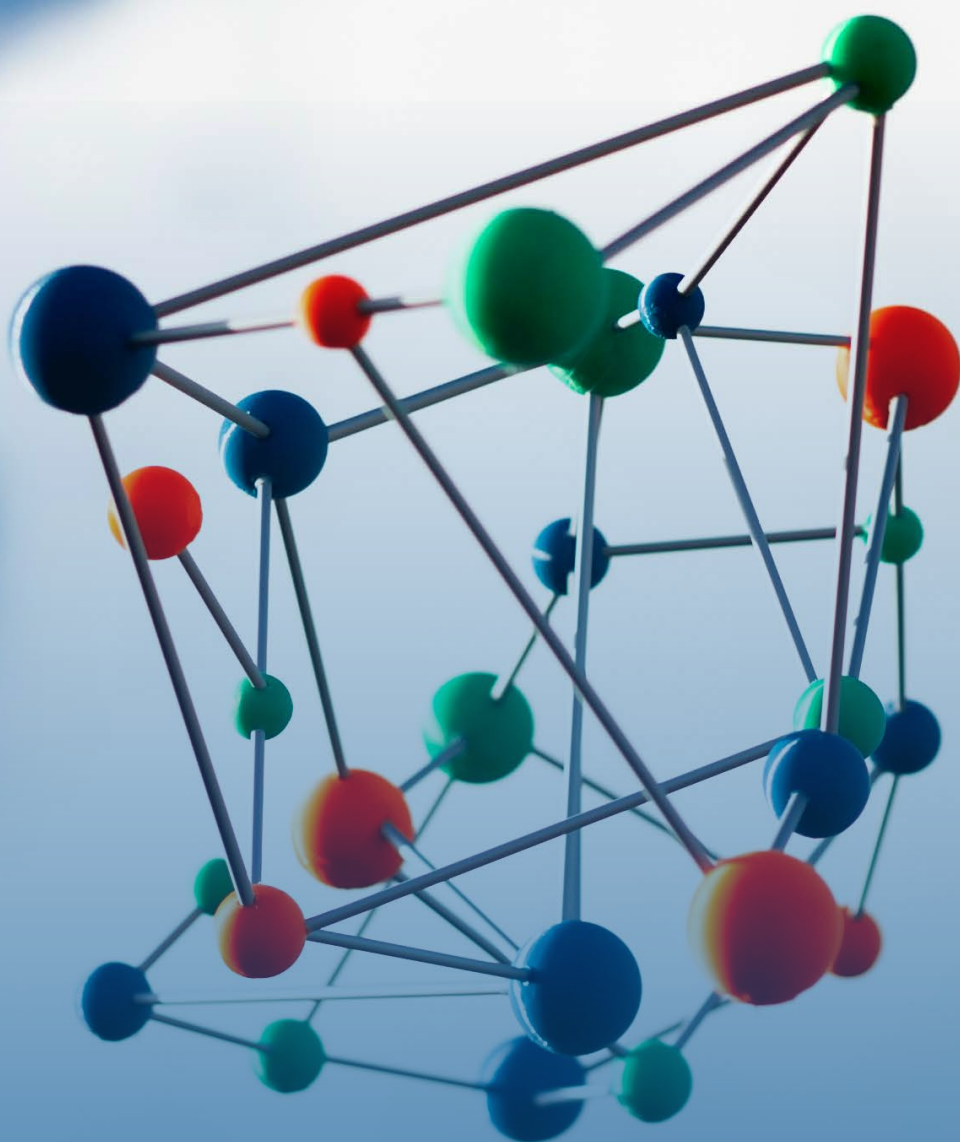




Betaalbare koopkrachtbescherming in het nieuwe stelsel

Martin Bakker en Mark Irwin



November 2022

ORTeC
FINANCE



Inleiding

Ortec Finance heeft aanvullend onderzoek gedaan naar de mogelijkheden om met behulp van de gerichte inzet van de solidariteitsreserve, koopkrachtbescherming te bieden in het nieuwe stelsel. Hieruit blijkt dat een beleid gericht op **gedeeltelijke** koopkrachtbescherming effectief is om forse koopkrachtdalingen te voorkomen, zelfs in extreme economische omstandigheden. **Gedeeltelijke** koopkrachtbescherming is aanzienlijk goedkoper dan een beleid gericht op **maximale** koopkrachtbescherming. De gerichte inzet van de solidariteitsreserve zorgt dat langdurig hoge inflaties zoals we hebben gezien in de jaren 1970, maar ook de recente inflatieschok in 2022, goed geabsorbeerd kunnen worden waardoor de koopkracht in dergelijke situaties grotendeels op peil blijft. Een beleid gericht op gedeeltelijke koopkrachtbescherming is daarmee mogelijk een aantrekkelijke keuze voor sociale partners en fondsbesturen.

In dit artikel analyseren we – net als in de vorige artikelen over de solidariteitsreserve¹ – de mogelijkheden binnen de solidaire premiereregeling. Bij het schrijven van dit artikel is het nog niet duidelijk wat precies de (on)mogelijkheden zijn van de inzet van de risicodelingsreserve in de (collectieve versie van de) flexibele premiereregeling. Als uiteindelijk blijkt dat de mogelijkheden van de risicodelingsreserve vergelijkbaar zijn met die van de solidariteitsreserve, zullen ook in de flexibele regeling koopkrachtrisico's substantieel verlaagd kunnen worden.

¹ ["Hogere en stabielere pensioenen dankzij solidariteitsreserve"](#) en ["Koopkrachtbescherming in de solidaire premiereregeling"](#)





Inhoud

Inleiding	2
Inhoud	3
Nominale of reële zekerheid	4
Solidariteitsreserve effectief	5
Gedeeltelijke koopkrachtbescherming	5
Beleidsvarianten	6
Sturingsmiddelen	7
Economische uitgangspunten	8
Resultaten	9
Resultaten op basis van historische economische scenario's	12
Resultaten kunnen verschillen per fonds	15
Evenwichtigheid	15
Kleinere initiële storting	15
Conclusie	16
Contact	17
Bijlagen	18





Nominale of reële zekerheid

Ortec Finance heeft in twee eerdere artikelen laten zien hoe de solidariteitsreserve (samen met andere sturingsmiddelen) kan worden ingezet om in de uitkeringsfase een daling van nominale of reële uitkeringen te voorkomen. De conclusies waren:

- Een beleid gericht op het voorkomen van een daling van de **nominale** uitkering is zeer effectief: Met een relatief beperkte initiële storting (5% van het fondsvermogen is meer dan genoeg) kan vanaf het transitiemoment een hoge mate van nominale zekerheid geboden worden.
- Een beleid gericht op het voorkomen van een daling van de **reële** uitkering (koopkrachtbehoud) is ook effectief, maar tegelijkertijd veel duurder: er is een veel grotere initiële storting nodig (10% à 15%) en daarnaast moet het projectierendement prudent (lager dan de RTS) worden vastgesteld.

Hiermee lijkt het minder aantrekkelijk om te streven naar koopkrachtbehoud, want veel fondsen zullen op het transitiemoment niet voldoende middelen hebben voor een grote initiële storting en/of zullen niet zoveel vermogen over hebben voor koopkrachtzekerheid. Vermogen dat gebruikt wordt voor de vulling van de solidariteitsreserve kan immers niet meer ingezet worden voor andere doelen, zoals de storting in een compensatiedepot of het verhogen van persoonlijke pensioenkapitalen ('inhaalindexatie').

Tegelijkertijd is er consensus dat de kwaliteit van het pensioen niet alleen wordt bepaald door het niveau van de nominale uitkering, maar ook door de mate waarin de uitkering verhoogd kan worden met de inflatie. In dit artikel laten we zien dat pensioenfondsen de solidariteitsreserve ook kunnen inzetten voor **gedeeltelijke** koopkrachtbescherming. De 'kosten' van koopkrachtbescherming hangen af van de gewenste zekerheid. **Maximale** koopkrachtbescherming is erg duur maar een beleid gericht op **gedeeltelijke** koopkrachtbescherming is veel goedkoper en zorgt in scenario's met zeer hoge inflaties dat de koopkrachtdaling beperkt blijft, zo blijkt uit het onderzoek. Daarmee is een dergelijk beleid mogelijk een aantrekkelijk alternatief voor sociale partners en fondsbesturen.

We laten de werking en de resultaten van verschillende invullingen van het beleid zien aan de hand van een stochastische ALM-analyse, een tweetal historische economische scenario's en aan de hand van de situatie in 2022.



Solidariteitsreserve effectief

In eerdere onderzoeken lieten we zien hoe het komt dat de solidariteitsreserve zo effectief is². In de solidaire premieregeling kan – d.m.v. de ‘Ortec-methode’ – in de uitkeringsfase met een relatief kleine buffer een grotere mate van zekerheid (zowel nominaal als reëel) bereikt worden dan in het FTK. De effectiviteit van de solidariteitsreserve is met deze aanpak zo groot doordat:

1. Bij slechte (over)rendementen niet het hele persoonlijke pensioenkapitaal maar alleen de uitkeringen (nominaal of reëel) in het betreffende jaar worden gerepareerd, zodat de reparatie betaalbaar blijft³.
2. Reparaties alleen in de uitkeringsfase – dus alleen voor de gepensioneerden – worden uitgevoerd.

Door deze twee keuzes wordt er in slechte jaren een veel kleiner⁴ bedrag uit de solidariteitsreserve onttrokken dan wanneer geprobeerd zou worden om voor iedereen alle toekomstige uitkeringen aan te vullen vanuit de solidariteitsreserve. Omdat er in slechte jaren relatief weinig uit de solidariteitsreserve onttrokken wordt, kunnen verlagingen van pensioenen lang worden uitgesteld. Markten zijn doorgaans allang hersteld voordat de reserve leeg dreigt te raken waardoor uitstel van een verlaging van uitkeringen met grote kans gevolgd wordt door afstel. Althans, als we kijken naar het verleden. Het is natuurlijk goed mogelijk dat slechte rendementen en/of hoge inflaties in de toekomst veel langer aanhouden dan in het verleden, waardoor de inzet van de solidariteitsreserve een verlaging van de uitkeringen uiteindelijk niet kan voorkomen, maar dat geldt voor elk kapitaal gedekt pensioensysteem en dus ook voor het huidige FTK.

Gedeeltelijke koopkrachtbescherming

In dit artikel laten we zien hoe het beleid ingericht zou kunnen worden als het doel is om *gedeeltelijke* koopkrachtbescherming te bieden. Met gedeeltelijke koopkrachtbescherming wordt bedoeld dat er met het beschikbare budget vanuit de solidariteitsreserve wordt geprobeerd om zo veel mogelijk de pensioenuitkeringen te verhogen met de prijsinflatie, maar waarbij onderkend wordt dat dit bij langdurig slechte rendementen en/of hoge inflaties maar gedeeltelijk mogelijk is. De mate waarin het lukt om de koopkracht op peil te houden is, naast de ontwikkeling van rendementen en inflaties, afhankelijk van de initiële storting die het fonds beschikbaar/ervoor over heeft, de mate waarin de reserve jaarlijks wordt aangevuld vanuit overrendement en/of premie, en van het gekozen projectierendement.

² “[Hogere en stabielere pensioenen dankzij solidariteitsreserve](#)” en “[Koopkrachtbescherming in de solidaire premieregeling](#)”

³ Als vanuit de solidariteitsreserve een reparatie van het hele persoonlijke pensioenkapitaal betaald zou moeten worden, ben je impliciet ook alle toekomstige uitkeringen aan het repareren en dat is al snel onbetaalbaar.

⁴ Ongeveer een factor 30 kleiner.



Beleidsvarianten

We vergelijken in dit artikel vier mogelijke beleidsvarianten uit het nieuwe stelsel:

- Een beleid zonder solidariteits- of risicodelingsreserve (individuele flexibele premieregeling)
- Een beleid met een solidariteitsreserve gericht op het voorkomen van dalingen van het **nominale** pensioen in de uitkeringsfase
- Een beleid met een solidariteitsreserve gericht op het voorkomen van dalingen van het **reële** pensioen in de uitkeringsfase: **maximale** koopkrachtbescherming
- Een beleid met een solidariteitsreserve gericht op het voorkomen van grote dalingen van het **reële** pensioen in de uitkeringsfase: **gedeeltelijke** koopkrachtbescherming
 - De koopkracht mag in deze variant dalen met maximaal 0,5% per jaar

Voorkom een lege solidariteitsreserve

Het is belangrijk om te voorkomen dat de solidariteitsreserve leeg raakt om twee redenen:

- 1. Evenwichtigheid:** Als de reserve leeg raakt, dan is er waarschijnlijk te veel aan bepaalde generaties gepensioneerd uitgekeerd, waardoor er niets meer over is voor toekomstige generaties. Toekomstige generaties zullen bij een lege reserve niet alleen niets ontvangen als de uitkering omlaag dreigt te gaan, maar moeten daarnaast ook (mee)betalen om de reserve weer aan te vullen. Dat lijkt niet evenwichtig.
- 2. Voorkomen grote daling uitkering ineens:** Als de reserve leeg raakt dan hebben de ontvangende generaties gepensioneerd waarschijnlijk te lang ‘boven hun stand’ geleefd: ze hebben gedurende langere tijd een substantieel hogere uitkering ontvangen dan gedekt wordt door hun persoonlijke pensioenkapitaal. Als de reserve leeg raakt zal de uitkering moeten worden aangepast aan het niveau van het persoonlijke pensioenkapitaal, wat ineens tot een grote verlaging van de uitkering kan leiden. De vul- en verdeelregels moeten zodanig worden ingeregeld dat het niet mogelijk is om (te) lang boven je stand te leven, om een grote daling ineens te voorkomen.

Er zijn een aantal manieren waarop een lege solidariteitsreserve voorkomen kan worden als de solidariteitsreserve wordt ingezet voor koopkrachtbescherming. Drie belangrijke manieren zijn:

- Een maximaal jaarlijks budget vaststellen dat beschikbaar is voor het aanvullen van uitkeringen vanuit de solidariteitsreserve
- Een maximale jaarlijkse koopkrachtdaling vaststellen
- Een maximaal te compenseren inflatieniveau vaststellen

Bij het beleid gericht op gedeeltelijke koopkrachtbescherming, hanteren we een combinatie van de eerste twee manieren. Er wordt dus geen maximaal inflatieniveau vastgesteld. Dit is ook niet nodig omdat het maximale jaarlijkse budget ervoor zorgt dat er ‘automatisch’ voor gezorgd wordt dat er niet te veel geld uit de solidariteitsreserve kan worden onttrokken⁵.

⁵ Bij een goed gevulde solidariteitsreserve is het waarschijnlijk niet nodig om bij bijvoorbeeld een inflatie van 7% de verhoging van de pensioenen te beperken tot een maximum van 5% en bij een slecht gevulde solidariteitsreserve is er sowieso onvoldoende budget vanuit de solidariteitsreserve om een verhoging van de pensioenen met 5% te kunnen financieren.



Sturingsmiddelen

In **Tabel 3** in de bijlage wordt een overzicht gegeven van de invulling van een aantal belangrijke sturingsmiddelen in de verschillende geanalyseerde beleidsvarianten. Alle varianten zijn gericht op meer/minder bescherming in de uitkeringsfase. De belangrijkste verschillen zitten in de vul- en verdeelregels van de solidariteitsreserve:

- **Het doel van de solidariteitsreserve (nominaal of reëel sturen)**
 - Zonder reële sturing is er nauwelijks sprake van koopkrachtbescherming
- **De omvang van de initiële storting**
 - Een grotere initiële storting zorgt voor meer koopkrachtbescherming
- **De jaarlijkse aanvulling van de solidariteitsreserve uit premie en/of overrendement**
 - Een grotere jaarlijkse bijdrage zorgt voor meer koopkrachtbescherming
- **Het maximumniveau van de solidariteitsreserve**
 - Een hoger maximumniveau zorgt voor meer koopkrachtbescherming
- **Het maximale jaarlijkse budget vanuit de solidariteitsreserve**
 - Een hoger maximaal budget zorgt voor meer koopkrachtbescherming in de uitkeringsfase, maar ook voor meer risico dat de solidariteitsreserve wordt 'leeggetrokken' waardoor er te weinig overblijft voor toekomstige generaties
- **De maximaal geaccepteerde koopkrachtdaling**
 - Hoe minder koopkrachtdaling acceptabel geacht wordt in de uitkeringsfase, hoe hoger de benodigde financiering (initiële storting en jaarlijkse aanvulling uit premie en/of overrendement) van de solidariteitsreserve
- **Het projectierendement**
 - Een lager projectierendement zorgt voor meer koopkrachtbescherming in de uitkeringsfase maar ook voor een impliciete 'laag-hoog constructie'

Het beleggingsbeleid en het uitkeringsbeleid is in alle beleidsvarianten identiek:

- 90% overrendement voor jongeren en 35% voor gepensioneerden
- 0% beschermingsrendement voor jongeren en 100% voor gepensioneerden
- Schokken worden in de uitkeringsfase vier jaar gespreid
- Projectierendement: RTS zonder op- of afslag

In de varianten met een solidariteitsreserve wordt de reserve in alle gevallen jaarlijks (aan)gevuld met 10% van het overrendement (mits positief)⁶ van alle deelnemers en is het 'beleggingsbeleid' van de solidariteitsreserve gelijk aan het fondsbeleid.

⁶ Als de reserve al op haar maximum is, is een verdere aanvulling van de reserve niet mogelijk en wordt het overrendement gebruikt om de persoonlijke pensioenkapitalen te verhogen.



Economische uitgangspunten

De lange termijn verwachtingswaarden van de belangrijkste economische drivers uit de gehanteerde set met economische toekomstscenario's zijn:

1. Nederlandse prijsinflatie: iets onder 2%
2. Lange Europese rente: iets boven 2%
3. Jaarlijks (geometrisch) rendement op de returnportefeuille: 5%

De resultaten van een analyse naar de mogelijkheden om koopkrachtbescherming te bieden, zijn uiteraard sterk afhankelijk van de gehanteerde inflatiescenario's. In de gehanteerde scenarioset is de inflatie gemiddeld circa 2%, maar ook scenario's met zeer hoge inflaties (> 15%) zijn onderdeel van de set, maar alleen aan de randen van de verdeling (zie bijlage). Naast stochastische analyses in het eerste deel, wordt er in het tweede deel van deze rapportage ook specifiek ingezoomd op enkele deterministische scenario's met (zeer) hoge inflaties.

Resultaten

In **Tabel 1** vergelijken we de koopkrachtrisico's tijdens de uitkeringsfase van de vier invullingen voor de huidige gepensioneerden (75-jarige) en de verre toekomst (25-jarige). In de variant gericht op gedeeltelijke koopkracht bescherming wordt een koopkrachtdaling van maximaal 0,5% per jaar geaccepteerd. We meten in hoeverre dat lukt. Daarnaast meten we hoe groot de koopkrachtdaling is in de gevallen dat dat niet lukt.

Kortingen	Geen reserve	Nominale bescherming	Gedeeltelijke KK-bescherming	Maximale KK-bescherming
Kans op reële korting				
Kans op reële korting >0.5% 25-jarige	14,4%	14,5%	1,1%	0,5%
Kans op reële korting >0.5% 75-jarige	39,7%	40,9%	0,3%	0,1%
Omvang reële korting				
Reële korting >0.5% 25-jarige	-3,4%	-2,8%	-5,7%	-6,8%
Reële korting >0.5% 75-jarige	-3,0%	-2,4%	-9,7%	-9,9%

Tabel 1: Kans op een koopkrachtdaling van meer dan 0,5% per jaar en gemiddelde omvang⁷

In **Tabel 1** is te zien dat bij 'Geen reserve' en bij 'Nominale bescherming' de kans op een daling van de koopkracht in de uitkeringsfase in enig jaar met meer dan 0,5% zowel in de verre toekomst (25-jarige)⁸ als voor de huidige gepensioneerden (75-jarige) veel groter is dan bij de varianten met gedeeltelijke- en met maximale koopkrachtbescherming. De gemiddelde omvang van een koopkrachtdaling is ook lager bij 'Geen reserve' en bij 'Nominale bescherming' maar daar geldt dat de schijn bedriegt: In de specifieke scenario's waar de koopkrachtdaling zeer groot is bij de varianten gericht op koopkrachtbescherming, is de koopkrachtdaling bij 'Geen reserve' en bij 'Nominale bescherming' nog groter. Dit is niet zichtbaar in de tabel omdat de gemiddelde omvang verdund wordt door een groot aantal kleinere koopkrachtdalingen. In termen van kans x schade is koopkrachtbescherming vele malen groter in de varianten die dat tot doel hebben.

⁷ Overlevingskans gewogen over de gehele uitkeringsperiode.

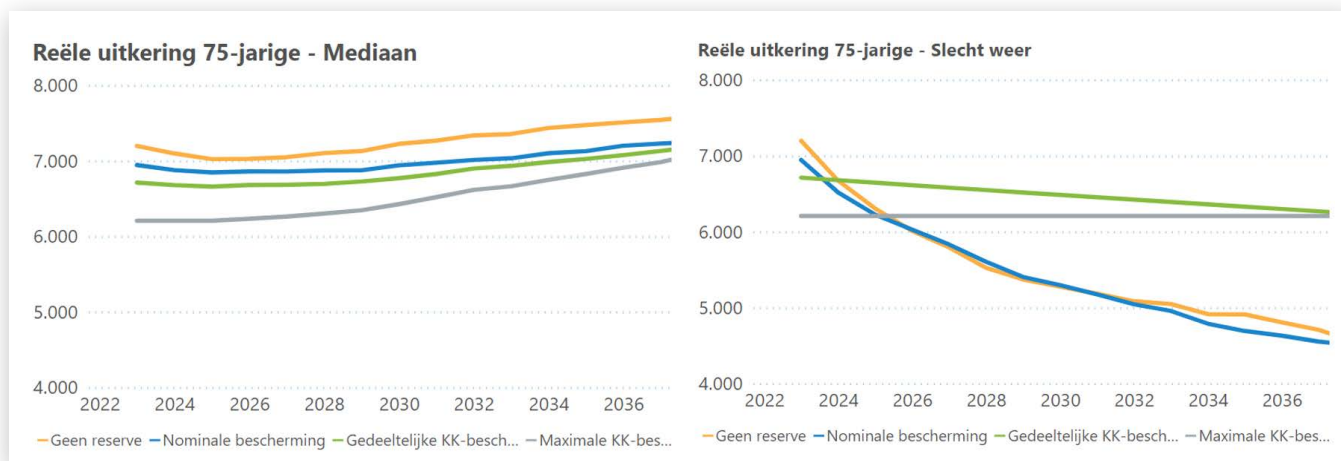
⁸ Met een verlaging voor 25-jarigen bedoelen we een verlaging als de huidige 25-jarigen eenmaal (over 43 jaar) in de uitkeringsfase zijn beland.

Kortingen	Geen reserve	Nominale bescherming	Gedeeltelijke KK-bescherming	Maximale KK-bescherming
Kans op korting				
Kans op korting 25-jarige	8,3%	<0,1%	0,5%	0,2%
Kans op korting 75-jarige	22,8%	<0,1%	0,2%	<0,1%
Omvang korting				
Gemiddelde korting 25-jarige	-1,6%	-1,3%	-4,2%	-5,0%
Gemiddelde korting 75-jarige	-1,5%	-3,5%	-6,4%	-5,8%

Tabel 2: Kans op een daling van de nominale uitkeringen van jaar-op-jaar

In Tabel 2 is te zien dat bij 'Geen reserve' de kans op een daling van de nominale uitkering zowel in de verre toekomst (25-jarige) als voor de huidige gepensioneerden (75-jarige) veel groter is dan bij de varianten met solidariteitsreserve. De solidariteitsreserve zorgt voor een hoge mate van nominale zekerheid in de uitkeringsfase, ook bij de beleidsvarianten gericht op (gedeeltelijke) koopkrachtbescherming.

In Figuur 1 wordt de ontwikkeling van de reële uitkering van een 75-jarige getoond in een verwacht scenario en in een 'slecht-weer' scenario⁹. Een stijging/daling van de reële uitkering is hetzelfde als een stijging/daling van de koopkracht.



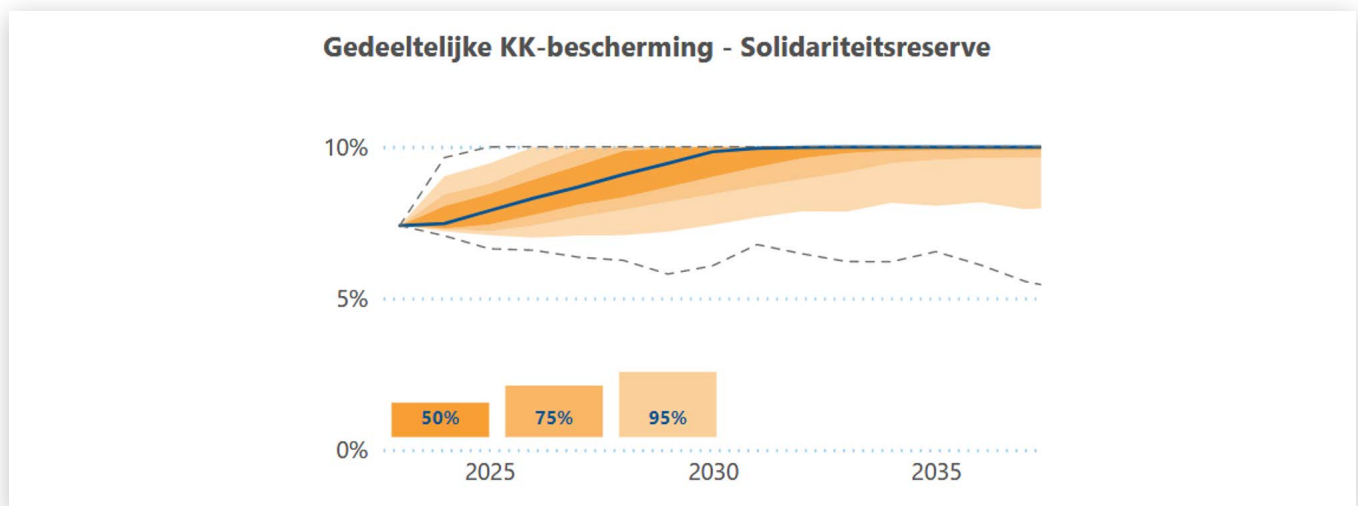
Figuur 1: Ontwikkeling van de reële uitkering van een gepensioneerde in een verwacht scenario (links) en in een slecht-weer scenario (rechts)

⁹ Een verwacht scenario is gedefinieerd als het middelste (mediane) resultaat. Een 'slecht-weer scenario' is gedefinieerd als het 5% slechtste (5% VaR) resultaat.

In **Figuur 1** is te zien dat het startniveau van de reële uitkering van een 75-jarige het hoogst is bij 'Geen reserve'. Dit komt doordat er geen initiële storting in de solidariteitsreserve gedaan hoeft te worden waardoor de persoonlijke pensioenkapitalen (en daarmee de uitkeringen) bij aanvang hoger zijn. Omdat de variant gericht op maximale koopkrachtbescherming de hoogste initiële storting kent (12,5%) en omdat daarnaast het projectierendement met 0,5% verlaagd is, heeft deze variant de laagste uitkering bij aanvang.

De verwachte reële uitkering (links) ontwikkelt zich in alle contractinvullingen vervolgens vergelijkbaar. Puur kijkend naar de verwachte reële uitkering levert 'Geen reserve' de beste resultaten.

Een slecht-weer scenario laat een ander beeld zien: De reële uitkering daalt fors bij 'Geen reserve' en ook bij 'Nominale bescherming'. Nominale bescherming helpt niet als de inflatie oploopt. Bij een beleid gericht op maximale koopkrachtbescherming blijft de koopkracht op peil. Bij een beleid gericht op gedeeltelijke koopkrachtbescherming daalt de koopkracht iets, maar veel minder dan bij 'Geen reserve' en bij 'Nominale bescherming'.



Figuur 2: Ontwikkeling van de omvang van de solidariteitsreserve als % van het totale vermogen

In **Figuur 2** is de ontwikkeling van de solidariteitsreserve (als percentage van het totale vermogen) in de komende 15 jaar te zien van de variant gericht op gedeeltelijke koopkrachtbescherming. Voor alle geanalyseerde varianten geldt dat de solidariteitsreserve jaarlijks wordt gevuld met 10% van het overrendement (mits positief) van alle deelnemers, waardoor de reserve in de meeste scenario's na verloop van tijd op het maximumniveau ligt. Op dat moment is er geen aanvulling vanuit overrendement nodig waardoor de bijdrage van jongeren over de gehele horizon in het overgrote deel van de scenario's zeer beperkt is. Het maximale jaarlijkse budget van 10% zorgt ervoor dat de solidariteitsreserve nooit helemaal leeg raken. Zelfs in zeer slechte scenario's blijft de reserve redelijk gevuld zodat ook toekomstige generaties gepensioneerden er van kunnen profiteren.

Resultaten op basis van historische economische scenario's

We tonen de resultaten van de vier beleidsvarianten nogmaals op basis van (zeer slechte) historische economische omstandigheden. We focussen hierbij op een periode met hoge inflaties (jaren 70), een periode met slechte aandelenrendementen (2000 - 2002 en 2008) en we kijken ook naar de omstandigheden in 2022 (zowel slechte rendementen als een zeer hoge inflatie). Eerst beschrijven we de drie scenario's die allen een horizon hebben van 15 jaar.

Jaren-70 scenario (1970 - 1985)

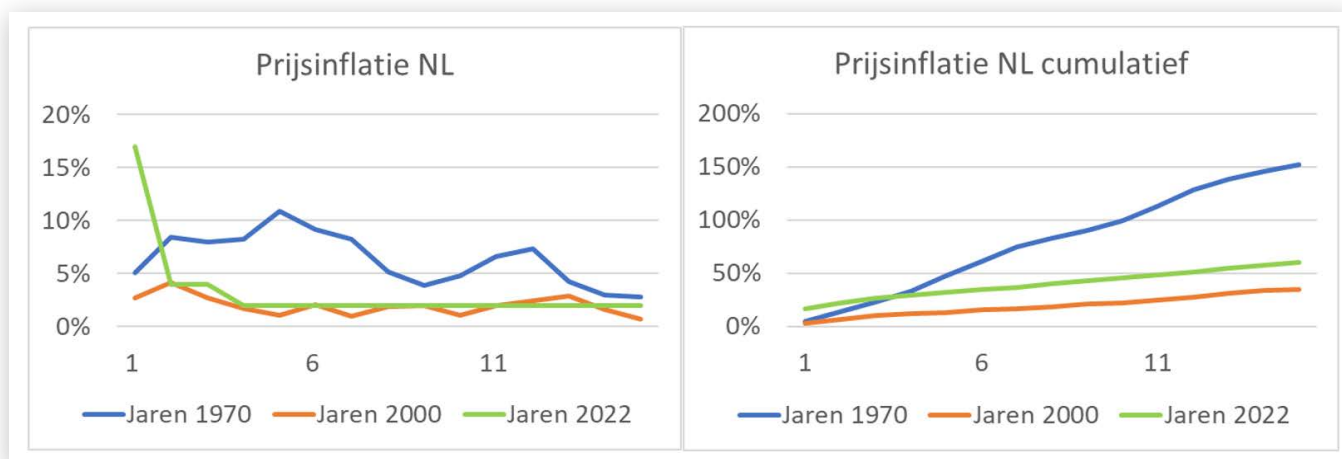
Het jaren-70 scenario wordt gekenmerkt door zeer hoge inflaties en ook hoog oplopende rentes. Dat laatste heeft geen directe invloed op de lopende pensioenuitkeringen omdat de gepensioneerden 100% beschermingsrendement krijgen.

Jaren-2000 scenario (2000 - 2015)

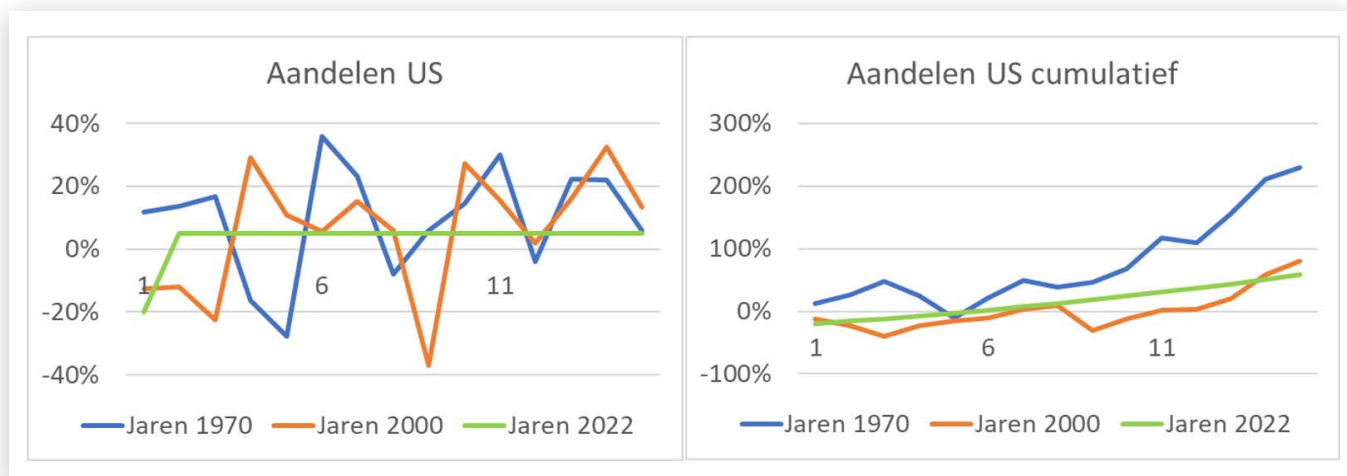
In het jaren-2000 scenario is de inflatie veel lager dan in het jaren-1970 scenario, maar er is wel sprake van twee grote crashes op de aandelenmarkten: in 2000 - 2002 (dot-com crisis) en 2008 (kredietcrisis).

Jaren-2022 scenario (2021 - 2036)

Het jaren-2022 scenario wordt gekenmerkt door een zeer hoog oplopende inflatie, snel oplopende rente en negatieve aandelenrendementen in 2022. We hanteren de periode ultimo september 2021 – 2022 voor het eerste jaar van dit scenario. Voor de volgende 14 jaren hanteren we voor de rentes de forwards, en voor de Nederlandse prijsinflatie, de forwards van de korte Europese break-even inflatie (allen o.b.v. de situatie per 30/9/2022), resulterend in een prijsinflatie van 17% in 2022, circa 4% in 2023 en 2024 en circa 2% in de jaren die volgen. Voor de returnportefeuille gaan we uit van een rendement van -20% in 2022 gevolgd door een jaarlijks rendement van 5%.

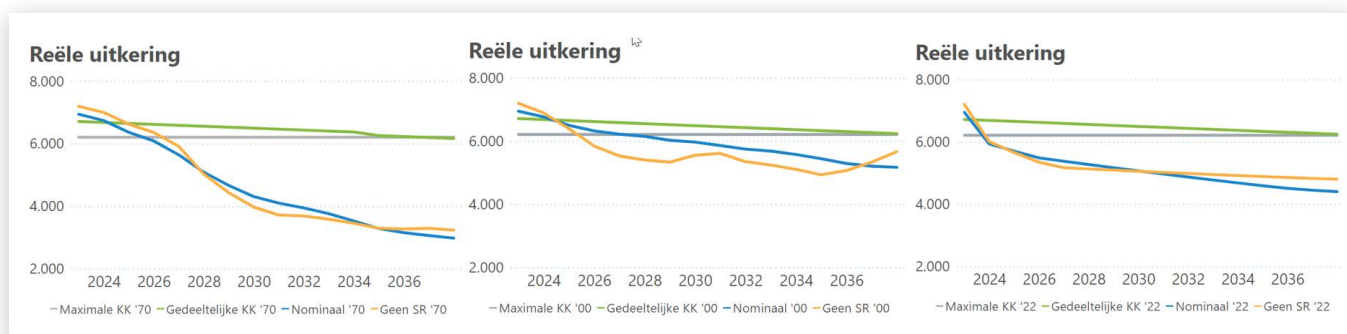


Figuur 3: Ontwikkeling Nederlandse prijsinflatie in drie scenario's



Figuur 4: Ontwikkeling US aandelenrendementen in drie scenario's

In **Figuur 4** wordt de ontwikkeling van de reële uitkering van een 75-jarige getoond in de drie scenario's¹⁰. Een stijging/daling van de reële uitkering is hetzelfde als een stijging/daling van de koopkracht.



Figuur 4: Reële uitkeringen jaren-1970 (links), jaren-2000 (midden) en jaren-2022 (rechts)

We zien in alle drie de scenario's hetzelfde beeld bij de vier beleidsvarianten:

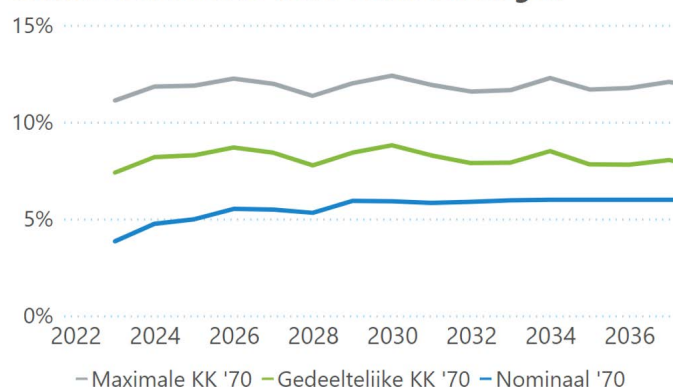
- De uitkering bij 'Geen reserve' (oranje) start het hoogst maar de koopkracht daalt vervolgens fors
- De nominale variant (blauw) start iets lager maar zakt ook ver weg. De nominale bescherming helpt niet om de koopkracht op peil te houden.
- Gedeeltelijke koopkrachtbescherming (groen) start nog iets lager maar de koopkrachtdaling is beperkt.
- Maximale koopkrachtbescherming (grijs) start het laagst maar de koopkracht blijft in alle drie de scenario's op peil.

Merk op dat de solidariteitsreserve alleen bescherming biedt tegen koopkrachtverlies in de **uitkeringsfase** en niet in de **opbouwfase**. In de opbouwfase moet met voldoende premie en rendement voldoende kapitaal worden opgebouwd voor een adequate uitkering bij de start van de uitkeringsfase.

¹⁰ In deze deterministische scenario's is een vereenvoudigd model gehanteerd met slechts twee beleggingscategorieën: staatsobligaties en aandelen. In de eerder getoonde resultaten van de ALM-analyses werden goed gediversifieerde matching- en returnportefeuilles gehanteerd.



Solidariteitsreserve t.o.v. totale vermogen



Figuur 5: Ontwikkeling van de solidariteitsreserve in het jaren 70-scenario

In **Figuur 5** is de ontwikkeling van de solidariteitsreserve (als percentage van het totale vermogen) in het jaren 70-scenario te zien.

In de varianten gericht op (gedeeltelijke) koopkrachtbescherming schommelt de omvang van de reserve rondom het startniveau. In het jaren 70 scenario kunnen de rendementen op aandelen in de uitkeringsfase de inflatie niet bijhouden, maar toch daalt de reserve niet fors als de uitkeringen jaar-op-jaar worden gecompenseerd voor de langdurig hoge inflaties. Dit komt doordat er steeds maar een klein stukje (namelijk de uitkeringen in het betreffende jaar) gerepareerd wordt, terwijl de toevoeging van 10% van het overrendement (mits positief) over het hele fondsvermogen berekend wordt. Hierdoor is de instroom en uitstroom per jaar in dit scenario ongeveer gelijk. Zonder voldoende rendement zal het uiteindelijk niet lukken om voorbij de horizon van 15 jaar de uitkeringen te blijven compenseren maar het kan nog vele jaren duren voordat dit leidt tot een substantiële koopkrachtdaling¹¹. De solidariteitsreserve stijgt in de nominale variant omdat hier niet geprobeerd wordt om te compenseren voor de hoge prijsinflaties.

¹¹ Als het historische scenario verder zou worden doorgetrokken zou de koopkracht blijvend op peil gehouden kunnen worden vanwege de zeer hoge rendementen in de jaren tachtig en negentig.



Resultaten kunnen verschillen per fonds

Het onderzochte voorbeeldfonds is iets jonger dan ‘gemiddeld’ en heeft een nog relatief beperkt aantal gepensioneerden, maar wel een grote groep oudere actieven die in de komende 10 jaar met pensioen gaan. De duration van de pensioenverplichtingen is 19 op het startpunt van de analyses (1 januari 2022). Er zijn veel Nederlandse pensioenfondsen met vergelijkbare karakteristieken, maar er zijn ook veel fondsen die substantieel ‘groener’ of ‘grijzer’ zijn. In het algemeen kan gesteld worden dat het voor grijze fondsen moeilijker zal zijn om de koopkracht op peil te houden omdat een ‘koopkrachtreparatie’ in de uitkeringsfase duurder is omdat er meer gepensioneerden zijn. Voor een groen fonds geldt het omgekeerde.

Evenwichtigheid

De solidariteitsreserve wordt in alle onderzochte varianten gevuld door middel van een initiële storting en vervolgens jaarlijks aangevuld met 10% overrendement (mits positief) van iedereen. De initiële storting wordt voor het grootste deel betaald door oudere actieven en pas gepensioneerden omdat zij het grootste deel van het fondsvermogen bezitten. Zij betalen het meest maar kunnen ook direct of binnen enkele jaren profiteren van de reserve. Jongeren betalen er maar weinig aan mee omdat ze nog maar weinig kapitaal hebben opgebouwd. Het jaarlijkse overrendement wordt wel deels door jongeren betaald. Dat lijkt wellicht onevenwichtig omdat jongeren pas op zeer lange termijn (als ze zelf in de uitkeringsfase zijn) bescherming van de reserve genieten. De reserve zal bij redelijke of goede economische omstandigheden echter veelal maximaal gevuld zijn waardoor de jongeren in die situaties niets hoeven bij te dragen aan de reserve. Een analyse per generatie naar de baten en lasten van de solidariteitsreserve kan inzicht geven in evenwichtigheidsaspecten van de solidariteitsreserve. Daarnaast moet natuurlijk de transitie als geheel op evenwichtigheid beoordeeld worden.

Kleinere initiële storting

Sociale partners moeten beslissen over de doelen waarvoor de solidariteitsreserve wordt ingezet en het fondsbestuur moet het beleid zodanig inrichten dat deze doelen bereikt kunnen worden. Uit het onderzoek blijkt dat een beleid gericht op gedeeltelijke koopkrachtbescherming effectief is en daarmee is het voor sociale partners die koopkrachtbescherming hoog in het vaandel hebben staan zinvol om de solidariteitsreserve voor dit doel in te zetten. Er wordt een 8% initiële storting gehanteerd bij de analyse van de variant gericht op gedeeltelijke koopkrachtbescherming. Wellicht blijkt op het transitiemoment dat er onvoldoende middelen aanwezig zijn voor een dergelijke storting. Er kan ook gekozen worden voor een kleinere initiële storting van bijvoorbeeld 4%. Het gevolg is dat de koopkrachtbescherming (in ieder geval in de eerste jaren) wat minder is omdat het langer duurt voordat de solidariteitsreserve het niveau heeft waarbij grote aandelen- en/of inflatieschokken langdurig kunnen worden geabsorbeerd. Een kleinere initiële storting betekent waarschijnlijk ook dat de solidariteitsreserve wat minder door ouderen en wat meer door jongeren gevuld wordt. Een analyse per generatie naar de baten en lasten van de solidariteitsreserve kan inzicht geven in evenwichtigheidsaspecten.

Er kan natuurlijk ook gekozen worden voor een structureel kleinere omvang van de solidariteitsreserve en/of een structureel lagere jaarlijkse aanvulling. Bij zeer grote aandelen- en/of inflatieschokken zal het dan niet lukken om de koopkracht op peil te houden maar bij minder grote schokken nog wel.



Conclusie

Ortec Finance heeft aanvullend onderzoek gedaan naar de mogelijkheden om met behulp van de gerichte inzet van de solidariteitsreserve, koopkrachtbescherming te bieden in het nieuwe stelsel. Hieruit blijkt dat een beleid gericht op **gedeeltelijke** koopkrachtbescherming effectief is om een forse koopkrachtdalingen te voorkomen, zelfs in extreme economische omstandigheden. **Gedeeltelijke** koopkrachtbescherming is aanzienlijk goedkoper dan een beleid gericht op **maximale** koopkrachtbescherming. De gerichte inzet van de solidariteitsreserve zorgt dat langdurig hoge inflaties zoals we hebben gezien in de jaren 1970, maar ook de recente inflatieschok in 2022, goed geabsorbeerd kunnen worden waardoor de koopkracht in dergelijke situaties grotendeels op peil blijft. Een beleid gericht op gedeeltelijke koopkrachtbescherming is daarmee mogelijk een aantrekkelijke keuze voor sociale partners en fondsbesturen.

Contact



Martin Bakker

Senior Consultant

+31 (0)6 13 13 54 68

martin.bakker@ortec-finance.com



Mark Irwin

Senior Consultant

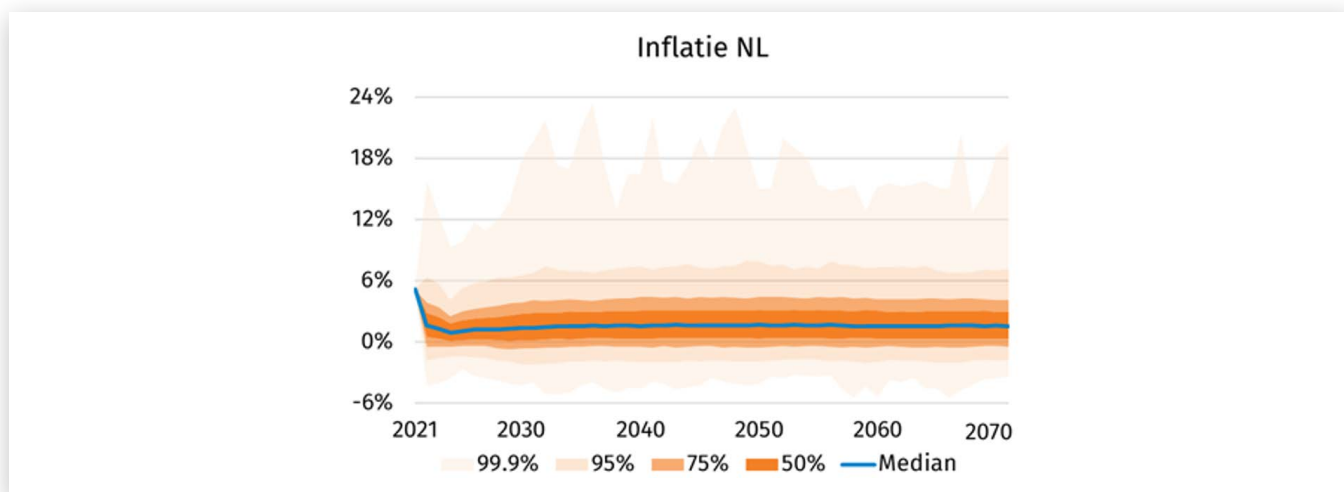
+31 (0)10 700 5000

mark.irwin@ortec-finance.com

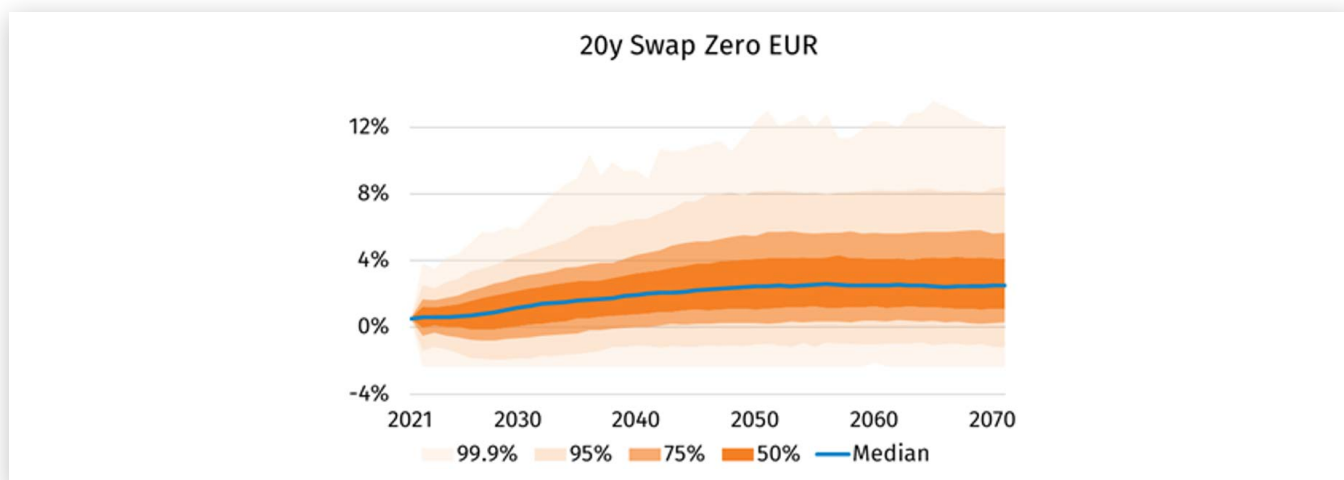
Bijlagen

		<i>Geen reserve</i>	<i>Nominale bescherming</i>	<i>Maximale KK bescherming</i>	<i>Gedeeltelijke KK bescherming</i>
Beleggingsbeleid	Overrendement jongeren	90%	90%	90%	90%
	Beschermingsrendement jongeren	0%	0%	0%	0%
	Start afbouw risico (# jaren voor pensionering)	15	15	15	15
	Overrendement gepensioneerden	35%	35%	35%	35%
	Beschermingsrendement gepensioneerden	100%	100%	100%	100%
Solidariteitsbeleid	Initiele storting	nvt	4%	12.5%	8%
	Belegingsbeleid SR	nvt	conform fondsbeleid	conform fondsbeleid	conform fondsbeleid
	Maximum t.o.v. pensioenvermogen	nvt	6%	15%	10%
	Maximum jaarlijks budget t.o.v. omvang SR	nvt	10%	10%	10%
	Vullen SR	nvt	10% overrendement (mits positief)	10% overrendement (mits positief)	10% overrendement (mits positief)
	Verdelen SR	nvt	Voorkomen daling nominale uitkering	Voorkomen daling reele uitkering	Voorkomen daling reele uitkering
	Maximale jaarlijkse koopkrachtdaling	nvt	nvt	0%	0.50%
Uitkeringsbeleid	Spreads van schokken	4 jaar	4 jaar	4 jaar	4 jaar
	Projectierendement	RTS	RTS	RTS +/- 0,5%	RTS

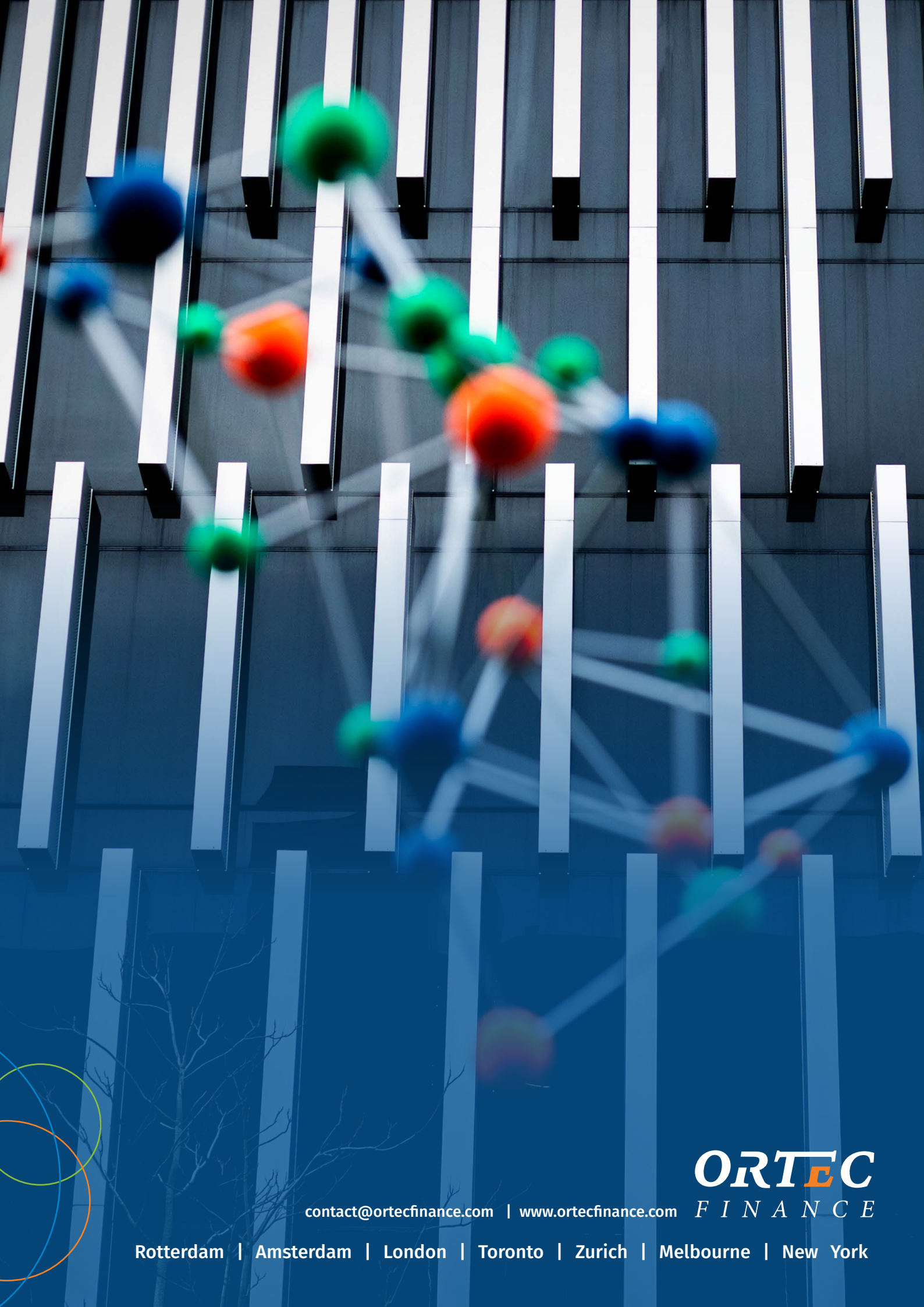
Tabel 3: Invulling van de belangrijkste sturingsinstrumenten bij verschillende doelstellingen



Figuur 6: Ontwikkeling van de Nederlandse prijsinflatie in de stochastische analyse



Figuur 7: Ontwikkeling van de 20-jars Europese swaprente in de stochastische analyse



ORTEC
FINANCE

contact@ortecfinance.com | www.ortecfinance.com

Rotterdam | Amsterdam | London | Toronto | Zurich | Melbourne | New York