

Pensioenfondsen in een volatiele wereld

Ed Westerhout¹

Introductie

De economische crisis heeft diepe sporen nagelaten in de pensioensector. Het heeft dekkingsgraden dramatisch doen kelderen, in veel gevallen tot onder het minimale geëiste niveau van 105%. In maart 2009, op het voorlopige dieptepunt van de crisis, waren ongeveer 4 op de 5 pensioenfondsen in onderdekking. Het krachtige herstel van financiële markten in de daaropvolgende periode leek aanvankelijk wat rust te brengen. Dit herstel heeft zich echter dit jaar niet gecontinueerd. Gecombineerd met nieuwe sterftcijfers en aanhoudend lage rentes leidt dat ertoe dat de dekkingsgraad bij veel fondsen nog steeds zorgwekkend laag is. Verlaging van gegarandeerde (nominale) pensioenrechten is bij een groot aantal pensioenfondsen inmiddels een reëel scenario geworden.

Hoe verder is momenteel de meest prangende vraag voor pensioenfondsen. Kunnen ze erop vertrouwen dat financiële markten zich vroeg of laat herstellen? Of dienen er nu direct ingrijpende maatregelen te worden genomen? Zo ja, welke maatregelen zijn het meest effectief en welke zijn het minst pijnlijk voor de deelnemers? Kan daarbij worden volstaan met herstelbeleid – beleid waarbij bestaande contracten worden gecontinueerd, of dient ook hervormingsbeleid te worden gevoerd – beleid waarbij pensioencontracten opnieuw worden vormgegeven?

Dit artikel gaat op deze vragen in. Het beschrijft eerst de ontwikkelingen in het recente verleden en de crisis van dit moment. Ook schetst het enkele mogelijke scenario's voor de nabije toekomst. Vervolgens analyseert het enige opties voor herstelbeleid met aandacht voor mogelijke macro-economische effecten. Ook gaat het in op opties voor hervormingsbeleid.

Recente ontwikkelingen

2000-2010: een turbulent decennium

Er is een tijd geweest dat nauwelijks over aanvullende pensioenen werd gedebatteerd. In het vorige millennium opereerden pensioenfondsen veel meer op de achtergrond. Ze haalden premies op bij werknemers en werkgevers en betaalden uitkeringen aan de rechthebbenden. Systemen waren in opbouw zodat aantallen deelnemers en pensioenrechten gestaag groeiden. Door een deel van de pensioenbesparingen in aandelen te beleggen konden relatief hoge rendementen worden behaald waaruit de indexatie van pensioenen aan de prijs- of loonontwikkeling kon worden gefinancierd. Mee- en tegenvallers werden eenvoudig opgevangen door de pensioenpremies tijdelijk wat te verlagen of te verhogen.

Dit millennium is anders. Direct bij aanvang van het millennium stortten wereldwijd aandelenmarkten in elkaar en kelderden de dekkingsgraden van pensioenfondsen (dotcomcrisis). Fondsen reageerden op twee manieren. Ze voerden herstelbeleid door de premies flink te verhogen. Ze voerden hervormingsbeleid door eindlooncontracten om te zetten in contracten op basis van gemiddelde lonen. Indexatiekorting werd daarmee een krachtiger sturingsinstrument. Het beleid van fondsen richtte zich op herstel van de financiële verhoudingen en volledige indexatie van pensioenen.

Nog voordat de pensioenfondsen hun financiële positie weer op orde hadden gebracht, diende zich echter een nieuwe crisis aan. Deze crisis heeft geleid tot aanpassingen op diverse

¹ Ed Westerhout is als programmaleider Pensioenen verbonden aan het CPB. Het artikel is op persoonlijke titel geschreven. Hij dankt Jan Bonenkamp, Nicole Bosch, Albert van der Horst en Bas ter Weel voor commentaar op een eerdere versie.

vlakken: werkgevers hebben extra gestort, pensioenpremies zijn verhoogd en beleggingsportefeuilles zijn herschikt in de richting van minder risicovolle beleggingen. De dominante beleidsreactie van pensioenfondsen is echter een opschorting van de indexatie van pensioenen (ingegane pensioenen en pensioenrechten) aan de prijs- en loonstijging geweest. Dit is niet verwonderlijk: aangezien bij de dotcomcrisis de premies al flink waren verhoogd, lag een tweede forse premiestijging niet voor de hand. Bovendien heeft zoals gezegd de omzetting van eindloon- in middelloonregelingen de effectiviteit van het instrument van indexatiekortingen vergroot.

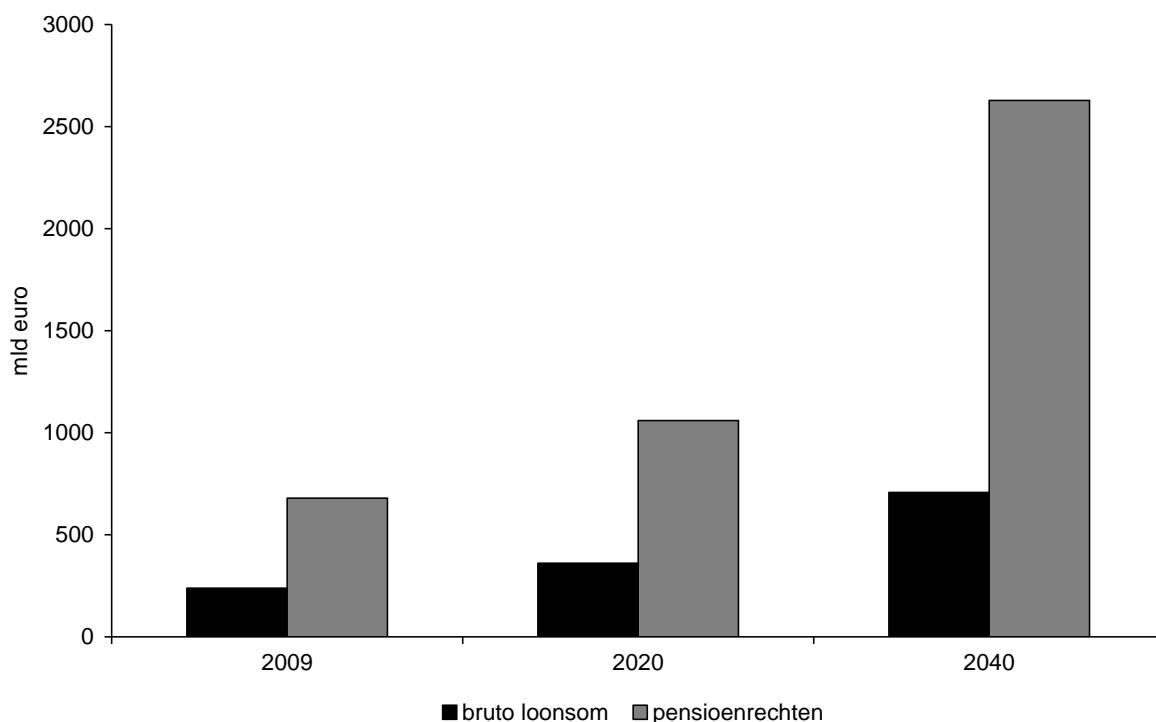
Dat de huidige crisis zo'n enorme betekenis kon uitoefenen, heeft te maken met de matige financiële positie van pensioenfondsen bij aanvang van de crisis. De gemiddelde dekkingsgraad bedroeg toen 144%, schijnbaar gunstig, maar schijn bedriegt. Allereerst komt een nominale dekkingsgraad van 144% in reële termen neer op een dekkingsgraad van ongeveer 100%. Het bij pensioenfondsen aanwezige vermogen is dan precies voldoende om welvaartsvaste pensioenen te kunnen financieren. Bij elke negatieve schok, hoe klein dan ook, wordt herstelbeleid noodzakelijk. Daarnaast zijn de verschillen in de financiële positie van fondsen groot. 144% is een gemiddelde, maar grofweg een derde van de fondsen had bij het uitbreken van de crisis een nominale dekkingsgraad beneden de 130%, of, in reële termen, beneden de 90%.

Financiële positie pensioenfondsen steeds kwetsbaarder

De crisis is voor velen als een verrassing gekomen. De scherpte van de crisis, het moment van uitbreken en het verloop zijn zaken die nauwelijks tot niet te voorspellen zijn. Dat er van tijd tot tijd economische crises optreden, is echter wel degelijk een gegeven. Aandelenmarkten en obligatiemarkten zijn historisch gezien uitermate volatiel en economische groei is een proces met een sterk cyclisch karakter. Bovendien zijn er al langere tijd ontwikkelingen gaande die het pensioenstelsel minder schokbestendig maken. Schokbestendig in de zin dat ze de kans vergroten dat pensioenfondsen in een situatie van onderdekking terechtkomen.

De vergrijzing van de bevolking is de meest prominente ontwikkeling. Decennialang is al bekend dat de bevolking dramatisch zal gaan verouderen doordat steeds minder kinderen worden geboren en de levensverwachting van ouderen gestaag oploopt. Hetzelfde geldt voor het gegeven dat de babyboomgeneraties allengs tot de gepensioneerden gaan behoren. In het nieuwe millennium worden deze demografische krachten geleidelijk meer zichtbaar. De kleiner wordende verhouding tussen loonsom en pensioenrechten erodeert het draagvlak om schokken met premieverhogingen op te vangen. Figuur 1 illustreert dit door de pensioenverplichtingen en de bruto loonsom in drie peiljaren weer te geven. De verhouding tussen verplichtingen en loonsom loopt op van 2,8 in 2009 via 2,9 in 2020 tot 3,7 in 2040. Risico's in de sfeer van de levensverwachting en financiële markten gaan daardoor een steeds grotere rol spelen.

Figuur 1: Pensioenrechten en loonsom



Bron: Commissie-Goudswaard (2010)

Ook ondernemingen spelen een belangrijke rol. Ondernemingen besluiten steeds vaker om de pensioentoezegging op afstand te plaatsen en niet langer in de risico's te delen. Dit heeft te maken met de vergrijzing van de bevolking die maakt dat de pensioenverplichtingen van een onderneming harder kunnen groeien dan de onderneming zelf. Het heeft ook te maken met internationale toezichteisen die maken dat de risico's verbonden aan pensioentoezeggingen steeds meer zichtbaar worden. Het wegvallen van ondernemingen uit de risicodeling maakt dat de deelnemers aan pensioenregelingen een groter deel van schokken moeten opvangen.

Een derde factor is de modernisering van het toezicht op pensioenfondsen: de introductie van marktwaardering in het nieuwe toezichtkader door de waardering van pensioenverplichtingen niet langer te baseren op een vaste rekenrente, maar op een variabele marktconforme rente. Een verslechtering van de financiële situatie van fondsen bij een daling van de rente wordt nu niet langer gemaskeerd. De vernieuwing van het toezicht maakt de risico's niet groter; ze maakt ze wel meer zichtbaar.

De rol van beleggingsstrategieën

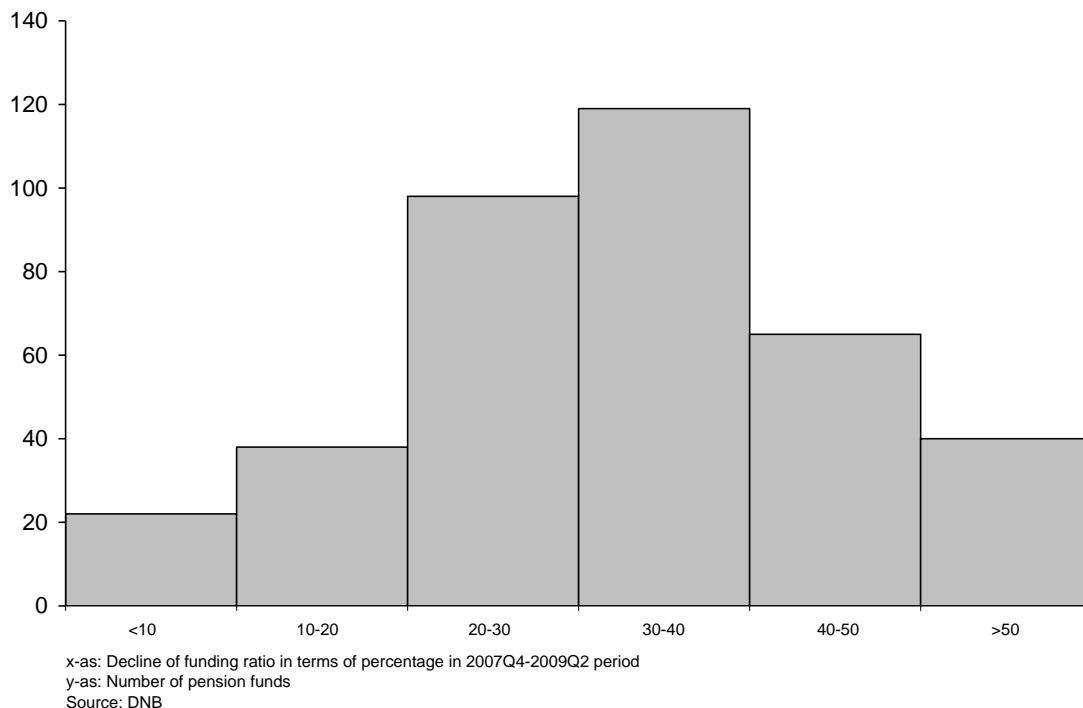
De rol van risico's is echter niet alleen vergroot door ontwikkelingen van buitenaf. Ook de pensioenfondsen zelf zijn steeds meer de risico's gaan opzoeken. Dit kan onbedoeld zijn geweest. Het gewicht in de beleggingsportefeuille van risicodragende titels kan zijn vergroot om een hoger gemiddeld portefeuillerendement te kunnen binnenhalen en daarmee indexatie van pensioenen aan stijgende prijzen en lonen te kunnen financieren. Of er sprake was van een bewuste keuze voor een ander punt op de rendement-risicocurve of van een onbedoeld effect van een begrijpelijke beleggingsstrategie, doet er echter niet zoveel toe. Punt is dat de herschikking van beleggingsportefeuilles de risico's heeft doen toenemen zodat schokken van buitenaf sterker worden gevoeld.

Pensioenfondsen verschillen ook sterk qua portefeuillesamenstelling. De verdeling van het gewicht van aandelen in de portefeuille van fondsen is enorm breed; het 10^e percentiel is 17,6%, het 90^e percentiel 46,9% (Bikker *et al.* (2009)). Een soortgelijke opmerking kan

worden gemaakt over het gebruik van strategieën om renterisico's af te dekken: ook hier gelden grote verschillen tussen fondsen.²

Figuur 2, overgenomen van Bonenkamp *et al.* (2010), toont de verdeling van pensioenfondsen naar de grootte van de daling van hun dekkingsgraad. De figuur laat zien dat een groot deel van de fondsen een daling van hun dekkingsgraad noteerde tussen de 30 en 40% (de gemiddelde daling bedroeg 33%). Een eveneens groot deel van de fondsen liet echter grotere respectievelijk kleinere verliezen zien (26% respectievelijk 41%). De breedte van de verdeling van uitkomsten kan niet alleen uit verschillen in leeftijdsstructuur van het ledenbestand van fondsen worden verklaard; het heeft ook te maken met beleggingsstrategie.

Figuur 2: Daling van dekkingsgraden



De macro-economische omgeving van pensioenfondsen: een en al risico

De crisis heeft laten zien door welke enorme risico's de wereldeconomie wordt gekenmerkt. De grootte van deze risico's is sterk onderschat en de mate waarin schokken zichzelf kunnen herstellen is overschat.

De risico's op aandelenmarkten zijn redelijk bekend, hoewel de grootte van de recente koersval menigeen heeft verrast. Dat ook de rendementen van obligaties aan risico's onderhevig zijn, is door de crisis scherp aan het licht gebracht. De verrassing van dit jaar is misschien niet zozeer de stilstand van aandelenmarkten, maar meer de daling van rentes die al historisch laag stonden. Bij kortdurende papieren gaat het dan om het renterisico. Bij leningen met zowel een korte als een lange termijn geldt bovendien het inflatierisico. Dit inflatierisico

²Van Ewijk en Teulings (2009) illustreren dit met het voorbeeld van het Rabo-pensioenfonds. Het Rabo-pensioenfonds kocht voor enkele honderden miljoenen euro's aan *equity-linked receiver swaptions*, een financieel instrument dat de koper beschermt tegen gecombineerde extreme aandelen- en rentedalingen. Hiermee verzekerde het pensioenfonds zich tegen zowel de beurskrach als de rentedaling. Hierdoor daalde de dekkingsgraad van het Rabo-pensioenfonds niet, terwijl die van andere fondsen hard onderuitging.

is een stuk kleiner dan het risico op aandelenrendementen, maar zeker niet verwaarloosbaar op de termijnen waarop pensioenfondsen beleggen (Broer (2010)). Het inflatierisico is in de huidige tijd bovendien eerder groter dan kleiner vergeleken met enkele jaren geleden. De omvangrijke monetaire en budgettaire stimuleringsmaatregelen waartoe autoriteiten hebben besloten, brengen onmiskenbaar een inflatierisico met zich mee, zij het dat hiervan op de termijnmarkten nu nog weinig zichtbaar is.

Behalve financiële risico's zijn er ook risico's in de sfeer van de arbeidsproductiviteit en in de sfeer van de demografie. Schokken in de arbeidsproductiviteit hebben op termijn grote macro-economische effecten vanwege hun veelal permanent karakter. Voor pensioenfondsen zijn ze echter wat minder van belang. Doordat fondsen zelf kunnen besluiten of ze al dan niet hun pensioenen (ingegane pensioenen en pensioenverplichtingen) indexeren aan de loonontwikkeling, zijn productiviteitsrisico's beheersbaar. Voor demografische risico's en dan vooral het langlevensrisico geldt dit juist niet. Tegenvallende sterftecijfers hebben gevolgen voor de pensioenverplichtingen en daarmee voor de financiële gezondheid van pensioenfondsen.

Uiteraard staan bovengenoemde risico's niet helemaal op zichzelf, maar hangen ze met elkaar samen. Dat geldt voor rente en demografie en ook voor aandelenkoersen en arbeidsproductiviteit. Een directe samenhang is er bovendien in geval van een zeldzame depressie (*rare disaster*), een gebeurtenis die gekenmerkt wordt door een scherpe, plotselinge daling van zowel aandelenkoersen, rente en productie én een gebeurtenis die slechts sporadisch voorkomt. Broer *et al.* (2010) definiëren op basis van een literatuuroverzicht een zeldzame depressie als een gebeurtenis waarbij de aandelenkoers daalt met gemiddeld 35 procent, een rentedaling van 2 procentpunt optreedt en de productie met 10 procent krimpt. De kans dat een dergelijke zeldzame depressie zich in een jaar voor doet wordt becijferd op niet meer dan 1,5%. Desondanks hebben zeldzame depressies vanwege hun omvang een groot effect op de volatiliteit van pensioenpremies en -uitkeringen.

Als schokken zichzelf herstellen, dan is hun invloed minder groot, zeker voor pensioenfondsen die bij hun beleggingsbeleid op lange termijnresultaten koersen. Het argument voor terugkeergedrag (*mean reversion*) op aandelenmarkten is echter weinig overtuigend. De aanwijzingen in de jaren tachtig voor terugkeergedrag zijn naderhand onjuist gebleken. Recent heeft Spierdijk *et al.* (2010) het verschijnsel voor zeventien landen onderzocht. Deze studie laat zien dat weliswaar van terugkeergedrag sprake is, maar ook dat het gaat om een klein en erg onzeker effect. Voor terugkeergedrag op obligatiemarkten zijn de aanwijzingen evenmin bijzonder sterk (Jones (2003)).

Toekomstscenario's bij ongewijzigd beleid

Vooruitzichten voor de nabije toekomst

Een belangrijke vraag is hoe de dekkingsgraden van pensioenfondsen zich in de nabije toekomst kunnen ontwikkelen. De kans op snel herstel is bepalend voor de vraag of nu pijnlijke ingrepen moeten worden overwogen. De vele voor pensioenfondsen relevante risico's maken een dergelijke exercitie enigszins hachelijk. Tegelijk kan het bestaan van risico's moeilijk als argument worden gebruikt om maar geen toekomstprojecties te maken.

Tabel 1 toont een scenario voor het verloop van de gemiddelde dekkingsgraad, ontleend aan OESO (2010) en Bonenkamp *et al.* (2010).³ Het aanvangsniveau is 109%, het niveau eind 2009. Dit cijfer is inmiddels gedateerd; hetzelfde geldt ook voor de verwachte ontwikkeling van enkele andere variabelen. Ik heb geen nieuwe berekeningen gemaakt omdat

³ De OESO heeft onlangs de financiële situatie in de Nederlandse pensioensector geanalyseerd (OESO (2010)). Vanuit het CPB en Netspar is assistentie verleend in de vorm van een expert studie (Bonenkamp *et al.* (2010)).

de recente ontwikkelingen de lijn van de analyse in OESO (2010) en Bonenkamp *et al.* (2010) niet veranderen. Tabel 1 laat ook de ontwikkeling van de dekkingsgraad zien van een vijftal fictieve pensioenfondsen die verschillen in hun initiële dekkingsgraad, maar voor het overige in alle opzichten aan elkaar gelijk zijn. De vijf fictieve fondsen komen grofweg overeen met 8, 60, 20, 6 en 6 procent van de totale pensioenverplichtingen. Op deze manier resulteert niet alleen een beeld van het gemiddelde pensioenfonds, maar ook van dat van boven- en benedengemiddelde fondsen.⁴

Tabel 1 Ontwikkeling dekkingsgraden, benchmark scenario

Einde jaar	2009	2010	2011	2013	2015	2020	2024
Groep 1 (<100)	95	97	98	100	101	101	101
Groep 2 (100-110)	105	107	109	111	112	112	113
Groep 3 (110-120)	115	117	119	122	122	124	125
Groep 4 (120-130)	125	127	129	132	133	135	138
Groep 5 (>130)	135	138	140	143	144	147	150
Gemiddelde	109	111	113	115	116	117	118

Tabel 1 laat zien dat de dekkingsgraden van de meeste pensioenfondsen herstel laten zien, onder meer omdat het portefeuillerendement in het benchmark scenario hoger uitvalt dan de groei van de pensioenverplichtingen. Dit herstel is echter in vier van de vijf gevallen onvoldoende om in 15 jaar een dekkingsgraad van 145% te bereiken, zeg maar een situatie waarin de reële pensioenverplichtingen volledig zijn gedekt. In termen van verplichtingen heeft het enige pensioenfonds dat volledige dekking weet te bereiken een aandeel van zo'n 6%. Een ruime meerderheid van de pensioenfondsen weet in dit scenario dus geen volledig herstel te bereiken.

Een worst case en best case scenario

Om de onzekerheden te verkennen, worden in Tabel 2 en 3 twee alternatieve scenario's geschetst. Deze scenario's maken meer pessimistische en optimistische aannames over het rendement op aandelen; voor het overige zijn de twee alternatieve scenario's gelijk aan het scenario dat we in Tabel 1 hebben laten zien. Om precies te zijn, het pessimistische scenario gaat uit van een jaarlijks aandelenrendement van -2,6% en het optimistische scenario van een aandelenrendement van 13,8% per jaar. De twee cijfers zijn zodanig gekozen dat de twee scenario's ruwweg 95% van de mogelijke uitkomsten voor het aandelenrendement omvatten.⁵ In die zin zouden de twee scenario's als een worst case en een best case kunnen worden

⁴ Door deze vereenvoudigende aannames ontstaat niet een compleet beeld van de variatie tussen pensioenfondsen. Pensioenfondsen verschillen niet alleen in dekkingsgraad, maar ook in beleggingsstrategie en het gebruik van instrumenten om renterisico's af te dekken (zie hierboven). Ze verschillen ook in de leeftijdsopbouw van hun deelnemersbestand. Zie Kocken en Potters (2010) voor een analyse van de vraag hoe de leeftijdsstructuur van het deelnemersbestand van een pensioenfonds de mogelijkheden de eigen financiële positie te verbeteren, beïnvloedt.

⁵ De berekeningen zijn gebaseerd op de aanname dat het aandelenrendement in alle jaren van de projectieperiode tweemaal de standaarddeviatie afwijkt van het gemiddelde aandelenrendement dat gebruikt is in het benchmark scenario. In Bonenkamp *et al.* (2009) is dezelfde aanname gevolgd, maar is gewerkt met afwijkingen die één standaarddeviatie groot zijn. Laatstgenoemde aanpak geeft een goed beeld van de onzekerheden; voor een karakterisering van een worst case en best case scenario lijkt een berekening gebaseerd op twee (of meer) maal de standaarddeviatie meer op zijn plaats.

beschouwd. Onze bespreking hierboven van de risico's waarmee pensioenfondsen worden geconfronteerd moge duidelijk maken dat hiermee de spreiding van uitkomsten waarschijnlijk nog wordt onderschat.

Tabel 2 Ontwikkeling dekkingsgraden, best case scenario

Einde jaar	2009	2010	2011	2013	2015	2020	2024
Groep 1 (<100)	95	100	105	115	124	150	176
Groep 2 (100-110)	105	111	116	127	138	167	197
Groep 3 (110-120)	115	121	128	140	151	183	218
Groep 4 (120-130)	125	132	139	152	164	200	238
Groep 5 (>130)	135	142	150	164	178	217	259
Gemiddelde	109	115	121	133	143	174	206

Tabel 3 Ontwikkeling dekkingsgraden, worst case scenario

Einde jaar	2009	2010	2011	2013	2015	2020	2024
Groep 1 (<100)	95	93	90	84	77	59	47
Groep 2 (100-110)	105	102	99	93	85	66	53
Groep 3 (110-120)	115	112	109	102	93	74	59
Groep 4 (120-130)	125	122	118	111	102	81	66
Groep 5 (>130)	135	132	128	119	110	88	72
Gemiddelde	109	106	103	96	88	69	56

De twee scenario's laten zien hoe enorm gevoelig de ontwikkeling van de dekkingsgraad is voor de aanname over het aandelenrendement. In het best case scenario in Tabel 2 is in 2020 al sprake van volledige dekking bij alle vijf onderscheiden fondsen. De gemiddelde dekkingsgraad bereikt het onvoorstelbare niveau van 206% in 2024. Het worst case scenario geeft het tegenovergestelde beeld (zie Tabel 3). Al in 2020 hebben alle vijf pensioenfondsen een dekkingstekort. In 2024 scoort het gemiddelde fonds een dekkingsgraad van 56%.

Kritisch rendement

Een andere benadering van de vraag of fondsen op een herstel van financiële markten kunnen vertrouwen is het kritische rendement op aandelen te berekenen. Het kritische rendement is het rendement dat precies voldoende is om het gemiddelde pensioenfonds na 15 jaar op een dekkingsgraad van 145% te laten uitkomen. Dit rendement kan op 9,3% worden becijferd. Dat is hoog, maar zeker niet extreem. Onder de aanvullende veronderstelling dat het aandelenrendement identiek onafhankelijk lognormaal verdeeld is, kan de kans op een dergelijk rendement of hoger op zo'n 40% worden berekend. Dit cijfer is echter overschat. De

initiële dekkingsgraad in de scenario's is immers te hoog ingezet en de berekening miskent dat veel meer factoren anders dan het aandelenrendement stochastisch zijn.

Conclusie

Het benchmark scenario laat zien dat volledig herstel slechts zal optreden voor een kleine groep pensioenfondsen met een relatief sterke financiële positie. De aannames bij de berekening van dit scenario zijn te optimistisch ingezet. Daarnaast zijn de onzekerheden groot: de werkelijkheid zal zich zeer waarschijnlijk minder gunstig of gunstiger ontwikkelen. De conclusie moet dus zijn dat herstelbeleid geen keuze is, maar noodzaak.

Herstelbeleid

Op basis van de hierboven gepresenteerde scenario's kunnen ook verschillende vormen van herstelbeleid worden doorgerekend. OESO (2010) en Bonenkamp *et al.* (2010) presenteren dergelijke berekeningen, inclusief de gevolgen voor de positie van verschillende generaties en de macro-economie op de korte en meer lange termijn.

De berekeningen van macro-economische effecten zijn uitgevoerd met een macro-economisch model dat noodzakelijkerwijs op veel veronderstellingen berust. Bonenkamp *et al.* (2010) wijst op de rol van enkele van deze veronderstellingen: de rol van het vermogen in de arbeidsaanbodbeslissing, de rol van inkomen en vermogen bij de consumptiebeslissing, de rol van vertrouwenseffecten, de rol van normen en waarden bij de uittreedbeslissing, de rol van overheidsbeleid. Dit artikel is niet de plaats om uitgebreid bij deze veronderstellingen stil te staan. Het moge wel duidelijk zijn dat deze veronderstellingen maken dat de berekeningen als niet meer dan illustratief kunnen worden beschouwd.

Verskillende vormen van herstelbeleid

Hieronder presenteer ik verschillende opties voor herstelbeleid. Bij alle opties wordt in 15 jaar tijd volledige dekking van pensioenverplichtingen bereikt in reële termen. Aan het einde van 2024 komt de nominale dekkingsgraad dus uit op 145%. De berekeningen worden uitgevoerd voor dezelfde vijf fictieve fondsen als hierboven onderscheiden. Voor wat betreft het model dat aan de berekeningen ten grondslag ligt verwijs ik naar Bonenkamp *et al.* (2010).

De volgende beleidsopties worden onderscheiden: een verhoging van werknemerspremies, een verhoging van de pensioengerechtigde leeftijd, een geleidelijke verlaging van pensioenen (ingegane pensioenen en opgebouwde pensioenrechten) en een directe verlaging van pensioenen (ingegane pensioenen en opgebouwde pensioenrechten). De termen geleidelijke en directe verlaging van pensioenen zijn ongebruikelijk. Veelal wordt gesproken over indexatiekorting om een geleidelijke verlaging aan te geven en van afstempeling wanneer een directe verlaging van pensioenen wordt bedoeld. De termen indexatiekorting en afstempeling verraden een nominale invalshoek: in het eerste geval wordt op een nominale verhoging gekort, in het tweede geval vindt een nominale verlaging plaats. In reële termen zijn de twee instrumenten echter gelijk. Verschillend is dat afstempeling meer een eenmalig iets is (nadat een schok is opgetreden) terwijl een indexatiekorting zich over meerdere jaren kan uitspreiden. Daarom spreek ik liever over een directe en een geleidelijke verlaging van pensioenen.⁶

Herstelbeleid: effecten op generatierekeningen

⁶ Alleen wanneer de benodigde indexatiekorting minder dan 100% is en er dus nog enige indexatie overblijft, kan moeilijk van een afstempeling van pensioenrechten worden gesproken. Deze casuspositie is in de huidige analyse niet relevant.

Worden alleen de werknemerspremies verhoogd om de dekkingsgraad te verhogen, dan is een aanzienlijke premieverhoging nodig. Om precies te zijn dient de premievoet vanaf een niveau van 12,4% 15 jaar lang 4,6% punt hoger te worden gesteld om het doel ten aanzien van de dekkingsgraad te bereiken. De benodigde premiestijging overtreft die aan het begin van het millennium; voor een deel heeft dit te maken met de vergrijzing van de bevolking die de grondslag voor heffing van pensioenpremies geleidelijk erodeert.

Bij de berekening van de effecten van een verhoging van de pensioengerechtigde leeftijd worden de pensioenpremies 15 jaar lang op hun uitgangsniveau gehouden. De opbouw van pensioenrechten wordt vanaf 2010 verlaagd. Na 15 jaar worden de premies in lijn gebracht met de verlaagde opbouw. Wanneer de pensioengerechtigde leeftijd met 4 jaar wordt verhoogd, kan in een periode van 15 jaar volledig herstel van de dekkingsgraad worden gerealiseerd.

De beleidsoptie van een geleidelijke indexatiekorting verlaagt 15 jaar lang de indexatie van pensioenen aan prijzen en lonen. Om het doel ten aanzien van de dekkingsgraad te bereiken is een jaarlijkse indexatiekorting van 1,7% per jaar vereist.⁷ Gecumuleerd is na 15 jaar sprake van een korting van 17,5%, zodat een niet al te oude werknemer die 15 jaar indexatie mist de koopkracht van zijn aanvullend pensioen met 17,5% ziet dalen.⁸

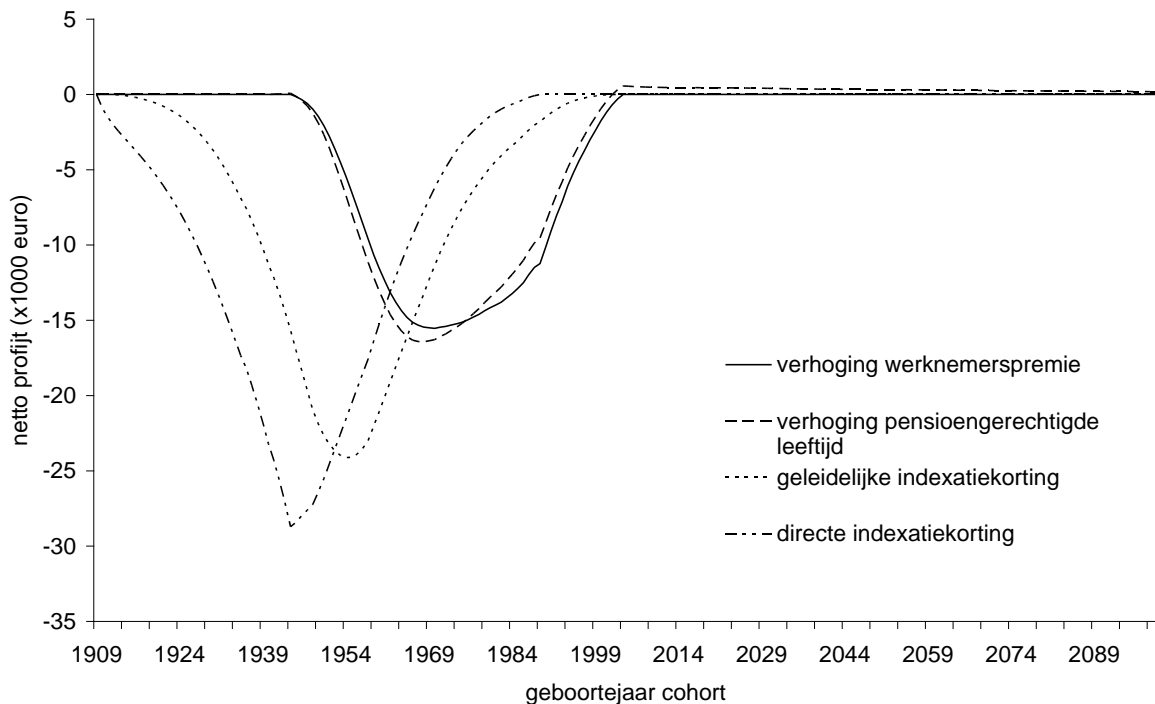
Bij de optie van een directe indexatiekorting is ook sprake van een cumulatieve korting van 17,5% in 15 jaar tijd. Het verschil is dat nu deze korting in één jaar tijd wordt gerealiseerd. Hierdoor worden werknemers aan de vooravond van hun pensioen anders dan bij de optie van een geleidelijke indexatiekorting niet ontzien. Toekomstige generaties die de arbeidsmarkt nog moeten gaan betreden, worden echter van herstelbijdrages vrijgesteld.

Figuur 3 brengt de generatierekeningen van de beleidsopties samen. Deze generatierekeningen geven aan in welke mate verschillende generaties financieel verlies lijden ten gevolge van hun participatie in een regeling voor aanvullend pensioen. Op de y-as van de figuur worden de netto profijten (maatstaf voor financieel verlies) getoond van de generaties die naar geboortjaar gerangschikt op de x-as zijn opgenomen. De figuur laat grote verschillen tussen de verschillende opties zien. Bij een verhoging van werknemerspremies en een verhoging van de pensioengerechtigde leeftijd betalen de actieve generaties volledig voor het herstel van de dekkingsgraad. Bij de opties van een geleidelijke en een directe indexatiekorting worden echter zowel de actieve als de gepensioneerde generaties aangeslagen. De actieve generaties worden in deze opties ontzien omdat de gepensioneerde cohorten ook aan het herstel bijdragen. De bijdrage van de werkende cohorten is echter niet nihil, want de indexatiekorting geldt zowel voor al ingegane pensioenen als voor opgebouwde pensioenrechten. De twee opties van indexatiekorting zijn niet identiek. Een directe indexatieverlaging komt voor een groter deel dan een geleidelijke indexatieverlaging bij oudere cohorten terecht. Ook voor toekomstige generaties is het beeld verschillend. Deze generaties dragen bij aan het herstel in geval van een geleidelijke indexatieverlaging, maar worden volledig ontzien bij een directe verlaging van de indexatie.

⁷ Het genoemde inflatiecijfer is een gemiddelde van de stijging van prijzen en van lonen met gewichten die het gebruik van prijsgeïndexeerde en loongeïndexeerde pensioencontracten in Nederland weerspiegelen. Het cijfer refereert aan alle jaren van de 15-jarige rekenperiode behalve 2010 en 2011, omdat in die jaren de prijsinflatie en looninflatie andere waarden aannemen.

⁸ De koopkracht van het totale pensioen daalt minder omdat dit pensioen bestaat uit een aanvullend pensioen en een AOW-uitkering. Het hier berekende cijfer zegt om die reden weinig over de koopkracht van het pensioen van de grote groep personen voor wie de AOW de enige of meest belangrijke bron van inkomsten is.

Figuur 3: Daling van dekkingsgraad bij verschillende opties voor herstelbeleid



Herstelbeleid: effecten op arbeidsmarkt

De verschillende beleidsopties verschillen ook in hun macro-economische effecten en dan vooral in hun uitwerking op de arbeidsmarkt en de particuliere consumptie. Tabellen 4 tot en met 7 presenteren kengetallen voor enkele peiljaren voor de vier onderscheiden beleidsopties.

De beleidsoptie van een verhoging van werknemerspremies kenmerkt zich door een verslechtering van de arbeidsmarkt. Een premieverhoging waar geen extra opbouw van pensioenrechten tegenover staat werkt als een wig op arbeid. Dit leidt tot verlies van werkgelegenheid en BBP, op de korte termijn omdat de werkloosheid toeneemt, op de langere termijn omdat het arbeidsaanbod zich terugtrekt.

Bij de twee indexatieopties spelen de arbeidsaanbodeffecten niet of nauwelijks. Een directe indexatiekorting heeft geen gevolgen voor de opbouw van nieuwe pensioenrechten. De prikkel tot het aanbieden van arbeid wordt hierdoor niet aangetast. Een afschrijving op de waarde van opgebouwde pensioenrechten zou echter wel het arbeidsaanbod kunnen verhogen omdat dat een manier is om het opgelopen vermogensverlies enigszins te beperken. Gezien de bevinding in de empirische literatuur dat het vermogenseffect bij de arbeidsaanbodbeslissing vrij beperkt is, is in de berekeningen met een dergelijk effect echter geen rekening gehouden.⁹

Een geleidelijke indexatiekorting heeft in principe wel negatieve effecten op het arbeidsaanbod, net als een verhoging van werknemerspremies. Een lagere opbouw van pensioenrechten heeft immers net als een verhoging van premies tot gevolg dat premie en opbouw van rechten uiteen gaan lopen. In praktijk is dit effect bij de optie van een geleidelijke indexatiekorting veel minder sterk. Een premieverhoging wordt direct gevoeld, maar een verminderde opbouw van pensioenrechten wordt pas echt gevoeld als de pensioneringsfase ingaat; voor het gros van de werknemers ligt dit moment ver in de toekomst.

Toch sorteren de opties van een indexatiekorting en dan vooral die van een directe indexatiekorting, negatieve werkgelegenheidseffecten. Het vermogensverlies bij de

⁹ Zie Lumsdaine en Mitchell (1999).

deelnemers van pensioenfondsen vertaalt zich in een uitval van consumptie. Zeker op de korte termijn kan dit niet door een hogere export of een lagere import worden opgevangen. Hogere werkloosheid is het gevolg en deze verdwijnt pas na enige jaren.

De optie van een verhoging van de pensioengerechtigde leeftijd heeft in principe soortgelijke effecten op het arbeidsaanbod als die van een verhoging van werknemerspremies. Tegenover gelijke premies staat immers 15 jaar lang een minder riante opbouw. Net als bij de optie van een geleidelijke indexatiekorting is het logisch om aan te nemen dat werknemers zich bij hun arbeidsaanbodbeslissing weinig zullen aantrekken van een verminderde opbouw waarvan de consequenties pas in de verre toekomst zullen worden gevoeld.

Herstelbeleid: effecten op particuliere consumptie

Qua effect op het verloop van de particuliere consumptie hebben de verschillende beleidsopties een belangrijke overeenkomst. Alle beleidsopties brengen een herstel van de nominale dekkingsgraad van pensioenfondsen tot 145% in 2024 teweeg. In alle gevallen komt dus de particuliere consumptie in de 15-jarige herstelperiode onder druk te staan. De opties verschillen enigszins omdat bij bepaalde beleidsopties zoals we hebben gezien het arbeidsaanbod onder druk komt te staan en arbeidsinkomens lager uitkomen. In die opties waarbij dit speelt, is het consumptieverlies over de gehele periode groter.¹⁰

Het belangrijkste verschil tussen de verschillende opties betreft de termijn waarop het consumptieverlies wordt gerealiseerd. Bij de optie van een verhoging van pensioenpremies en die van een directe indexatiekorting komen de beschikbare inkomens direct onder druk te staan. Bij de optie van een geleidelijke indexatiekorting en die van een verhoging van de pensioengerechtigde leeftijd is dit pas vele jaren later het geval. Dit verklaart dat de effecten op de particuliere consumptie op de korte termijn bij de eerstgenoemde twee opties veel groter zijn dan bij de laatstgenoemde opties.

Tabel 4 Verhoging werknemerspremies, macro-economische effecten

	2010	2011	2013	2024
Particuliere consumptie (%)	- 0.8	- 1.4	- 1.5	- 1.1
BBP (%)	- 0.2	- 0.5	- 0.8	- 0.3
Arbeidsaanbod (%)	0.0	- 0.1	- 0.4	- 0.3
Werkloosheid (% niveau)	0.1	0.2	0.3	0.0

Tabel 5 Verhoging pensioengerechtigde leeftijd, macro-economische effecten

	2010	2011	2013	2024
Particuliere consumptie (%)	0.0	0.0	- 0.1	- 1.2
BBP (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
Arbeidsaanbod (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
Werkloosheid (%punt)	0.0	0.0	0.0	0.0

¹⁰ Consumptie mag niet worden verward met welvaart. Een verlies aan arbeidsinkomen en dus van consumptie hoeft niet een lagere welvaart te betekenen omdat het gepaard gaat met een toename van genoten vrije tijd.

Tabel 6 Directe indexatiekorting, macro-economische effecten

	2010	2011	2013	2024
Particuliere consumptie (%)	- 0.9	- 1.3	- 1.5	- 1.2
BBP (%)	- 0.3	- 0.4	- 0.5	0.0
Arbeidsaanbod (%)	0.0	0.0	- 0.1	0.0
Werkloosheid (%punt)	0.1	0.2	0.2	0.0

Tabel 7 Geleidelijke indexatiekorting, macro-economische effecten

	2010	2011	2013	2024
Particuliere consumptie (%)	0.0	0.0	- 0.1	- 1.2
BBP (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
Arbeidsaanbod (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
Werkloosheid (%punt)	0.0	0.0	0.0	0.0

Conclusies

Bovenstaande berekeningen moten goed op hun waarde worden geschat. Ze zijn gebaseerd op een model waarvan de veronderstellingen niet systematisch zijn onderzocht. Daarnaast evalueren de berekeningen beleidsopties enkel na het optreden van een specifieke schok. Een meer integrale analyse stelt zich de vraag welk beleid het best scoort in termen van risicodeling tussen en binnen generaties tegen de achtergrond van alle mogelijke schokken. De berekeningen kunnen dus als niet meer dan indicatief worden beschouwd.

Vatten we met deze nuancering in het achterhoofd de verschillende beleidsopties samen, dan blijken ze geen van allen ideaal. Geen van de bekende instrumenten – premieverhoging, directe en geleidelijke indexatiekorting, verhoging van pensioengerechtigde leeftijd, weet macro-economische schade in de vorm van werkloosheid, koopkrachtverlies en consumptie-uitval te vermijden. Premieverhoging scoort laag vanwege het effect ervan op de arbeidsmarkt en de concurrentiepositie. Een onmiddellijke verlaging van pensioenen scoort laag vanwege de negatieve effecten op consumptie en werkloosheid. Geleidelijke indexatiekorting en verhoging van de pensioengerechtigde leeftijd komen het minst slecht uit de analyse.

Hervormingsbeleid

Is ook hervormingsbeleid vereist?

Wanneer de forse dekkingstekorten aanhouden, zullen sommige pensioenfondsen uiteindelijk hun nominale pensioenen moeten verlagen. Een onmiddellijke verlaging van pensioenen kan negatieve vertrouwenseffecten genereren. Tegelijkertijd kan worden geconstateerd dat dit vertrouwen inmiddels al een aardige deuk heeft opgelopen. Bovendien is niet ingrijpen door de toezichthouder evenmin goed voor het vertrouwen in het stelsel. Het is begrijpelijk dat bij de grote onzekerheden van dit moment het instrument van een onmiddellijke verlaging van pensioenen met de grootste voorzichtigheid wordt toegepast. Wanneer de komende jaren geen substantiële verbeteringen laten zien, zal inzet van dit instrument echter onafwendbaar blijken.

Hoe ingrijpend ook, toch rijst de vraag of dit voldoende zal zijn om het stelsel van aanvullende pensioenen te kunnen behouden. Vooral jongere cohorten kunnen zich afvragen of zij willen instappen in een contract waarbij zij meer moeten inleggen dan zij naar verwachting aan pensioenen zullen ontvangen. Zij kunnen op zoek gaan naar een alternatief (zzp'er of werk in een andere onderneming, andere sector of ander land). Ook kunnen zij het stelsel langs politieke weg ter discussie stellen. Met andere woorden, de continuïteit van het stelsel is in geding. Zijn er hervormingen denkbaar die het gevaar van discontinuïteit verkleinen?

Opties van hervormingsbeleid

Verbetering van de communicatie door pensioenfondsbestuurders met deelnemers is al vaker genoemd (Westerhout (2009)). Pensioenfondsbestuurders kunnen de verwachtingen van deelnemers bijstellen door expliciet te wijzen op de mogelijkheid van een nominale verlaging van pensioenen. Ze kunnen ook de risico's die zijn verbonden aan pensioen benoemen, bijvoorbeeld door in het jaarlijkse overzicht aan deelnemers kengetallen als de standaarddeviatie of het 20e percentiel en 80e percentiel op te nemen. Dit kan op regelmatige basis gebeuren, bijvoorbeeld eenmaal per jaar. Het zal even duren doordat dergelijke informatie door alle deelnemers begrepen wordt. Wanneer eenmaal duidelijk wordt (gemaakt) welke financiële belangen in het geding zijn, zal dit begrip echter snel toenemen. De kosten van pensioenregelingen zullen toenemen wanneer de communicatie wordt geïntensiveerd. Als de verbetering van de communicatie tot gevolg heeft dat deelnemers meer gaan inzien welke voordelen pensioenregelingen voor hen met zich meebrengen, kan desondanks het risico van discontinuïteit worden verminderd.

Een beleidsoptie die een stap verder gaat is het opnemen van keuzevrijheid in pensioenregelingen. Wanneer mensen kunnen kiezen tussen een veilig pensioen op een laag niveau en een minder zeker pensioen op een wat hoger niveau, kan het pensioen van alle deelnemers meer in lijn met hun voorkeuren worden gebracht. Het aantal keuzes moet klein zijn, denk aan 3 tot 5. Dit omdat het vermogen van mensen om met keuzes tussen een groot aantal alternatieven om te gaan, beperkt is. De negatieve ervaringen in Zweden zijn wat dat betreft tekenend. Ook de introductie van keuzevrijheid zal kostenverhogend uitpakken. Het voordeel van keuzevrijheid is ook nu weer dat het discontinuïteitrisico omlaag kan worden gebracht. Een pensioenfonds dat keuzes biedt in plaats van een keurslijf, mag op meer begrip van de deelnemers rekenen en zo voorkomen dat jonge generaties afhaken.

Een andere optie is een onmiddellijke verlaging van pensioenen van de huidige deelnemers, niet alleen bij de pensioenfondsen met een dekkingsgraad beneden de 105%, maar bij alle pensioenfondsen met reële onderdekking (een dekkingsgraad beneden de 145%). Een dergelijke maatregel kan in de plaats komen van een jarenlange indexatiestop. Toekomstige generaties en jonge generaties worden dan verlost van de plicht tot herstelbijdragen; zij hebben immers nog geen pensioenrechten respectievelijk weinig pensioenrechten opgebouwd. Ook deze optie verkleint dus het risico van discontinuïteit. De wet zal moeten worden aangepast om een dergelijke verlaging in andere dan uitzonderlijke omstandigheden te kunnen toepassen.

Nog een andere beleidsoptie is het afschaffen van de garanties die pensioenregelingen bieden. Deze garanties leggen beperkingen op aan het beleid van de pensioenfondsen. Dat is niet erg zolang ze maar voldoende waarde vertegenwoordigen voor de deelnemers aan pensioenregelingen. Nu in de afgelopen jaren gebleken is dat garanties geen garanties zijn, dat wil zeggen dat ook nominale pensioenen mogelijk zullen worden verlaagd, hebben deze garanties veel van hun waarde verloren. Dat zou reden kunnen zijn de aanvullende pensioenregeling van de toekomst meer te baseren op ambitie (Boeijen *et al.* (2010)). Dit communiceert ook nog eens gemakkelijker: het is eenvoudiger uit te leggen dat je een ambitie

niet hebt gerealiseerd dan dat je een afgegeven garantie niet kunt waarmaken. Ook deze beleids optie zal kunnen helpen het discontinuïteitrisico te verminderen wanneer deze verandering van de pensioenregeling goed met deelnemers wordt gecommuniceerd.

Conclusie

Er is een tijd geweest dat nauwelijks over aanvullende pensioenen werd gedebatteerd. De komende tijd zal volop over aanvullende pensioenen worden gedebatteerd. Als dat debat een betere pensioenregeling oplevert, is dat het wel waard.

Referenties:

- Bikker, J., D. Broeders, D. Hollanders en E. Ponds, 2009, Pension funds' asset allocation and participant age: a test of the life-cycle model, DNB Working Paper 223.
- Boeijen, D., N. Kortleve en J. Tamerus, 2010, Van toezegging naar ambitie, Netspar NEA paper 35, Tilburg.
- Bonenkamp, J.P.M., C. van Ewijk, H.J.M. ter Rele en E.W.M.T. Westerhout, 2009, Herstel dekkingsgraad pensioenfondsen vergt grote inkomensoffers, Economisch Statistische Berichten 94, blz. 166-169.
- Bonenkamp, J.P.M., A.L. Bovenberg, C. van Ewijk en E.W.M.T. Westerhout, 2010, Report on the effect of the credit crisis on the solvency of Dutch pension funds and its economic consequences, Netspar DP 07/2010-035.
- Broer, D.P., 2010, Macroeconomic risks and pension returns, CPB Memorandum 241, Den Haag.
- Broer, D.P., T. Knaap en E.W.M.T. Westerhout, 2010, Risk Factors in Pension Returns, mimeo.
- Commissie Toekomstbestendigheid Aanvullende Pensioenregelingen (Commissie-Goudswaard), 2010, Een sterke tweede pijler - Naar een toekomstbestendig stelsel van aanvullende pensioenen.
- Ewijk, C. van en C.N. Teulings, 2009, De grote recessie; het Centraal Planbureau over de kredietcrisis, uitgeverij Balans, Amsterdam.
- Jones, C.S., 2003, Nonlinear Mean Reversion in the Short-Term Interest Rate, Review of Financial Studies 16, blz. 793-843.
- Kocken, T. en J. Potters, 2010, Sinking giants, Life & Pensions, blz. 28-31.
- Lumsdaine, R. and O.S. Mitchell, 1999, New Developments in the Economics of Retirement, in O. Ashenfelter and D. Card (eds.), Handbook of Labor Economics, Vol. 3, Amsterdam: North-Holland, blz. 3261-3308.
- OESO, 2010, OECD Economic Surveys: Netherlands, 10, blz. 45-79.
- Spierdijk, L., J.A. Bikker en P. van den Hoek, 2010, Herstel aandelenmarkten is niet vanzelfsprekend, Economisch Statistische Berichten 95, blz. 390-393.
- Westerhout, E.W.M.T., 2009, Jaar van de waarheid voor pensioenfondsen, Tijdschrift voor Pensioenvraagstukken 4, blz. 133-136.