, kunnen beter geïnformeerde besluiten worden genomen.