Netspar Network for Studies on Pensions, Aging and Retirement

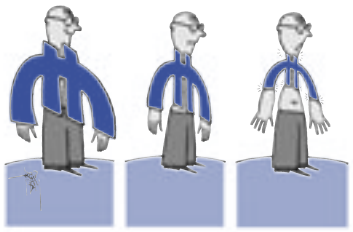
Jaap Bikker

Peter Vlaar

Indexatiebeleid van pensioenfondsen

Short Notes 2005 – 015

October 2005



Indexatiebeleid van pensioenfondsen

J.A. Bikker en P.J.G. Vlaar

De auteurs zijn verbonden aan de afdeling Strategie van de divisie Toezicht Beleid, respectievelijk de divisie Wetenschappelijk Onderzoek van de Nederlandsche Bank.
j.a.bikker@dnb.nl

Hoe waarde- of welvaartsvast zijn onze pensioenen en wat is de invloed van de nieuwe regelgeving? Extra premie en reservering voor indexatie is nodig om de kans op indexatie hoog te houden en om sterke fluctuaties in de premies te voorkomen.

Waardevastheid van pensioenen is van groot belang voor pensioendeelnemers. Alleen waardevastheid beschermt tegen tekortschietende financiële middelen na pensionering. Nu de pensioenfondsen er minder goed voor staan, blijkt dat waardevastheid (aanpassing aan het prijspeil), laat staan welvaartsvastheid (aanpassing aan de loonstijgingen), niet is gegarandeerd. Wat dat betreft hebben velen in Nederland lang geloofd in een 'pensioenillusie' door aan te nemen dat pensioenen tenminste waardevast zijn. Dit kwam waarschijnlijk doordat in de afgelopen decennia bijna altijd werd geïndexeerd.

Garanties op indexatie van pensioenen bestaan in werkelijkheid echter nauwelijks. De vergeleken met obligaties gemiddeld hogere opbrengsten uit beleggingen in aandelen en onroerend goed worden door veel fondsen ingezet als financieringsbron en helpen indexatie mogelijk te maken. Zonder deze beleggingen zouden de premies hoger zijn. Keerzijde is uiteraard dat met deze beleggingen meer beleggingsrisico wordt gelopen dan met obligaties. In de meeste gevallen wordt er voor gekozen eventuele tegenvallende beleggingsopbrengsten niet alleen op te vangen met premiestijgingen.[1] Via onvolledige indexatie wordt risico ook afgewenteld op gepensioneerden en slapers. In het verleden waren de deelnemers zich maar heel beperkt of niet bewust van het risico van onvolledige indexatie.

Vanaf begin 2007 geldt het Financiële Toetsingskader (FTK). Dan moeten pensioenfondsen zorgen voor consistentie tussen gewekte verwachtingen, financiering en het feitelijk toekennen van indexatie (zie DNB, 2005). Zij moeten hun indexatiedoelstelling aan hun deelnemers meedelen, alsmede een realistische inschatting geven van de kans dat deze doelstelling wordt gehaald. Dit is van belang voor het vertrouwen in de pensioenfondsen. Bij gebrek aan vertrouwen gaan deelnemers meer bijsparen dan optimaal is.

Het doel van dit artikel is meer inzicht te scheppen in de onzekerheid over waardevastheid van pensioenen. Wat zijn de mogelijke indexatiedoelstellingen van pensioenfondsen en hoe pakt indexatie in de praktijk uit? Staan, aan de ene kant, de minimumeisen van het FTK garant voor het met redelijke kans realiseren van de indexatiedoelstelling? En, aan de andere kant, is het FTK niet overmatig restrictief voor die fondsen die een hoge indexatiedoelstelling nastreven, zoals wel naar voren wordt gebracht in de pensioenwereld? Deze vragen worden onderzocht aan de hand van een aan het FTK aangepaste versie van het pensioenmodel PALMNET (zie tekstkader en Van Rooij, A.H. Siegman & P.J.G. Vlaar, 2004).

Het pensioenmodel PALMNET

PALMNET is een model dat toekomstig gedrag van pensioenfondsen beschrijft in een stochastische omgeving. Doordat het uitgaat van geaggregeerde pensioengegevens, typeert het een gemiddeld pensioenfonds. De simulaties in PALMNET zijn gebaseerd op een volledige indexatiedoelstelling van pensioenfondsen. Overigens kan PALMNET deze doelstelling desgewenst ook vervangen door de minder ambitieuze doelstelling van alleen een nominaal pensioen (zonder indexatie). De indexatiedoelstelling is vormgegeven met een zogenaamde reële dekkingsgraad (de beschikbare middelen in verhouding tot de verplichtingen van een geïndexeerd pensioen). Deze is beslissend voor het premiebeleid, de reservering en het al dan niet indexeren van pensioentoezeggingen aan de looninflatie. Eén mogelijke wijze om deze reële dekkingsgraad te berekenen is met behulp van een vaste discontovoet van momenteel 3,1%. Dat is een conservatieve schatting van het te verwachten langetermijnrendement op een beleggingsportefeuille van een doorsnee pensioenfonds (waarin aandelen en obligaties elk vijftig procent uitmaken) minus de te verwachten looninflatie (bij welvaartsvastheid als doelstelling). Bij het premiebeleid wordt een reële dekkingsgraad nagestreefd, die juist groot genoeg is om de kans op onvolledige kapitaaldekking (een reële dekkingsgraad lager dan honderd procent) in één jaar tijd kleiner dan 2,5 procent te houden. Dit is te vergelijken met de zekerheidsmaat die in het FTK voor de nominale dekkingsgraad wordt gehanteerd. PALMNET modelleert ook de minimale FTK-eisen en kan aldus de gevolgen daarvan onderzoeken.

Een pensioenfonds met een indexatiedoelstelling moet zelf beleid voeren ten aanzien van financiering en reservering die de beloofde indexatie mogelijk maken. Door middel van een zogenaamde continuïteitstoets (een onzekerheidsanalyse over

Dit is het vijfde deel in de serie Pensioenvraagstukken in macroperspectief die in najaar 2005 verschijnt. In deze *ESB*-serie staat de samenhang tussen de pensioensector en diverse markten centraal.

1 Ook nieuwe internationale accounting standaarden (IFRS) dragen bij aan de keuze voor systemen met een meer constante premie.

de komende vijftien jaar) moet het fonds deelnemers laten zien hoe groot de kans op indexatie is.[1] *In ieder geval zal een continuïteitsanalyse moeten laten zien hoe realistisch veronderstellingen over herstel na tegenvallers zijn. Hoewel de toezichthouder op dit moment nog niet bekend heeft gemaakt waaraan continuïteitstoetsen precies moeten voldoen, geven de lange termijn simulaties met PALMNET hieraan een mogelijke invulling. Voor elke variant worden tienduizend mogelijke paden gesimuleerd, waarin beleggingsrendementen en inflatie variëren Hieruit wordt duidelijk hoe groot de kansen op indexatie zijn voor verschillende niveaus van indexatiedoelstelling, variërend van afzien van indexatiedoelstelling, incidenteel of in principe regelmatig indexeren of indexering zelfs garanderen. De simulaties beginnen in 2002, het jaar waarin de dekkingsgraad haar dieptepunt bereikte. Het voor 2002 verdampte pensioenvermogen moet aldus sowieso worden ingelopen, bovenop de kosten van de pensioenregelingen in een evenwichtsituatie.*

1 Als de deelnemers dit onvoldoende vinden, moeten ze via hun vakbond proberen een betere cao overeen te komen.

Simulaties

Vanuit de pensioenfondsen is de klacht wel naar voren gebracht dat onderdelen van het FTK te restrictief zouden zijn. Een voorbeeld is de eis dat de dekkingsgraad in (vrijwel) alle gevallen binnen een jaar op tenminste 105 procent moet worden gebracht.

Basisvariant

Om de invloed van het FTK te kunnen beoordelen is met PALMNET eerst een 'basisvariant' van het gemiddelde pensioenfonds gesimuleerd, voordat het FTK in beeld kwam (variant 1). Vervolgens worden andere varianten die wel aan het FTK voldoen, hiermee vergeleken. Voor de berekening van de verplichtingen in deze basisvariant wordt een vaste discontovoet van 3,1% gehanteerd tegen de 4%-voet volgens de huidige eisen. De lagere discontovoet weerspiegelt namelijk het huidige, minder gunstige beleggings- en renteklimaat en leidt tot een fors hoger benodigd voorzieningenniveau. Gestreefd wordt naar een reële dekkingsgraad van 122% (reëel, omdat indexatie wordt beoogd), wat overeenkomt met 2,5% kans op onderdekking. Bij onvoldoende reserves wordt gewerkt met een vijftienjaars herstelplan, zoals het FTK toestaat. Bij een reële dekking onder de 105 procent wordt tevens gekort op de indexatie. In deze variant is geen rol weggelegd voor de nominale dekkingsgraad.

Omdat de startpositie zwak is, neemt de gemiddelde pensioenpremie eerst toe van 10,5% van de loonsom in 2002 naar 17% na vijf jaar (2007) om de buffers te herstellen. De reële dekkingsgraad gaat van 94% in 2002 naar 125% in 2022. Het beleggingsrendement op de toenemende buffers draagt bij aan de financiering, zodat de gemiddelde premie geleidelijk weer kan dalen. Er is echter ook een gerede kans op een dramatisch laag aandelenrendement, waardoor de premie op een hoog niveau blijft of nog verder toeneemt. In de eerste jaren kan de indexatie haperen door de te lage buffers, maar het gemiddelde uitkeringsniveau is na tien jaar slechts zo'n vier procent lager dan zonder kortingen het geval zou zijn geweest. De werkelijkheid kan veel gunstiger of veel minder gunstig uitpakken. Zo is er een kans van 2,5% op kortingen van achttien procent of meer.

Tabel 1 laat voor vier modelvariabelen zien hoe groot de spreiding in de uitkomsten is. Deze vier variabelen betreffen de premies, het achterblijven van de indexatie bij de loonontwikkeling en de nominale en reële dekkingsgraad. De bovenste helft geeft de gemiddelde uitkomst over alle tienduizend simulaties na vijf, tien of twintig jaar (respectievelijk 2007, 2012 en 2022). De onderste helft geeft de uitkomst in het ongunstige scenario van het 2½-percentiel en beschrijft aldus het risico van tegenvallers. Hierna bespreken we vier varianten van pensioenbeleid onder het FTK waarin de kans op indexatie steeds oploopt. Tabel 1 helpt onderlinge vergelijking tussen de varianten.

Incidentele indexatie

Een pensioenfonds kan er voor kiezen alleen incidentele indexatie uit meevallende beleggingsresultaten toe te zeggen (variant 2). Voor dit magere pensioen reserveren pensioenfondsen niet en leggen zij geen opslag op de pensioenpremie voor indexatie. De meevallende beleggingsresultaten zijn echter gemiddeld te gering om zelfs maar waardevaste pensioenen te kunnen uitkeren (zie tabel 1). Dit pensioen is aanvankelijk goedkoop, de (over de simulaties) gemiddelde premie kan zelfs omlaag, maar er zijn voor werknemers en gepensioneer-

Tabel 1. ***Gemiddelde en ongunstige uitkomsten volgens vijf varianten,*** *in procenten*

	premies in % van de loonsom			indexatie korting, cumulatief			nominale dekking[a]			reële dekking[a]		
effect in jaar:	*2007*	*2012*	*2022*	*2007*	*2012*	*2022*	*2007*	*2012*	*2022*	*2007*	*2012*	*2022*
gemiddelde uitkomsten												
1. basisvariant (pre-FTK)	17	16	12	3	4	4	144	157	169	108	116	125
2. incidentele indexatie	10	10	10	10	15	18	142	149	156	106	110	115
3. indexatie zonder reservering.	15	14	12	4	6	8	141	153	165	106	113	123
4. indexatie met reservering	17	16	13	4	5	6	144	159	173	108	117	128
5. indexatiegarantie	30	18	5	0	0	0	217	241	248	136	151	155
ongunstige uitkomsten (2½- percentiel)												
1. basisvariant (pre-FTK)	19	21	22	10	18	21	104	105	106	82	85	85
2. incidentele indexatie	15	23	22	17	30	42	102	101	103	80	79	80
3. indexatie zonder reservering	17	21	20	10	19	28	103	103	105	82	82	83
4. indexatie met reservering	19	21	22	10	17	22	106	107	110	84	85	87
5. indexatiegarantie	39	36	39	0	0	0	157	161	159	101	104	102

a Activa in procenten van de verplichte pensioenvoorzieningen in respectievelijk nominale en reële termen. De verplichte pensioenvoorzieningen in reële rente zijn in de eerste vier varianten berekend met een discontovoet van 3,1% en in de vijfde variant met een reële rentevoet.

den belangrijke nadelen: de indexatie blijft continu achter bij de loonstijgingen en de premievolatiliteit is hoog.[2] Tot aan 2035 wordt gemiddeld niet eens een waardevast pensioen waargemaakt. Op lange termijn wordt twintig procent minder uitgekeerd dan bij een volledig welvaartsvast pensioen, maar in ongunstige scenario's kan dit oplopen tot meer dan vijftig procent. De kans op nominale onderdekking is vrij groot, waardoor incidenteel zeer grote premiestijgingen noodzakelijk zijn. Door de nagestreefde minimale dekkingsgraad van een dergelijk fonds met geringe indexatiedoelstelling blijkt de 105%-eis van het FTK voor deze fondsen incidenteel dus een probleem.

Indexatie zonder reservering

Een expliciete indexatiedoelstelling biedt de deelnemers meer zekerheid op indexatie. Het FTK staat toe al dan niet apart voor indexatie te reserveren. Variant 3 geeft de gevolgen van beleid waarbij wel de premie wordt verhoogd, maar niet bewust wordt toegewerkt naar reservering voor indexering. In deze variant blijft de indexatie substantieel achter bij de loonstijgingen, vooral in de eerste jaren, maar het beeld is aanzienlijk aantrekkelijker dan in de variant met incidentele indexatie. De premies nemen gemiddeld toe van 10,5% tot 14% na tien jaar, beduidend hoger dan in de tweede variant, maar lager dan in de basisvariant. De buffers worden groter dan in de vorige variant door de opslag in de kostendekkende premie voor indexering. Op lange termijn kan gemiddeld worden volstaan met een lagere premie, omdat door de grotere buffers ook meer beleggingsopbrengsten beschikbaar komen. In 97,5% van de gevallen stijgt de premie tot maximaal twintig procent van het bruto loon. Bij scenario's met ongunstige beleggingsopbrengsten kan de premie echter toch fors oplopen. Het achterblijven van indexatie is gemiddeld over alle scenario's vrij beperkt (8% van de uitkeringen na twintig jaar), maar in het ongunstige 2,5% percentiel met veel inflatie neemt deze toe tot 28%.

Indexatie met reservering

Een pensioenfonds met een serieuze indexatiedoelstelling zal apart willen reserveren voor indexatie (variant 4). Deze variant lijkt in termen van premiehoogte en -volatiliteit, dekkingsgraad en indexatiekortingen op de basisvariant. Vergeleken met de voorgaande varianten zijn dekkingsgraad en (aanvankelijk) premie hoger en indexatiekortingen lager. Na extreem slechte rendementen nemen de premies in deze variant echter veel minder toe dan in voorgaande varianten. De hogere buffer impliceert dat de gemiddelde premies op de lange termijn ver kunnen dalen. In de 1% ongunstigste scenario's blijft de premie met circa 24 procent hoog, doch fractioneel lager dan in de basisvariant en veel minder dan in de andere varianten. De extra eisen die het FTK stelt, vooral de hersteltrajecten van één jaar bij nominale onderdekking, blijken nauwelijks bezwaarlijk te zijn voor fondsen die hun indexatiedoelstelling meer serieus nemen.

Onvoorwaardelijke indexatie

De meest ambitieuze pensioenfondsen willen volledige indexatie zeker stellen (variant 5). De indexatiegarantie impliceert dat deze fondsen hun verplichtingen moeten disconteren tegen de actuele reële rentevoeten. De kans op een reële dekkingsgraad onder de 105% is onder deze voorwaarden alleen te verkleinen door uitzonderlijk grote buffers aan te houden. Om deze buffers op te bouwen, zijn langdurig extreem hoge premies noodzakelijk. Ook op lange termijn waarin de premies gaan dalen kunnen deze met 10% kans weer boven de 25 procent stijgen en met 2,5% kans zelfs dicht bij het in de praktijk onhaalbare niveau van vijftig procent uitkomen. Dit is een gevolg van de volatiliteit in de reële rente (de standaarddeviatie in PALMNET is circa vijftig basispunten per jaar), waardoor de verplichtingen sterk door de tijd fluctueren. De discontinuïteitbenadering – die stelt dat alle verplichtingen tegen een marktconforme prijs aan andere fondsen zouden kunnen worden overgedragen – vereist vervolgens dat eventuele onderdekking binnen een jaar wordt opgeheven. Premieheffing is hierbij het enige instrument aangezien indexatiekortingen niet voorkomen.

Conclusies

Het is een duidelijk pluspunt dat pensioenfondsen nu verplicht zijn de resultaten van een continuïteits- of lange-termijnanalyse te communiceren naar de deelnemers. Dit bevordert consistent pensioenbeleid en voorkomt verkeerde verwachtingen van pensioendeelnemers. Hierbij moet overigens worden voorkomen dat de communicatie zich alleen richt op gemiddeld te verwachten uitkomsten, omdat beleidsverschillen tussen pensioenfondsen juist vooral tot uitdrukking komen in mogelijke scenario's met ongunstige beleggingsopbrengsten.

Een pensioenfonds met slechts incidentele indexatie uit overrendementen is aanvankelijk gemiddeld goedkoop uit, maar verschaft haar deelnemers slechts een bescheiden kans op indexatie. Bovendien is de kans op nominale onderdekking voor zo'n fonds relatief groot, waardoor de premie in ongunstige scenario's fors kan oplopen.

Aanzienlijk betere indexatiekansen worden geboden door pensioenfondsen met een expliciete indexatiedoelstelling, zelfs als zij niet doelbewust reserveren voor indexatie.[3] Dit positieve beeld ontstaat, doordat de definitie van de kostendekkende premie naast een opslag voor de indexatie tevens een component voor risicogeoriënteerde bufferopbouw omvat. Wel worden in uitzonderlijke gevallen zeer hoge premies geheven bij het gemodelleerde rücksichtsloze eenjaarsherstel van nominale onderdekking. Als fondsen tevens doelbewust reserveren voor indexatie, wordt het beeld aanmerkelijk gunstiger. Indexatiekortingen zijn dan nog substantieel lager en bovendien komen extreem hoge premies niet meer voor. De kans op nominale onderdekking is voor een dergelijk fonds voldoende klein zodat zij als het ware vrijwel automatisch voldoet aan de FTK-eisen.

Onvoorwaardelijke indexering leidt incidenteel wel tot extreem hoge premies. Er zijn zeer grote buffers noodzakelijk om de kans op onderdekking beperkt te houden. De omvang van de pensioenvoorziening wordt immers uitermate gevoelig voor veranderingen in de reële rente.[4] Indien onderdekking alleen met premies ongedaan wordt, kunnen deze extreme uitslagen vertonen. ▪

Teveel tekst, zie pagina 5

2 De getoonde kortingen voor het nominale pensioen geven de resultaten weer bij een gemiddelde inflatieontwikkeling. Bij een hogere inflatie kunnen de kortingen groter uitvallen.

3 Dit resultaat is wel conditioneel op de veronderstelling dat de inflatie niet langdurig stijgt.

4 Bij de huidige zestienjaars rente van circa 3,8 procent is de disconteringsvoet bijvoorbeeld slechts 0,8% tegen 3,1% in het geval van voorwaardelijke indexatie.

Jaap Bikker en Peter Vlaar

Literatuur

De Nederlandsche Bank (2005) *Nieuw inzicht in koopkrachtbescherming van de oudedagsvoorziening*. Kwartaalbericht DNB, juni, Amsterdam: DNB, 53-59.

Rooij, M.C.J. van, A.H. Siegman & P.J.G. Vlaar (2004) *PALMNET: a pension asset and liability model for the Netherlands*. DNB Research Memorandum WO, 760, Amsterdam: DNB.