

## Rendement is het nieuwe Risico

*Jaap van Dam*

*Hoe borgen we dat het Nederlandse pensioenstelsel de komende decennia een acceptabel rendement genereert? Bij het ontbreken daarvan zal het imploderen omdat het onbetaalbaar is.*

### Inleiding

Het doel van een goed pensioenstelsel lijkt mij: een zo goed mogelijk pensioen voor een acceptabele prijs. Goed betekent: met behoud van koopkracht. Een *zeker nominaal* pensioen, dat centraal staat in het huidige FTK, is een zeer specifieke uitwerking van dit generieke doel. Dit is niet erg zolang de prijs voor dat zekere pensioen binnen een acceptabele range valt. Maar dat is onder de huidige kapitaalmarktomstandigheden niet langer het geval.

De afgelopen decennia profiteerden kapitaalmarkten wereldwijd van een forse wind in de rug. Sinds het begin van de tachtiger jaren van de vorige eeuw begon een vrijwel ononderbroken daling van de inflatie, de korte en de lange rente. Deze daling werd gevoed door deregulering, een zich terugtrekkende overheid, en een voortdurende liberalisering van de internationale handel, de zogenoemde 'Liberale Internationale Economische Orde', of LIEO. De factor kapitaal profiteerde daar sterk van en wordt in historisch perspectief gezien al een tijdlang zeer goed beloond. De factor arbeid, de werknemer, heeft grosso modo zowel in inkomen als in bestaanszekerheid niet of beperkt gedeeld in de stijgende welvaart.

De genoemde factoren leidden tot zeer hoge nominale en reële *gerealiseerde* rendementen op de obligatie- en de aandelenmarkten, en daarmee ook op pensioenbeleggingen. Tegelijk zijn als consequentie daarvan de *verwachte* rendementen voortdurend gedaald. Het verwachte nominale rendement op een 20-jarige AAA Euro overheidsobligatie bedroeg bijvoorbeeld begin 2010 ruim 4%, maar ligt nu, begin 2020, onder de 0,5%. Na correctie voor de verwachte inflatie is het rendement op deze obligaties aan het begin van de jaren 20 van deze eeuw 'gegarandeerd' negatief.

De consequentie van de voortdurend gedaalde rendementsverwachting is dat pensioen een extreem duur product is geworden. Mijn schatting is dat een werknemer in 2020 ruim 2,5 keer zoveel uren moet werken voor hetzelfde pensioen als in 2010. Bij de huidige nadruk op nominale zekerheid is het rendement generend vermogen van het Nederlandse pensioenstelsel sterk geërodeerd. Er wordt op grote schaal belegd in onrendabel kapitaal. Dit is zowel vanuit het standpunt van de deelnemer als vanuit Nederlands macro-economisch standpunt te beschouwen als verspilling.

Kijkend over een horizon van de komende decennia is het wel zeker dat de rugwind van dalende inflatie en rente niet langer kan blijven bestaan. Daarnaast is het niet ondenkbaar dat er een forse tegenwind zal staan, bijvoorbeeld als gevolg van een oplopende inflatie.

Om kort te gaan, een tekort aan rendement is het grootste risico voor pensioenen in de komende decennia.

Onder de huidige extreme omstandigheden is mijn overtuiging dat het stelsel, het toezicht en pensioenfondsbesturen de belangen van de deelnemers beter zouden behartigen door meer nadruk te leggen op een behoorlijk pensioen tegen een acceptabele prijs dan op een nominaal zeker pensioen tegen een extreem hoge prijs. Hiermee zou de optiek van het stelsel verschuiven van één specifieke plek op de nutscurve ('nominale zekerheid') naar een continuüm van keuzes. Keuzes waarin premie en mate van zekerheid tegen elkaar worden afgewogen, waarbij de nadruk meer op het genereren van rendement en minder op het zoeken naar zekerheid komt te liggen.

Ik denk dat het rendement generend vermogen van het stelsel serieuze aandacht behoeft, omdat dit vaak als een gegeven wordt beschouwd. Vanuit de huidige situatie op kapitaalmarkten is dat een onterechte veronderstelling. Zonder een redelijk rendement kunnen we het kapitaalgedekte stelsel wel opdoeken, het is dan simpelweg onbetaalbaar. Deelnemers aan zo'n stelsel zullen zich steeds minder comfortabel voelen bij het stelsel en zich steeds minder vertegenwoordigd voelen door hun pensioenfonds.

De kernvraag die ik in mijn bijdrage aan deze bundel aan de orde stel is:

*Hoe kunnen we zorgen dat het rendement generend vermogen van het Nederlandse pensioenvermogen vanuit het huidige vertrekpunt voldoende hoog is om een redelijke uitruil tussen premie, zekerheid en verwacht pensioen te kunnen realiseren?*

De opbouw van dit artikel is als volgt. Eerst beschrijf ik de daling van de verwachte rendementen. Daarna ga ik in op de consequenties voor de prijs van pensioen. Hierbij raak ik ook aan de macro-economische consequenties van een suboptimaal renderende Nederlandse pensioenpot. Tenslotte formuleer ik een oplossingsrichting die uitmondt in twee aanbevelingen voor stelsel, toezicht en besturen richting de toekomst:

1. Onderken dat een tekort aan rendement het zeer groot risico is voor het stelsel;
2. Neem afstand van de grote nadruk op nominale zekerheid op de langere tijdshorizon.

Door deze ingrediënten te omarmen komt het karige pensioen per eenheid premie dat je nu krijgt opeens in beeld. Daarmee wordt zichtbaar dat de nadruk op nominale zekerheid een zeer specifieke oplossing is in een continuüm van mogelijke oplossingen waarbij er andere keuzes tussen 'betaalbaarheid' en 'zekerheid' worden gesteld. Juist bij een extreme prijs van pensioen zoals die nu aan de orde is, moeten deze aan de orde komen. Dan wordt de 'search for yield', die meestal als iets negatiefs wordt gekwalificeerd, eerder een verstandige afruil van premie tegen enige onzekerheid.

Het accepteren van een beperkte hoeveelheid onzekerheid, door meer in zakelijke waarden te beleggen waar dit nu vooral als riskant wordt gezien, verlaagt de premie fors. Het is aan het stelsel, het toezicht en pensioenfondsbesturen om deelnemers, ook in tijden van extreem lage rendementen, aan een goed verwacht pensioen tegen een redelijke prijs te helpen.

**De lage rendementsverwachting maakt pensioen extreem duur**

Rendement is de motor van een kapitaalgedekt pensioenstelsel. Het is moeilijk om ons dat te realiseren, omdat rendement vanaf het begin van de 80-er jaren een vanzelfsprekendheid was. En *desondanks* is de oogst van deze fantastische decennia een pensioenstelsel dat niet aan zijn beoogde verplichtingen kan voldoen. Al meer dan een decennium is niet indexeren eerder regel dan uitzondering.

We weten allemaal dat de 'kostprijs' van pensioen een functie is van het verwachte rendement. Om dat tastbaar te maken is het handig om het (ook) uit te drukken als het aantal uren of dagen van een werkweek dat iemand moet werken voor haar/zijn pensioen en hoe dat verandert afhankelijk van de het verwachte rendement. Het is namelijk moeilijk om je een voorstelling te maken van de enorme rente-op-rente effecten van een veranderende rendementsverwachting, zeker op de lange horizon waarop pensioenpremie wordt belegd. Ter illustratie: de gemiddelde premie-euro blijft zeker 25 jaar belegd voordat die wordt uitgekeerd.

In de onderstaande box treft u een gestileerd voorbeeld aan van de impact die verwacht rendement heeft op de prijs van pensioen in een kapitaalgedekt stelsel.

**Box: Premie en verwacht rendement**

Het voorbeeld is als volgt: gestileerd werkt iemand van haar/zijn 25<sup>ste</sup> tot haar/zijn 65<sup>ste</sup>, om daarna 15 jaar pensioen te ontvangen ter grootte van 70% van het middelloon. Laat het middelloon € 1.000 in constante koopkracht per jaar zijn en de pensioenuitkering dus € 700 per jaar, ook in constante koopkracht. De totale verwachte uitkering bedraagt dus  $15 \times 700 = € 10.500$ , ruim 10 x het middelloon.

In dit voorbeeld ga ik ervanuit dat de pensioenambitie een reële is, waarbij de uitkering gelijke tred houdt met de koopkracht. Ik druk de prijs van pensioen in het percentage van de werkweek dat er gemiddeld tijdens het werkzame leven voor gewerkt moet worden.

De onderstaande tabel laat zien welke premie als percentage van het middelloon moet worden betaald bij een verwacht reëel rendement (netto rendement na inflatie) van 4%, 2% en 0%. Je kunt deze tabel lezen als het deel van de werkweek dat je voor je pensioen werkt.

<b>Verwacht reëel rendement</b>	<b>4%</b>	<b>2%</b>	<b>0%</b>
Premie (per jaar, % middelloon)	8%	15%	26%
Premie per jaar (euro)	80	150	260
Premie als % van de totale uitkering	31%	57%	100%
Rendement als % van de totale uitkering	69%	43%	0%

De boodschap is helder: de premie – en dus het deel van de week dat gewerkt moet worden voor het pensioen - stijgt dramatisch bij een dalende rendementsverwachting. Bij een verwacht reëel rendement van 4% komt meer dan twee derde van de uitkering uit het rendement; bij een rendementsverwachting van 0% is dit – nogal wiesdes! – 0%. Ruwweg

gaat de beroemde vuistregel van Guus Boender op: elk %-punt lager verwacht rendement kost circa 30% meer premie in euro's.

Zoals al in de inleiding is opgemerkt, de rendementsverwachting voor de komende decennia is extreem laag. De korte en lange rente zijn extreem laag. De korte rente is zelfs negatief, de lange (20 jaars) nominale rente bedraagt (per ultimo 2019) minder dan 0,5%. Na aftrek van de op langere termijn verwachte inflatie, zelfs al we die op een prudente 1,5% zetten, zijn beide negatief: je moet *betalen* om je geld nominaal 'risicovrij' te parkeren – waarbij nog de zeer belangrijke maar op dit moment vrijwel genegeerde notie komt dat nominaal risicovrij verre van risicovrij in reële (dwz, voor inflatie gecorrigeerde) termen is.

De *verwachte* risicopremies op zakelijke waarden zoals aandelen lijken min of meer 'normaal'; de verwachte rendementen hierop zijn mee gedaald met die op vastrentende waarden.

Per saldo zijn in het afgelopen decennium het verwachte nominale en reële rendement van een goed gespreide portefeuille (50% obligaties / 50% aandelen, redelijk representatief voor een gemiddeld Nederlands pensioenfonds) gedaald van circa 4% na inflatie tot circa 0,5% na inflatie bij gebruikelijke aannames over risicopremies. (Zie tabel 1).

Deze voortdurende *daling* van de rente en het *verwachte* rendement gaf een forse wind in de rug voor de gerealiseerde rendementen (hogere waardering, lagere discontovoet zakelijke waarden) in de afgelopen decennia. In het afgelopen decennium van 2010 tot 2020 schat ik, losjes gebaseerd op de rentegevoeligheid van obligaties en aandelen, dat deze daling 5% à 6% 'extra' nominaal rendement *per jaar* heeft opgeleverd.

	<b>2010</b>	<b>2020</b>
<b>Nominaal</b>		
obligaties (staat, 20j)	4%	0,5%
zakelijke waarden	7%	3,5%
50 / 50 mix	5,5%	2,5%
Inflatie	1,5%	1,5%
 <b>Reëel, dus na inflatie</b>		
obligaties (staat, 20j)	2,5%	-1,0%
zakelijke waarden	5,5%	2,0%
50 / 50 mix	4,0%	1,0%
Premie bij 50/50 mix*	8%	23%

\*Dit is de premie van het reële pensioen uit de box in resp. 2010 en 2020, gegeven de dan geldige rendementsverwachting.

**Tabel 1. Verwachte nominale en reële rendementen, begin 2010 en 2020**

In de getoonde rendementsverwachting van zakelijke waarden wordt niet of nauwelijks rekening gehouden met het einde van de LIEO, zoals ik onderstaand schets. Het lijkt mij realistisch om te verwachten dat de factor arbeid in de komende decennia een groter deel van het nationaal inkomen gaat eisen en dat belastingdruk voor (multinationale) ondernemingen gaat stijgen. De inflatieverwachting van 1,5% per jaar lijkt mij aan de voorzichtige kant in een wereld met minder vrijhandel (minder concurrentie) en meer opwaartse druk op de lonen.

### **De mogelijk invloed van het eind van de Liberale Internationale Economische Orde**

De afgelopen jaren is er een significante opkomst van het populisme wereldwijd en van regeringen die hierop inhaken. Een deel van dit populisme lijkt toe te schrijven aan de steeds ongelijker verdeelde welvaart. Kiezers en werknemers verlangen beschutting tegen de harde wereld van het neo-kapitalisme, en zijn het beu om uitgelegd te krijgen dat de wereldwijde welvaart toeneemt door de liberalisatie, terwijl hun baanzekerheid verdwenen is, hun lonen al decennia niet stijgen in lijn met de groei van het BBP, hun pensioen ernstig is aangevreten en zij en hun kinderen zich geen huis meer kunnen permitteren op de plek waar zij werken.

Het terugdraaien van de LIEO is in volle gang, zowel wereldwijd - zie bijvoorbeeld de snel oplopende handelsconflicten - als in Nederland - zie de steeds luider wordende roep om hogere lonen én een lagere werkdruk in een groot aantal sectoren op de Nederlandse arbeidsmarkt. In een toch al krappe arbeidsmarkt (full employment, vergrijzing) en een groter politiek oog voor de welvaart en de zekerheid van de eigen bevolking, zal het aandeel van lonen in het BBP in het komende decennium eerder stijgen dan dalen.

Dit kan leiden tot een opwaartse druk op de inflatie (minder productiviteitstijging, hogere lonen, hogere importtarieven) én een druk leggen op de hoge winstgevendheid van beursgenoteerde ondernemingen. Een opwaartse druk op inflatie en een neerwaartse druk op winstgevendheid van ondernemingen zou de reële rendementsverwachting voor pensioenfondsen nog verder onder druk zetten.

### **De impact van de lage rendementsverwachting is groot: óf een 'langdurig laag' rendement óf tegenwind door stijgende rentes**

Hoe nu verder op de kapitaalmarkten? Er zijn twee hoofrichtingen aan te geven, beide zijn slecht nieuws voor het rendement op pensioenbeleggen:

- (1) de huidige situatie is 'de nieuwe normaal': de lage inflatie, rente en dus rendementsverwachtingen blijven min of meer zoals ze nu zijn, of
- (2) 'iets' zorgt ervoor dat de korte en lange rente gaat oplopen, bijvoorbeeld het oplopen van de inflatie.

Een stijging van de lange rente (bijvoorbeeld terug naar de 4% van 2010) zou veel lucht uit de waarde van alle beleggingen halen. De rugwind van 5 à 6% per jaar van het afgelopen decennium zou dan een tegenwind van dezelfde orde van grootte worden in het komend decennium. Zo'n aanpassing kan geleidelijk en schoksgewijs verlopen, kapitaalmarkten neigen naar schoksgewijs. In het eerste geval is er sprake van langdurige sacherijn, in het tweede van een grote negatieve schok op de kapitaalmarkten. Het is echter belangrijk om te

onderkennen dat er geen pijnloze weg terug is naar een 'normalere' rendementsverwachting.

### **Serieuze gevolgen voor de Nederlandse BBP groei op lange termijn: nog meer sparen en druk op de lange termijn consumptie**

Op dit moment (ultimo 2019) bedraagt de waarde van het Nederlandse pensioenvermogen meer dan € 1500 miljard bij een BBP (bruto binnenlands product) van rond € 800 miljard. We hebben in Nederland bijna tweemaal het BBP bij elkaar gespaard voor ons pensioen. Je kunt dit bedrag ook zien als een nationale spaarpot.

De gevolgen voor huidige en toekomstige economische groei van een laag verwacht rendement en hogere premie zijn op termijn groot. Hogere pensioenpremies gaan ten laste van de consumptie, in een land dat toch al veel spaart. Een laag rendement betekent ook dat de verwachte toekomstige consumptie door gepensioneerden minder groot is dan bij een hoger rendement. Omdat het pensioenvermogen groot is in relatie tot het Nederlands BBP is deze potentiële impact fors. Gezien de omvang van het kapitaal is het dus van groot belang om het productief en renderend in te zetten, zowel ten bate van de deelnemer als ten bate van Nederland als geheel.

### **Ingrediënten van de oplossing: staar je niet blind op nominale zekerheid!**

In het huidige Nederlandse pensioensysteem leggen we een extreem Calvinistische nadruk op nominale zekerheid. We lijken onszelf te willen straffen voor de zonde van het niet bereiken van onze doelen door er nog harder naar te streven: de rente zakt nóg verder, de premie gaat nóg verder omhoog, pensioen neemt een nóg groter deel uit de loonruimte en we worden collectief nóg sacherijniger over ons pensioen. En als het allemaal niet lukt, geselen we onszelf: afstempelen!

In de 'normale' economie werkt dat anders. Er zijn maar weinig producten waarvoor je bereid bent 2,5 keer zoveel te betalen zonder te denken: wil ik deze prijs wel betalen? Wat zijn de alternatieven? En die alternatieven zijn er natuurlijk: namelijk minder pensioen of een minder op nominale zekerheid gefixeerd pensioen. En daar zijn allerlei gradaties in.

In mijn optiek is een combinatie van de volgende twee ingrediënten belangrijk om tot een houdbaar stelsel te komen:

1. Onderken dat een tekort aan rendement het grootste risico is voor het stelsel, en
2. Neem afstand van de grote nadruk op nominale zekerheid – vooral op de langere tijdshorizon.

In de onderstaande paragrafen werk ik elk van deze ingrediënten kort uit.

### **Ingrediënt 1. Onderken dat een tekort aan rendement een zeer groot risico is voor het stelsel**

In het huidige denken is 'risico' vrijwel synoniem geworden met 'de kans op een lagere of te lage solvabiliteit'. En deze solvabiliteit wordt dan berekend met een nominale risicovrije voet. Bij een te lage solvabiliteit zijn we arm en moeten we korten en dat is een wel heel eendimensionale redenering. Deze hele denkwijze geeft prikkels om 'risico te verlagen', lees meer beleggen in nominaal zekere beleggingen. Het risico op een te duur en in reële termen tekortschietend pensioen neemt daardoor sterk toe, zoals ik in het bovenstaande uitgebreid heb laten zien. Dit denken zou op zijn minst in balans gebracht moeten worden met het risico van een te weinig renderend en dus onbetaalbaar stelsel. Dit zou je bijvoorbeeld kunnen doen door te denken in maximaal acceptabele premie: als ik maximaal 15% premie wil betalen, welk rendement (en dus welke mix) heb ik dan nodig voor een redelijk pensioen?

Als we onderkennen dat een tekortschietend rendement een groot risico is, kunnen we dien ten gevolge evenwichtiger gaan denken over acceptabele of gewenste risico's.

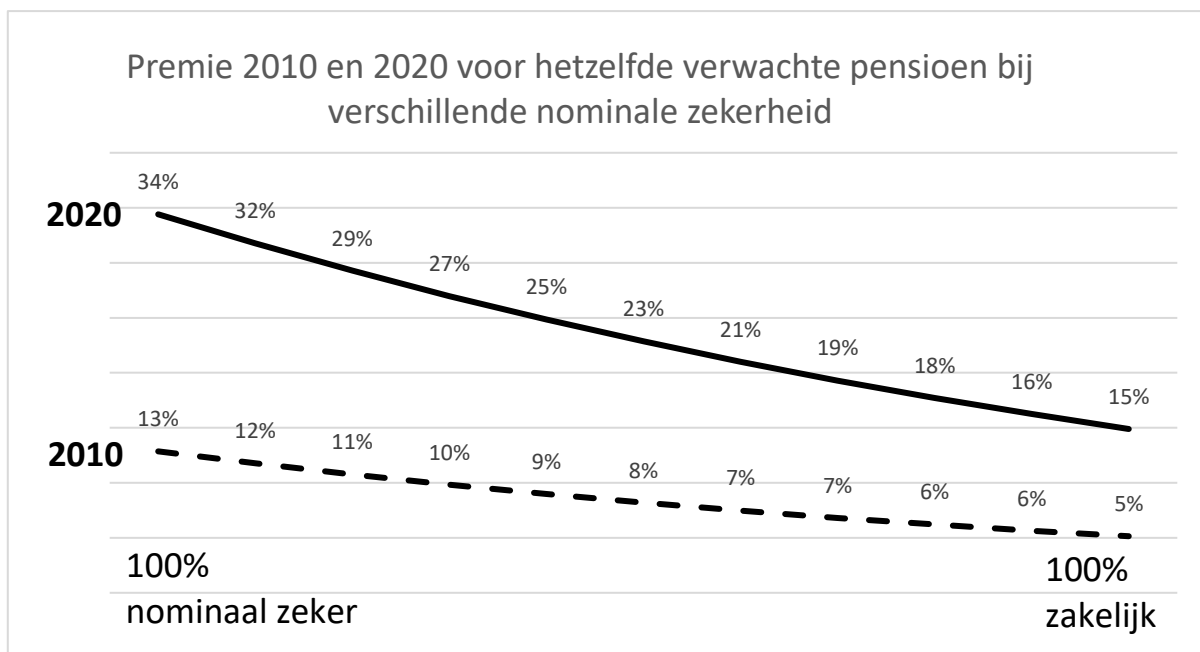
## **Ingrediënt 2. Neem afstand van de grote nadruk op nominale zekerheid – vooral op de langere tijdshorizon**

Nederlandse pensioenfondsen hebben in mijn optiek, historisch gesproken eigenlijk altijd twee aspecten gehad: (a) het aspect van een pensioenverzekeraar en (b) het aspect van een collectieve belegging voor gemene rekening. Bij aspect (a) ligt de focus op het bewaken van de solvabiliteit, die de grondslag legt voor de aan te kopen pensioenannuïteit; bij aspect (b) ligt de nadruk eerder op de omvang van de beschikbare pot. Dit altijd met als grondgedachte dat een goed pensioen een reëel pensioen is of zelfs een welvaartsvast pensioen.

In het FTK is de aandacht erg op nominale zekerheid komen te liggen, op de verzekeringsgedachte dus. En hoe lager de rente werd, hoe groter de focus op de minimaal acceptabele solvabiliteit.

Het echte doel van een goed stelsel lijkt mij: een zo goed mogelijk pensioen voor een acceptabele prijs. Een *zeker nominaal* pensioen is een hele specifieke uitwerking van dit generieke doel. Dit is niet heel erg zolang de prijs voor dat zekere pensioen min of meer binnen een acceptabele range valt. Zoals we hebben gezien, is de prijs van pensioen in het afgelopen decennium extreem opgelopen. Het wordt één van de grootste posten in de kosten van huishoudens als we het niveau van ons pensioen enigszins in de buurt van de historisch verwachtingen willen houden. Dit betekent dat huishoudens zich achter hun oor zullen krabben als het gaat om de prijs voor die zekerheid. Burgers kunnen overigens prima omgaan met onzekerheid: Bijvoorbeeld bij het aanschaffen van een koopwoning en het vast zetten van de rentetermijn wordt korte termijn onzekerheid geaccepteerd in ruil voor een lange termijn gunstigere verwachte uitkomst – waarbij er vaak nog wel getobd wordt over 'toch te vroeg of te laat' de rente vast te hebben gezet.

Onderstaande grafiek laat zien hoe de kosten van pensioen bij verschillende vermogensverdeling zich in het afgelopen decennium hebben ontwikkeld:



Figuur: premie als % van de werkweek in 2010 en nu bij verschillende beleggingsmixen

De onderste, gestippelde lijn, beschrijft de situatie als je in 2010 vooruitkeek. Van links naar rechts in de grafiek wordt de uitkomst in nominale zin minder zeker. Ruwweg kun je het zo zien: voor een premie van 13% van de werkweek kocht je in 2010 een nominaal zeker pensioen; als je maximale nominale onzekerheid accepteerde en 100% in aandelen belegde, kostte hetzelfde *verwachte* pensioen 5% in 2010; de uitkomsten van dat pensioen kunnen mee- en tegenvallen. In beide gevallen hoef je minder dan een dag per week te werken voor je pensioen. Koos je 50/50 nominaal/zakelijk, dan werkte je iets minder dan een dagdeel per week voor je pensioen.

In 2020 is deze situatie radicaal veranderd als gevolg van het almaar dalende verwachte rendement: De prijs van het meest nominaal *onzekere* pensioen is nu een procent of 15, die van het meest zekere ('met zekerheid een negatief reëel rendement') is nu opgelopen tot meer dan 30%. Anderhalve dag per week werken voor je pensioen. En dan nog belasting betalen, wonen, zorg en naar de supermarkt... Bij de 50/50 mix betaal je nu ongeveer 23% van je werktijd voor je pensioen. Een pensioenfonds dat nu (eind 2019) een risicovrije, reële belofte wil doen aan een deelnemer zegt ongeveer: 'geef ons nu 100 euro, dan krijg je over 20 jaar in koopkracht ongeveer 80% terug'. Ik denk dat er maar weinig Nederlanders ingaan op dit voorstel als ze de vrije keuze zouden hebben.

Als je op langere horizon kijkt, is de hoeveelheid premieverlaging die mogelijk wordt door onzekerheid te accepteren enorm. Op een horizon van een jaar of 15 is de kans dat aandelen het slechter doen dan vastrentende waarden nog ongeveer 1:6. Bij een horizon van iets meer 30 jaar is deze kans gereduceerd tot 1:40.

Elk huishouden dat zich dit realiseert, zal gaan zoeken naar een andere plek op de nutscurve: geef me wat meer onzekerheid, want zoveel huidige consumptie wil ik niet opgeven voor een armzalig verwacht pensioen waarin ook nog een flinke component inflatierisico is



ingebakken'. Of: ik ben bereid 15% van mijn inkomen aan pensioen te besteden, wat kan ik daarvoor met welke zekerheid kopen?

## **Conclusie**

In het voorgaande heb ik de consequenties in termen van de kostprijs van pensioen geschetst in het licht van de extreem lage rendementsverwachting aan het begin van dit nieuwe decennium. De consequenties zijn zowel voor deelnemers aan het pensioenstelsel als voor de Nederlandse economie op langere termijn ingrijpend. Daarmee is een (te) laag rendement naar mijn mening het grootste risico in het Nederlandse pensioenstelsel geworden.

Vervolgens heb ik laten zien dat de nadruk op nominale zekerheid extreem kostbaar is. Het karige pensioen per eenheid premie blijft vrijwel uit het zicht. Deze nadruk op nominale zekerheid is een zeer specifieke oplossing in een continuüm van mogelijke oplossingen waarbij er andere keuzes tussen 'betaalbaarheid' en 'zekerheid' voorliggen. Juist bij een extreme prijs van pensioen zoals die nu geldt moeten deze aan de orde komen.

Daarbij laat ik zien dat het accepteren van onzekerheid de premie fors verlaagt. Nederlandse gezinnen zijn goed in staat tot het nemen van beslissingen waarin lange termijn onzekerheid wordt geaccepteerd, bijvoorbeeld door de aanschaf van een koopwoning.

Het is dus aan het stelsel, het toezicht en pensioenfondsbesturen om deelnemers ook in tijden van extreem lage rendementen aan een goed verwacht pensioen tegen een redelijke prijs te helpen; en daarbij eerlijk te zijn over de onzekerheid rond die verwachting. Dat zal overigens nog wel een pittige opgave zijn, vermeld als we allemaal zijn met de defined benefit belofte en hoge rendementen. Het alternatief is de 'zekerheid' van een (te) duur en/of (te) laag nominaal pensioen.