

Koopkrachtbescherming in de solidaire premieregeling

Oktober 2022

108.365



Uit Ortec Finance onderzoek blijkt dat het inflatierisico in de solidaire premieregeling goed bestreden kan worden. Door een gerichte inzet van de verschillende beschikbare (nieuwe) sturingsmiddelen blijft de koopkracht van de pensioenuitkeringen met grote kans op peil. Een hoge mate van reële zekerheid is echter 'duur' en daarom voor veel fondsen waarschijnlijk niet haalbaar. Fondsen die er minder goed voorstaan op het transitie moment of minder over hebben voor reële bescherming kunnen in de solidaire premieregeling kiezen voor minder dure *gedeeltelijke* koopkrachtbescherming.

In dit artikel gaan we stap voor stap in op de resultaten van het onderzoek en sluiten we af met een conclusie.

Dit artikel is aangepast ten opzichte van een eerdere versie naar aanleiding van de discussie die er na publicatie ontstond. Met de aanpassingen willen we bereiken dat de discussie gaat over de kern van het artikel: de mogelijkheden m.b.t. koopkrachtbehoud in de SPR.



Inhoud

Intro	3
Inflatierisico	5
Sturingsmiddelen	6
Resultaten	8
Hoe werkt het? Een voorbeeld:	11
Solidariteitsreserve effectief	12
Conclusie	13
Contact	14



Intro

Uit Ortec Finance onderzoek blijkt dat het inflatierisico in de solidaire premieregeling goed bestreden kan worden. Door een gerichte inzet van de verschillende beschikbare (nieuwe) sturingsmiddelen blijft de koopkracht van de pensioenuitkeringen met grote kans op peil. Een hoge mate van reële zekerheid is echter 'duur' en daarom voor veel fondsen waarschijnlijk niet haalbaar. Fondsen die er minder goed voorstaan op het transitiemoment of minder over hebben voor reële bescherming kunnen in de solidaire premieregeling kiezen voor minder dure *gedeeltelijke* koopkrachtbescherming.

In dit artikel gaan we stap voor stap in op de resultaten van het onderzoek en sluiten we af met een conclusie.

Dit artikel is aangepast ten opzichte van een eerdere versie naar aanleiding van de discussie die er na publicatie ontstond. Met de aanpassingen willen we bereiken dat de discussie gaat over de kern van het artikel: de mogelijkheden m.b.t. koopkrachtbehoud in de SPR.



Het nieuwe pensioenstelsel heeft net als het huidige FTK een nominaal karakter. Er is veel kritiek geweest op de (concept)wetgeving omdat inflatierisico in het nieuwe stelsel onvoldoende geadresseerd zou worden. In dit artikel laten we zien dat het in de solidaire premiereregeling – hoewel nominaal van karakter – goed mogelijk is om een hoge mate van koopkrachtbescherming te bieden.

De in dit artikel getoonde analyses zijn gericht op 'dure' *maximale* koopkrachtbescherming. Sociale partners en fondsen kunnen de lat ook iets lager leggen door in te zetten op *gedeeltelijke* koopkrachtbescherming. Dit levert uiteraard minder koopkrachtzekerheid maar mogelijk nog steeds meer dan in het FTK en tegen lagere 'kosten'¹. Gedeeltelijke koopkrachtbescherming lijkt daarmee voor veel fondsen een aantrekkelijk en betaalbaar alternatief. In een vervolgartikel zullen we hier aandacht aan besteden.

Hieronder gaan we eerst in op inflatierisico en daarna op hoe de verschillende sturingsmiddelen in de solidaire premiereregeling ingezet kunnen worden om een daling van de koopkracht in de uitkeringsfase te voorkomen. Daarnaast leggen we uit waarom deze aanpak meer koopkrachtzekerheid biedt dan het huidige FTK kan bieden. Tot slot gaan we in op de gevolgen die deze aanpak kan hebben op de keuzes die sociale partners en fondsbesturen de komende tijd moeten maken.

.....
1 Lagere initiële storting in de solidariteitsreserve en een minder laag projectierendement.



Inflatierisico

In de Memorie van Toelichting wordt een onderscheid gemaakt tussen *verwachte* inflatie en *onverwachte* inflatie. Onverwachte inflatie is het inflatierisico. Koopkrachtbehoud in de uitkeringsfase betekent dat pensioenuitkeringen voor beiden gecompenseerd moeten worden.

Verwachte inflatie

In het FTK streven de meeste pensioenfondsen naar een waardevast pensioen. Een beleggingsbeleid met een substantiële returnportefeuille moet zorgen voor voldoende overrendement voor indexatie. In het nieuwe stelsel is dat niet anders, maar daarnaast is er nog een instrument om specifiek te 'compenseren' voor verwachte inflatie: het projectierendement ('rekenrente'). Door in de uitkeringsfase een prudent projectierendement te hanteren, wordt (een deel van) de verwachte inflatie alvast ingerekend zodat het makkelijker wordt om de koopkracht op peil te houden.

Onverwachte inflatie

In het FTK zijn er twee manieren om te compenseren voor onverwachte inflatie: via het beleggingsbeleid en via de buffer. Via het beleggingsbeleid kan dat met behulp van beleggingen die een directe bescherming bieden tegen inflatie² zoals index linked bonds en inflatieswaps, en met behulp van beleggingen die een indirecte bescherming leveren zoals infrastructuur en vastgoed. Ook een hoge buffer biedt bescherming tegen onverwacht hoge inflatie: Een pensioenfonds met een zeer hoge dekkingsgraad kan bij een inflatieschok toch volledig blijven indexeren.

In de solidaire premiereregeling (SPR) geldt grotendeels hetzelfde. Het belangrijkste verschil is dat er in de SPR voor een vergelijkbare koopkrachtzekerheid een veel kleinere buffer (de solidariteitsreserve) hoeft te worden aangehouden dan in het FTK. Dit komt doordat de solidariteitsreserve gericht kan worden ingezet om het gewenste doel - in dit geval koopkrachtbescherming in de uitkeringsfase - te bereiken.

.....
2 Van een directe bescherming tegen de Nederlandse inflatie kan geen sprake zijn omdat er tot op heden geen beleggingsproducten bestaan die direct gekoppeld zijn aan de Nederlandse inflatie. Beleggingsproducten die compenseren voor de Europese, Duitse of Franse inflatie zijn wel verkrijgbaar in de markt. De inflaties in deze regio's/landen zijn historisch sterk gecorreleerd aan de Nederlandse inflatie.



Sturingsmiddelen

Hieronder wordt een voor de hand liggende invulling van de drie belangrijkste sturingsmiddelen beschreven om koopkrachtbehoud in de uitkeringsfase te realiseren. Het gaat om: het beleggingsbeleid in de uitkeringsfase, het projectierendement en de solidariteitsreserve.

Beleggingsbeleid in de uitkeringsfase

De drie belangrijkste economische drivers die bepalend zijn voor de koopkracht van pensioenuitkeringen zijn de rente, het (over)rendement en de inflatie. Het beleggingsbeleid op fondsniveau in de solidaire premiereregeling (SPR) moet - i.c.m. de toedelingsregels van het beschermings- en overrendement - zorgen voor een hoge mate van bescherming tegen renterisico en voldoende overrendement om de pensioenen mee te laten groeien met de prijsstijgingen. Dit kan ingevuld worden d.m.v. (bijna) 100% beschermingsrendement in de uitkeringsfase in combinatie met voldoende exposure naar overrendement.

Projectierendement

Het projectierendement moet prudent worden vastgesteld om zo (een deel van) de verwachte inflatie te kunnen compenseren.

Solidariteitsreserve


De solidariteitsreserve moet in de uitkeringsfase – in die gevallen dat het beleggingsbeleid en het projectierendement onvoldoende blijken voor koopkrachtbehoud - kunnen compenseren voor zowel negatieve schokken op de returnportefeuille als voor onverwacht hoge inflatie. Dit vergt een stevige financiering via een initiële storting en/of via het overrendement en/of via de premie. We hanteren bij de vul- en verdeelregels van de solidariteitsreserve de 'Ortec-methode'³ waarbij de reserve alleen ingezet wordt om *in enig jaar* de koopkracht van de uitkering op peil te houden (betaalbaar), en niet om het hele persoonlijke pensioenkapitaal te verhogen t.b.v. *toekomstig* koopkrachtbehoud (onbetaalbaar).

Belangrijkste uitgangspunten

De invulling van de belangrijkste sturingsmiddelen in de SPR-variant is als volgt:

- 0% (theoretisch) beschermingsrendement en 90% overrendement voor jongeren
- 100% (theoretisch) beschermingsrendement en 35% overrendement in de uitkeringsfase
 - Het toedelen van overrendement voor jongeren en ouderen zoals hierboven beschreven leidt op fondsniveau tot een portefeuille met een verhouding return/matching van ongeveer 60%/40%
- Projectierendement: RTS +/- 0,5%
- De solidariteitsreserve (initiële storting 12,5% van het fondsvermogen) wordt ingezet om koopkrachtdalingen te voorkomen en wordt belegd conform het fondsbeleid
- De solidariteitsreserve is maximaal 15% van het fondsvermogen en wordt aangevuld met 10% van het overrendement (mits positief), tenzij de reserve haar maximum heeft bereikt
- Het jaarlijkse budget om uitkeringen aan te vullen is 10% van de omvang van de solidariteitsreserve.

.....
³ In het artikel '[Hogere en stabielere pensioenen dankzij solidariteitsreserve](#)' lieten we zien hoe de solidariteitsreserve effectief kan worden ingezet om verlagingen van de nominale pensioenuitkeringen te voorkomen.

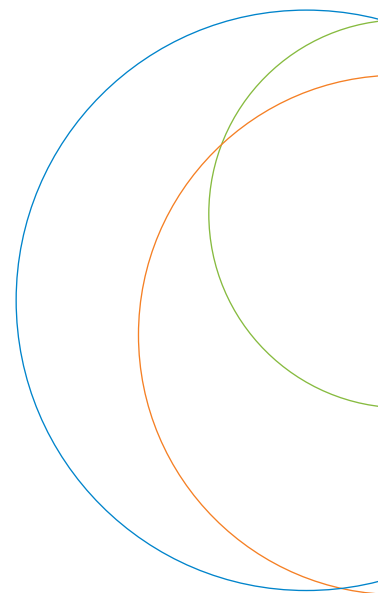


Bij de FTK-variant hanteren we een beleid met 60% return- en 40% matchingportefeuille en een rentehedge van 40%. Er wordt op het transitie moment een indexatieachterstand van 10% verondersteld die ingehaald kan worden bij hoge dekkingsgraden. MVEV-kortingen worden over 10 jaar uitgesmeerd.

De veronderstelde dekkingsgraad op het transitie moment is 120%. De combinatie van de verlaging van het projectierendement en de initiële storting in de solidariteitsreserve zorgt ervoor dat het niveau van de lopende uitkeringen direct na transitie gelijk blijft.

De belangrijkste lange termijn economische uitgangspunten (verwachting)

- Prijsinflatie: iets onder 2%
- Lange rente: iets boven 2%
- Jaarlijks rendement (geometrisch) op de returnportefeuille: 5%



Resultaten

In Tabel 1 vergelijken we de reële kortingsrisico's van de bovenstaande invulling van de SPR (gericht op koopkrachtbehoud) versus het beschreven beleid in het FTK.

	FTK	SPR - Reële sturing
Reële verlaging		
Kans		
25-jarige	20.1%	3.1%
75-jarige	35.1%	0.1%
Gemiddelde omvang (%)		
25-jarige	2.3%	0.2%
75-jarige	1.5%	<0.1%

Tabel 1: Voorkomen van een daling van de reële uitkeringen

In Tabel 1 is te zien dat de SPR-variant zorgt voor een grote daling van de kans op een verlaging⁴ van de reële uitkering⁵ voor zowel jongeren⁶ als ouderen. In de gevallen dat een verlaging toch noodzakelijk is, is de gemiddelde omvang ervan kleiner.

	FTK	SPR - Reële sturing
Nominale Verlaging		
Kans		
25-jarige	4.4%	1.1%
75-jarige	1.9%	<0.1%
Gemiddelde omvang (%)		
25-jarige	0.1%	<0.1%
75-jarige	<0.1%	<0.1%

Tabel 2: Voorkomen van een daling van de nominale uitkeringen

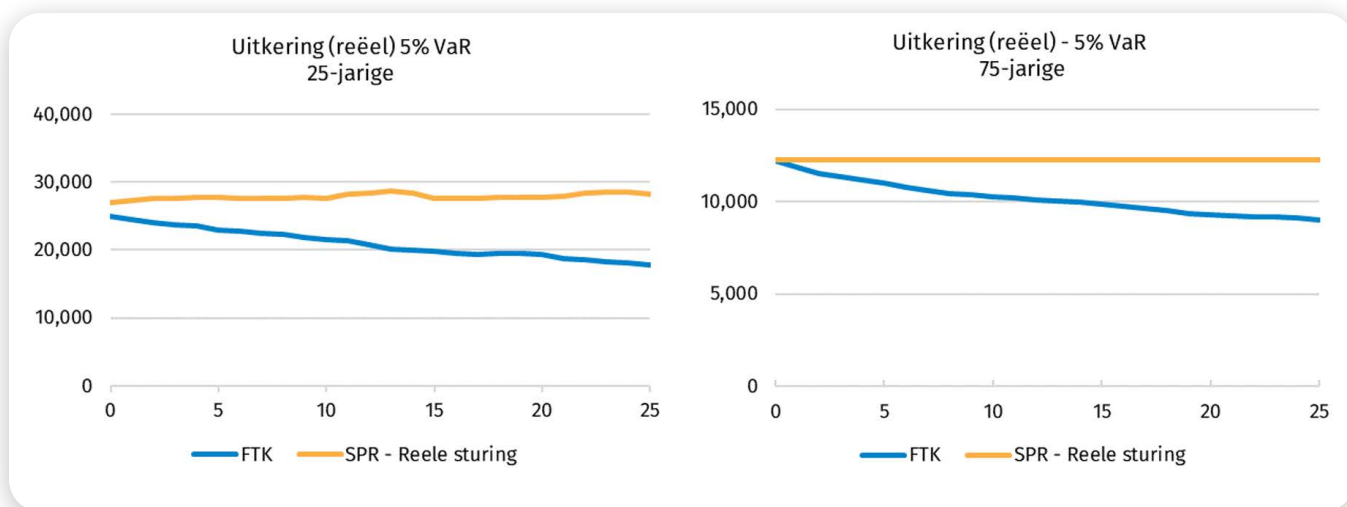
In Tabel 2 is te zien dat de nominale kortingsrisico's zowel in de SPR als in het FTK klein zijn bij een initiële dekkingsgraad van 120%.

⁴ De getoonde kansen zijn overlevingskans gewogen.

⁵ Een verlaging van de reële uitkering is hetzelfde als een daling van de koopkracht.

⁶ Met een verlaging voor jongeren bedoelen we een verlaging als de huidige jongeren eenmaal in de uitkeringsfase zijn beland. Voor de getoonde 25-jarige is dat pas over 43 jaar.

In *Figuur 1* wordt de ontwikkeling van de reële uitkering van een 25-jarige en van een 75-jarige getoond in een 'slecht-weer scenario'^{7,8}. Een stijging/daling van de reële uitkering is hetzelfde als een stijging/daling van de koopkracht.



Figuur 1: Ontwikkeling van de reële uitkeringen in een slecht-weer scenario

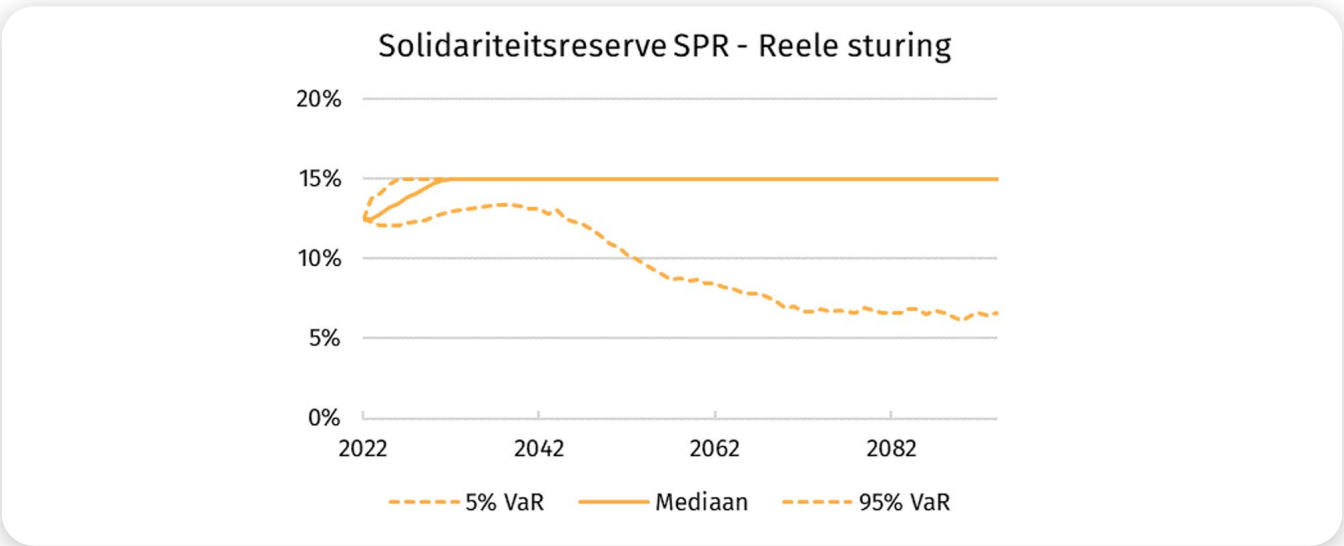
In *Figuur 1* is te zien dat het niveau van de reële uitkeringen in een slecht-weer scenario hoger ligt in de SPR, zowel voor jongeren als voor gepensioneerden. Een slecht-weer scenario is typisch een combinatie van langdurig tegenvallende rendementen op de returnportefeuille in combinatie met hoge inflaties. Eenmaal in de uitkeringsfase zorgt de SPR-variant voor een gelijkblijvende reële uitkering (= koopkrachtbehoud).

We kijken hier naar de reële uitkeringen in een slecht-weer scenario. In minder slechte economische scenario's zijn de verschillen in reële uitkeringen tussen het FTK en de SPR groter omdat in het FTK extra rendementen vooral leiden tot een hogere buffer⁹, terwijl in de SPR extra rendementen vooral leiden tot hogere uitkeringen.

⁷ Er wordt gebruik gemaakt van 2000 verschillende economische toekomstscenario's. Een 'slecht-weer scenario' is gedefinieerd als het 5% slechtste scenario (in 95% van de scenario's is het resultaat beter en in 5% van de scenario's is het resultaat slechter).

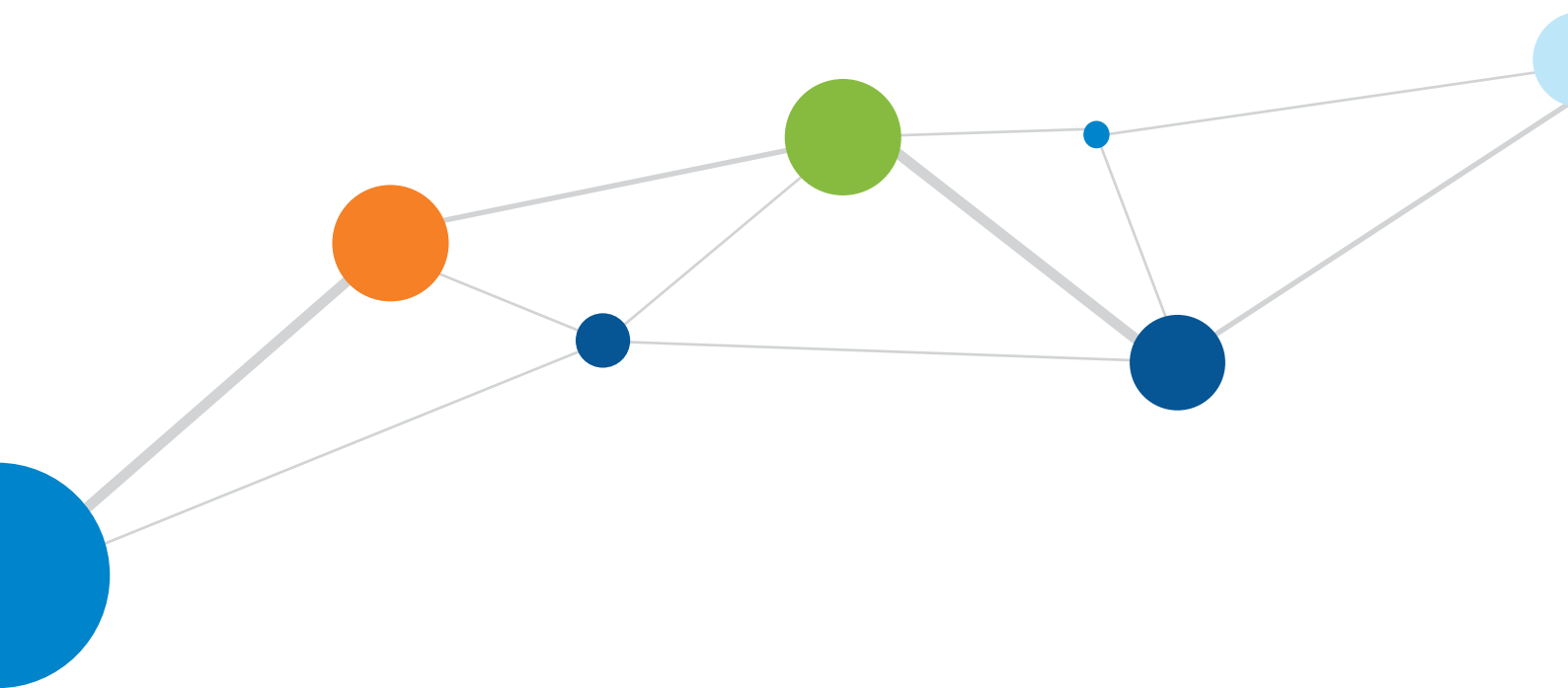
⁸ Voor de 25-jarige bekijken we de uitkering over 43 jaar (van leeftijd 68 tot en met 93 jaar) en voor de 75-jarige de huidige uitkering (van leeftijd 75 tot en met 100 jaar).

⁹ Het lijkt niet realistisch dat langdurig zeer hoge buffers in het FTK in de praktijk in stand worden gehouden. Het is goed voorstelbaar dat de 'spelregels' in een dergelijke situatie aangepast worden, door bijvoorbeeld meer indexatie mogelijk te maken of door de premie te verlagen.



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 80 jaar te zien. 90% van de doorgerekende scenario's ligt tussen de stippellijnen. De solidariteitsreserve is bij het hier gekozen beleid maximaal 15% (= wettelijk maximum) van het fondsvermogen en wordt jaarlijks gevuld met 10% van het overrendement (mits positief), waardoor de reserve in de meeste scenario's goed gevuld blijft. Doordat er bij het hier gekozen beleid jaarlijks een maximaal budget van 10% van de solidariteitsreserve beschikbaar is voor het repareren van de koopkracht van de uitkeringen kan de solidariteitsreserve nooit helemaal leeg raken.



Hoe werkt het? Een voorbeeld:

Kenmerken pensioenfonds

Een pensioenfonds heeft een VPV van 1000 miljoen en een vermogen van 1150 miljoen. De dekkingsgraad is dus 115%. Het fonds stort bij de transitie van het FTK naar het solidaire contract de 150 miljoen eigen vermogen in de solidariteitsreserve en verdeelt het resterende kapitaal volgens de standaardmethode over de persoonlijke pensioenkapitalen van de deelnemers. Alle deelnemers krijgen daardoor de eigen VPV mee als persoonlijk pensioenkapitaal. De VPV is bij dit fonds voor $\frac{3}{4}$ van actieven & slapers en voor $\frac{1}{4}$ van de gepensioneerden. De gepensioneerden bezitten na transitie samen dus 250 miljoen aan persoonlijk pensioenkapitaal. Het fonds keert jaarlijks 20 miljoen uit aan de gepensioneerden.

Beleggingsbeleid

De gepensioneerden hebben een exposure naar overrendement van 33% in de solidaire regeling. Op totaalniveau belegt het fonds 60% in de returnportefeuille en het 'beleggingsbeleid' van de solidariteitsreserve is gelijk aan die van het totale fonds.

Gevolgen van een beurscrash

In het jaar na de transitie crashen de beurzen en de returnportefeuille is ineens 30% minder waard (vergelijkbaar met 2008). Voor het gemak veronderstellen we dat de rente dat jaar gelijk blijft en dat de inflatie nihil is. Het persoonlijke pensioenkapitaal van de gepensioneerden daalt door de beurscrash met 10% en - als schokken niet worden uitgesmeerd - dalen de uitkeringen ook met 10%. Het fonds kan dus nog maar $90\% \times 20$ miljoen = 18 miljoen uitkeren. Om dit te compenseren komt er een aanvulling van de uitkeringen vanuit de solidariteitsreserve van 2 miljoen waardoor de uitkeringen dat jaar - ondanks de beurscrash - niet verlaagd hoeven te worden. De uitkeringen blijven daardoor gelijk (20 miljoen). De omvang van de solidariteitsreserve daalt van 150 miljoen naar 118 miljoen. De daling van 32 miljoen bestaat uit een daling van 30 miljoen vanwege het verlies op de beleggingen in de solidariteitsreserve zelf + een daling van 2 miljoen t.b.v. de aanvulling van de uitkeringen. Als percentage van de persoonlijke pensioenkapitalen daalt de solidariteitsreserve slechts met 0,25% (van 15,00% naar 14,75%)^{10,11}.

Gevolgen van een inflatieschok

Een jaar later is er sprake van een inflatieschok. De prijzen stijgen met 10% ten opzichte van het vorige jaar. We veronderstellen voor het gemak dat de rente in dat jaar wederom gelijk blijft en dat het rendement op de returnportefeuille nihil is. Om de koopkracht op peil te houden, moeten de pensioenuitkeringen met 10% worden verhoogd. Omdat er geen rendement wordt gehaald in dat jaar worden de uitkeringen verhoogd van 20 naar 22 miljoen door middel van een extra aanvulling van 2 miljoen vanuit de SR. Vanuit de persoonlijke pensioenkapitalen van gepensioneerden kan nog steeds maar 18 miljoen uitgekeerd worden. De totale aanvulling in dat jaar is dus 4 miljoen. De SR daalt in dat jaar van 118 naar 114 miljoen. Als percentage van de persoonlijke pensioenkapitalen daalt de solidariteitsreserve van 14,75% naar 14,25%.

¹⁰ De procentuele daling wordt alleen veroorzaakt door het repareren van de uitkeringen. De daling van de van de SR door het verlies op de beleggingen van 15% zorgt niet voor een procentuele daling omdat de persoonlijke pensioenkapitalen ook met 15% dalen.

¹¹ Dit voorbeeld is bedoeld voor inzicht en er is daarom geen sprake van een ander middel om uitkeringen te stabiliseren: het spreiden van rendementen. De in dit artikel getoonde resultaten zijn gebaseerd op een combinatie van een 4-jaars (dakpansgewijze) spreidingsperiode en de inzet van de solidariteitsreserve. De volgorde is eerst spreiden, en pas op het laatst de inzet van de solidariteitsreserve.



Solidariteitsreserve effectief

In het voorbeeld in het kader is te zien dat het repareren van een grote verlaging (10%) van de uitkeringen maar een klein beslag legt (0,25%-punt) op de omvang van de solidariteitsreserve. Als er een jaar later ook nog een inflatieschok van 10% overheen komt, daalt de SR met nog eens 0,5%-punt. Ook deze extra schok kan dus goed geabsorbeerd worden¹². Als er daarna een overrendement behaald wordt dat precies genoeg is om te compenseren voor inflatie, dan wordt er (ceteris paribus) elk jaar 4 miljoen ‘te veel’ uitgekeerd en duurt het nog 29 jaar voordat de solidariteitsreserve leeg is¹³. We concluderen uit het voorbeeld dat de solidariteitsreserve grote schokken in rendement en inflatie langdurig kan opvangen, maar niet eindeloos natuurlijk.

Bevindingen

We zien dat de SPR voor het gehanteerde voorbeeldfonds zorgt voor een hoge mate van koopkrachtzekerheid. Deze conclusie hadden we in een eerder onderzoek al getrokken voor de nominale uitkeringen. Uit dit onderzoek blijkt dat dit ook geldt voor de reële uitkeringen/koopkracht. Het inflatierisico kan in de SPR efficiënter bestreden worden omdat de solidariteitsreserve schokken beter absorbeert dan de buffers in het huidige FTK.

Het is bij het schrijven van dit artikel nog niet duidelijk in hoeverre deze bevindingen ook gelden voor de (collectieve variant van de) flexibele premiereregeling. Dit hangt af van de mogelijkheden die de wetgever fondsen biedt bij het inregelen van de risicodelingsreserve. Vergelijkbare mogelijkheden zullen waarschijnlijk tot vergelijkbare resultaten leiden. Wij zien geen redenen waarom deze mogelijkheden niet beschikbaar zouden moeten zijn in de collectieve variant van de flexibele premiereregeling, zolang deelnemers in de uitkeringsfase geen keuzevrijheid krijgen m.b.t. het risicoprofiel.

Maximale of gedeeltelijke koopkrachtbescherming

Voor koopkrachtbescherming in de uitkeringsfase zijn - naast de invulling van het beleggingsbeleid - een substantiële initiële storting in de solidariteitsreserve en een prudent projectierendement cruciaal. Daarmee is een beleid dat direct na de transitie voor maximale koopkrachtbescherming zorgt alleen weggelegd voor fondsen met een hogere dekkingsgraad op het transitiemoment. Bij een lagere dekkingsgraad is er onvoldoende vermogen aanwezig voor de benodigde initiële storting en verlaging van het projectierendement.

De in dit artikel getoonde analyses zijn gericht op ‘dure’ *maximale* koopkrachtbescherming. Sociale partners en fondsen kunnen de lat ook iets lager leggen door in te zetten op *gedeeltelijke* koopkrachtbescherming. Dit levert uiteraard minder koopkrachtzekerheid maar nog altijd meer dan in het FTK en tegen veel lagere ‘kosten’¹⁴. Gedeeltelijke koopkrachtbescherming lijkt daarmee voor veel fondsen een aantrekkelijk en betaalbaar alternatief. In een vervolgartikel zullen we hier aandacht aan besteden.

Implicaties op korte termijn

Sociale partners moeten de doelen waarvoor de solidariteitsreserve moet worden ingezet vaststellen. Uit ons onderzoek blijkt dat sociale partners (gedeeltelijke) koopkrachtbescherming mee kunnen geven als doelstelling want het blijkt mogelijk om een hoge mate van koopkrachtbescherming te bereiken, mits er op het transitiemoment voldoende vermogen aanwezig is.

.....

¹² Een belangrijk verschil tussen een aandelenschok en een inflatieschok is dat aandelenmarkten zich doorgaans wel herstellen, waardoor de -30% schok uiteindelijk weer ‘terugverdiend’ wordt door (meer dan) +30% rendement. Een inflatieschok van +10% is in het verleden nooit ‘terugverdiend’ door een (periode van) deflatie van in totaal -10%. De -30% aandelenschok moet ‘eenmalig’ worden terugverdiend, terwijl de stijging van de uitkeringen vanwege de +10% inflatieschok ‘permanent’ moet worden terugverdiend met extra rendement. Hierdoor is het repareren van hoge inflaties uiteindelijk veel duurder dan het repareren van slechte rendementen.

¹³ In de praktijk moet ervoor gezorgd worden dat de solidariteitsreserve niet leeg raakt omdat dit waarschijnlijk niet evenwichtig gevonden wordt. Pensioenuitkeringen worden daardoor al eerder minder verhoogd met een (beperkte) koopkrachtdaling tot gevolg.

¹⁴ Lagere initiële storting in de solidariteitsreserve en een minder laag projectierendement.



Conclusie

Het nieuwe pensioenstelsel heeft – net als het huidige FTK - een nominaal karakter. Er is veel kritiek geweest op de (concept)wetgeving omdat inflatierisico in het nieuwe stelsel onvoldoende geadresseerd zou worden. Uit nieuw onderzoek van Ortec Finance blijkt dat het in de solidaire premieregeling – hoewel nominaal van karakter – goed mogelijk is om een hoge mate van koopkrachtbescherming te bieden. Dit is echter duur en daarom alleen weggelegd voor fondsen met een hoge dekkingsgraad op het transitie-moment. Sociale partners en fondsen kunnen de lat ook iets lager leggen door in te zetten op minder dure gedeeltelijke koopkrachtbescherming.



Contact



Martin Bakker

Senior Consultant

+31 (0)10 700 50 00

Martin.Bakker@ortec-finance.com

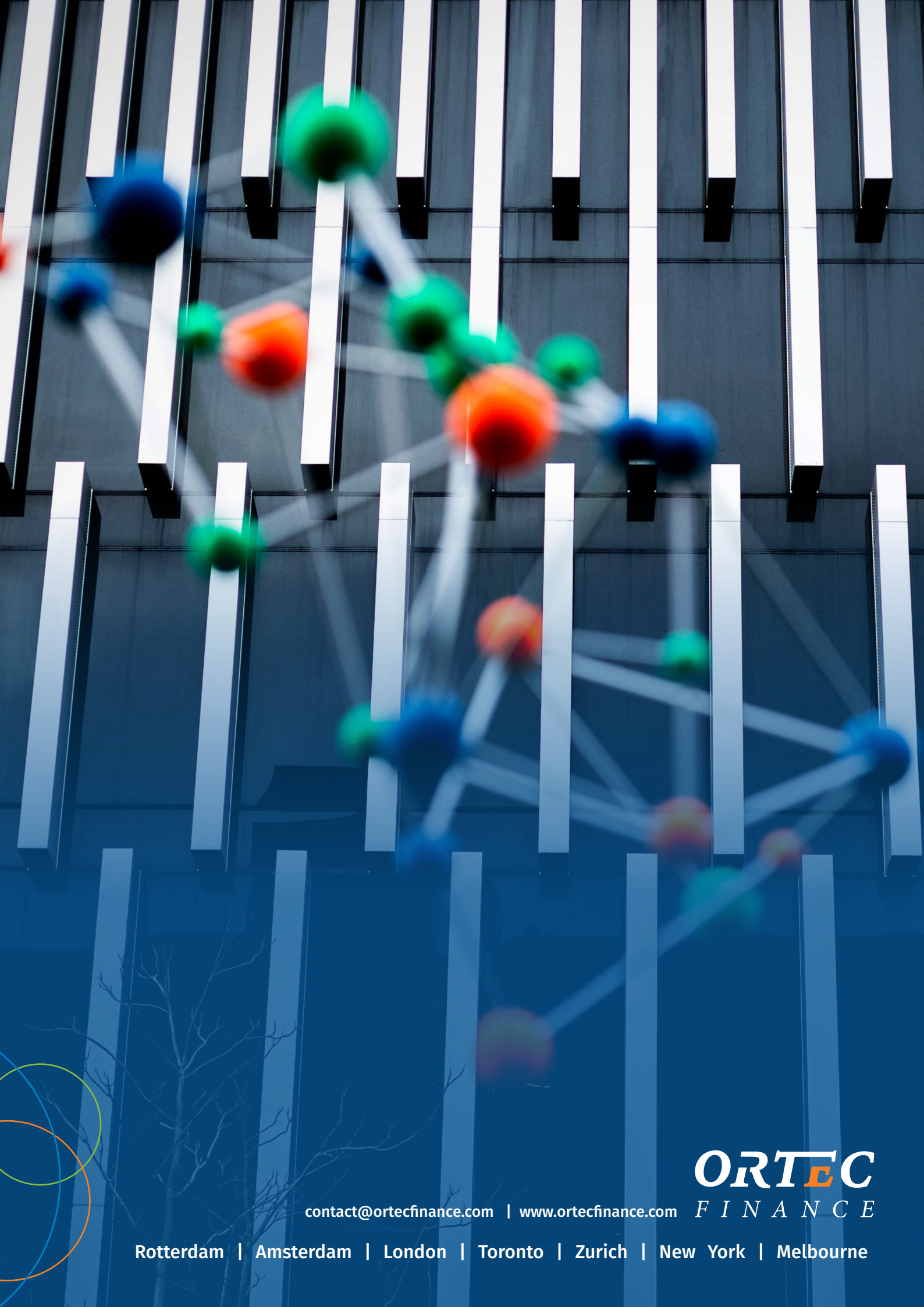


Chantal de Groot

Team Leader Client Servicing

+31 (0)10 700 56 43

Chantal.deGroot@ortec-finance.com



ORTEC
FINANCE

contact@ortecfinance.com | www.ortecfinance.com

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