

Financieel toezicht op pensioenfondsen

Tussenrapportage van het Centraal Planbureau, De Nederlandsche Bank en de Pensioen & Verzekeringskamer aan het kabinet inzake de zekerheid van pensioenaanspraken, daarmee samenhangende hersteltermijnen bij ontoereikende solvabiliteit van pensioenfondsen, en de macro-economische gevolgen die hiermee gepaard gaan.

Opgesteld door:

Casper van Ewijk (Centraal Planbureau)
Klaas Knot (Pensioen & Verzekeringskamer; secretaris)
Job Swank (De Nederlandsche Bank)

SAMENVATTING

Ten behoeve van de uitwerking van het financiële toezicht op pensioenfondsen in de nieuwe pensioenwet heeft het kabinet via het Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid het Centraal Plan Bureau, De Nederlandsche Bank en de Pensioen- en Verzekeringskamer om advies gevraagd. Het advies heeft betrekking op de mate van zekerheid van pensioenaanspraken (afgemeten aan de maximale kans op onderdekking), de hersteltermijnen bij eventuele ontoereikende solvabiliteit en de macro-economische gevolgen die hiermee gepaard gaan. Om deze vraag te beantwoorden is allereerst getracht te komen tot een heldere afbakening van het begrip verplichtingen waarop de maximale kans op onderdekking betrekking heeft. Met name speelt hier de problematiek van zachte of voorwaardelijke verplichtingen, waarvan het toekomstige indexatiestreven verreweg de belangrijkste is. Zachte verplichtingen worden gekenmerkt doordat zij op basis van de discretie van een bestuursbesluit worden toegekend.

In de voorlopige technische tussenrapportage (bijlage 1) is voor twee typen pensioencontracten een aantal verschillende scenario's doorgerekend. Beide gestileerde pensioencontracten vertegenwoordigen twee uitersten aangaande de manier waarop met indexering wordt omgegaan; geen indexering versus een ambitieuze indexering. Doorrekening van deze uitersten geeft een beeld van de gevolgen van verschillende combinaties van kansmaten en hersteltermijnen. Echter, vooralsnog is onduidelijk hoe met een variabel indexatiestreven moet worden omgegaan. Hierdoor is het in dit stadium niet mogelijk een advies te geven over zekerheid en optimale herstelperioden. Wel is duidelijk geworden dat het belangrijk is om zeer nadrukkelijk onderscheid te maken tussen een analyse van de structureel gewenste norm en de thans bestaande achterstanden.

De problematiek die nog moet worden opgelost draait om de vraag hoe bij de bepaling van de zekerheidsnorm moet worden omgegaan met situaties waarin het toekomstige indexatiestreven een voorwaardelijk karakter heeft. Belangrijke vragen hierbij betreffen de waardering van de zachte verplichtingen en de interpretatie van het begrip zekerheid in relatie tot deze verplichtingen.

Het opstellen van het pensioencontract is de vrijheid van de sociale partners. De rol van het toezicht is het bewaken van de consistentie tussen de inhoud van het pensioencontract en de financieringsovereenkomst binnen de wettelijke kaders. Een belangrijke vereiste daarbij is transparantie van het pensioencontract en heldere communicatie aan de deelnemers. Het Financieel Toetsingskader (FTK) moet daarom robuust zijn voor alle mogelijke contracten; waardering van bezittingen en verplichtingen op basis van de principes van actuele waarde draagt hieraan bij. Omdat in pensioenreglementen een brede schakering aan formuleringen aangaande het toekomstige indexatiestreven wordt waargenomen, is het essentieel dat hier in het FTK op consistente wijze mee wordt omgegaan. Ruwweg gezegd zijn er twee uiterste varianten denkbaar, door ons de nominale en de indexeringsvariant gedoopt.

Twee uiterste varianten

In het ene uiterste (de nominale variant genoemd) worden slechts opgebouwde rechten beschermd, en wordt in de communicatie aan deelnemers geen enkele toezegging gedaan over het toekomstige indexatiestreven. Voor een dergelijk pensioenfonds heeft de solvabiliteitsnorm alleen betrekking op de opgebouwde rechten. Op de balans van een dergelijk fonds is er sprake van een voorziening voor de opgebouwde rechten, en een solvabiliteitsmarge ("buffer") om deze aanspraken te beschermen tegen de schommelingen op de financiële markten en verzekeringstechnische risico's. De omvang van de buffer is gerelateerd aan het specifieke risico en het beleggingsbeleid van het fonds. In het andere uiterste is sprake van een ambitieuze indexatietoezegging. Dit kan een onvoorwaardelijke periodieke indexering betreffen maar ook een indexeringsstreven dat dusdanig hard aan de deelnemers is gecommuniceerd dat het materieel als een harde toezegging wordt opgevat.

In dit geval is de zekerheidsnorm zowel van toepassing op de opgebouwde rechten als op het indexatievoornemen (hier de indexeringsvariant genoemd). Op de balans van dit pensioenfonds, gewaardeerd op actuele waarde, ontstaat naast de voorziening en de buffer voor de opgebouwde rechten, ook een voorziening en een buffer voor het indexatiestreven.

Onze doorrekeningen van de benodigde voorziening en buffers voor de nominale variant laten zien dat er een heldere relatie is tussen de gewenste zekerheid, het premieniveau, en de verwachte macro-economische effecten op middellange termijn. Dit gaat uit van ongewijzigd beleggingsgedrag ten opzichte van de huidige situatie; dus met aanzienlijke beleggingen in aandelen. Bij beleggingen die qua risicoprofiel meer aansluiten bij de pensioenverplichtingen kunnen deze effecten worden beperkt. De nominale variant voorziet zoals gezegd alleen in kapitaaldekking van de opgebouwde rechten, en de communicatie richting de deelnemers zal hiermee consistent moeten zijn ("U heeft recht op een nominaal pensioen"). Toepassing op brede schaal van een dergelijk contract zou een aanzienlijke versobering van het Nederlandse pensioenstelsel inhouden. In het verleden is namelijk in veel gevallen het verschil tussen de kapitaalmarktrente en de rekenrente als aparte financieringsbron voor indexatieverlening geormerkt. Met de overstap op actuele waarde zal deze "stille reserve" verdwijnen, en ook niet terugkeren bij oplopende rente. Anders dan begin jaren '90, is er momenteel geen sprake van een stille reserve; de marktrente is immers ongeveer gelijk aan de rekenrente.

De indexeringsvariant impliceert kapitaaldekking voor zowel de reeds opgebouwde rechten als het toekomstige indexatiestreven. Deze variant ligt het meest in lijn met het gangbare beeld van het Nederlandse pensioenstelsel waarin welvaarts- of waarde vaste pensioenen in het vooruitzicht werden gesteld. Wanneer een dergelijke pensioenregeling voor de BV Nederland anno 2003 op basis van de huidige marktrente zou worden gewaardeerd, is er sprake van forse onderdekking. De premiegevolgen van een eventueel herstel van de voor deze regeling benodigde voorzieningen en buffers zijn zeer substantieel. Wederom uitgaand van een ongewijzigd beleggingsbeleid. De macro-economische effecten van deze overgangsproblematiek, bijvoorbeeld in termen van werkgelegenheidsverlies zijn eveneens buitengewoon omvangrijk, ongeacht de beschouwde zekerheidsmaatstaven.

Overigens maken eenmaal opgebouwde buffers op lange termijn naar verwachting lagere premies mogelijk. Uit onze doorrekening blijkt dat het structurele premieniveau van deze variant bij een verwacht fondsrendement van 4-6 procent niet boven de 10-15% van de bruto loonsom uitkomt (de aanwezige buffer rendeert naar verwachting mee). Hier staat tegenover dat het herstel van buffertekorten na een negatieve vermogensschok telkens met aanzienlijke premiefluctuaties gepaard kan gaan.

Andere contractvormen

Mede gelet op de uitkomsten van de bovenstaande analyse achten wij het voor een adequate advisering essentieel dat ook het gebied tussen de twee extreme varianten wordt verkend. Daarbij gaat het vooral om alternatieve toeslagregelingen die het risico beperken, bijvoorbeeld door indexering afhankelijk te stellen van de financiële positie van het pensioenfonds. Door het indexatievoornemen te laten meedemen met de financiële positie wordt als het ware een automatische stabilisator ingebouwd. Een beleidsstaffel is een voorbeeld, maar er zijn ook andere mechanismen denkbaar. Kritische randvoorwaarden voor dergelijke tussenvarianten zijn transparantie, heldere communicatie richting deelnemers, en een controleerbaar evenwicht.

In deze varianten komt de actuele waarde van het indexatiestreven nog steeds tot uiting op de balans in een voorziening of een bestemmingsreserve. Omdat de feitelijke indexatie (automatisch) wordt beperkt wanneer onvoorzien tegenvallers de financiële positie van het fonds verzwakken, kan worden volstaan met een kleinere vereiste solvabiliteitsmarge. Echter

ook op deze manier is er een positief streven tot indexatie, dat tot uitdrukking zal moeten komen in de kostendeekkende premie.

Voordat een oordeel kan worden geveld over de betekenis van mogelijke tussenvarianten voor het advies, is een beter inzicht nodig in de relatie tussen formuleringen van het indexatiestreven, de daartoe benodigde premie-inleg (als opslag ten opzichte van de premiepaden uit de nominale variant), en de resulterende actuele waarde van de bestemmingsreserve. Pas dan kan ook een advies worden geformuleerd aangaande de kwantitatieve invulling van begrippen als zekerheid en herstelperiode.

Wij willen tot slot van deze interim rapportage een aantal overwegingen noemen dat enige richting aan ons denken geeft:

- 1) De kwaliteit van het Nederlandse pensioenstelsel wordt reeds lange tijd gekenmerkt door de eis tot permanente kapitaaldekking van de verplichtingen. Dit uitgangspunt voorkomt dat risico's te zeer worden afgewenteld op toekomstige generaties, waarmee het draagvlak voor intergenerationele risicodeling zou worden aangetast. Een hoge mate van uitkeringszekerheid past ook bij maatschappelijk aanvaarde principes als "afspraak is afspraak", en "doen wat je zegt, zeggen wat je doet". Dergelijke principes worden ook elders in het financiële toezicht gehanteerd.
- 2) De maatschappelijke vergrijzing beperkt de mogelijkheid om een beroep te doen op intergenerationele solidariteit. De groeiende omvang van het vermogen van pensioenfondsen betekent dat het herstel van een solvabiliteitstekort met steeds grotere financieel-economische verstoringen gepaard zal gaan. Minder dan in het verleden kan een beroep worden gedaan op premie-inhaal voor het aanzuiveren van tekorten. Deze overweging impliceert dat de risico's van onderdekking meer dan in het verleden beperkt moeten worden.
- 3) Achter het geaggregeerde beeld gaat heterogeniteit in pensioenfondsen en de voor hen relevante omstandigheden schuil. Wat voor het representatieve pensioenfonds tot mogelijk onaanvaardbare consequenties zou leiden, kan best acceptabel zijn voor sommige fondsen. Maatwerk blijft daarom in elk toezichtregime onvermijdelijk, zeker daar waar sprake is van herstelproblematiek.
- 4) Het uitgebreide aandelenbezit heeft pensioenfondsen tot een additionele bron van macro-economische verstoringen gemaakt. Aandelenrendementen zijn positief gecorreleerd met de macro-economische vooruitzichten, zodat onderdekking en inhaalpremies zich meestal voordoen onder conjuncturele omstandigheden die ook zonder deze herstelactiviteiten al minder rooskleurig zijn. Hoewel het ondoenlijk is deze effecten in een microprudentieel toezichtregime volledig te incorporeren, pleit dit wel voor een regime waarin het prijskaartje van beleggingsrisico's (de solvabiliteitsmarge voor mismatch risico) expliciet wordt gemaakt.
- 5) Het FTK is een normatief toetsingskader dat in beginsel voor de lange termijn wordt ontworpen. Veel van de discussies rondom het FTK vinden niettemin plaats binnen de context van de huidige overgangsproblematiek. Het is van belang de gedachtevorming omtrent een optimaal toezichtregime te richten op de structurele situatie. Dit neemt niet weg dat sprake is van een serieus aanloopprobleem als gevolg van de discrepantie die anno 2003 bestaat tussen de inhoud van de meeste pensioencontracten en de financiële dekking. Wij zijn voorshands van mening dat de oplossing van deze problematiek eerder moet worden gezocht in het verlengen van de toegestane ingroeiperiode dan in het verlagen van de uiteindelijk gewenste solvabiliteitsnormen. Daarmee worden tevens de macro-economische verstoringen van de benodigde groei gemitigeerd.
- 6) Het begrip zekerheid is in de adviesaanvraag verengd, omdat vooralsnog wordt afgezien van mogelijke versoberingen in het aspiratieniveau van de pensioenregeling die de uitkeringszekerheid van de dan resterende regeling zouden kunnen vergroten. Het aspiratieniveau kan worden aangepast door verlenging van de pensioenleeftijd, verlaging van de nominale uitkeringen, of verdere beperkingen van de indexatie.

BIJLAGE 1: VOORLOPIGE TECHNISCHE TUSSENRAPPORTAGE

1. Strekking van de tussenrapportage

Op 27 juni 2003 heeft het kabinet ingestemd met een nota over een nadere uitwerking van de Hoofdlijnen voor de regeling van het financiële toezicht op pensioenfondsen in de Pensioenwet. In deze nota is aangegeven dat het kabinet voor de invulling van enkele vraagstukken op dit terrein te rade zal gaan bij de deskundigheid van het Centraal Planbureau (CPB), De Nederlandsche Bank (DNB) en de Pensioen & Verzekeringskamer (PVK). Hiervoor heeft het Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid de volgende vragen geformuleerd:

1. De vraag welke minimale zekerheidsmaatstaf (kans) nog aanvaardbaar moet worden geacht dat een pensioenfonds op korte termijn (voorshands wordt uitgegaan van 1 jaar na de rapportagedatum), te maken krijgt met een situatie van onderdekking. Het gaat hierbij om een afweging van de zekerheid die het Nederlandse pensioenstelsel aan deelnemers van pensioenregelingen en aan gepensioneerden zal bieden, en de macro-economische gevolgen die daarmee kunnen samenhangen (arbeidskosten, internationale concurrentiepositie). Uiteraard heeft deze minimale zekerheidsmaatstaf gevolgen voor de opslag voor het vereiste eigen vermogen als element van de kostendeekkende premie.
2. Nagaan in hoeverre de genoemde termijn van 1 jaar voor pensioenfondsen geschikt is, gelet op de pensioendoelstellingen op de langere termijn, de op de langere termijn gerichte beleggingen en de toch beperkte mogelijkheden om te kunnen "sturen" op de korte termijn.
3. In dat kader zal ook moeten worden aangegeven welke scenario's een pensioenfonds in ieder geval zal moeten toepassen om de eigen solvabiliteitspositie op de rapportagedatum te kunnen bepalen.
4. In relatie tot de zekerheidsmaatstaf zal, in geval van een zich daarbij voordoend solvabiliteitstekort, moeten worden gezien hoe lang de hersteltermijnen mogen zijn om weer op de vereiste solvabiliteitspositie uit te komen.

In deze technische tussenrapportage hebben wij ons vooralsnog beperkt tot de vragen 1 en 4. Om tot een advies over deze complexe vraagstukken te komen hebben wij de assistentie ingeroepen van ORTEC Financiële Consultants. Dit bureau heeft in een Asset Liability Management (ALM) context een aantal modelmatige berekeningen uitgevoerd aangaande mogelijke zekerheidsmaatstaven, de daarbij behorende solvabiliteit (uitgedrukt in dekkingsgraden) en de hiervoor benodigde premies. Vervolgens is een beroep gedaan op de modelexpertise van het CPB en DNB om de macro-economische gevolgen van de gewenste buffers en de bijbehorende premiepaden te becijferen.

Om het onderscheid tussen gewenste situatie, herstelperioden, en de huidige problematiek helder te maken wordt in het advies gebruik gemaakt van en gerekend met drie tijdsduidingen die door ons als volgt zijn gedefinieerd:

- * De "steady state" is het lange-termijn evenwicht waarin het gestileerde pensioenfonds van "de BV Nederland" wordt geacht te voldoen aan de solvabiliteitsvereisten die behoren bij de maatschappelijk gewenste minimale mate van zekerheid van de pensioenaanspraken.
- * De "hersteltermijn" is de periode die dit pensioenfonds onder bijzondere omstandigheden kan worden gegund om terug te keren naar de in de steady state vereiste solvabiliteitspositie nadat een opgetreden schok een solvabiliteitstekort heeft doen ontstaan. Tijdens deze herstelperiode wordt de maatschappelijk gewenste mate van zekerheid niet waargemaakt. Derhalve is er gedurende zo'n periode sprake van intensiever toezicht. Tevens wordt van de pensioenfondsen

verwacht/geëist dat ze deelnemers periodiek op de hoogte stellen van de feitelijke risicopositie.

- * De “ingroeiperiode” is de periode die naar verwachting benodigd is om vanuit de problematiek anno 2003 te komen tot de steady state.

Gelet op de uitzonderlijke startsituatie door de beursontwikkelingen van de laatste drie jaren valt te beargumenteren dat de ingroeiperiode niets anders is dan een eerste voorbeeld van de benodigde hersteltermijn zoals die zich in de toekomst met enige regelmaat zou kunnen herhalen, maar dit is niet het hele verhaal. De overgang naar een nieuw financieel toetsingskader (FTK) betreft eveneens een overgang van het meten van de dekkingsgraad op basis van de vaste maximale rekenrente van 4% naar een actuele of marktwaarde context waarin verplichtingen conform de feitelijke marktrente worden verdisconteerd.¹ Deze overgang is in lijn met internationale ontwikkelingen aangaande verslaggevingstandaarden ter zake.

Behalve door ingezakte beurskoersen wordt de huidige problematiek evenzeer gekenschetst door een sinds begin jaren 90 geleidelijk dalende (kapitaalmarkt)rente. De vaste 4% rekenrente waarmee pensioenfondsen tot op de dag van vandaag hun verplichtingen verdisconteren heeft hierbij verhuld dat als gevolg van deze rentedaling het streven naar waarde- of welvaartsvaste pensioenen sluipenderwijs is verworpen tot een pensioenregeling waarvan op dit moment feitelijk louter nominale aanspraken zijn gefinancierd. Een en ander wordt treffend geïllustreerd aan de hand van de actuele waardering van een hypothetische pensioenregeling voor de “BV Nederland” waarin bijvoorbeeld ernaar zou worden gestreefd om in 3 van de 4 jaren conform de looninflatie te indexeren. Voor een dergelijke regeling suggereren de berekeningen dat, uitgaande van de (prudente) rendementsveronderstellingen uit de PVK circulaire dd. 30 september 2002, de huidige dekkingsgraad in een actuele waarde context slechts ongeveer 75 bedraagt. Voor een regeling waarin slechts een nominaal pensioen wordt toegezegd, bedraagt de huidige actuele waarde dekkingsgraad ongeveer 114. Beide waarden moeten worden vergeleken met een huidige dekkingsgraad van ongeveer 108 in de forfaitaire 4% rekenrente wereld. Gegeven de traditie en wens om de rechten van gepensioneerden zo veel mogelijk te corrigeren voor geldontwaarding is er momenteel dus een groot tekort op de Nederlandse pensioenbalans. Dit illustreert dat de huidige problematiek een graad ernstiger is dan zich zou voordoen bij een vergelijkbare (aandelen)schok vanuit de steady state. Tezamen met de overgang tot een actuele waardering rechtvaardigt de huidige situatie aldus een lange(re) ingroeiperiode.

De overgang op actuele waardering is overigens niet de enige structuurbreuk die zich momenteel in de pensioenwereld voltrekt. De maatschappelijke vergrijzing en de rijping van pensioenfondsen impliceert dat de verhouding tussen actieven en gepensioneerden de komende decennia fors wijzigt. Dit betekent dat minder dan in het verleden kan

¹ Actuele waarde betreft een toepassing van het begrip “fair value” en ligt ten grondslag aan het FTK. Daarbij wordt gestreefd naar een zoveel mogelijk marktconforme waardering van activa en verplichtingen. De IASB (International Accounting Standards Board) is bezig met een project om standaarden op te stellen inzake verzekeringscontracten. De IASB benadering gaat uit van fair value. Eén van de problemen is evenwel dat marktgegevens voor het modelmatig waarderen van pensioen- en verzekeringsverplichtingen nog niet voor alle sectoren en branches in voldoende mate aanwezig zijn. Ook zijn er geen markten waar transparante prijsvorming plaats heeft inzake de overdracht van verplichtingen tussen instellingen. Er is derhalve sprake van imperfecte informatie (de afwezigheid van volledig inzicht betreffende productkarakteristieken, beschikbare prijsinformatie etc.) en informatieasymmetrie (de situatie waarbij partijen in een transactie verschillende informatie hebben over die transactie). Gegeven de afwezigheid van duidelijke accounting standards inzake ‘fair value’ is vooralsnog een alternatieve benadering vereist. Dit alternatief richt zich op een door de toezichthouder voor te schrijven niveau van toereikendheid. Het heeft tot doel om er voor te zorgen dat de actuele waarde van de verplichtingen wordt vastgesteld op een toepasselijk en toereikend niveau.

worden vertrouwd op het “premiestuur” als instrument om te reageren op negatieve schokken. Anders gezegd, een vergelijkbare aandelenschok zal in de toekomst een forsere premie-aanpassing vereisen dan in het verleden het geval was. De mogelijkheid om een beroep te doen op intergenerationale solidariteit wordt aldus ingeperkt.

De kwaliteit van het Nederlandse pensioenstelsel wordt reeds lange tijd gekenmerkt door de eis tot kapitaaldekking van de aangegane verplichtingen. Deze verplichting komt ook terug in de zojuist geaccordeerde Europese Pensioenrichtlijn en vormt de basis voor dit advies aangaande het financiële toezicht op pensioenfondsen. De eis tot kapitaaldekking waarborgt dat het pensioenfonds zijn verplichtingen kan nakomen waardoor de continuïteit van het stelsel is beschermd. Wanneer er sprake is van een structurele onderdekking bij het pensioenfonds betalen toetredende deelnemers immers onevenredig veel voor hun eigen pensioen.

De verplichtstelling van pensioenregelingen en het streven naar een zekere solidariteit tussen generaties maakt dat vergelijking van de door toezichthouders vereiste minimum zekerheidsmaatstaven uit de bancaire en verzekeringswereld slechts beperkte relevantie voor de pensioenwereld kunnen hebben. Het level playing field argument tussen pensioenfondsen en verzekeraars kan overigens niet geheel terzijde worden geschoven, omdat verzekeraars collectieve pensioencontracten uitvoeren (zogenoemde rechtstreekse regelingen) en/of verplichtingen van pensioenfondsen herverzekeren. Vanwege het intergenerationale karakter biedt ook het Stabiliteitspact een nuttig referentiekader.

Tot slot van deze inleiding nog een opmerking over beleggingen die qua risicoprofiel afwijken van de door het pensioenfonds aangegane verplichtingen zoals aandelen. De kerntaak van een pensioenfonds is het nakomen van de toezegging die door de sociale partners is gedaan. In principe kan dit door de ingelegde premies te beleggen in vermogenstitels die een zo perfect mogelijke afdekking bieden van de aangegane verplichtingen. Voor opgebouwde rechten die het pensioenfonds eigenlijk altijd moet nakomen (ook bij het wegvallen van de sponsor) kunnen bijvoorbeeld staatsobligaties worden aangekocht, die met vrijwel volledige zekerheid op een vooraf vastgestelde datum tot uitkering komen. Voor zover dergelijke titels niet of in beperkte mate voorradig zijn (bijvoorbeeld indexeringen ter afdekking van geïndexeerde pensioenrechten), of wanneer een pensioenfonds via meer risicovolle beleggingen een hoger verwacht rendement nastreeft, wordt mismatch risico op de balans genomen. Dit hogere verwachte rendement is evenwel niet gratis maar kent zijn prijs die tot uitdrukking komt in de vereiste risicopremie. Ook leiden risico's tot een grotere kans op onderdekking. In een risico-gebaseerd solvabiliteitsregime komt een groter mismatch risico daarom tot uiting in een hogere buffervereiste.

Dit punt is ook daarom relevant, omdat het vooral het snel uitgebreide aandelenbezit is dat pensioenfondsen tot een potentiële bron van macro-economische verstoringen heeft gemaakt. Aandelenrendementen zijn bovendien vaak positief gecorreleerd met de macro-economische vooruitzichten, zodat perioden van onderdekking, inhaalpremies en bijstortingen zich meestal zullen voordoen onder macro-economische omstandigheden die ook zonder deze herstelactiviteiten al minder rooskleurig zijn.² Sterk fluctuerende premies vergroten niet alleen de inkomensonzekerheid van de deelnemers, maar verstoren ook de arbeidsmarkt en bemoeilijken de beheersbaarheid van de overheidsfinanciën.

Deze tussenrapportage is als volgt opgebouwd. De volgende paragraaf bevat onze beschouwing aangaande de maximale kans op onderdekking en de termijn waarop deze

² C. van Ewijk, Nieuw pensioenakkoord nodig, Economisch Statistische Berichten, 2003.

maat betrekking heeft. Paragraaf 3 bespreekt de herstelmogelijkheden bij ontoereikende solvabiliteit. Paragraaf 4 beschrijft de premieconsequenties van de benodigde transitie naar het FTK.

2. Kans op onderdekking

Alvorens over te gaan tot een bespreking van mogelijke zekerheidsmaatstaven is het dienstig eerst te omschrijven wat een dergelijke zekerheidsnorm inhoudt en wat een en ander voor het pensioentoezicht betekent. De keus van de zekerheidsnorm heeft namelijk gevolgen voor het karakter van het toezicht. Naarmate een hogere zekerheidsnorm wordt vastgesteld, zou de nadruk in het toezicht wat meer van crisisbeheersing naar crisispreventie kunnen verschuiven. Vervolgens wordt afgetast wat de reikwijdte van de zekerheidsmaatstaf is, gegeven het brede spectrum aan waar te nemen formuleringen aangaande de indexatietoezegging uit het pensioencontract.

2.1 Begripsbepaling

De zekerheidsmaatstaf in dit rapport is een *ex ante* norm die voor alle instellingen gelijk is; de beoogde zekerheid is alleen aanwezig voordat de negatieve schokken zich daadwerkelijk voordoen. Nadat een schok zich heeft voorgedaan en is opgevangen door de solvabiliteitsmarge, zal de feitelijke zekerheid (flink) lager zijn. Tijdens de herstelperiode die daarop volgt, althans bij onvoldoende resterende buffers, loopt de zekerheid dan geleidelijk weer op tot het vooraf minimaal gewenste niveau. Gemiddeld genomen zal de gerealiseerde zekerheid *ex post* dus lager zijn dan de vooraf nagestreefde zekerheid. Op zich zou men ook een minimaal gewenste zekerheid *ex post* kunnen nastreven, hetgeen zich dan zou vertalen in een extra buffer bovenop de vereiste buffer voor eenzelfde mate van *ex ante* zekerheid. In de pensioenwereld is dit echter minder gebruikelijk dan bijvoorbeeld bij banken of verzekeraars.³

Een *ex ante* zekerheidsmaatstaf van bijvoorbeeld 95% op een termijn van 1 jaar betekent dat het aanvaardbaar wordt geacht dat eens in de 20 jaar ($100/(100-95)$) er zich een jaar zal voordoen waarin de buffers als gevolg van een bepaalde schok forser dan normaal worden aangesproken en een groot deel van het Nederlandse pensioenstelsel in of nabij een situatie van onderdekking geraakt.⁴ Bij een maatstaf van 99,5% ("investment grade") wordt het aanvaardbaar geacht dat vele pensioenfondsen eens in de 200 jaar in onderdekking geraken. Gemiddeld zijn de kansen op onderdekking hoger omdat pensioenfondsen gedurende de hersteltermijn een lagere dekking hebben. Wanneer fondsen uit eigener beweging wat extra buffers aanhouden, zal de gerealiseerde zekerheid hoger liggen. De kans zegt overigens niets over de mate van onderdekking die zich voordoet (hoe ver beneden een dekkingsgraad van 100 we doorschieten). Statistisch gezien is de kans op een daling van de aandelenkoersen van *tenminste* 40% eveneens ongeveer gelijk aan 0,5% ($100\% - 99,5\%$), maar die daling kan dan dus ook 60% zijn. Een lagere zekerheidsmaatstaf in de uitgangssituatie betekent wel dat de mate van onderdekking groter zal zijn dan bij een hogere zekerheidsmaatstaf.

Als we de *ex ante* kansmaat vervolgens combineren met een bepaalde maximale herstelperiode om het solvabiliteitstekort weg te werken, krijgen we enig gevoel voor de

³ In de bancaire en verzekeringswereld is het vooral de marktdiscipline (rating agencies) die instellingen ertoe aanzet een hogere solvabiliteitsmarge aan te houden dan door de toezichthouder vereist. Bovendien zitten banken en verzekeraars aanzienlijk minder zwaar in aandelen, waardoor de volatiliteit in hun risicoprofiel ook een stuk minder is. Ergo, de "buffer bovenop de buffer" zou voor een pensioenfonds een stuk hoger zijn dan voor een bank of verzekeraar.

⁴ Hierbij wordt verondersteld dat de belangrijkste bron van risico voor alle pensioenfondsen hetzelfde is ("systematisch" in tegenstelling tot "idiosyncratisch" risico), hetgeen voor beleggingsrisico geen onrealistische veronderstelling is.

herstelproblematiek van pensioenfondsen. Het gaat hier alleen om de vraag hoe snel het herstel van een dekkingsgraad van 100 naar de vereiste dekkingsgraad dient plaats te hebben. Voor het herstel bij een dekking van onder de 100 naar 100 schrijft de huidige en toekomstige pensioenwet voor dat het herstel zich binnen een jaar moet voltrekken.

Wanneer we bijvoorbeeld een kansmaat van 95% combineren met een hersteltermijn van 2 jaar, impliceert dat we accepteren dat ons pensioenstelsel in elke tijdsperiode van 20 jaar zich gemiddeld ongeveer 2 jaar in de herstelmodus zal bevinden. Dat betekent dat er dus in 2 van de 20 jaar sprake is van een herstelplan waarin door middel van een combinatie van bijsturingsmechanismen (inhaalpremies, indexatiebeperking, werkgeversbijstorting, etc.) het solvabiliteitstekort wordt weggewerkt. Eenzelfde frequentie (1 op de 10) van herstel kan ook worden bereikt door een combinatie van een hogere kansmaat en een langere herstelperiode (zeg, 99,0% en 10 jaar, zodat er 10 van de 100 jaar sprake is van herstel, of 97,5 en 4 jaar, of 99,5% en 20 jaar).⁵ Een solvabiliteitstekort kan overigens ook worden verkleind door het risicoprofiel van het pensioenfonds aan te passen; bijvoorbeeld door de duration van de vastrentende beleggingen te vergroten dan wel het belang in zakelijke waarden af te bouwen.

Het bovenstaande suggereert dat er sprake is van een zekere afruil tussen kansmaat en herstelperiode, hetgeen intuïtief ook plausibel voorkomt. Toch moet worden opgepast met het trekken van al te voortvarende conclusies op basis van bovenstaande voorbeelden, omdat de afruil alleen iets zegt over de frequentie en niets over de intensiteit van de herstelproblematiek. Dit punt is relevant, omdat we straks zullen zien dat de relatie tussen extra zekerheid en daarvoor benodigde additionele buffer niet gelijkmatig is. Anders gezegd, het lijkt op voorhand eenvoudiger om in 10 jaar de dekkingsgraad van 100 naar 135 te laten herstellen, dan in 2 jaar van 100 naar 125 (realistisch voorbeeld; zie tabel 1 verderop).

2.2 Reikwijdte van de kansmaat op onderdekking

Vervolgens moet worden vastgesteld ten opzichte van welke verplichtingen het begrip onderdekking (uit de vraagstelling) precies wordt gedefinieerd. Met andere woorden, welke aanspraken zal het fonds met de vereiste mate van zekerheid moeten nakomen? Beantwoording van deze vraag is alleen mogelijk wanneer de inhoud van het pensioencontract bekend is, en dat is de verantwoordelijkheid van de sociale partners. De rol van het toezicht is het bewaken van de consistentie tussen de inhoud van het pensioencontract en de financieringsovereenkomst, binnen de wettelijke kaders. De wet- en regelgeving is volstrekt helder over het moeten nakomen van de opgebouwde rechten inclusief de in het verleden toegekende toeslagen (indexaties). Voor nog toe te kennen toeslagen bestaat echter een grote pluriformiteit qua formulering van het pensioencontract, in het bijzonder ten aanzien van het toekomstige indexatiestreven. Hoe met deze “zachte” verplichtingen rekening moet worden gehouden, is op dit moment voor ons nog een open vraag. Om desondanks nu al iets te kunnen zeggen over de effecten van alternatieve zekerheidsmaten is in onderstaande analyse eerst gerekend met twee uiterste situaties.

a) De nominale variant

In de nominale variant is sprake van een pensioenregeling die louter nominaal van aard is. In de communicatie aan deelnemers wordt geen enkele toezegging gedaan over het indexatiestreven. Er is sprake van een pure defined benefit regeling voor reeds aangegane pensioenverplichtingen. Op de balans is er sprake van een voorziening voor de opgebouwde rechten, en een risico-gebaseerde solvabiliteitsmarge (“buffer”) om deze aanspraken te beschermen tegen de schommelingen op de financiële markten en

⁵ Dergelijke combinaties impliceren dat het pensioenfonds in 9 van de 10 jaar in staat zal zijn om het aangekondigde indexatiestreven (bijvoorbeeld driekwart van de looninflatie) onverkort na te komen.

verzekeringstechnische risico's. Overigens staat het pensioenfondsen ook in deze variant vrij om te indexeren wanneer overschotten bestaan nadat aan alle solvabiliteitsvereisten is voldaan⁶; er staat alleen geen voorziening of bestemmingsreserve op de balans die een expliciete indexatiebelofte vooraf rechtvaardigt. Hoewel sociale partners vrij zijn om een dergelijk pensioencontract met minimale bescherming op te stellen, zou een toepassing op brede schaal een aanzienlijke versobering van het Nederlandse pensioenstelsel inhouden.

Bij overgang op actuele waardering betekent deze variant aanzienlijke minder bescherming dan in de huidige praktijk. Immers, bij elke markttrente van boven de 4% impliceert de huidige vaste rekenrente systematiek dat in de aldus berekende voorziening pensioenverplichtingen (VPV) een stille reserve is opgenomen die onder andere het indexatiestreven vertegenwoordigt. Ook de huidige solvabiliteitsvoorschriften (de "30/9 circulaire" maar ook daarvoor) hebben als oogmerk de gehele 4% voorziening te beschermen en maken dus geen onderscheid tussen harde en zachte verplichtingen. Door de gestage daling van de (kapitaal)markttrente is deze indexatiecomponent (in zowel de voorziening als bijgevolg in de marge) geleidelijk steeds meer uitgehold. Het spreekt voor zich dat het verschil in bescherming pas echt materiële vormen gaat aannemen wanneer de markttrente weer zou oplopen.

In deze variant zijn wij ervan uit gegaan dat het niet is toegestaan om de buffer voor de opgebouwde rechten te oormerken als voorziening van waaruit kan worden geïndexeerd. Een dergelijke dubbeltelling is niet alleen gekunsteld, maar lijkt eveneens in strijd met boekhoudkundige principes waarin voorzienbare verplichtingen tot het vreemd en niet tot het eigen vermogen worden gerekend. Artikel 17 van de nieuwe EU pensioenrichtlijn is hier tamelijk expliciet over.⁷

b) De indexeringsvariant

In deze variant is sprake van een vooraf (in het pensioencontract) en expliciet geformuleerd indexatiestreven, waarvoor zowel voorzieningen worden getroffen als buffers worden opgebouwd. Hiermee is ook het indexatiestreven behoorlijk "hard" (maar nog niet noodzakelijkerwijs geheel onvoorwaardelijk) geworden. In deze variant kun je beredeneren dat de defined benefit regeling voor de harde aanspraken wordt gecombineerd met eenzelfde defined benefit regeling voor de nog toe te kennen indexatietoelagen. Het begrip zekerheid heeft hier dan ook betrekking op beide vormen van aanspraken. Op de balans van een dergelijk fonds moet sprake zijn van een voorziening voor de harde aanspraken, een voorziening voor het indexatiestreven, en een solvabiliteitsmarge ter bescherming van zowel de harde aanspraken alsook het naar de deelnemers gecommuniceerde indexatiestreven.

2.3 Mogelijke kansmaten

Alvorens over te gaan tot de analyse van mogelijke alternatieve kansmaten voor deze twee varianten, moet eerst worden opgemerkt dat de navolgende analyse uitgaat van een uniforme kansmaat voor alle pensioenfondsen. Pensioenfondsen verschillen evenwel in de mate van rijping en daarmee in de kracht van het premiestuur als correctiemechanisme, waardoor de potentiële kosten van eenzelfde mate van onderdekking niet voor alle fondsen hetzelfde hoeven te zijn. Dit zou aanleiding kunnen vormen om te pleiten voor een solvabiliteitsregel waarin de gewenste zekerheidsmaatstaf

⁶ Bedacht moet worden dat na het feitelijk toekennen van een indexatietoelag, deze onderdeel uitmaakt van de opgebouwde rechten.

⁷ "De omvang van de buffer is in overeenstemming met het soort risico en de aard van de activa met betrekking tot het geheel van uitgevoerde regelingen. Deze activa zijn vrij van alle voorzienbare verplichtingen en dienen als veiligheidskapitaal om verschillen tussen de verwachte en de daadwerkelijke uitgaven en winsten op te vangen" (Artikel 17, lid 1).

gedifferentieerd wordt toegepast. Idealiter gebeurt dit middels een algemene regel die op ieder pensioenfonds individueel wordt toegepast, bijvoorbeeld door de kansmaat te wegen met de stabiliteit van de premiebasis of de relatieve rijping van het fonds. Als alternatief zou gedacht kunnen worden aan een indeling in categorieën (klassen). Gewaakt moet echter worden voor de transparantie en praktische uitvoerbaarheid. Vermeden moet worden dat het waarborgen van een onderling consistente behandeling van pensioenfondsen veel extra kosten en onduidelijkheid gaat opleveren.

Om een gevoel te krijgen voor de relatie tussen alternatieve zekerheidsmaten en de bijbehorende dekkingsgraden en premies is aan ORTEC gevraagd simulaties uit te voeren met een ALM model voor een gestileerd pensioenfonds dat als representatief voor het Nederlandse pensioenwezen kan worden beschouwd (bijlage 2). Voor dit "pensioenfonds van de BV Nederland" is voor het ouderdoms- en nabestaandenpensioen een middelloonregeling gemodelleerd, waarin de jaarlijkse vaststelling van premies en indexaties afhankelijk van de financiële uitgangssituatie van het fonds is verondersteld. Het opbouwpercentage is op 1,75 verondersteld, zodat 40 jaar werken een 70% middelloon oplevert. Indexatie van de actieven is als onvoorwaardelijk opgevat, dat wil zeggen als niet beïnvloed door discrete toekomstige bestuursbesluiten.

De indexatie van de gepensioneerden is een variabele die in de bestudeerde varianten verschillend wordt ingevuld. Voor de waardering van deze zachte verplichtingen wordt een indexatiestreven van ongeveer driekwart van de looninflatie verondersteld.⁸ Voor de financieel economische kernvariabelen zoals de lange rente en het rendement op aandelen is gerekend met de uitgangspunten zoals die in de PVK circulaire van 30 september 2002 zijn geformuleerd (pagina's 3-5 van bijlage 2). Deze bevatten onder meer een lange rente van 5% en een aandelenrendement van 8% op jaarbasis. Omdat de feitelijke rente op dit moment lager is en het indexatiestreven vaak hoger van 75% is deze variant nog niet de allermee ambitieuzeste variant waarmee gerekend had kunnen worden. Anderzijds wordt geen rekening gehouden met een eventuele risicopremie op de disconteringsvoet voor de verplichtingen; dat zou het beeld weer kunnen verzachten. Samen met CPB berekeningen, waar iets andere uitgangspunten zijn gehanteerd, geven deze berekeningen niettemin een redelijke indicatie van de omvang van de problematiek en de effecten van de verschillende zekerheidsmaatstaven.

In de navolgende analyse wordt het begrip zekerheid vertaald in benodigde dekkingsgraden van de verplichtingen en premies. De benodigde dekkingsgraad is evenwel niet alleen afhankelijk van de gewenste mate van zekerheid, maar ook van het risicoprofiel van de instelling. Belangrijke determinanten hiervoor zijn het percentage belegging in zakelijke waarden en de mismatch in looptijd van de verplichtingen en de vastrentende beleggingen (staatsobligaties). Dit is in zoverre een verenging van het begrip zekerheid, omdat vooralsnog wordt afgezien van mogelijke reducties in het aspiratieniveau van de pensioenregeling die de uitkeringszekerheid van de dan resterende regeling zouden kunnen vergroten. Het aspiratieniveau kan worden aangepast door verlenging van de pensioenleeftijd, verlaging van de nominale uitkeringen, of verdere beperkingen van de indexatie. Dergelijke simulaties lijken in het ORTEC model wel uitvoerbaar, maar hier is in deze rapportage van afgezien.

⁸ Concreet wordt er alleen geïndexeerd wanneer driekwart van de toekomstige looninflatie kapitaalgedekt is. Dit streven is afgeleid uit de huidige Voorziening Pensioen Verplichtingen (VPV) en de huidige rentetermijnstructuur, op basis van de assumptie dat een VPV op basis van een rekenrente van 4% in de lange termijn steady state het gewenste indexatiestreven op lange termijn weergeeft.

Tabel 1: Vereiste solvabiliteit representatief pensioenfonds "BV Nederland"
(duration vastrentende waarden 5, horizon 1 jaar). Vereiste dekkinggraad als functie van
beleggingsmix (% zakelijke waarden) en ex ante gewenste zekerheid

Nominale variant

% zakelijke waarden	kans op onderdekking ultimo jaar					
	5%	2.50%	1%	0.50%	0.25%	0.10%
0	113,3	116,1	120,6	122,5	124,3	127,1
10	114,2	117,9	121,6	124,3	126,1	128,0
20	116,1	119,7	124,3	127,1	129,8	134,4
30	117,9	122,5	127,1	129,8	132,6	136,2
40	120,6	125,2	130,7	134,4	138,1	142,7
50	122,5	128,0	134,4	139,0	143,6	148,2
60	126,1	132,2	139,9	145,4	150,9	156,4
70	128,9	136,2	146,3	151,8	160,1	167,4
80	132,6	141,7	152,8	161,0	169,3	183,0

Indexeringsvariant

% zakelijke waarden	kans op onderdekking ultimo jaar					
	5%	2.50%	1%	0.50%	0.25%	0.10%
0	115,5	118,8	121,6	123,4	125,2	127,1
10	117,0	119,7	123,4	125,2	128,0	130,7
20	117,9	121,6	126,1	129,8	133,5	137,2
30	120,6	125,2	129,8	133,5	136,2	140,8
40	122,5	128,0	133,5	138,1	142,7	146,3
50	125,2	131,7	139,0	142,7	147,2	151,8
60	128,9	136,2	144,5	149,1	153,7	161,0
70	132,6	140,8	150,9	156,4	161,9	171,1
80	136,2	145,4	160,1	165,6	170,2	176,6

Bron: ORTEC (zie bijlage 2)

In de nominale en reserveringsvarianten hebben de begrippen zekerheid en dekkinggraad alleen betrekking op de nominale verplichtingen (inclusief de reeds toegekende indexaties). In de indexeringsvariant hebben beide begrippen betrekking op de nominale verplichtingen plus het toekomstige indexatiestreven.

Uit deze tabel 1 is in eerste instantie vooral de regel "50" van belang die de relatie tussen zekerheidsmaatstaf en vereiste dekkingsgraad weergeeft bij een beleggingsmix van ongeveer 50% belegging in zakelijke waarden (aandelen en vastgoed). Deze mix geeft een redelijke indicatie voor de gemiddelde situatie bij de Nederlandse pensioenfondsen anno 2003. Tabel 1 laat zien dat voor een zekerheidsnorm die equivalent is aan "investment grade" (99,5% zekerheid oftewel 0,5% kans op onderdekking op een termijn van 1 jaar) bij het huidige aandelenbezit van pensioenfondsen een dekkingsgraad van 139,0 in de nominale variant en 142,7 in de indexeringsvariant benodigd is. Een afname van de nagestreefde zekerheid tot bijvoorbeeld 95% zekerheid (5% kans op onderdekking) leidt tot een daling van de benodigde dekkingsgraad tot 122,5 (nominaal) of 125,2 (indexeringsvariant).

De beleggingsmix is echter een beleidsvariabele van de fondsen; het staat de fondsen vrij hun beleggingsstrategie te wijzigen rekening houdend met de vereiste zekerheid. Wij hebben deze mogelijke reacties hier niet gemodelleerd. De overige regels uit de tabel illustreren de gevoeligheid van de benodigde dekkingsgraad voor veranderingen in het risicoprofiel van de beleggingsportefeuille: een reductie van het percentage zakelijke waarden met 10% leidt tot een daling van de benodigde dekkingsgraad die varieert van ongeveer 2 procentpunt bij 95% zekerheid tot 5,5 procentpunt bij 99,9% zekerheid. Dit is een logisch resultaat wanneer men bedenkt dat aandelenbeleggingen geen goede dekking bieden voor nominale verplichtingen. Ook voor inflatie en loongerelateerde (indexatie)verplichtingen bieden aandelen een imperfecte dekking. Uit deze ALM exercities blijkt dat een fonds met grotere beleggingen in aandelen een groter mismatch risico op de balans neemt, dat alleen kan worden gedragen door het aanhouden van een additionele solvabiliteitsmarge.

Tenslotte heeft ORTEC ook gekeken naar het effect van een langere looptijd van de vastrentende portefeuille. Hoewel de representatieve duration van de vastrentende portefeuille van de Nederlandse pensioenfondsen momenteel ongeveer 5 bedraagt, zijn veel pensioenfondsen bezig de looptijd van deze activa bewust te verlengen. Een verlenging van de betrokken duration tot 10 leidt eveneens tot een soortgelijke verlaging van de vereiste dekkingsgraad dan de beschouwde reductie van het aandelenbezit (maximaal 5,5 procentpunt lagere dekkingsgraad bij relatief hoge zekerheidsmaatstaven).

Al met al beklift het beeld dat het beleggingsbeleid van pensioenfondsen een relatief sterke invloed heeft op de voor een bepaalde zekerheidsmaatstaf benodigde vereiste dekkingsgraad. Zo zou een combinatie van een reductie van het percentage zakelijke waarden van 50 tot 40 procent en een verlenging van de duration van de vastrentende portefeuille van 5 naar 10 leiden tot een verlaging van de voor 99,5% zekerheid benodigde dekkingsgraad van de nominale verplichtingen van 139,0 tot 129,8.

Om de robuustheid van deze bevindingen te toetsen is vervolgens een gevoeligheidsanalyse uitgevoerd ten aanzien van een aantal cruciale veronderstellingen die aan de analyse ten grondslag liggen. Zo is de analyse herhaald voor een relatief rijp en een relatief jong fonds, alsook voor een meer of minder volatiel aandelenrendement en voor alternatieve lange rentestanden. In tegenstelling tot de hierboven beschouwde varianten met een alternatieve beleggingsmix bevat tabel 2 een gevoeligheidsanalyse met betrekking tot ontwikkelingen die het pensioenfonds zelf niet in de hand heeft.

Tabel 2: Gevoeligheidsanalyse vereiste dekkingsgraad representatief pensioenfonds "BV Nederland" (duration vastrentende waarden 5, horizon 1 jaar, beleggingsmix 50% zakelijke waarden).

Nominale variant

	Kans op onderdekking ultimo jaar					
	5%	2,5%	1%	0,5%	0,25%	0,1%
Baseline	122,5	128,0	134,4	139,0	143,6	148,2
Rijp fonds	120,6	126,1	131,7	135,3	139,0	142,7
Jong fonds	125,2	131,7	138,1	142,7	147,2	151,8
Volatiliteit beurs laag	120,6	125,2	131,7	135,3	139,9	144,5
Volatiliteit beurs hoog	126,1	132,6	139,9	145,4	150,0	154,6
Lange rente hoog	118,8	124,3	129,8	134,4	138,1	141,7
Lange rente laag	125,2	131,7	138,1	142,7	147,2	152,8

Indexeringsvariant

	Kans op onderdekking ultimo jaar					
	5%	2,5%	1%	0,5%	0,25%	0,1%
Baseline	125,2	131,7	139,0	142,7	147,2	151,8
Rijp fonds	123,4	128,9	135,3	139,0	143,6	150,0
Jong fonds	127,1	133,5	140,8	145,4	150,0	154,6
Volatiliteit beurs laag	123,4	128,9	135,3	139,0	142,7	147,2
Volatiliteit beurs hoog	129,8	137,2	145,4	150,0	154,6	161,9
Lange rente hoog	122,5	128,0	134,4	138,1	141,7	146,3
Lange rente laag	124,2	131,7	137,2	141,7	145,4	150,0

Bron: ORTEC (bijlage 2)

Toelichting bij de diverse gevoeligheidsanalyses:

"Rijp fonds": Dit pensioenfonds wordt gekenmerkt door een lagere duration (14,2 jaar) van de verplichtingen in vergelijking tot het representatieve pensioenfonds (16 jaar).

"Jong fonds": Dit pensioenfonds wordt gekenmerkt door een hogere duration (17,8 jaar) van de verplichtingen in vergelijking tot het representatieve pensioenfonds (16 jaar).

"Volatiliteit beurs laag": De standaarddeviatie van de portefeuille zakelijke waarden is 15% in plaats van 18%. Dit is te vergelijken met een portefeuille waarvan al het valutarisico is afgedekt en de een gedeelte in onroerend goed wordt belegd.

"Volatiliteit beurs hoog": De standaarddeviatie van de portefeuille zakelijke waarden is 21% in plaats van 18%. Dit is te vergelijken met een portefeuille bestaande uit alleen maar aandelen en waarbij het valutarisico niet is afgedekt.

"Lange rente hoog": Hierbij is gerekend met een nominale lange rente van 7% in plaats van 5%.

"Lange rente laag": Hierbij is gerekend met een nominale lange rente van 4% in plaats van 5%.

Uit tabel 2 blijkt dat de benodigde dekkingsgraad sterk wordt beïnvloed door elk van de factoren. Voor een jong fonds ligt de benodigde dekkingsgraad hoger dan voor een rijp fonds, omdat de looptijd van de verplichtingen (en daarmee de mismatch met de looptijd van de beleggingen) voor een dergelijk fonds groter is. Dit verschil varieert van ongeveer 5 (bij 95% zekerheid) tot 9 procentpunten (bij 99,9% zekerheid) in de dekkingsgraad.

Een hogere volatiliteit in het aandelenrendement leidt logischerwijs tot een hogere benodigde dekkingsgraad (bij een gelijkblijvende beleggingsmix en bij afwezigheid van andere risicoreducerende maatregelen). Historisch gezien kan een volatiliteit van 18% als representatief voor de MSCI index worden beschouwd, maar dit percentage blijkt vrij gevoelig voor de periode waarover is gemeten. Verhoging dan wel verlaging met 3 procentpunt leidt tot een gelijkgerichte mutatie in de vereiste dekkingsgraad, waarbij een verhoging van de volatiliteit harder aantikt dan een verlaging (het effect van een verhoging is ruwweg anderhalf tot tweemaal zo groot).

Interessant is tenslotte het veronderstelde evenwichtsniveau van de lange rente. De circulaire van 30 september 2002 maande pensioenfondsen te rekenen met een lange rente van 5%; het historisch gemiddelde over de laatste 3 decennia komt dicht bij 7% uit. Vanwege het gunstige effect op de toekomstige beleggingsopbrengsten, zou dit laatste in de uitgangssituatie een 4-6 procentpunt lagere vereiste dekkingsgraad impliceren. Dit effect komt bovenop het qua omvang nog veel gunstiger effect dat een hogere rente (via een hogere discontovoet) heeft op de actuele waarde van de verplichtingen zelf.

Tabel 3 geeft een indicatie van de kostendekkende premies (als percentage van de bruto loonsom) die structureel benodigd zijn om een gewenste vereiste dekkingsgraad in de steady state te onderhouden, gegeven de vooronderstelling over het te behalen rendement op de beleggingsportefeuille van het fonds. Omdat zowel de vereiste dekkingsgraad alsook het verwachte fondsrendement (positief) afhankelijk zijn van het percentage beleggingen in zakelijke waarden zijn de combinaties lage vereiste dekkingsgraad / hoog rendement en hoge vereiste dekkingsgraad / laag rendement waarschijnlijk minder relevant dan de combinaties hoog / hoog en laag / laag.

Uit tabel 3 blijkt dat de hoogte van de structurele premie vooral wordt bepaald door het te behalen fondsrendement, en niet zozeer door de nagestreefde mate van zekerheid. Wanneer we bijvoorbeeld kijken naar het verschil tussen een dekkingsgraad van ongeveer 125 (overeenkomend met 95% zekerheid voor de huidige beleggingsmix) en ongeveer 140 (idem voor 99,5%), dan blijkt het verschil in structurele premielast tussen beide doelstellingen bij realistische rendementsveronderstellingen minder dan een procentpunt te bedragen. Bij een fondsrendement van precies 6,5% blijkt de premie zelfs volledig onafhankelijk van de nagestreefde mate van zekerheid. Intuïtief kan dit goed worden verklaard wanneer men bedenkt dat de aan te houden solvabiliteitsbuffer geen "sunk cost" is maar ook zelf weer is belegd. Aldus wordt een additioneel rendement gegenereerd waardoor de premielast kan worden beperkt.⁹

⁹ Grofweg is in tabel 3 de verhouding tussen de groei van de back service voorziening pensioen verplichtingen (VPV) en het jaarlijkse rendement van belang (de coming service wordt door de kostendekkende premie gefinancierd). Als het rendement hoger is dan de groei van deze VPV, leidt een strengere zekerheidsmaat tot een lagere premie. Als het rendement lager is dan de groei van deze VPV, leidt een strengere maat tot een hogere premie. Vanwege de gekozen uitgangspunten voor rente en indexatie in de steady state is 6,5% rendement het evenwichtspunt waarbij de additionele kosten van een hogere mate van zekerheid geheel en precies door het rendement op de extra aangehouden buffer ($50\% \cdot 5 + 50\% \cdot 8$) worden gefinancierd.

Tabel 3: Structureel benodigde premie als functie van de vereiste dekkinggraad en het veronderstelde beleggingsrendement (op gehele portefeuille; horizon 1 jaar, duration vastrentende waarden 5, beleggingsmix 50% zakelijke waarden).

Nominale variant

Vereiste premie (% salarissom)				
Dekkinggraad/rendement	0%	2%	4%	6%
100	23,4	18,6	14,0	9,5
110	24,8	19,6	14,5	9,6
120	26,3	20,6	15,0	9,7
130	27,8	21,5	15,6	9,8
140	29,2	22,5	16,1	9,9
150	30,7	23,5	16,6	10,0
160	32,2	24,5	17,2	10,1

Indexeringsvariant

Vereiste premie (% salarissom)				
Dekkinggraad/rendement	0%	2%	4%	6%
100	28,1	20,7	13,5	6,6
110	30,1	21,9	14,0	6,4
120	32,1	23,1	14,5	6,2
130	34,0	24,3	15,0	6,1
140	36,0	25,6	15,5	5,9
150	38,0	26,8	16,0	5,7
160	39,9	28,0	16,5	5,5

Bron: ORTEC (bijlage 2)

Dit additionele rendement is echter niet gratis. Het is in de eerste plaats een compensatie voor het hogere risicoprofiel van de pensioenen. Tegenover het hogere rendement staat een grotere volatiliteit van de premies voor toekomstige deelnemers en de pensioenen van de oudere generaties. De structurele premies bieden daarom geen zuivere indicatie van de kosten van de pensioenregeling; zij zijn grotendeels een compensatie voor de grotere volatiliteit van premies en pensioenuitkeringen. Ook moet worden bedacht dat de lagere toekomstige premies een beloning zijn voor de (weder)opbouw van de buffers in eerdere perioden. Ook in deze zin zijn deze lagere toekomstige premies niet gratis; er is jarenlang voor gespaard via hogere premies tijdens de (weder)opbouwperiode.

3 Herstelperiode

Bij de bepaling van optimale herstelperioden is sprake van een afruil. Vanuit een microprudentieel perspectief is een zo kort mogelijke herstelperiode gewenst, omdat tijdens een herstelperiode de maatschappelijk gewenste mate van zekerheid niet wordt gerealiseerd (de vereisten ter zake worden als het ware tijdelijk opgeschort). Ook zal er gedurende die periode sprake moeten zijn van crisisbeheersing en verhoogd toezicht, waarvan de kosten uiteindelijk ook door de onder toezicht gestelden zullen moeten worden opgebracht. Tegenover een snelle inloop staan echter wel kosten in de vorm van tijdelijk extra hoge premies. Deze hoge premies leveren niet alleen voor de deelnemers van het fonds kosten op, maar zijn ook vanuit macro-economisch gezichtspunt schadelijk. Vanuit macro-economisch perspectief is daarom in beginsel een zo lang mogelijke herstelperiode gewenst, omdat de premiefluctuatie als gevolg van de benodigde inhaal daarmee over meerdere jaren kan worden uitgesmeerd.

Tabel 4. Kenmerken herstelperiode (50% zakelijke waarden, duration vastrentend 5).

Nominale variant

	Hersteltermijn (jaar)		
	4	8	12
Van DG = 100 naar 125			
Gemiddelde premie (% bruto loonsom)	20,4	14,6	12,6
Gemiddelde kans op onderdekking (%)	13,6	15,7	15,6
Dekkingsgraad aan het einde herstelperiode	127,7	127,9	126,9
Van DG = 100 naar 130			
Gemiddelde premie (% bruto loonsom)	22,5	15,8	13,4
Gemiddelde kans op onderdekking (%)	11,2	14,1	14,0
Dekkingsgraad aan het einde herstelperiode	131,3	132,3	131,9
Van DG = 100 naar 135			
Gemiddelde premie (% bruto loonsom)	24,7	16,9	14,2
Gemiddelde kans op onderdekking (%)	9,0	12,7	12,6
Dekkingsgraad aan het einde herstelperiode	135,0	136,3	136,6
Van DG = 100 naar 140			
Gemiddelde premie (% bruto loonsom)	26,7	17,9	15,0
Gemiddelde kans op onderdekking (%)	7,3	11,1	11,4
Dekkingsgraad aan het einde herstelperiode	138,5	140,1	141,1

Indexeringsvariant

	Hersteltermijn (jaar)		
	4	8	12
Van DG = 100 naar 125			
Gemiddelde premie (% bruto loonsom)	25,3	16,3	13,1
Gemiddelde kans op onderdekking (%)	15,8	17,1	16,4
Dekkingsgraad aan het einde herstelperiode	127,5	127,9	127,8
Van DG = 100 naar 130			
Gemiddelde premie (% bruto loonsom)	28,7	18,1	14,3
Gemiddelde kans op onderdekking (%)	12,8	15,6	15,2
Dekkingsgraad aan het einde herstelperiode	131,4	132,3	132,8
Van DG = 100 naar 135			
Gemiddelde premie (% bruto loonsom)	32,0	19,8	15,5
Gemiddelde kans op onderdekking (%)	10,5	14,2	14,0
Dekkingsgraad aan het einde herstelperiode	135,1	136,5	137,5
Van DG = 100 naar 140			
Gemiddelde premie (% bruto loonsom)	35,2	21,4	16,7
Gemiddelde kans op onderdekking (%)	8,6	12,9	13,0
Dekkingsgraad aan het einde herstelperiode	138,5	140,4	142,0

Bron: ORTEC (bijlage 2).

“Gemiddelde premie” laat niet zien dat de premie over de herstelperiode geleidelijk daalt. “Gemiddelde kans op onderdekking” is in het eerste jaar van de herstelperiode 50% (bij DG 100), in het laatste jaar dicht bij de ex ante nagestreefde kansmaat (ongeveer 5% bij DG 125 en 0,5% bij DG 140; bij ongewijzigde beleggingsmix van 50% zakelijke waarden en een duration vastrentend van 5 jaar).

Bij een beschouwing over premie-effecten voor een representatieve pensioenregeling moet overigens niet uit het oog worden verloren dat achter het geaggregeerde beeld een zekere heterogeniteit in pensioenfondsen en de voor hen relevante omstandigheden schuilgaat. Wat macro-economisch tot onaanvaardbare consequenties zou leiden, kan best acceptabel zijn voor individuele fondsen. Hierbij is ook van belang of er sprake is van algemene schokken of dat het om specifieke schokken voor een individueel fonds gaat. Maatwerk blijft daarom in elk toezichtregime onvermijdelijk, zeker daar waar sprake is van herstelproblematiek. Iedere beschouwing over herstelperioden kan dan ook niet meer als indicatief zijn voor het uiteindelijke gedrag van de toezichthouder.

Tabel 4 toont de kenmerken van de door ORTEC onderzochte hersteltermijnen van 4, 8 en 12 jaar. Het herstel is gemodelleerd als een wederopbouw van de solvabiliteitsmarge vanuit een situatie waarin deze marge als gevolg van een bepaalde schok volledig is verdwenen. In termen van de dekkinggraad spreken we dan over een herstel van DG 100 naar de dekkinggraad die overeenkomt met de maatschappelijk gewenste mate van zekerheid. Gelet op de uitkomsten van paragraaf 3, is hier gerekend met vereiste dekkinggraden van 125, 130, 135, en 140. Bij een ongewijzigde beleggingsmix van 50% zakelijke waarden en een duration van de vastrentende portefeuille van 5 komt een dekkinggraad van 125 ongeveer overeen met een zekerheidsmaatstaf van 95%, en een dekkinggraad van 140 ongeveer met een zekerheidsmaatstaf van 99,5%.

In tabel 4 worden de gewenste mate van ex ante zekerheid en de lengte van de herstelperioden aldus in samenhang gezien. Gegeven een bepaalde restrictie die aan het maximale gemiddelde premieniveau gedurende de herstelperiode wordt opgelegd (bijvoorbeeld 15 à 20 procent van de bruto loonsom), kan een hogere mate van zekerheid alleen worden nagestreefd wanneer deze wordt gecombineerd met een langere herstelperiode. Gedurende deze herstelperiode blijkt de gerealiseerde mate van zekerheid inderdaad flink lager dan de ex ante nagestreefde zekerheid (in de orde van grootte van 83 tot 93%). Het is van belang in het achterhoofd te houden dat tabel 4 de gemiddelde waarden van beide variabelen over de herstelperioden geeft. Het vereiste premieniveau laat in alle gevallen een gestaag dalend beloop zien, terwijl de gerealiseerde zekerheid geleidelijk oploopt van precies 50% (bij een dekkinggraad van 100) tot de vooraf nagestreefde waarde bij volledig herstel.

Wanneer het herstel alleen betrekking zou hebben op de solvabiliteitsmarge voor de nominale verplichtingen, suggereert de bovenste helft van tabel 4 dat een herstelperiode van 4 jaar bij elke beschouwde zekerheidsmaatstaf zal leiden tot gemiddelde premieniveaus die gedurende die 4 jaar 20 procent van de bruto loonsom overstijgen. Verlenging van de herstelperiode tot 8 of 12 jaar brengt de gemiddelde premies terug tot 15-18% bij 8 jaar, en 13-15% bij 12 jaar. Het gaat hierbij echter niet alleen om het gemiddelde premieniveau, maar ook om de fluctuaties daarin. Het verschil tussen de hoogste premie (in het eerste jaar) en de gemiddelde premie is logischerwijs het grootst bij de vereiste dekkinggraad van 140. Dit verschil is maximaal 10 procentpunt bij een herstelperiode van 4 jaar, 5 procentpunt bij 8 jaar, en 4 procentpunt bij 12 jaar. Zeker voor de relatief korte herstelperioden is deze fluctuatie (en met name de premiesprong in het eerste jaar) fors te noemen.

Wanneer het herstel betrekking zou hebben op de solvabiliteitsmarge voor geïndexeerde verplichtingen, suggereert de onderste helft van tabel 4 dat een herstelperiode van 4 jaar opnieuw voor elke zekerheidsmaatstaf zou leiden tot gemiddelde premieniveaus van ruim boven 20% van de bruto loonsom. Een herstelperiode van 8 jaar leidt tot gemiddelde premieniveaus van 16-21%, wat nog verder afneemt tot 13-17% bij een herstelperiode van 12 jaar. Het verschil tussen het maximale (in jaar 1) en het gemiddelde premieniveau is echter ook beduidend groter dan in de nominale variant: maximaal 15 procentpunt bij 4 jaar, 8 procentpunt bij 8 jaar, en 7 procentpunt bij 12 jaar.

De gemiddelde kans op onderdekking (als maatstaf voor het verhoogde risico) gedurende de herstelperiode is in alle gevallen significant lager bij een herstelperiode van 4 jaar dan bij 8 of 12 jaar. Tussen 8 en 12 jaar verschilt deze kans gemiddeld niet zoveel, maar het maakt natuurlijk wel uit of een fonds eenzelfde verhoogd risico gedurende 8 jaar of gedurende 12 jaar loopt. De gemiddelde kans op onderdekking gedurende de herstelperiode neemt duidelijk af wanneer aan het einde van de herstelperiode een hogere dekkingsgraad wordt nagestreefd. Al met al mag worden geconcludeerd dat een herstelperiode van 4 jaar voor een schok als wij recent hebben meegemaakt bij elke zekerheidsmaatstaf in beide varianten tot extreme premieconsequenties zou leiden. Voor een pensioenfonds dat ook toekomstige indexaties met solvabiliteit wenst te beschermen, geldt hetzelfde ook voor een hersteltermijn van 8 jaar.

In de analyse van deze en de voorgaande paragraaf is aldus een impliciet onderscheid aangebracht tussen de benodigde kostendekkende premies voor de nieuw op te bouwen rechten (de “coming service”; inclusief het onderhoud van bijbehorende buffers) conform tabel 3, en de kosten verbonden aan het herstel van de buffers die behoren bij de in het verleden opgebouwde rechten conform tabel 4.

Ten aanzien van de hoogte van de structurele premiedruk kan worden opgemerkt dat tabel 3 voorshands geen indicatie geeft dat de voor de BV Nederland representatieve pensioenregelingen aanleiding geven tot een extreem premiebeslag. Alleen in extreme scenario's met structureel achterblijvende beleggingsresultaten zou sprake zijn van een premiedruk die structureel de 15-20% overschrijdt. Bij normalere fondsrendementen lijkt veeleer sprake van premieniveaus die gemiddeld genomen duidelijk hieronder blijven. Historisch bezien is bijvoorbeeld een fondsrendement van 6,5% bij een ongewijzigde beleggingsmix niet ongekennd. Hierbij moet wel worden aangetekend dat sommige studies wijzen op een daling van het verwachte rendement op kapitaalmarkten als gevolg van de vergrijzing.¹⁰

Ten aanzien van de premiedruk tijdens de herstelperioden kan worden opgemerkt dat tabel 4 suggereert dat bij iedere daarin onderscheiden zekerheidsmaatstaf een herstelperiode (van maximaal 12 jaar) kan worden vastgesteld zodanig dat de gemiddelde premiedruk ook tijdens die periode niet hoger dan 17% van de bruto loonsom hoeft te bedragen. Dit laat onverlet dat bij elke combinatie in het eerste jaar sprake zal zijn van een forse premiesprong (in de meeste gevallen meer dan 10 procentpunt) die de premie in dat jaar bij sommige combinaties van zekerheidsmaatstaf en herstelperiode boven de 20% doet uitkomen. De macro-economische verstoringen als gevolg van dergelijke premiefluctuaties zullen zonder meer aanzienlijk zijn.

4 Ingroeiperiode

In de inleiding werd op basis van een aantal globale berekeningen van de actuele waarde dekkingsgraad in de verschillende varianten reeds geconstateerd dat de huidige problematiek ernstiger zou kunnen zijn dan de problematiek gedurende een “normale” herstelperiode zoals hierboven beschouwd. Derhalve is het CPB en DNB gevraagd de macro-economische consequenties van verschillende keuzes met betrekking tot zekerheidsmaatstaven en ingroeiperioden in kaart te brengen. Uitgangspunten vormen de vereiste dekkingsgraden zoals berekend door ORTEC die nodig zijn om een bepaalde mate van ex ante zekerheid te verkrijgen.

¹⁰ T. Knaap, A.L. Bovenberg, L.H.J. Bettendorf, D.P. Broer (2003), Vergrijzing, aanvullende pensioenen en de Nederlandse economie, OCFEB studies nr 9.

Tabel 5: Premiepaden tijdens ingroeiperiode

	2005	2006	2007	2010	2020	2030	2040	2060	2080
Mutatie tov nieuwe basispad in %-punt									
Nominale variant									
99,5%, 8 jaar	0,0	8,9	7,5	4,4	3,4	2,6	2,5	2,7	2,4
99,5%, 12 jaar	0,0	5,2	4,8	3,4	2,9	2,3	1,5	1,1	1,0
99,5%, 16 jaar	0,0	3,4	3,2	2,6	2,1	1,4	1,8	0,8	0,6
95%, 8 jaar									
95%, 12 jaar	0,0	1,1	1,0	0,6	-0,4	-2,0	-1,7	-1,6	-1,7
95%, 16 jaar	0,0	0,4	0,5	0,4	-0,3	-1,4	-1,7	-1,7	-1,8
Indexeringsvariant									
99,5%, 8 jaar	0,0	34,0	29,0	17,6	7,9	5,7	4,7	4,2	3,8
99,5%, 12 jaar	0,0	22,0	19,7	14,0	6,9	5,2	4,1	3,5	3,1
99,5%, 16 jaar	0,0	16,0	14,7	11,3	6,0	4,5	3,5	2,9	2,5
95%, 8 jaar									
95%, 12 jaar	0,0	16,4	14,7	10,3	3,7	1,4	0,9	0,4	0,0
95%, 16 jaar	0,0	11,8	10,9	8,3	3,5	1,3	0,8	0,3	-0,1

Bron: CPB.

Het basispad voorziet in een pensioenpremie bedrijven in de periode 2004-2010 van ongeveer 14%, en 18,5% voor de overheid.

Uitgaande van de actuele waarde dekkingsgraad per ultimo 2002 (114 in de nominale variant en 75 in de indexeringsvariant) en de met een bepaalde mate van zekerheid samenhangende vereiste dekkingsgraad berekent het CPB pensioenmodel Actuaris de premiepaden in verschillende scenario's.¹¹ Een belangrijk verschil met het stochastische ORTEC model is dat Actuaris louter deterministische premiepaden simuleert. Als meest waarschijnlijke implementatiedatum van het FTK is 2006 verondersteld. Om het aantal varianten beperkt te houden is eerst alleen gerekend met 95% en 99,5% zekerheid, in combinatie met ingroeiperioden van 8, 12 en 16 jaar. Daartoe is in Actuaris een fair value benadering ten aanzien van de verplichtingen ingebouwd. Met het CPB macromodel JADE en het DNB macromodel MORCKMON kan vervolgens inzicht worden verkregen in macro-economische en budgettaire effecten in 2010. Nogmaals moet er op gewezen worden dat de uitgangspunten van de CPB berekeningen iets afwijken van die van ORTEC. Niettemin kunnen de resultaten als een (ruwe) indicatie van de te verwachten effecten worden beschouwd.

Tabel 5 geeft de mutatie in de pensioenpremies als gevolg van de verschillende keuzes ten opzichte van het referentiekader uit de middellange termijn verkenningen. Hierin bedraagt de pensioenpremie voor bedrijven in de periode 2004-2010 ongeveer 14% van de bruto loonsom en de vergelijkbare pensioenpremie voor de overheid 18,5% van de bruto loonsom. De bovenste twee panels hebben betrekking op de variant waarin alleen de nominale aanspraken kapitaalgedekt zijn, de onderste twee panels gaan uit van kapitaaldekking van zowel de nominale aanspraken alsook het toekomstige indexatiestreven.

Uit tabel 5 blijkt dat het beeld voor wat betreft de nominale variant niet zoveel verschilt van het beeld uit de vorige paragraaf. Dat is ook logisch, want ten opzichte van de nominale aanspraken is – geaggregeerd bekeken - anno 2003 alleen sprake van een

¹¹ Eerste CPB analyses ten behoeve van FTK-adviesgroep, CPB memorandum dd. 3 november 2003, beschikbaar op www.cpb.nl.

solvabiliteitstekort, en geen acute onderdekking. Evenals de stochastisch bepaalde herstelperioden uit paragraaf 4, wordt de ingroeiperiode gekenmerkt door een duidelijke premiesprong in het eerste jaar (maximaal 9 procent bij 99,5% zekerheid en 8 jaar ingroei), gevolgd door een geleidelijke terugkeer naar het structurele niveau.

De indexeringsvariant gaat gepaard met (inhaal) premiepaden die in historisch perspectief bezien ongekend zijn. Zelfs bij een zekerheidsmaatstaf van 95% en een ingroeiperiode van 16 jaar dient de benodigde premiesprong in dubbele cijfers te worden uitgedrukt.

Wat hierbij nadrukkelijk aan de orde moet worden gesteld is de relevantie van de ceteris paribus clausules (“al het andere ongewijzigd”) die aan ons cijferwerk ten grondslag liggen. Het is bijvoorbeeld twijfelachtig of pensioenfondsen die tijdens een ingroei- of herstelperiode met dergelijke premiepaden geconfronteerd worden, zullen volharden in een ongewijzigd indexatiestreven. En ook hier geldt weer, wat op macro-economische schaal tot extreme premie inhaal zou kunnen leiden, kan best vol te houden zijn voor een individueel fonds dat zich in mindere mate met onderdekking en of een solvabiliteitstekort geconfronteerd ziet. Een andere belangrijke ceteris paribus clausule betreft de reactie van de overheid; er is geen rekening gehouden met het feit dat de overheid de gevolgen zou kunnen verzachten door compenserende maatregelen.¹²

5 Een eerste indruk van de macro-economische effecten

Bij de inschatting van de macro-economische effecten van de diverse scenario's is het van belang onderscheid te maken tussen de lange en de korte termijn. De lange termijn betreft dan de situatie waarin het Nederlandse pensioenstelsel zodanig solvabel is dat met een minimaal gewenste mate van zekerheid pensioenaanspraken gestalte kunnen worden gedaan. Kenmerkend voor een dergelijke evenwichtige situatie is dat een zodanige opbouw van buffers heeft plaatsgevonden dat de in pensioencontracten gestelde ambities met grote waarschijnlijkheid kunnen worden waargemaakt. In zekere zin is het leed dan achter de rug. Dit komt ook tot uitdrukking in het feit dat de premies in 'steady state' voor beide extreme varianten (nominaal versus indexering) een vergelijkbare omvang hebben. Eenmaal beland in die ideale wereld kan een macro-economische beoordeling van extreme en tussenliggende varianten zich concentreren op de welvaartsimplicaties van verschillen in ambitieniveau tussen pensioenstelsels. Een dergelijke analyse is nog niet verricht door de werkgroep.

De problematiek op de korte tot middellange termijn betreft de inspanningen die moeten worden geleverd om het vigerende pensioenstelsel in de genoemde 'steady state' te krijgen. Hier speelt dat de opbouw van benodigde buffers bij dezelfde zekerheidsmaat sterk afhankelijk is van de indexeringsambities. Zoals eerder bleek, vindt dit zijn weerslag in sterk uiteenlopende premiepaden van de beschouwde varianten tijdens de periode dat die buffers worden gevormd, de zogenoemde ingroeiperiode. Een eerste verkenning van de macro-economische gevolgen van deze premiepaden is inmiddels ondernomen, gebruikmakend van de macro-econometrische modellen voor de middellange termijn van het CPB (JADE) en DNB (MORKMON). De effecten variëren sterk met de gewenste mate van zekerheid, de lengte van de ingroeiperiode en de indexeringsambitie van de beschouwde variant.

Meer in concreto wijzen eerste voorlopige resultaten het volgende uit:

- i. Voor het langzaam (in 16 jaar) toegroeien naar een situatie waarin alleen nominale pensioenaanspraken met een hoge mate van zekerheid (99,5%)

¹² C. van Ewijk, Nieuw pensioenakkoord nodig, Economisch Statistische Berichten, 2003.

- worden gegarandeerd, zijn premieverhogingen nodig die resulteren in een productieverlies dat oploopt naar circa 1% in 2010, een werkgelegenheidsverlies dat oploopt naar ruim 40.000 arbeidsplaatsen in 2007, en een verslechtering van het EMU-saldo met circa 1 procentpunt in 2007 en 2010. De diverse effecten vallen aanzienlijk groter uit indien wordt uitgegaan van een kortere ingroeiperiode.
- ii. Wil men met dezelfde mate van zekerheid op termijn ook volledige indexering kunnen garanderen, dan nemen het verlies aan productie en werkgelegenheid en de verslechtering van het EMU-saldo onder de gehanteerde veronderstellingen dramatische vormen aan, zelfs bij een lange ingroeiperiode.

Bij deze effecten past een aantal kanttekeningen. Ten eerste zijn de gehanteerde modellen niet bij uitstek geschikt voor het simuleren van de macro-economische effecten van al te grote schokken. Dit speelt in het bijzonder bij de indexeringsvariant, waarvan zulke grote impulsen uitgaan dat de gehanteerde veronderstellingen van ongewijzigde gedragspatronen niet met goed fatsoen kan worden volgehouden. Verder zijn alle berekeningen gebaseerd op de premisse dat het representatieve pensioenfonds zonder meer mag worden geëxtrapoleerd naar macro-economisch niveau. De vraag of en in welke mate deze veronderstellingen een overdreven voorstelling van de problematiek met zich brengt, laat zich in dit stadium nog niet beantwoorden.