

## Aan de besturen van de pensioenfondsen

DATUM 30 september 2002

KENMERK 3.01/2002-8326

ONDERWERP Uitgangspunten voor de financiële opzet en positie van pensioenfondsen

Geacht bestuur,

Het Nederlandse pensioenstelsel is, zoals u weet, in de wereld, tamelijk uniek. Het heeft een grote financiële spankracht. Dat blijkt wel uit het feit dat, na inmiddels drie magere jaren, de gemiddelde dekkingsgraad van de Nederlandse fondsen nog steeds rond de 100% ligt.

Tegelijk is, vooral door de ontwikkelingen in de financiële markten, de financiële positie van de Nederlandse pensioenfondsen aanzienlijk minder dan drie jaar geleden. Ook is er een brede spreiding rond het gemiddelde waar te nemen, waarbij een aantal fondsen er aanzienlijk minder goed voorstaat dan anderen.

Gegeven de huidige stand van zaken zullen aanpassingen nodig zijn. Veel pensioenfondsbesturen zijn met deze vraagstukken bezig, wat ook blijkt uit de vragen die aan de Pensioen- & Verzekeringskamer (PVK) worden voorgelegd. De PVK neemt waar dat er grote verschillen zijn in de manier waarop fondsbesturen op de huidige situatie reageren. Hoewel vele fondsen zorgvuldig en vaak ook adequaat met de huidige situatie omgaan, merkt de PVK dat op andere plaatsen de noodzaak te handelen, en soms ook de ernst van de situatie, onvoldoende worden onderkend.

In deze circulaire wordt een aantal uitgangspunten geformuleerd. Deze betreffen zowel het te voeren beleid op korte termijn als richtlijnen om op wat langere termijn de positie van de fondsen zodanig te herstellen dat in de toekomst ook een situatie als de huidige, met aanhoudende slechte rendementen, kan worden opgevangen. Deze aanpak kent twee lijnen. De eerste is het wegnemen van de situaties van onderdekking bij de fondsen waar onderdekking is opgetreden. De tweede is het in de komende jaren weer op peil brengen van de financiële ruimte die nodig is om het door de fondsen voorgestane beleid en beheer uit te voeren. Deze aanpak moet eraan bijdragen het Nederlandse pensioenstelsel ook op de lange termijn, die nu eenmaal kenmerkend is voor pensioenen, zeker en betaalbaar te houden.

Deze circulaire verschijnt nu, om u de gelegenheid te geven uw beleidsinzet voor 2003 hieraan te toetsen. De circulaire, zoals in het vervolg ook toegelicht, bevat verheldering en verduidelijking van het PVK beleid, waarbij in een aantal gevallen gebruik wordt gemaakt van nieuwe inzichten en ontwikkelingen. Als er in de komende tijd beleidsaanpassingen wenselijk zijn, dan zal de PVK, voorzover relevant na consultatie met de Koepelorganisaties en in overleg met de minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid (SZW), daarvoor voorstellen doen.

De rendementen van de pensioenfondsen blijven reeds geruime tijd achter bij de verwachte en benodigde rendementen. Al in 2000, zeker in 2001 en naar wordt verwacht ook in 2002, leidt dit tot achterblijvende resultaten die, over de drie jaar samen, voor een gemiddeld fonds 15 tot 20 procentpunt lager zijn dan het benodigde rendement over die jaren. Het totale vermogen van de Nederlandse pensioenfondsen is de afgelopen jaren veel minder toegenomen dan werd voorzien, terwijl de verplichtingen uiteraard wel zijn gestegen. Dit heeft een negatief effect op de dekkingsgraad van de fondsen. Was deze gemiddeld genomen eind 1999 nog zo'n 150%, eind 2001 was deze gedaald naar ongeveer 125%. Op dat moment lag bij ruim honderd fondsen de dekkingsgraad reeds onder de 110% (zie noot 1 op de bijlage).

Een tentatieve doorrekening op basis van de bij de PVK bekende gegevens indiceert het volgende:

- bij een negatief rendement op aandelen over 2002 van 20% (om de gedachten te bepalen: uitgedrukt in de AEX is dit een daling van de AEX index ultimo 2001 van ongeveer 500, naar een index ultimo 2002 van 400) zou de dekkingsgraad naar verwachting gemiddeld nog zo'n 112% bedragen. Bij ongeveer tweehonderd fondsen is dan sprake van een situatie van onderdekking (zoals bedoeld in hoofdstuk 3, onder a, van deze brief). Dat tekort bedraagt dan in totaal een kleine 2 miljard euro;
- bij een negatief rendement op aandelen van 40% (om de gedachten te bepalen bij een AEX-stand eind 2002 van 300) is er bij ongeveer driehonderd fondsen sprake van een situatie van onderdekking. Het totale tekort door de onderdekking bedraagt dan bijna 23 miljard euro en de gemiddelde dekkingsgraad ligt dan nog nauwelijks boven de 100.

Hierbij moet worden aangetekend dat dit gemiddelden zijn, en indicaties. Zo is de ontwikkeling van de AEX niet meer dan een grove indicator omdat doorgaans wereldwijd wordt belegd. De situatie per fonds verschilt, alsmede het gevoerde beleggingsbeleid en de behaalde rendementen. Er zijn fondsen waar het beter gaat dan het gemiddelde; er zijn ook fondsen waar het slechter gaat. Onze ervaringen van het afgelopen jaar laten evenwel zien dat als globale indicator de hier gevolgde benadering zeker bruikbaar is.

Een zo lang aanhoudende periode met achterblijvende rendementen en een zo diepe, en aanhoudende daling van de koersen is in de door de fondsen gebruikte scenario's en uitgangspunten voor ALM-studies en actuariële en bedrijfstechnische nota (abtn) nauwelijks voorzien. De PVK doet geen uitspraken over de te verwachten ontwikkeling van de koersen. Wel constateert de PVK, dat waar herstel op termijn wordt voorzien, een zodanig opveren van de koersen dat de dekkingsgraden zich enkel en alleen door de beleggingsresultaten snel weer zouden herstellen, op dit moment in de markt niet wordt voorzien.

Het zal sterk afhangen van de koers- en rendementsontwikkelingen in de komende jaren, maar ook van de ontwikkeling van het loon- en prijspeil en van de effecten van de door de fondsen te treffen maatregelen, in welke mate en op welke termijn een herstel van de buffers, waarmee uiteraard zeer grote bedragen zijn gemoed, gerealiseerd kan worden. Zie in dit verband ook de cijfers en overzichten die het CPB heeft opgesteld over de premies en rendementen van pensioenfondsen ten behoeve van de MEV 2003 (blz. 101-106; bijgevoegd). Gezonde buffers zijn een wezenlijk element van een goed functionerend pensioenstelsel, mede omdat ze eraan bijdragen dat ook in een periode van aanhoudend zwakkere beleggingsresultaten een stabiel beleid kan worden gevoerd.

Het zijn niet alleen de slechte beleggingsresultaten die hebben bijgedragen aan deze lage dekkingsgraden (zie noot 2 op de bijlage).

In 2001 was, bij een totaalbedrag aan afgedragen pensioenpremies van bijna 11 miljard euro, het verschil ten opzichte van de actuariële benodigde premie voor inkoop van de pensioenverhogingen nog zo'n 5 miljard euro. Ook al zijn er nog steeds fondsen die een zodanig goede vermogenspositie hebben dat ze op een verantwoorde manier premiekortingen kunnen geven, dat is zeker niet voor alle fondsen met een minder dan kostendekkende premie het geval.

De afnemende dekkinggraden noodzaken de fondsbesturen tot het nemen van maatregelen om de vermogenspositie te versterken.

Al in de loop van 2001, en zeker na medio september van dat jaar, heeft de PVK contact gezocht met de fondsen met een kwetsbare vermogenspositie. Veel fondsen hebben, mede naar aanleiding daarvan, maatregelen genomen. Met de ook in 2002 voortgaande forse dalingen zullen meer fondsbesturen zich moeten beraden op de financiële positie van hun fonds en op het beleid voor de komende periode.

U, als bestuur van een fonds, bent primair verantwoordelijk voor de gezonde financiële opzet en positie van het fonds en voor de met het oog daarop te nemen maatregelen. Het is aan u om ervoor te zorgen dat de middelen van het fonds toereikend zijn om de verplichtingen van het fonds en de noodzakelijke reserves en buffers om risico's op te kunnen vangen te dekken.

Overigens menen wij dat het, teneinde effecten inzichtelijk te maken van allerlei bepalende factoren, verstandig zou zijn indien besturen in hun externe rapportages ook de invloed van exogene factoren op de pensioenkosten zouden vermelden. Gedacht kan worden aan de effecten van de loon- of prijsontwikkeling voor de pensioenkosten ten gevolge van bijvoorbeeld de backservice verhogingen of de pensioenindexatie en zeker ook aan de kosten van de overige aanpassingen en verbeteringen van de pensioenregeling.

De PVK toetst in haar rol van toezichthouder de financiële opzet en positie van het fonds en de maatregelen die u, als bestuur, neemt.

#### *Achtergrond*

In 1997 publiceerde de PVK de Actuariële Principes Pensioenfondsen (APP), waarmee voor het eerst een breder inzicht werd geboden in de eisen die de PVK stelt aan de financiële opzet en positie van pensioenfondsen. Sedertdien is incidenteel en soms indirect, via publicaties in artikelen en uitspraken in divers verband, aanvullend inzicht geboden. Belangrijk is ook het Besluit actuariële en bedrijfstechnische nota (Staatsblad 2000, 502) dat noodzaakt tot het transparant maken van het fondsbeleid. Bij het toezicht hanteert de PVK daarnaast diverse interne signaleringscriteria. Al geruime tijd werkt de PVK aan het financieel toetsingskader (FTK) dat, conform de planning, in de loop van 2004 beschikbaar zal komen en vanaf 2006 operationeel zal zijn.

Gelet op de vragen concretiseert de PVK in deze brief een aantal belangrijke uitgangspunten dat bij het toezicht op de financiële positie van de pensioenfondsen wordt toegepast. Uiteraard zijn deze in belangrijke mate een voortzetting van bestaande richtlijnen. Ze zijn evenwel aangevuld en aangepast met het oog op de huidige situatie en de inzichten die wij aan de recente ontwikkelingen hebben ontleend en ook in het licht van, en gebruikmakend van, de inzichten die het naderende FTK biedt. Voorzover in dit verband relevant is ook rekening gehouden met de beschouwingen die zijn vastgelegd in de 'Notitie hoofdlijnen voor een nieuwe Pensioenwet' die de toenmalige staatssecretaris Hoogervorst op 27 maart 2002 naar de Tweede Kamer heeft gestuurd.

Ingegaan wordt op de uitgangspunten voor vaststelling van de vermogenspositie (1). In verband met de door de fondsbesturen te nemen maatregelen wordt aandacht besteed aan de criteria voor toepassing van de sturingsmiddelen en een aantal aandachtspunten daarbij (2). Vervolgens worden enkele aanwijzingen gegeven hoe om te gaan met een ontoereikende vermogenspositie (3) en hoe om te gaan met waardeoverdrachten (4). Aan het slot worden de conclusies samengevat (5).

## 1. Uitgangspunten voor vaststelling van de vermogenspositie

Ter bevordering van het inzicht in de vermogenspositie en met het oog op een adequate toepassing van de sturingsmiddelen willen wij benadrukken dat het van groot belang is dat het fonds een transparant reserveringsbeleid voert, waarin met alle noodzakelijke reserves en voorzieningen rekening wordt gehouden en waarin de reserve voor algemene risico's, de overige bestemde reserves en voorzieningen en ook de reserve beleggingsrisico's ook als zodanig worden onderscheiden. Dit zal ook in (de toelichting op) de verslagstaten tot uitdrukking moeten komen. Met name dit transparant maken van de verschillende bestemde reserves en het relateren ervan aan de eigen doelen blijkt in de afgelopen jaren onvoldoende aandacht te hebben gekregen.

Voor een adequaat inzicht in het risicoprofiel van het fonds is het voorts van belang dat het fonds de verschillende beleggingscategorieën zo zuiver mogelijk scheidt, en binnen een categorie ook een onderscheid aanbrengt naar subcategorieën indien die subcategorieën onderling een afwijkend risicoprofiel hebben.

Onderstaand wordt ingegaan op de verschillende elementen van de vermogenspositie.

### Activa

De activa van het fonds zullen voor de beoordeling van de toereikendheid van de vermogenspositie gewaardeerd moeten worden op de actuele waarde. Dit is het begrip dat de afgelopen jaren - in lijn met de APP - in de pensioenwereld is toegepast.

### Passiva

#### *a. Voorziening pensioenverplichtingen*

De waarde van de opgebouwde, veelal nominale, aanspraken en ingegane rechten op pensioen - de voorziening pensioenverplichtingen (VPV) - dient op prudente grondslagen te worden bepaald, onder toevoeging van een adequate kostenopslag. In de APP zijn voorschriften gegeven over de daarbij te hanteren rekenrente. Deze zijn genoegzaam bekend en komen in hoofdzaak neer op een te hanteren rekenrente op lange termijn van ten hoogste 4%.

#### *Onvoorwaardelijke pensioenaanpassingen*

Voor een formeel of feitelijk onvoorwaardelijke indexering moet expliciet binnen de VPV worden gereserveerd. In de verslagstaten moeten de afzonderlijke componenten van de VPV helder worden toegelicht.

Niet op voorhand staat vast dat voor de beoordeling van de formele of feitelijke onvoorwaardelijkheid enkel doorslaggevend is wat in het reglement staat. Ook bij een reglementair voorwaardelijke verplichting kunnen er, in een aantal gevallen, feiten en omstandigheden zijn die maken dat deze - ook voor de reservering - als feitelijk onvoorwaardelijk moet worden aangemerkt, omdat de kans dat de indexering kan worden afgedwongen reëel is. Hier kan een juridisch advies u helpen uw positie ter zake te beoordelen.

De omvang van deze component wordt uiteraard beïnvloed door de norm voor het beoogde indexeringsbeleid.

#### *b. Reserve algemene risico's*

Naast voornoemde voorziening moet elk fonds beschikken over een bestemde reserve voor het opvangen van niet expliciet gekwantificeerde risico's, zoals het algemene bedrijfsrisico, kostenrisico etc. Deze reserve zal op marktconforme wijze vastgesteld moeten worden.

Sommige fondsen hebben om dezelfde redenen nu al opslagen opgenomen in de VPV. Het is uiteraard niet de bedoeling tweemaal voor hetzelfde doel een voorziening te vormen. Uiteraard is de hoogte van deze voorziening te relateren aan het feitelijke niveau van de risico's bij het desbetreffende fonds. Vooral nog is in de ogen van de PVK een percentage van 5 over de VPV voldoende (zie noot 3).

#### *c. Reserve voorgenomen pensioenaanpassing*

1. Hiervoor was sprake van een formeel of feitelijk onvoorwaardelijke indexeringsverplichting. In de meeste pensioenregelingen geldt echter een voorwaardelijke indexering ('zachte' verplichting), waarbij de mate van voorwaardelijkheid c.q. de stelligheid van het voornemen grote variatie vertoont.

Ook als er een voorwaardelijke indexeringsverplichting is, dient deze transparant gemaakt te worden. Van belang bij het bepalen van de grens tussen de voorwaardelijkheid en de feitelijke onvoorwaardelijkheid van een indexering, is ondermeer het gegeven of in een reeks van achterliggende jaren systematisch is geïndexeerd en de helderheid van de communicatie over het voorwaardelijke karakter van een indexering, al zal het zwaartepunt doorgaans op de reglementaire bepalingen liggen.

2. Ten minste zal, wanneer in de afgelopen jaren onafgebroken en stelselmatig is geïndexeerd en niet telken jare helder is gecommuniceerd dat de indexering niettemin voorwaardelijk blijft, een reserve aangehouden moeten worden ter overbrugging van de indexeringslasten in een periode van overgang van een feitelijk nagenoeg onvoorwaardelijke indexering naar een indexering met een meer voorwaardelijk karakter. Dit geldt ten minste zolang het fonds het beleid en de communicatie niet heeft aangepast.

3. De PVK wil benadrukken dat geen sprake kan zijn van een vermogenoverschot zolang er geen financiële ruimte aanwezig is om daaruit de door het fonds in het vooruitzicht gestelde indexering te kunnen voldoen in jaren van tegenvallend rendement. Gegeven het belang van indexering in het licht van de lange looptijden en als component van het Nederlandse pensioenstelsel acht de PVK hier transparantie van groot belang. Fondsen moeten zich er rekenschap van geven dat bij een indexatievoornemen, ook als het voorwaardelijk is, gesproken zou kunnen worden van een bekleemde reserve.

Overigens kan voor een geïndexeerde middelloonregeling, bij de reservering voor de financiering van de indexering voor de actieven als die indexering uit de premie wordt voldaan, rekening worden gehouden met deze financieringswijze.

#### *d. Andere bestemde reserves en voorzieningen*

Afhankelijk van de specifieke situatie en financiële opzet kunnen ook andere bestemde reserves of voorzieningen noodzakelijk zijn. Zo zullen bijvoorbeeld fondsen die tot 1 januari 2000 het (65-x) systeem hanteerden waarbij de toezegging nog niet op een tijdsevenredig niveau is gebracht, indien de lasten van de affinanciering voor rekening van het fonds komen, een voorziening voor deze affinanciering moeten vormen.

#### *e. Reserve beleggingsrisico's*

##### *Omgaan met beleggingsrisico's*

Een van de belangrijkste risico's van het fonds hangt samen met de schommelingen in de waarde van de beleggingen. Het beleggingsbeleid moet vastgelegd zijn in de abtn en zal doorgaans berusten op een ALM-studie.

Bij de formulering van dit beleid moet onder andere rekening worden gehouden met de mogelijkheid om de risico's die samenhangen met het beleggingsbeleid, de specifieke portefeuillesamenstelling en het beheer op te vangen. Een beleggingsreserve is een kwantificering van die risico's en moet bewerkstelligen dat een fonds over adequate financiële middelen beschikt om het risico-beheer ook uit te kunnen voeren.

De PVK wil dat uw fonds, zonder dat dit ten laste gaat van de affinanciering van de pensioenverplichtingen en van de reserve voor algemene risico's:

- in staat is voor beleggingen in aandelen en andere zakelijke waarden, door het aanhouden van buffers of anderszins, een waardedaling op te vangen tot een waarde die ten minste 40% lager ligt dan de hoogste stand van de benchmark in de voorafgaande 48 maanden.  
Daarbij geldt tevens dat het fonds minimaal in staat moet blijven op ieder moment een waardedaling op te vangen tot 10% onder het laagste niveau van de benchmark in de voorafgaande 12 maanden.  
Voor genoemde benchmarks betreffen de eigen, in abtn en/of beleggingsplan opgenomen, benchmarks van het fonds, mits de PVK daarover geen opmerkingen heeft gemaakt;
- voor beleggingen in vastrentende waarden bij een marktrente van 4% beschikt over een buffer van ten minste 10% van de waarde van die beleggingen en bij een marktrente van 5% van ten minste 5% van de waarde van die beleggingen, terwijl bij een marktrente van 6% of hoger geen buffer aanwezig hoeft te zijn (bij tussenliggende marktrentes naar rato).

#### *Reserve beleggingsrisico's (beleggingsbuffer)*

Het fonds zal, rekening houdend met bovenstaande uitgangspunten, moeten beschikken over een op het fonds toegesneden reserve beleggingsrisico's (zie noot 4), ook wel aangeduid als beleggingsbuffer.

Daarbij kan voor de vaststelling van de buffer gebruik worden gemaakt van bovengenoemde normen.

Indien het fonds beschikt over een in de organisatie van het fonds geïntegreerd systeem van financiële risicobeheersing, mede op basis van een ALM-model, kan de noodzakelijke buffer ook met dat model worden bepaald, rekening houdend met bovengenoemde uitgangspunten en met de specifieke merites van het fonds, zoals portefeuillesamenstelling, afdekkingsbeleid, andere beleggingscategorieën en correlaties tussen categorieën, de wijze van beheersing van de beleggingsrisico's in breedste zin. De PVK zal deze systemen alsdan toetsen.

Indien uw fonds bij de bepaling van de benodigde beleggingsbuffer of bij de bepaling van de toereikendheid van de vermogenspositie gebruik maakt van een ALM-studie, of indien het premie- of het beleggingsbeleid daarvan afhankelijk is, is het van belang te weten dat de PVK voor haar eerste beoordeling van dat soort studies de volgende parameterwaarden toepast:

- |   |                          |
|---|--------------------------|
| • gemiddeld rendement op vastrentende waarden:  | ten hoogste 5% (noot 5); |
| • gemiddelde loonontwikkeling:                  | ten minste 3% (noot 5);  |
| • gemiddelde prijsontwikkeling:                 | ten minste 2% (noot 5);  |
| • risicopremie aandelen (wereldwijd) gemiddeld: | ten hoogste 3%.          |

Voorts gaan wij er bij ALM-studies vanuit dat het doelvermogen aan het eind van de planhorizon going concern wordt vastgesteld, dus ook rekening houdend met de noodzakelijke reserves en beleggingsbuffer.

Overigens wordt de uitkomst van dit soort berekeningen uiteraard ook in sterke mate bepaald door de in het model gebruikte parameterwaarden voor historische rendementsreeksen, correlaties etc.

De PVK toetst hetgeen wordt voorgelegd, en kan dus ook andere, mits adequate, eigen modellen erkennen. Anderzijds is het niet uitgesloten dat ALM-berekeningen aan de PVK worden voorgelegd die, zelfs als ze gebruik maken van voornoemde criteria, gegeven de specifieke omstandigheden naar ons oordeel ontoereikend zijn om gebruikt te kunnen worden als uitgangspunt voor het financiële risicobeheersingssysteem. In dat geval dient uw fonds de berekeningen overeenkomstig onze aanwijzingen uit te voeren.

#### *f. Achtergestelde lening*

Indien een achtergestelde lening aan het fonds is verstrekt, kan deze worden aangemerkt als garantievermogen van het fonds indien en voorzover wordt voldaan aan de voorwaarden die de PVK in dat verband stelt. Dat betekent onder meer dat het bedrag ook feitelijk aan het fonds ter beschikking moet zijn gesteld en dat die lening alleen met toestemming van de PVK mag worden afgelost (hetgeen de PVK alleen zal toestaan als de noodzakelijke reserves en beleggingsbuffer op niveau zijn). U dient een overeenkomst van achtergestelde lening vooraf aan ons voor te leggen zodat wij deze kunnen toetsen. De achtergestelde lening moet worden gepresenteerd onder de langlopende schulden en als zodanig worden toegelicht.

## **2. Criteria voor de toepassing van sturingsmiddelen**

Het bestuur beschikt om bijstellingen te plegen wanneer het financiële evenwicht in het fonds verstoord raakt over sturingsmiddelen die beschreven zijn (of zouden moeten zijn) in de abtn. Uit de abtn moet ook blijken dat sprake is van een ook op termijn in beginsel sluitende financiële opzet.

De verschillende sturingsmiddelen, waarvan de mogelijkheden tot inzet per fonds verschillen, vallen in hoofdlijnen onder te verdelen in drie groepen: aanpassing van het premieniveau, aanpassing van de indexatie en ten slotte de aanpassing van het beleggingsbeleid.

#### *a. Premieniveau*

Uitgangspunt voor een sluitende financiële opzet dient te zijn dat een premie wordt betaald die alle kosten dekt (dus zowel de actuariële als de uitvoeringskosten). In die premie moet uiteraard ook een opslag verwerkt zijn om voor de nieuw te beleggen middelen de noodzakelijke beleggingsbuffer in stand te houden.

Indien de premie niet kostendekkend is en het bestuur de premie niet (voldoende) wil of kan verhogen, bijvoorbeeld omdat de afspraken met de werkgever dat niet toelaten, moet daar bij de beoordeling van de financiële opzet en positie rekening mee worden gehouden. Zo'n fonds zal dan moeten beschikken over middelen ter dekking van de contante waarde van het voorziene premietekort, in de vorm van een bestemde reserve of voorziening. Dit tekort mag niet worden gesaldeerd met mogelijke toekomstige premieoverschotten.

Gegeven de sterke daling van de dekkingsgraden in het recente verleden moet het bestuur de nodige zorgvuldigheid en behoedzaamheid in acht nemen bij de vaststelling van de premiehoogte. In veel gevallen zal - gegeven het in de inleiding beschreven beeld - een eventueel bestaande premiekorting niet gecontinueerd kunnen worden. Ook indien geen korting wordt verleend maar een fonds wel structureel verlies lijdt op premies of kosten, ligt een verhoging van de premie in de rede. Dit laatste kan zich met name voordoen bij fondsen die een doorsneepremie- of een dynamisch-premiesysteem hanteren.

Pas indien een fonds over meer middelen beschikt dan noodzakelijk voor dekking van de VPV, de reserve algemene risico's en de overigens noodzakelijke reserves en voorzieningen en ook de financiering van de voorwaardelijke indexering een adequate financiële grondslag heeft, kan overwogen worden dat meerdere, rekening houdend met een evenwichtige belangenafweging, te bestemmen voor andere doeleinden.

Wij hebben met instemming geconstateerd dat veel fondsen inmiddels een grote terughoudendheid in acht nemen bij de bestemming van deze vrije middelen voor de financiering van pensioenverbeteringen of het verlenen van restituties en kortingen.

De PVK zal binnen de geldende regels en na consultatie van de koepels nadere beleidsregels formuleren voor de vaststelling en bestemming van deze vrije middelen. Daarover zal de PVK vooraf overleg voeren met de minister van SZW.

#### *b. Indexering*

Daar waar de indexering voorwaardelijk is, is ook het indexeringsbeleid een sturingsmiddel. In die gevallen zal het bestuur moeten bezien op welke wijze een indexering gefinancierd kan worden; of de vermogenspositie voldoende is om de indexering te financieren, dan wel of deze wellicht uit premie of op andere wijze gefinancierd kan worden. Als het bestuur van oordeel is dat geen middelen beschikbaar zijn of kunnen worden vrijgemaakt en het fondsbestuur overweegt niet te indexeren, dan is een transparante besluitvorming en communicatie daarover noodzakelijk.

#### *c. Beleggingsbeleid*

Het beleggingsbeleid is veelal gebaseerd op ALM-studies met (veel) hogere beleggingsbuffers bij aanvang dan thans aanwezig en met hogere veronderstelde beleggingsopbrengsten dan thans wellicht gerechtvaardigd. De huidige situatie brengt met zich mee dat u, als bestuur, deze aspecten op korte termijn moet evalueren. U zult gegeven die situatie en mede in het licht van de hiervoor aangegeven kaders van buffers en parameters een, op die buffers afgestemde, tijdelijke of structurele aanpassing van het beleggingsbeleid moeten overwegen.

Veel fondsen doen dit thans. Sommige hebben daarbij geconstateerd dat binnen hun uitgangspunten er mogelijk geen ruimte meer zal zijn voor een 'rebalancing' van de portefeuille naar de oorspronkelijke asset mix. Dat geldt vooral voor fondsen die weinig of geen surplus hadden boven de noodzakelijke reserves en buffer.

Zo zijn er ook fondsen die geconstateerd hebben dat, gegeven de daling van de aanwezige reserves en de beleggingsbuffer, en het feit dat in die specifieke gevallen de gevolgen van verdere dalingen van de waarde van de activa niet door premieverhogingen hersteld kunnen worden, een vermindering van het belang in zakelijke waarden of een afdekking ervan noodzakelijk was.

Van belang is ook dat het bestuur de ruimte die de beheerders hebben voor het voeren van (tactisch) beleid kritisch blijft volgen en zonodig, mede in relatie tot de nog aanwezige beleggingsbuffer, aanpast.

### **3. Maatregelen bij ontoereikende vermogenspositie**

Zoals in de inleiding reeds gesteld, bent u, als bestuur, primair verantwoordelijk voor het tot stand brengen en in stand houden van een toereikende financiële positie. De actuaris voert daarop jaarlijks een toereikendheidstoets uit die ook aan de PVK wordt overgelegd. De accountant beoordeelt of de jaarrekening een getrouw beeld geeft van de situatie in relatie tot het vorenstaande.

Met deze brief wil de PVK ook duidelijkheid bieden over de aanpak van de problematiek indien de vermogenspositie van het fonds niet toereikend is. Daarbij moeten twee situaties worden onderscheiden: onderdekking en reservetekort.



#### **a. Onderdekking**

Er is sprake van onderdekking indien de middelen van het fonds - dat wil zeggen de activa van het fonds onder aftrek van de schulden jegens anderen dan de deelnemers en gewezen deelnemers (de onderdelen a en b, en waar relevant ook c 2, uit hoofdstuk 1, zie ook noot 6) - niet langer toereikend zijn om de VPV en de reserve voor algemene risico's te dekken. In die situatie zal het fondsbestuur direct moeten handelen.

U dient de PVK actief en direct in te lichten over de ontstane situatie. Het is dus niet toegestaan daarmee te wachten; niet tot het einde van het boekjaar en nog minder tot het indienen van de staten pensioenfondsen.

Vervolgens zult u op korte termijn een herstelplan moeten opstellen. Dit dient u uiterlijk binnen drie maanden aan de PVK te hebben voorgelegd.

De situatie van onderdekking moet, door de uitvoering van dat plan op korte termijn, doch zeker binnen een jaar na het optreden van de onderdekking zijn beëindigd. Als de omvang of de oorzaken van de onderdekking een ander tijdspad indiceren, dan zal de PVK dat opleggen.

#### **b. Reservetekort**

Van een reservetekort is sprake indien de middelen ontoereikend zijn om naast de VPV en de reserve voor algemene risico's ook nog de vereiste reserve beleggingsrisico's en de andere bestemde reserves te dekken (onderdeel c voor zover overigens nog relevant, d en e van hoofdstuk 1). Ook als een situatie van reservetekort dreigt of zich aandient, moet u de PVK actief en snel informeren over de ontstane situatie.

Als in de abtn vastligt welke maatregelen moeten worden genomen in een situatie van reservetekort, zult u dienovereenkomstig moeten handelen. Als u niettemin daarvan wilt afwijken moet u de abtn aanpassen en ons de gewijzigde abtn onverwijld doen toekomen.

Als de abtn (nog) niet voorziet in toereikende maatregelen bij een reservetekort, dient u ervoor te zorgen dat er op korte termijn een plan komt om de financiële problemen op te lossen. Dat plan zal binnen drie maanden na het optreden van het reservetekort aan ons moeten worden toegezonden. Uit dat plan van aanpak zal ten minste van de PVK moeten blijken dat het evenwicht in de vermogenspositie binnen een aanvaardbare termijn zal worden hersteld. Deze termijn zal moeten worden gerelateerd aan de aard en de omvang van de opgetreden reservetekorten.

De in dit plan neer te leggen maatregelen kunnen veelal een langere periode beslaan, afhankelijk van de aard, oorzaak en diepte van het tekort. Naarmate de reserves kleiner zijn en het risico groter is dat het fonds in een situatie van onderdekking komt, dient u de maatregelen sneller door te voeren.

Bij onze beoordeling van de maatregelen zullen wij onder meer betrekken of het fonds de beschikking had over, en gewerkt heeft overeenkomstig, een adequate abtn en of er naast de ontwikkelingen van de beleggingen ook andere oorzaken ten grondslag hebben gelegen aan het ontstaan van het tekort. In veel gevallen zal deze herstelperiode een periode van twee tot acht jaar kunnen belopen, waarbij wel gedurende de hele periode voortgang moet worden getoond. Ook hier geldt dat de PVK, als daartoe aanleiding bestaat, een ander tijdspad kan voorschrijven.

Fondsen waarbij sprake is van onderdekking zullen (naast de in dat verband te treffen maatregelen op de kortst mogelijke termijn) uiteraard ook een plan van aanpak moeten overleggen om de reserves weer op het vereiste niveau te brengen.

#### *Financieel toetsingskader (FTK)*

Zoals hiervoor aangegeven kunnen de maatregelen voor het herstel van een reservetekort een langere looptijd hebben. Denkbaar is dat een zekere overloop naar het FTK ontstaat. Als uw fonds bij het opstellen van een plan van aanpak voor de oplossing van een reservetekort - dus niet voor een situatie van onderdekking - FTK-aspecten mede in de beschouwing zou willen betrekken, dan kan daar naar omstandigheden ruimte voor bestaan. Het is echter niet uitgesloten dat de door u gekozen uitwerking voor de FTK-berekeningen naar ons oordeel nog ontoereikend is om gebruikt te kunnen worden voor de onderbouwing van de maatregelen. In dat geval moet uw fonds de berekeningen overeenkomstig onze aanwijzingen aanpassen.

#### **4. Waardeoverdrachten**

##### *a. Uitgaande waardeoverdrachten*

Wij wijzen u erop dat de PVK, gegeven een situatie van aanzienlijke onderdekking en alle omstandigheden, zoals de inhoud van het herstelplan, afwegend, op enig moment tot het oordeel zou kunnen komen dat de financiële positie van een fonds het niet meer toelaat dat het fonds nog meewerkt aan waardeoverdracht uit hoofde van het wettelijk recht daarop. Daarover zullen wij u dan informeren. De PVK zal, in nader overleg met de minister van SZW ter zake beleidsregels opstellen.

##### *b. Inkomende waardeoverdrachten*

Als de vermogenspositie van een fonds kwetsbaar is, dat wil zeggen als er sprake is van onderdekking dan wel als er niet of nauwelijks nog reserves aanwezig zijn en er geen reëel zicht is op herstel op korte termijn, is het van belang dat nieuwe deelnemers die in aanmerking zouden kunnen komen voor waardeoverdracht naar uw fonds, duidelijke informatie ontvangen over de mogelijke nadelige gevolgen daarvan voor het over te dragen pensioen. Deze nieuwe deelnemers kunnen op basis van die informatie een afweging maken of zij, gegeven de situatie, wellicht liever afzien van de waardeoverdracht. Vermeden dient te worden dat een deelnemer die rechten overdraagt kort daarna geconfronteerd wordt met een bevroering of korting van overgedragen rechten, zonder dat hij of zij van dat risico op de hoogte was.

#### **5. Samenvatting en conclusies**

U, als bestuur, dient een standpunt in te nemen over het te voeren premie-, indexerings- en beleggingsbeleid, gegeven de actuele financiële positie en rekening houdend met het gestelde in deze brief. Ook uw besluiten en beleidslijnen voor 2003 dient u te toetsen, en zo nodig te heroverwegen, aan de hand van het hiervoor gestelde.

Gelet op de ontwikkelingen in de afgelopen jaren en de rendementsverwachtingen voor de komende periode zult u rekening moeten houden met terugkeer naar ten minste een kostendekkend premieniveau. Wellicht zult u een tijdelijke extra verhoging van de premie om eventuele opgelopen achterstanden in te lopen noodzakelijk achten. Het verlenen van premiekortingen of -restituties uit reserves, dus zonder dat daar premie- of beleggingsinkomsten tegenover staan, zal voor veel fondsen niet meer mogelijk zijn. In dat licht zult u wellicht evenzeer het indexatiebeleid willen bezien of andere middelen inzetten mits die voor de PVK aanvaardbaar zijn, zoals bijvoorbeeld de hiervoor genoemde een achtergestelde lening.

Waar de beleggingen van pensioenfondsen gemiddeld voor ca. 40 tot 50% bestonden uit aandelen hebben de ontwikkelingen in de afgelopen jaren de noodzaak van een solide financiële opzet en van het aanhouden van een stevige beleggingsbuffer nog eens benadrukt.

U zult zich moeten beraden op nieuwe normen voor het opvangen van koersdalingen en een daarop afgestemd risicobeheersings- en beleggingsbeleid, passend bij de huidige situatie en inzichten.

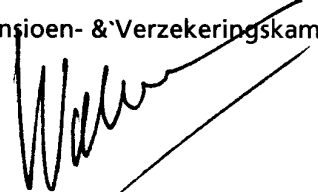
U zult in de komende periode ook moeten toetsen of de hiervoor genoemde elementen van de financiële opzet voldoende in de abtn van uw fonds tot uitdrukking komen. Zo nodig moet u deze aanpassen. Dat zal in veel gevallen zeker ook gelden voor de door u gebruikte ALM-studies.

Indien de vermogenspositie ook met toepassing van de normale sturingsmiddelen ontoereikend blijft, dient u de PVK onverwijld te informeren en aanvullende maatregelen te treffen om het evenwicht binnen een aanvaardbare termijn te herstellen. Bij de te nemen maatregelen zullen de wettelijke en overige bepalingen alsmede de statuten en reglementen in acht moeten worden genomen. Deze maatregelen moeten worden vastgelegd in een plan van aanpak dat onze goedkeuring behoeft.

Mocht u over de inhoud van deze brief nog vragen hebben, dan kunt u contact opnemen met uw relatiebeheerder.

Met vriendelijke groet,

Pensioen- & Verzekeringkamer



Mr. D.E. Witteveen  
Voorzitter

Bijlagen: - noten  
- blz. 101-106 MEV 2003

## Noten

### <sup>1)</sup> Ontwikkeling kerncijfers van alle fondsen

	2001*	2000	1999	1998	1997	1996
Vermogen pensioenfondsen (mrd €) **	460	472	459	399	347	302
Gemiddelde dekkingsgraad	126	140	149	142	135	130
Groei van het vermogen (%)	-2,5	2,9	15,0	15,1	14,7	
Vermogen pensioenfondsen als % BNP ***	109	116	123	115	103	96
Aandeel zakelijke waarden in beleggingen (%)	43,3	44,0	47,7	38,4	35,0	30,5
Ontvangen premies (mrd €)	10,8	10,4	9,3	8,1	7,0	6,0
Opbrengst beleggingen (mrd €) ****	-11,5	12,0	66,7	42,0	38,9	29,8
Uitkeringen (mrd €)	13,0	11,7	10,8	10,0	9,1	8,6
Resultaat (mrd €)	-29,3	-12,4	34,5	14,7	10,6	6,2

\* prognose op basis van reeds ontvangen staten over 2001 (ca. 94% pensioenvermogen)

\*\* weergegeven is het pensioenvermogen dat ter beschikking is als dekking van de VPV

\*\*\* BNP tegen marktprijzen

\*\*\*\* inclusief niet-gerealiseerde waardemutaties

<sup>2)</sup> Gebleken is dat de daling van de dekkingsgraden en het ontstaan van tekortsituaties ook andere oorzaken heeft dan de daling van de beleggingen, zoals:

- het verlenen van indexaties terwijl daarvoor onvoldoende middelen beschikbaar waren;
- het verlenen van premiekortingen (inclusief premieholidays of premierestituties), terwijl er geen of onvoldoende vrije reserves waren;
- het aangaan van nieuwe pensioenverplichtingen die ten laste van de aanwezige reserves werden gefinancierd terwijl deze daarvoor niet toereikend waren.

<sup>3)</sup> De norm van 5% geldt voor fondsen die reserveren op een recente sterftetafel, met enige leeftijd terugstelling en een kostenopslag van 1 à 2%. Fondsen die aanmerkelijk prudentere grondslagen hanteren kunnen met een lager percentage volstaan. Ook fondsen die net een actualisering van de sterftetafel hebben doorgevoerd (naar 1995-2000) kunnen tijdelijk met een iets lager percentage volstaan.

<sup>4)</sup> In plaats van reserve beleggingsrisico's wordt in de APP gesproken over weerstandsvermogen; deze laatste term wordt echter ook als verzamelbegrip gebruikt voor alle risico's die het fonds loopt. In deze brief zullen we daarom de term reserve beleggingsrisico's of beleggingsbuffer gebruiken, omdat daardoor directer de koppeling van dit deel van het totaal van de reserves aan het beoogde doel tot uitdrukking komt.

<sup>5)</sup> Dit is de waarde voor de eerste 10 jaar; voor de langere termijn gaan wij er vanuit dat nadien geleidelijk toegegroeid wordt naar geconstateerde langjarige gemiddeldes.

<sup>6)</sup> Daarbij hoeft geen vermindering plaats te vinden met een schuld uit hoofde van een door de PVK geaccordeerde achtergestelde lening; deze geldt als aanwezige solvabiliteit.

0,3%-punt verlaagd en de ZFW-premie voor werkgevers met 0,5%-punt verhoogd; deze schuif van bijna 0,5 mld euro is nagenoeg lastenneutraal voor werkgevers.

De gezamenlijke bijdrage van de incidentele looncomponent en de sociale lasten komt zowel dit jaar als volgend jaar uit op ruim 1%. De loonvoet, die nu voor het derde opeenvolgende jaar met 5% stijgt, neemt volgend jaar naar verwachting met 4½% toe.

#### 4.1.2 Pensioenpremies

De stijgende pensioenpremies leveren een belangrijke bijdrage aan de oploop van de arbeidskosten. De pensioenpremie voor bedrijven neemt volgens de huidige inzichten in 2003 waarschijnlijk toe met 1¼% van het bruto loon. Bij de overheid bedraagt de verwachte toename 1¾% van het bruto loon.

Deze paragraaf gaat nader in op de raming van de pensioenpremies in middellange-termijn-perspectief. Daarnaast bevat deze paragraaf een analyse van de gevolgen van een eventuele verdere daling van de rendementen voor pensioenpremies en indexatie van pensioen-uitkeringen. Tevens wordt ingegaan op de macro-economische effecten en de koopkracht-effecten van een verdere rendementsdaling.

#### Gedaalde buffers

In het verleden behaalde rendementen bieden geen garantie voor de toekomst. Deze waarschuwing die bij elke reclame voor een beleggingsproduct wordt gegeven, is ook van toepassing op de rendementen van de pensioenfondsen. Met name in de tweede helft van de jaren negentig hebben de pensioenfondsen hoge rendementen behaald op hun beleggingen. Het nieuwe millennium is aanmerkelijk slechter begonnen.

In het afgelopen decennium hebben de pensioenfondsen gemiddeld een rendement van 9½% per jaar behaald, in de jaren 1995-1999 zelfs 11½% per jaar (zie tabel 4.2). Bij een rekenrente van 4% hadden de pensioenfondsen bij een gemiddelde contractloonstijging van 2½% voldoende gehad aan een rendement van 6½%. Het behaalde resultaat betekende dus een gemiddeld overrendement van 3%-punt. Voor de periode 1995-1999 bedroeg het overrendement zelfs gemiddeld 5%-punt per jaar. De overrendementen zijn vrijwel geheel gebruikt voor het vormen van buffers (een dekkingsgraad boven 100%) en in mindere mate voor premiereductie. Een klein deel is gebruikt om kapitalisatie van VUT-regelingen te financieren.

De buffers zijn van groot belang voor het opvangen van schokken. Door de lage rendementen in 2000 en in 2001 zijn de buffers afgenomen. In 2000 was het rendement ongeveer 2½%, in 2001 was het rendement met -2¾% zelfs negatief. De ontwikkelingen tot in de zomer (eind juli) van dit jaar geven weinig reden tot optimisme. De MSCI world index is sinds 1 januari zo'n 22% in waarde gedaald, de AEX is in deze periode zelfs ruim 30% gedaald. Op basis van enkele technische veronderstellingen (zie kader) komt het portefeuillerendement van pensioenfondsen

### Technische veronderstellingen aandelenrendementen

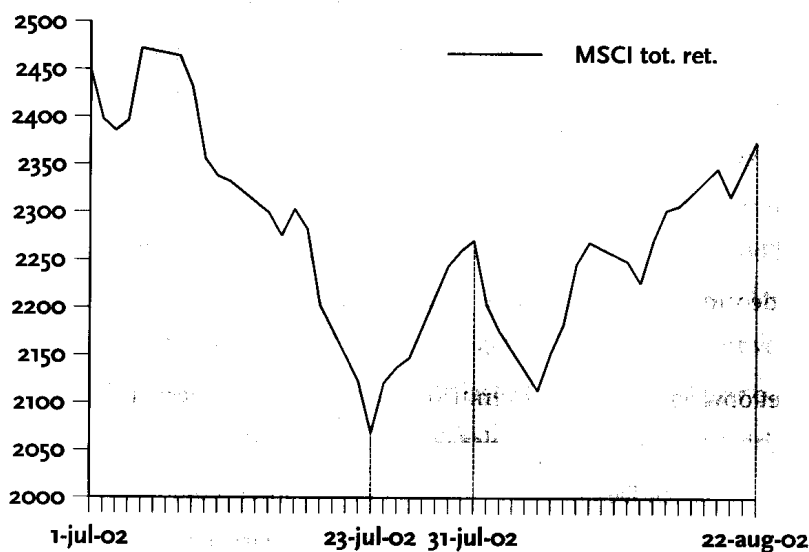
Voor de raming van pensioenpremies voor 2003 en latere jaren is een inschatting van de financiële positie van pensioenfondsen noodzakelijk. Vanwege het hoge percentage aandelen in de beleggingsportefeuille van de pensioenfondsen zijn de ontwikkelingen op de beurs hiervoor van groot belang. Deze ontwikkelingen zijn zeer moeilijk voorspelbaar, gezien de grote volatiliteit van de beurskoersen. Zelfs technische veronderstellingen, waar in deze paragraaf van is uitgegaan, zijn zeer gevoelig voor actuele dagkoersen.

Voor een inschatting van de dekkinggraad ultimo 2002 moet een inschatting worden gemaakt van het portefeuillerendement in 2002. De koersen van de MSCI World Daily Gross Index op 31 juli zijn als uitgangspunt genomen. Voor het resterende deel van het jaar is gerekend met een aandelenrendement op jaarbasis van 9%. Het aandelenrendement komt in dat geval in 2002 uit op  $-13,8\%$ . Het totale portefeuillerendement bij een portefeuille met 40% aandelen en 60% vastrentende waarden komt dan uit op  $-2,5\%$ . Voor latere jaren is gerekend met een terugkeer van de risicopremie voor aandelen naar 4% op de lange rente.

Zou de koers van drie weken later als uitgangspunt worden genomen, in dit geval 22 augustus, dan komt het portefeuillerendement uit op  $-2,1\%$ . Waren de koersen op 23 juli echter als startpunt genomen, dan was het portefeuillerendement op  $-3,7\%$  uitgekomen. De gehanteerde technische veronderstelling heeft dus een merkbaar effect op het geschatte rendement van de pensioenfondsen in 2002 en daarmee op de berekende gemiddelde dekkinggraad van pensioenfondsen.

Voor de centrale projectie 2003 heeft deze gevoeligheid voor actuele beurskoersen beperkte gevolgen. Ook als de beurskoersen verder aantrekken is er hoe dan ook een tekort dat moet worden ingelopen, waardoor tijdelijke premieverhogingen noodzakelijk zijn. En bij dalende koersen zijn veel grotere premiestijgingen ook niet te verwachten. In de praktijk voeren pensioenfondsen premieverhogingen geleidelijk in en kennen veel fondsen een maximale jaarlijkse premiesprong.

### Dagkoersen MSCI World Daily Gross Index



Tabel 4.2 Rendementen, premies en buffers pensioenfondsen<sup>a</sup>

	1989	1990-1994	1995-1999	2000	2001
	%				
Rendementen (gemiddeld per jaar)		7¼	11½	2½	-2¾
Premie (niveau eindjaar, in % loonsom) <sup>a</sup>	7¼	8½	9	9½	10
Dekkingsgraad (niveau eindjaar, in % verplichtingen)	101	107	135	128	118
Aandelen (niveau eindjaar, % portefeuille)	12	19	46	41	44

<sup>a</sup> Bron: PVK en CBS; voor 2001 deels eigen berekening CPB.

<sup>b</sup> Gecorrigeerd voor effecten revisie Nationale Rekeningen.

in 2002 uit op -2½%. Dit is aanzienlijk lager dan besloten lag in de projectie van de Economische Verkenning 2003-2006, CPB, november 2001. Ceteris paribus zou dit een forse verslechtering van de gemiddelde dekkingsgraad betekenen. Ultimo 2002 zou de gemiddelde dekkingsgraad uitkomen op circa 110%. In de Economische Verkenning 2003-2006 was dit nog 115%.

#### De raming voor 2003 en later

In de Economische Verkenning 2003-2006 is reeds een geleidelijke stijging van de pensioenpremie voorzien om de buffers aan te vullen. De huidige lage koersen betekenen een extra aanslag op de buffers. In overeenstemming met de Economische Verkenning 2003-2006, is gerekend met een inlooperperiode voor het extra tekort van 10 jaar. Omdat bovendien veel pensioenregelingen een maximum kennen voor de jaarlijkse premieverandering, wordt de benodigde premiestijging geleidelijk doorgevoerd. Voor 2003 betekent dit een extra premiestijging in de sector bedrijven van bijna ¼% van het bruto loon.

Voor de overheid zijn vooral de ontwikkelingen bij het ABP van belang. In de Economische Verkenning 2003-2006 is voor het herstel van de buffers een premiestijging geraamd van 3½% van het bruto loon in de periode 2003-2006. Omdat dit in 2003 de maximale premiesprong impliceert, is voor 2003 geen extra premieverhoging voorzien.

Tabel 4.3 geeft een overzicht van de behaalde en verwachte rendementen van pensioenfondsen en van de pensioenpremies voor bedrijven en overheid (als % van het bruto loon) volgens de huidige inzichten. Voor bedrijven betreft dit een gemiddelde over alle pensioenfondsen. Door de verschillen in dekkingsgraad tussen pensioenfondsen kan de stijging van de pensioenpremie per sector sterk verschillen.

Tabel 4.3 Rendementen en pensioenpremies in middellange-termijn-perspectief

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	%						
Portefeuile-rendement	3	-3	-2½	6½	6½	6½	6½
	% bruto loon						
Premie bedrijven	8¾	9½	10½	11¾	12¾	13	13¾
Premie overheid	12½	12¾	14½	16¾	18	18	18

#### Variant met nog lagere rendementen pensioenfondsen

De dalende beurskoersen kunnen een reactie zijn op een overwaardering van de beurs eind jaren negentig. Het is echter onduidelijk of bij het koersniveau eind juli deze overwaardering verdwenen is of dat er nog een verdere daling zal volgen. Een recent artikel in ESB<sup>1</sup> laat zien dat bij een risicopremie op aandelen van 2,5% de overwaardering verdwenen lijkt. Is de risicopremie echter 5% dan zou er nog steeds sprake zijn van overwaardering. In de raming wordt gerekend met een risicopremie van 4%. Zo bezien zouden aandelen nog steeds overgewaardeerd kunnen zijn. In deze paragraaf worden twee varianten gepresenteerd, waarbij is verondersteld dat de rendementen op aandelen nog verder zullen dalen en dit jaar uitkomen op -40%. Dit is dus nog aanzienlijk lager dan waarmee in de centrale raming is gerekend.

Met een aandelenrendement van -40%, een lange rente van 5% en een portefeuille met 60% vastrentende waarden en 40% aandelen komt het portefeuillerendement in 2002 uit op -13%. Ten opzichte van de centrale raming betekent dit een verdere verslechtering van de dekkingsgraad met 10%. Daarmee komt de dekkingsgraad gemiddeld voor alle pensioenfondsen op de kritische grens van 100%.

Juist omdat de dekkingsgraad van een groot aantal fondsen ultimo 2002 onder de 100% zou komen is niet zeker hoe ze op zo'n situatie zullen (moeten) reageren. Daarom heeft deze variant een technisch karakter en claimt ze geen voorspellende waarde. Het lijkt onwaarschijnlijk dat in deze situatie alleen de actieven via een premieverhoging worden aangesproken en niet de gepensioneerden en slapers via de indexatie. Daarom wordt in de variant de helft van het tekort

<sup>1</sup> M.P.H. de Vor en J.W. van den End (2002) 'Is de zeepbel leeg?', ESB, 26 juli 2002.



ingelopen door een tijdelijke opslag op de premie, de andere helft door het verminderen van de indexatie van de ingegane pensioenen.<sup>2</sup> Er is gerekend met een inlooptermijn van 8 jaar<sup>3</sup>

#### Effecten op pensioenpremies en indexatie

Voor de sector bedrijven betekent dit een stijging van de pensioenpremie met 1¼% van het bruto loon in 2003. De indexatie van de ingegane pensioenen is gedurende 2003-2010 jaarlijks 1¾%-punt minder. De pensioenpremie voor de sector overheid neemt met 2¼% van het bruto loon toe.

Tabel 4.4 Economische effecten van 20% lager aandelenrendement

	2003	2006
	cumulatieve afwijkingen in %	
Pensioenpremie bedrijven	1,3	1,3
Pensioenpremie overheid	2,3	2,3
Contractloon	0,2	-0,2
Loonvoet bedrijven	0,9	0,5
Loonvoet overheid	1,2	0,9
Consumentenprijsindex (CPI)	0,2	0,2
Bruto Binnenlands Product (volume)	-0,1	-0,3
Particuliere consumptie	-0,2	-0,6
Investeringen bedrijven (excl. woningen, volume)	-0,2	-0,8
Uitvoer goederen (excl. energie, volume)	-0,1	-0,2
Werkgelegenheid marktsector	-0,1	-0,5
Arbeidsinkomensquote (niveau)	0,4	0,1
EMU-saldo (% BBP)	-0,2	-0,5
<b>Koopkrachteffecten</b>		
Minimumloon	0,0	0,0
Modaal	-0,2	-0,3
2x Modaal	-0,4	-0,5
Ambtenaar minimum	-0,1	-0,1
Ambtenaar modaal	-0,4	-0,6
AOW gehuwd	0,0	0,0
AOW + 5 000 euro aanvullend pensioen, gehuwd	-0,4	-1,6
AOW + 15 0000 euro aanvullend pensioen, gehuwd	-0,7	-2,8

<sup>2</sup> Verder is in de analyse gerekend met de verhouding tussen de verplichtingen en de loonsom voor bedrijven van 2 staat tot 1, voor de overheid van 3 staat tot 1. De verhouding tussen de verplichtingen voor de ingegane pensioenen en de loonsom is voor bedrijven 0,7 en voor de overheid 1,6.

<sup>3</sup> Als het tekort moet worden ingelopen in 4 jaar en alleen een tijdelijke verhoging van de premie wordt ingezet om het tekort aan te zuiveren, dan betekent dit, ten opzichte van de centrale projectie, een extra stijging van de gemiddelde pensioenpremie voor de sector bedrijven in de periode 2003-2006 met 5% van het bruto loon. In de sector overheid betekent dit een extra stijging van de pensioenpremie met 8½% van het bruto loon.

De jaarlijkse indexatie is acht jaar lang 1¼%-punt minder. De grotere mate van vergrijzing van de overheid leidt bij de gekozen uitgangspunten tot een hogere premieaanpassing en een lagere indexatie-beperking. Hieronder wordt nader ingegaan op de macro-economische en koopkrachteffecten van deze variant.

#### **Economische effecten**

De pensioenpremie stijgt voor bedrijven ten opzichte van het basispad met 1¼%-punt van het bruto loon. Werkgevers nemen het grootste deel van de pensioenpremie voor hun rekening. Dit resulteert in hogere arbeidskosten, een verdere verslechtering van de concurrentiepositie en een afname van de uitvoer. De particuliere consumptie gaat achteruit door de hogere pensioenpremies voor gezinnen en de lagere pensioenuitkeringen. De daling van de productie en de stijging van de arbeidskosten resulteren vervolgens in een afname van de werkgelegenheid.

De verhoging van de pensioenpremie voor werknemers heeft in 2003 een ongunstig effect op de koopkracht van werknemers. Vanwege de franchise is het effect voor de hogere inkomens sterker dan voor de lagere inkomens. De beperking van de indexatie van de aanvullende pensioenen heeft in alle (acht) jaren een ongunstig effect op de koopkrachtstijging van 65-plussers met een aanvullend pensioen. Hierdoor loopt het gecumuleerde koopkrachtverlies in de tijd steeds verder op.

#### **4.1.3 Werkgelegenheid**

Na een aantal jaren van sterke werkgelegenheids groei en oplopende spanning op de arbeidsmarkt, is nu sprake van een snelle kentering. De vertraging in de economische groei die in 2001 inzette wordt ook op de arbeidsmarkt steeds duidelijker zichtbaar, zoals blijkt uit de indicatoren in tabel 4.5.

Dat de arbeidsmarkt in zwaarder weer terecht zou komen werd al aangekondigd door de faillissementen en de ontslag aanvragen, indicatoren die in de loop van het jaar 2000 een stijgende lijn inzetten. In de loop van 2001 werd dit signaal nog versterkt door een dalend aantal vacatures, dat in de eerste helft van dat jaar op een hoogtepunt had gestaan. De meest recente cijfers van deze indicatoren geven nog geen verbetering te zien, zodat geconcludeerd kan worden dat de seinen voor de arbeidsmarkt nog steeds op rood staan.