

## *Zorgen over de houdbaarheid van onze pensioenen*

*Bram de Boo*

Dit artikel is eerder verschenen in  
*De Nederlandse economie 2003*

© Centraal Bureau voor de Statistiek, Voorburg/Heerlen, 2004.  
Bronvermelding is verplicht. Verveelvoudiging voor eigen gebruik of intern gebruik is toegestaan.

### Verklaring der tekens

.	= gegevens ontbreken
*	= voorlopig cijfer
x	= geheim
–	= nihil
–	= (indien voorkomend tussen twee getallen) tot en met
0 (0,0)	= het getal is minder dan de helft van de gekozen eenheid
niets (blank)	= een cijfer kan op logische gronden niet voorkomen
2003–2004	= 2003 tot en met 2004
2003/2004	= het gemiddelde over de jaren 2003 tot en met 2004
2003/'04	= oogstjaar, boekjaar, schooljaar enz. beginnend in 2003 en eindigend in 2004
2001/'02–2003/'04	= boekjaar enz., 2001/'02 tot en met 2003/'04

In geval van afronding kan het voorkomen dat de totalen niet geheel overeenstemmen met de som der opgetelde getallen.

Verbeterde cijfers in de staten en tabellen zijn niet als zodanig gekenmerkt.

## *Zorgen over de houdbaarheid van onze pensioenen*<sup>1)</sup>

De laatste jaren staat de houdbaarheid van het Nederlandse pensioenstelsel volop in de belangstelling. Lange tijd is gedacht dat het hier toegepaste kapitaaldeckingsstelsel<sup>2)</sup> een grotere zekerheid biedt dan het omslagstelsel dat in het buitenland doorgaans wordt gehanteerd. De neergang van de internationale effectenbeurzen in de periode 2000–2002 heeft echter duidelijk gemaakt dat ook het Nederlandse pensioenstelsel kwetsbaar is. Deze kwetsbaarheid blijkt uit het grote effect dat de gedaalde waarde van het aandelenbezit heeft gehad op het vermogen van de pensioenfondsen. Hierdoor nam de zogenaamde dekkinggraad, die de verhouding weergeeft tussen de verplichtingen en het vermogen van de pensioenfondsen, af van 150 procent in 1999 tot 108 procent in 2002. De dekkinggraad kwam daarmee onder het niveau (110 procent) dat de toezichthouder op de pensioenfondsen, de Pensioen- en Verzekeringskamer (PVK), nodig acht om de pensioenen op de lange termijn te kunnen garanderen. Hieronder wordt beschreven hoe de dekkinggraad zich sinds 1995 heeft ontwikkeld aan de hand van een analyse van de ontwikkeling van de pensioenverplichtingen, de netto-inkomsten en het belegde vermogen van de pensioenfondsen.

### **Scherpe daling dekkinggraad**

De dekkinggraad geeft de verhouding weer tussen de actuariële waarde van de toegezegde pensioenen en de marktwaarde van het vermogen dat beschikbaar is als dekking van de toegezegde pensioenen. Pensioenfondsen zelf hanteren verschillende grondslagen en boekhoudmethoden om de waarde van de toegezegde pensioenen en het vermogen te berekenen. De PVK hanteert daarom de geüniformeerde dekkinggraad waarbij voor deze verschillen is gecorrigeerd.

Tussen 1995 en 1999 liep de geüniformeerde dekkinggraad, die in de tien jaar daarvoor een vrij rustige ontwikkeling kende, op van ongeveer 130 procent tot 150 procent. Daarna volgde een scherpe daling tot 108 procent in 2002. Dit is onder het niveau van 110 procent dat de PVK aanhoudt als veilig. Het veilige niveau houdt in dat er genoeg buffer aanwezig is om schokken op te vangen. Binnen de groep van onder toezichtstaande pensioenfondsen is er sprake van een flinke spreiding van de dekkinggraad. Zo constateerde de PVK in 2002 dat 138 van de bijna 900 pensioenfondsen een dekkinggraad hadden van minder dan 105 procent. Hiervan bleven er 57 zelfs onder het absolute minimum van 100 procent dat de PVK hanteert als garantie om direct aan alle toekomstige verplichtingen te kunnen voldoen.

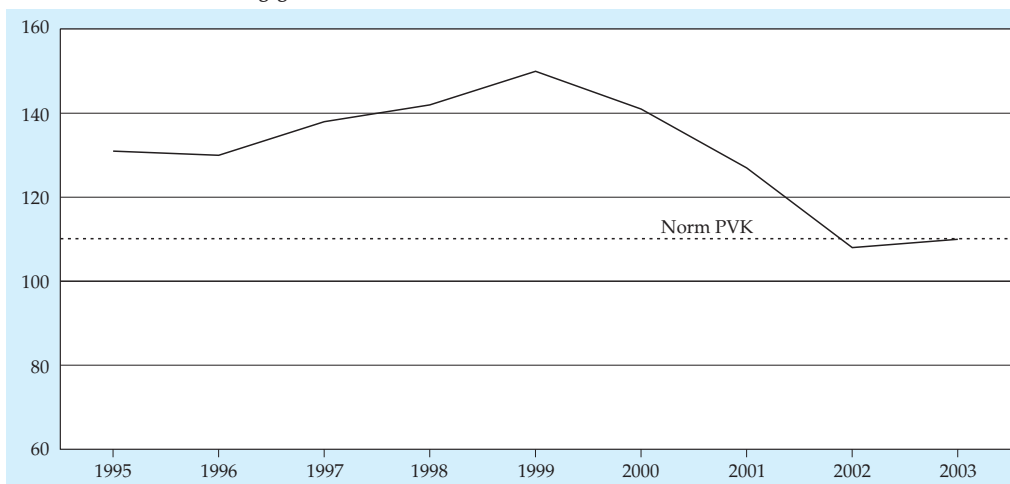
<sup>1)</sup> Dit artikel is geschreven door Bram de Boo.

<sup>2)</sup> Bij een kapitaaldeckingsstelsel sparen de deelnemers voor hun latere pensioen. Dit in tegenstelling tot een omslagstelsel waarbij de uitkeringen van de gepensioneerden betaald worden uit de premies die de werkende deelnemers opbrengen.

De PVK heeft de pensioenfondsen met een zwakke financiële positie gevraagd om een herstelplan op te stellen met maatregelen om de dekkingsgraad weer op peil te brengen. Mede door deze maatregelen was deze onderdekking eind 2003 bij driekwart van de fondsen die een jaar eerder nog in onderdekking verkeerden, weer opgeheven.

De waarde van de verplichtingen van de pensioenfondsen uit hoofde van de toegezegde pensioenen wordt in de balans van de pensioenfondsen weergegeven als de voorziening pensioenverplichting. Deze voorzieningen zijn volgens de opgave van de pensioenfondsen toegenomen van 232 miljard euro begin 1995 tot ongeveer 470 miljard euro aan het einde van 2003. Deze toename heeft allereerst te maken met het gestegen aantal deelnemers aan de pensioenfondsen dat toenam van 11,6 miljoen in 1995 tot 14,9 miljoen in 2003<sup>2)</sup>. Verder is de toename het gevolg van een verandering in de waardebeoordeling van de opgebouwde pensioenrechten. Voor deze waardebeoordeling worden de individueel opgebouwde pensioenaanspraken, die door de pensioenfondsen gewogen worden met de levensverwachting van de deelnemers, contant gemaakt met een rekenrente waaraan de PVK een maximum heeft gesteld. Tot 1999 mocht de rekenrente maximaal 4 procent bedragen. Daarna mag maximaal 3 procent worden toegepast. Deze verlaging stemt overeen met de gedaalde interestvoet waartegen pensioenfondsen hun vermogen kunnen beleggen. Mede hierdoor is de voorziening pensioenverplichting in de jaren 1999 en 2000 fors toegenomen, wat een negatief effect heeft gehad op het verloop van de dekkingsgraad.

5.11 Geüniformeerde dekkingsgraad



Bron: Pensioen- en Verzekeringskamer.

<sup>2)</sup> Het aantal deelnemers wordt gevormd door de pensioenontvangende deelnemers, de premiebetalende deelnemers (de actieven) en de voormalige deelnemers (slapers). Als gevolg van het meetellen van zowel de actieve als de slapende deelnemers, die wel rechten hebben opgebouwd maar bijvoorbeeld door een overgang naar een ander pensioenfonds geen premie meer betalen en de gepensioneerden die van verschillende pensioenfonds een uitkering ontvangen, treedt een dubbeltelling op. Hierdoor is het aantal betrokken individuen kleiner.

De eis van de PVK om de dekkingsgraad weer op een veilig niveau te brengen, kan maar een beperkt effect hebben op de waarde van de al opgebouwde rechten van de deelnemers. Deze rechten zijn immers contractueel afgesproken en kunnen niet eenzijdig worden aangepast. Alleen voor de toekomstige indexering van de pensioenen hebben pensioenfondsen doorgaans een clause opgenomen dat hiervan kan worden afgeweken bij tegenvallende resultaten, bijvoorbeeld als de beleggingsopbrengsten onder een vooraf bepaald niveau blijven. Voor nieuwe aanspraken kunnen wel andere voorwaarden worden afgesproken zoals een hogere pensioengerechtigde leeftijd, overschakeling van een eind- naar een middenloonregeling of van een afgesproken uitkeringsregeling (defined benefit) naar een afgesproken bijdrageregeling (defined contribution) of een hogere (kostendekkende) premie.

In 2003 zijn de internationale effectenbeurzen weer aangetrokken. Hiervan hebben ook de pensioenfondsen geprofiteerd. Zo behaalden de pensioenfondsen in 2003 een koersstijging op hun aandelen van ruim 15 procent. Afhankelijk van de samenstelling van de beleggingsportefeuille en de berekeningswijze van de verplichtingen zal het effect hiervan op de dekkingsgraad per pensioenfonds verschillen. Eind 2003 lag de geschatte geüniformeerde dekkingsgraad weer rond de 110 procent.

#### **Inkomsten pensioenfondsen te laag**

Het vermogen van de pensioenfondsen is in eerste instantie gevormd met de premies die de deelnemers hebben betaald om hun pensioenrechten op te bouwen. Aan dit vermogen worden de directe beleggingsopbrengsten, zoals rente, dividend en huuropbrengsten, en de koersstijgingen en andere herwaarderings<sup>3)</sup> van de beleggingen (indirecte beleggingsopbrengsten) toegevoegd. Ten laste van het vermogen komen de uitbetaalde pensioenen en de administratiekosten.

In de jaren 1995 tot en met 2003 bedroegen de ontvangen premies gemiddeld 13,7 miljard euro per jaar en de pensioenuitkeringen gemiddeld 18,1 miljard euro per jaar. Aan administratiekosten werd door de pensioenfondsen in deze periode gemiddeld 2,2 miljard euro per jaar uitgegeven. Hiertegenover stonden directe beleggingsopbrengsten van gemiddeld 22 miljard euro per jaar. Aan netto-inkomsten kon zo per saldo gemiddeld 15,4 miljard euro per jaar aan het vermogen worden toegevoegd. Dat was echter beduidend minder dan de gemiddelde stijging van de voorzieningen voor toekomstige pensioenverplichtingen. Deze stegen per jaar met gemiddeld 26,6 miljard euro. Dit verschil tussen netto-inkomsten en toegenomen verplichtingen van gemiddeld ruim 11 miljard euro per jaar is voor een belangrijk deel goedgemaakt door de waarde-stijging van de beleggingen die gemiddeld 8,4 miljard euro per jaar bedroeg. Per saldo resteerde in de periode 1995 tot en met 2003 echter een tekort bij de financiering van de pensioenen van gemiddeld ruim 2,8 miljard euro per jaar.

<sup>3)</sup> In het vervolg van dit artikel zullen koersstijgingen en andere herwaarderings van de beleggingen worden aangeduid als koersstijgingen.

## 5.12 Exploitatie-overzicht van pensioenfondsen

		1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002*	2003*	
		<i>mld euro</i>									
In rekening gebrachte pensioenpremies	a	9,0	9,2	10,1	10,9	11,9	12,9	16,0	20,1	23,6	
Betaalde pensioenuitkeringen	b	13,1	14,3	15,0	15,9	17,7	19,7	20,9	22,3	23,7	
Administratiekosten	c	1,5	1,7	1,8	2,1	2,2	2,7	2,7	2,4	3,0	
Inkomen uit beleggingen van verzekeringstechnische voorzieningen	d	20,1	20,8	21,4	23,5	23,8	23,9	22,4	20,9	20,7	
Saldo	(a-b-c+d)	14,5	14,0	14,6	16,4	15,8	14,5	14,8	16,2	17,6	
Toename voorziening pensioenverplichting		10,9	22,3	17,3	20,4	31,9	40,7	10,4	40,7	44,6	
Koerswinsten/-verliezen op beleggingen		13,5	10,1	29,1	33,0	47,7	3,2	-26,7	-57,0	22,4	

Bron: CBS, Nationale rekeningen 2003, detailgegevens.

Een gemiddeld jaarlijks tekort over de periode 1995 tot en met 2003 betekent niet dat er ook elk jaar een tekort was. In de jaren 1995 tot en met 1999 kenden de pensioenfondsen een positief saldo als de netto-inkomsten geconfronteerd worden met de toename van de pensioenvoorzieningen en de koersveranderingen van de beleggingen. Wel is te zien dat het verschil tussen de netto-inkomsten en de toename van de pensioenverplichtingen, dat in 1995 nog positief was, steeds negatiever werd. Dit betekent dat de pensioenfondsen voor de houdbaarheid van de pensioenen steeds afhankelijker werden van de koersstijging van de beleggingen. Toen deze stijging in 2000 bijna wegviel en in 2001 en 2002 zelfs negatief werd, ontstond er een enorm tekort bij de financiering van de pensioenverplichtingen, wat tot uiting kwam in een dramatische daling van de dekkingsgraad van 150 procent in 1999 tot 108 procent in 2002. In 2003 herstelden de pensioenfondsen zich als gevolg van de toegenomen netto-inkomsten en een koersstijging van de beleggingen met 22,4 miljard euro.

### Bijna de helft van het vermogen in aandelen

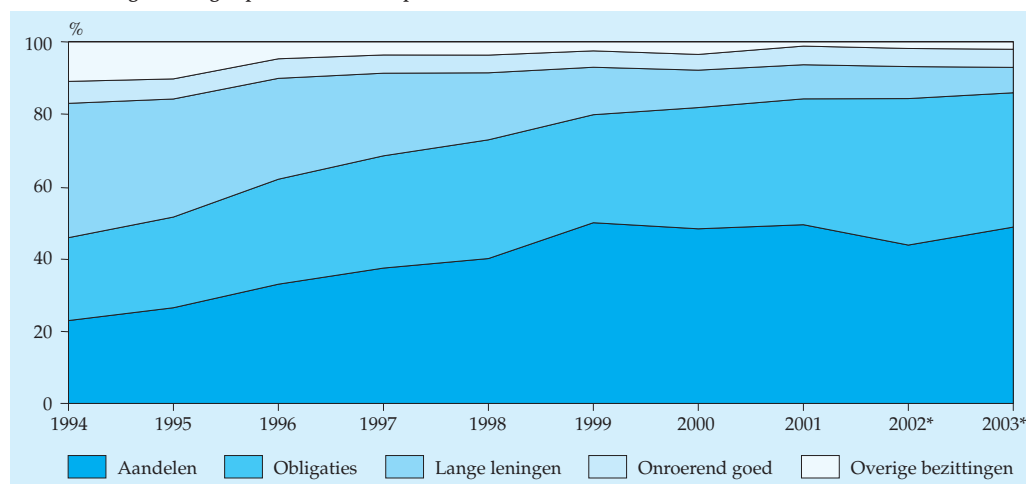
De directe opbrengsten van de belegde pensioenreserves zijn van oudsher een vanzelfsprekende bron voor de pensioenuitkeringen. Deze opbrengsten betekenen een aanvulling op de premie-inkomsten die de pensioenen goedkoop houdt. De koersstijging van de beleggingen (de indirecte opbrengsten) die minder zeker is dan de directe opbrengsten, vormt een extra opbrengst die gebruikt kan worden voor de premieloze toename van de pensioenen, bijvoorbeeld in de vorm van welvaartvaste indexering van de pensioenen.

Begin 1995 was 23 procent van het vermogen van de pensioenfondsen belegd in aandelen, 23 procent in obligaties, 37 procent in lange leningen en 6 procent in onroerend goed. De rest van het vermogen bestond vooral uit liquide middelen en korte termijn vorderingen. Eind 2003 was sprake van een totaal andere verdeling. Toen was 49 procent van het vermogen in aandelen belegd,

37 procent in obligaties en slechts 7 procent in lange leningen. De positie van het onroerend goed was vergelijkbaar met die in 1995.

Een groter belang van aandelen in de beleggingsportefeuilles van de pensioenfondsen betekent, gezien de prestaties van aandelen in het verleden, dat de pensioenfondsen op de lange termijn een hogere opbrengst op hun beleggingen zullen realiseren dan mogelijk is met obligaties of lange leningen. Op de korte termijn neemt echter de kans toe dat de waarde van de beleggingen sterker zal gaan fluctueren omdat de waarde van aandelen volatieler is dan van obligaties en leningen. Dit normale beleggingsrisico weegt nu echter zwaarder doordat de houdbaarheid van de pensioenen afhankelijk is geworden van de koersstijging van de beleggingsportefeuille.

5.13 Verdeling bezittingen pensioenfondsen (per ultimo)



Bron: CBS, Nationale rekeningen 2003.

Van 1995 tot eind 1999 groeide de waarde van de aandelenportefeuille aan tot 226 miljard euro. 1999 was zowel absoluut als relatief, met een aandeel van 50 procent in het totale vermogen, een hoogtepunt. De toename van het aandelenbezit was het gevolg van het per saldo aankopen van aandelen, een beleid dat al vele jaren te zien is, maar vooral ook van de koersstijgingen van de beleggingen. Die liepen op tot 33,9 procent in 1999. In 2000 sloeg de positieve ontwikkeling op de effectenbeurzen om en werd een koersverlies geïncasseerd van 1 procent op de aandelenportefeuille. Door netto-aankopen in ongeveer dezelfde omvang bleef het belang van de aandelenportefeuille in de beleggingen ongeveer gelijk (48 procent). Hetzelfde patroon deed zich voor in 2001, alleen ging het toen om grotere bedragen: er was een koersdaling van 14,2 procent en er werd voor ruim 30 miljard euro aandelen bijgekocht. Blijkbaar was er nog voldoende vertrouwen in aandelen. Dat werd anders in 2002, wanneer de verliezen door koersdalingen oplopen tot ruim 56 miljard euro en er door de pensioenfondsen slechts voor 13 miljard euro werd bijgekocht. Hierdoor daalde het aandeel van de aandelenportefeuille in het totale vermogen tot 44

procent. In 2003 was er weer een koersstijging van ruim 15 procent en werd er voor 15,5 miljard euro bijgekocht. Eind 2003 was het belang van de aandelen in de totale beleggingen daardoor weer gestegen tot 49 procent. Binnen de aandelenportefeuille nam het aandeel van de buitenlandse aandelen toe van rond de 60 procent in de periode 1995–1998 tot 80 procent in 2003.

### **Steeds meer (buitenlandse) obligaties**

Het aandeel van de obligaties in de beleggingsportefeuille van de pensioenfondsen is in de periode 1995–2002 gestaag toegenomen. Alleen in 1999, het jaar waarin de ontwikkeling op de aandelenbeurzen een hoogtepunt bereikte, viel het belang van de obligaties iets terug door de sterke stijging van de waarde van het aandelenbezit van de pensioenfondsen. De stijging van het obligatiebezit was het gevolg van het (bijna elk jaar) per saldo bijkopen van obligaties (gemiddeld 11,5 miljard euro per jaar) en een relatief bescheiden koerswinst van gemiddeld 900 miljoen euro per jaar. Bij de obligaties was een zeer sterke internationalisering van de portefeuille te zien. Het aandeel van de buitenlandse obligaties liep op van 22 procent in 1995 tot 85 procent in 2003.

Anders dan bij de aandelen en obligaties waren er bij de lange leningen elk jaar in de periode 1995–2003 netto-verkopen (gemiddeld 8,1 miljard euro per jaar). De veranderingen in waardering waren beperkt waardoor de omvang van de portefeuille lange leningen is afgenomen van ruim 94 miljard euro begin 1995 naar ruim 30 miljard euro eind 2003. Deze ontwikkelingen bij de lange leningen en de obligaties weerspiegelden de veranderingen binnen de Nederlandse overheidsfinanciën waarbij meer via de openbare kapitaalmarkt werd geleend en tekorten plaatsmaakten voor overschotten. Hierdoor verminderte de uitgifte van lange leningen en obligaties door de Nederlandse staat zodat de pensioenfondsen moesten uitwijken naar andere beleggingen.

### **Stabiele premies gewenst**

De pensioenfondsen hebben gekozen voor een groter belang van aandelen binnen hun beleggingen om zo gebruik te kunnen maken van de structureel hogere opbrengsten van aandelen waardoor lagere pensioenpremies mogelijk zijn. De prijs die voor het beoogde hogere rendement op de lange termijn moet worden betaald, zijn grotere fluctuaties in het vermogen van de pensioenfondsen dan met vastrentende waarden het geval zou zijn geweest. De ontwikkelingen van de dekkingsgraad die hiervan het gevolg waren, heeft in de tweede helft van de jaren negentig geleid tot euforie over het vermogen van de pensioenfondsen waardoor de premies laag werden gehouden of zelfs werden teruggegeven. In de periode dat de aandelenkoersen sterk daalden ontstond echter onrust en werd aangedrongen op noodmaatregelen. Dergelijke reacties ondermijnen het vertrouwen in de Nederlandse pensioenvoorziening. Ook voor de Nederlandse economie was dit schadelijk. Lage pensioenpremies bij sterk stijgende beurskoersen en premiestijgingen bij een neergaande economie werken procyclisch.