



Gosse Alserda
Investment Strategist



Arjen Tebbenhof
Investment Strategist



Oliver Warren
Investment Solutions Consultant

Veel pensioenfondsen staan aan de vooravond van een wijziging van de pensioenregeling. Momenteel wordt er volop gerekend hoe de nieuwe pensioenregelingen – de solidaire en flexibele premiereregeling- in ALM-studies uitpakken. Het is echter ook informatief om te kijken hoe de regelingen hadden uitgekapt als ze al waren ingevoerd.

In dit elfde artikel van onze serie over het pensioenakkoord doen we een backtest op de flexibele premiereregeling. Hoe had dit uitgekapt voor verschillende deelnemers en hoe verhoudt zich dit tot de solidaire premiereregeling?

Samenvatting

- **Over 2020 tot september 2022 zou het pensioen van een voorbeeld gepensioneerd deelnemer met ongeveer 1% gestegen zijn**
- **Ondanks dalende pensioenvermogens zou het verwacht pensioen van jongere deelnemers fors zijn gestegen als gevolg van de gestegen rente**
- **De flexibele premiereregeling zou over deze periode beter hebben uitgekapt dan een vergelijkbare solidaire premiereregeling**

Backtest rendement vanaf 2020

Het beleggingsbeleid in de flexibele premiereregeling (FPR) is individueel. Elke deelnemer heeft zijn eigen beleggingsmix. Dit beleggingsbeleid is normaliter gebaseerd op een lifecycle die bepaalt hoe er op elke leeftijd wordt belegd, gegeven een specifiek risicoprofiel. In deze analyse kijken we naar drie maatmensen – Laura, Sandra en Jan – die beleggen aan de hand van een ‘gemiddelde’ lifecycle. We vergelijken de uitkomsten met de uitkomsten onder de solidaire premiereregeling (SPR) zoals we die ook in artikel 9 van deze serie hebben geanalyseerd.

De resultaten die we laten zien zijn uiteraard sterk afhankelijk van de onderliggende beleidskeuzes, zoals de opzet van de lifecycle. De aannames rondom het beleggingsbeleid worden toegelicht in kaders 2 en 3.

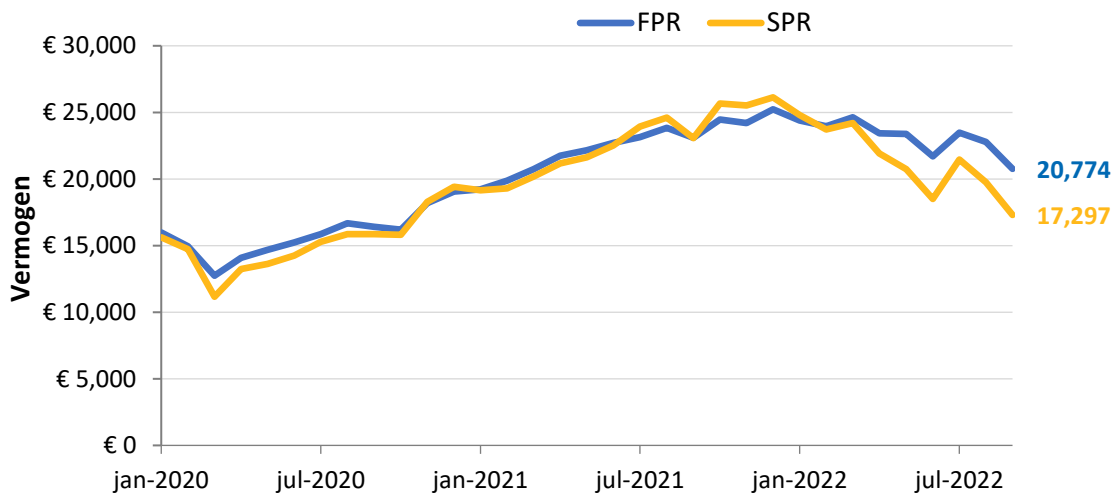
Laura de Jonge (30 jaar oud)

Als eerste kijken we naar de waardeontwikkeling van het pensioen van Laura. In 2020 was Laura 30 jaar oud en enkele jaren deelnemer in het pensioenfonds. Ze heeft een inkomen van € 25.000 en (tot begin 2020) € 15.900 aan vermogen opgebouwd binnen het pensioenfonds. Hiermee kwam haar verwacht pensioen (tot nu toe opgebouwd) uit op € 65 per maand.

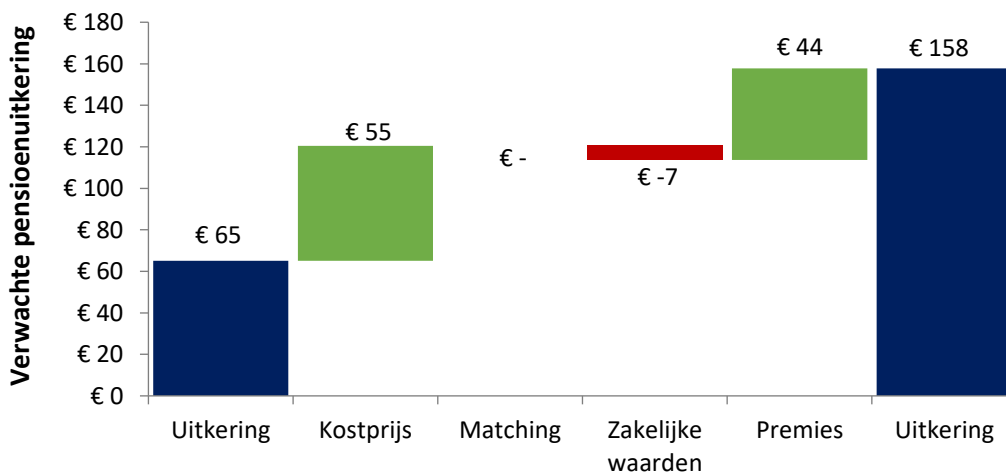
De ontwikkeling van het opgebouwd vermogen van Laura is getoond in figuur 1. Het vermogen steeg tot maximaal € 25.200 (ultimo 2021), waarna het weer wat daalde en eindigde op ca. € 20.800. Het vermogen nam over deze periode met € 4.900 toe, terwijl de premies in totaal al bijna € 5.800 bedroegen. Het rendement droeg beperkt negatief bij. In termen van verwacht (opgebouwd) pensioen zag Laura een toename naar € 158 per maand. De stijging werd bijna volledig gedreven door de afname van de kostprijs van het pensioen als gevolg van de gestegen rente.

De vermogensopbouw binnen de flexibele premieregeling pakte in deze periode beter uit dan het geval zou zijn bij de solidaire premieregeling. Het vermogen zou hier ca € 3.500 lager zijn uitgekomen, ondanks een positieve bijdrage vanuit het overrendement. Dit werd echter te niet gedaan door een lager startpunt als gevolg van het vullen van de solidariteitsreserve en een fors negatieve impact vanuit de renteafdekking. Het ontbreken van de renteafdekking – dat lastig is in te vullen voor jongeren binnen FPR – pakte over deze periode zodoende goed uit. Het verschil in (over)rendement is het gevolg van de betere spreiding (diversificatie) bij de solidaire premieregeling. Vooral de toevoeging van (bedrijfs)obligaties had een positief effect op het behaalde overrendement.

Figuur 1: Opgebouwd vermogen Laura



Figuur 2: Verandering in verwacht maandelijks FPR pensioen Laura (1/2020 tot 9/2022)



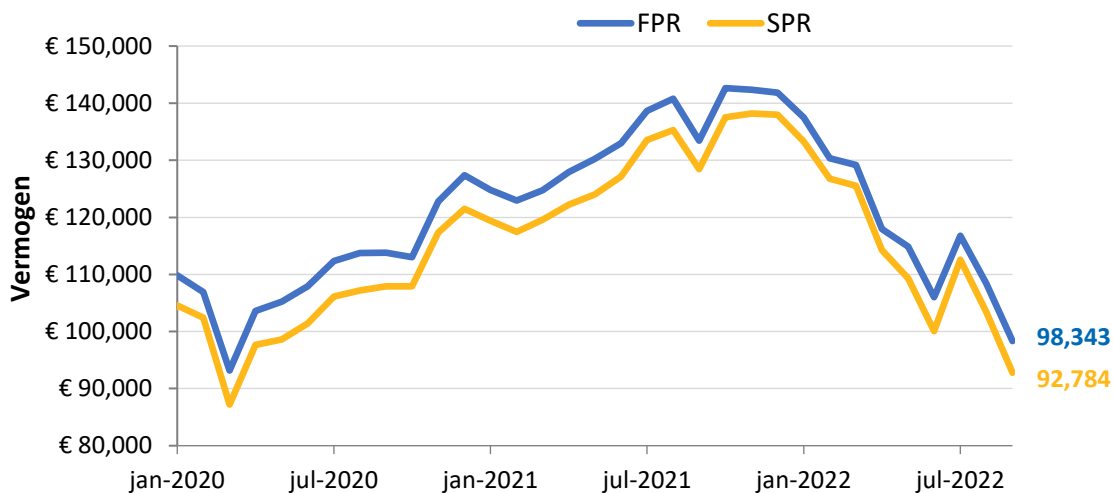
Sandra van Midden (50 jaar)

Vervolgens kijken we naar Sandra. Sandra is in 2020 50 jaar geworden en al lange tijd deelnemer bij het pensioenfonds. Aan het begin van dat jaar had ze € 106.000 aan pensioenvermogen opgebouwd en verdiende ze € 45.000 per jaar.

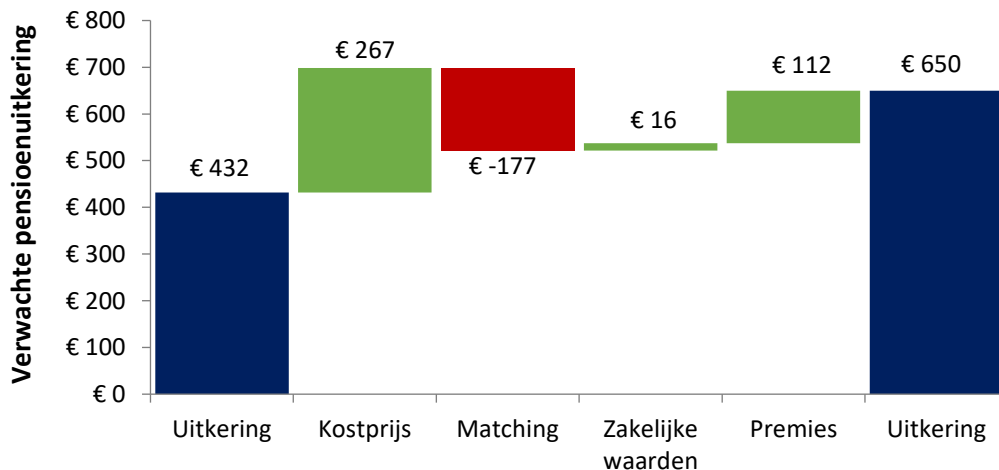
Het vermogen van Sandra schommelt fors over deze periode. En ondanks dat ze ca. € 17.000 premie inlegt eindigt haar vermogen ruim € 7.000 lager, als gevolg van het rendement op voornamelijk de matching portefeuille en in mindere mate dat van zakelijke waarden. Haar verwacht (tot nu toe opgebouwd) pensioen daarentegen stijgt sterk als gevolg van de gestegen rente.

Zoals te zien valt in figuur 3 is de vermogensopbouw – los van het startpunt - binnen FPR sterk vergelijkbaar met die binnen SPR. Bij SPR draagt vooral het beschermingsrendement fors negatief bij, terwijl het overrendement beperkt positief was. Het startpunt onder FPR valt hoger uit omdat hier bij aanvang – in tegenstelling tot SPR – geen solidariteitsreserve gevuld hoeft te worden.

Figuur 3: Opgebouwd vermogen Sandra van Midden



Figuur 4: Verandering in verwacht maandelijks FPR pensioen Sandra (1/2020 tot 9/2022)



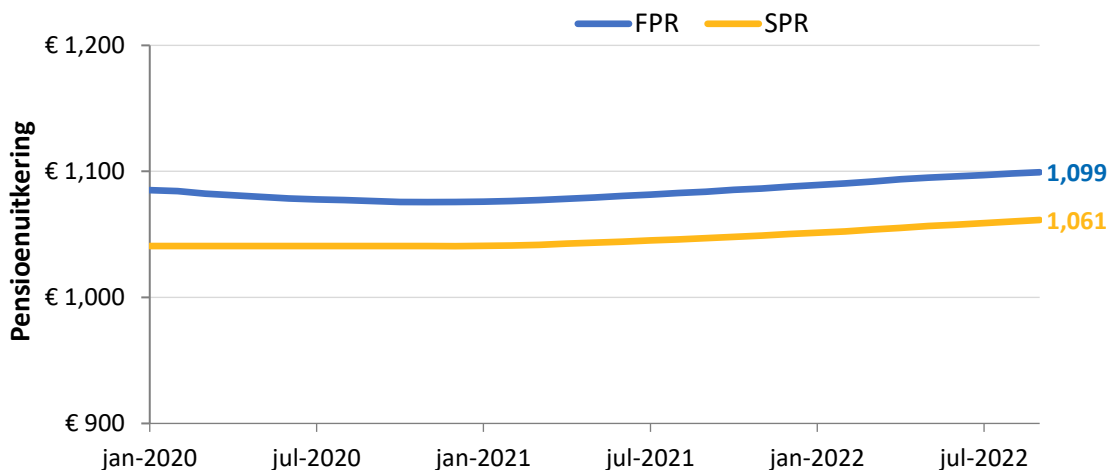
Jan Oudejans (70 jaar)

Ten slotte kijken we naar Jan. Jan is (begin 2020) 70 jaar oud en sinds een paar jaar met pensioen. Aan het begin van dat jaar was zijn pensioenvermogen ca. € 261.000 waarmee zijn eerste pensioenuitkering uitkwam op €1.085 per maand (zonder AOW). Jan heeft een variabele uitkering, waarbij wel spreiding (vijf jaar, op maandbasis) wordt toegepast om grote schokken in de pensioenuitkering zoveel mogelijk te voorkomen.

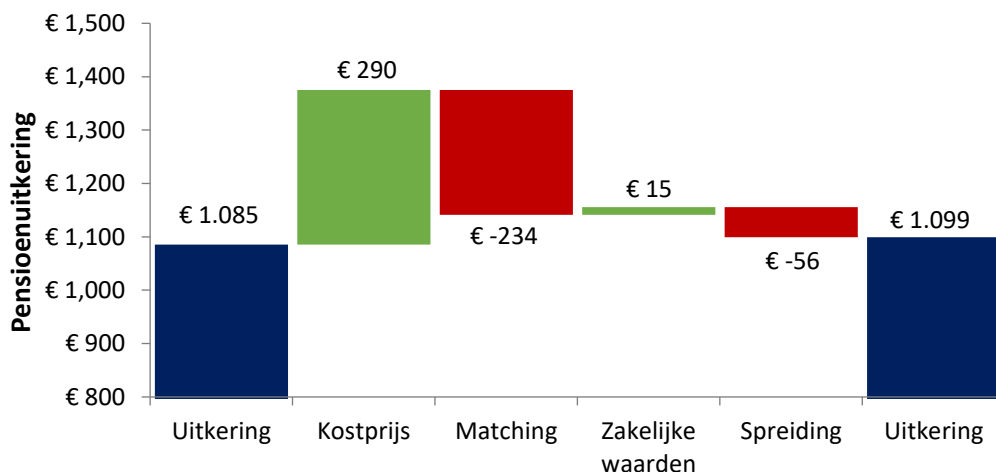
Zoals in figuur 5 valt te zien daalt de pensioenuitkering van Jan in eerste instantie geleidelijk met ca. € 10 per maand. Daarna neemt deze weer toe tot uiteindelijk € 1.099 per maand (+ 1%). De stijging van pensioen wordt grotendeels veroorzaakt door de stijgende rente, waardoor de kostprijs van het pensioen afneemt. Dit wordt echter grotendeels weggenomen door het negatieve rendement op de beleggingen gericht op renteafdekking. De blootstelling naar zakelijke waarden zorgt voor een beperkt positieve impact op de pensioenuitkering. Jan eindigt met een pensioenvermogen van € 195.000, dit is door – met name - de renteafdekking dus sterk afgenomen (-25%).

Het spreiden van veranderingen in de pensioenuitkering voorkomt in eerste instantie een daling en lijkt daarmee het gewenst doel te bereiken. Aan het einde van de periode zorgt het echter ook voor een kleinere stijging van het pensioen dan anders mogelijk was geweest. Hierdoor zijn er nog wel toekomstige verhogingen in het vooruitzicht.

Figuur 5: Ontwikkeling maandelijkse pensioenuitkering Jan



Figuur 6: Verandering in maandelijkse FPR pensioenuitkering Jan (1/2020 tot 9/2022)



Vergelijking met de solidaire premieregeling

Zoals voor bovenstaande voorbeeld deelnemers te zien valt is het rendement dat mogelijk is bij beide regelingen sterk vergelijkbaar. Desondanks zien we een aantal verschillen in het beleggingsrendement en de toegekende pensioenuitkering:

Renteafdekking voor jongeren

In de lifecycles die we gehanteerd hebben is er voor jongeren renteafdekking ingebouwd binnen de solidaire premieregeling. Uit de meeste analyses blijkt dat dit waarde toevoegt, vooral door de diversificatie met overrendement. Dit is echter vrijwel niet in te vullen bij de flexibele premieregeling omdat dit – als gevolg van de leenrestrictie – dan ten koste gaat van de blootstelling naar zakelijke waarden. Bij de afweging tussen zakelijke waarden en renteafdekking voegen zakelijke waarden veelal de meeste waarde toe, waardoor we verwachten dat in de praktijk vrijwel geen rente zal worden afgedekt voor jongeren in de flexibele premieregeling. In deze periode waarin rentes sterk gestegen zijn zie je echter dat de renteafdekking ten koste gegaan zou zijn van het rendement, zodoende pakte de flexibele premieregeling beter uit voor jongeren

Lager risico beleggingen voor ouderen

Binnen de solidaire premieregeling met een beschermingsrendement gebaseerd op de swapcurve heeft elk leeftijdscohort dezelfde (relatieve) blootstelling aan beleggingsrisico's (los van renteafdekking). Dit betekent dat zowel jong als oud dezelfde verhouding heeft tussen bijvoorbeeld aandelen en lager risico beleggingen zoals hypotheek en bedrijfsobligaties. Dit hoeft niet het geval te zijn bij de flexibele premieregeling, waar de beleggingsmix voor ieder leeftijdscohort zelfstandig kan worden vastgesteld. In de praktijk betekent dit dat jongeren een meer geconcentreerde portefeuille aanhouden met hoger risico beleggingen, omdat andere beleggingen veelal een te laag verwacht rendement hebben (en meer dan 100% blootstelling niet mogelijk is). Ouderen daarentegen hebben genoeg kapitaal om het gewenste rendement over meer en lager risico beleggingen te spreiden, wat een efficiënter verwacht rendement oplevert (hogere Sharpe ratio). Zodoende hebben jongeren bij SPR waarschijnlijk een betere spreiding en ouderen vanwege een relatief grote impliciete kas positie mogelijk een iets mindere spreiding. In de onderzochte periode presteerden lager risico beleggingen ook gecorrigeerd voor de rentegevoeligheid aanzienlijk (tussen 0 en 2%) beter dan de gemiddelde hoog risico portefeuille (-2,9%), wat gedeeltelijk het verschil in rendement tussen de twee regelingen verklaart.

Perfekte renteafdekking

Bij het theoretisch beschermingsrendement (op basis van de swapcurve) krijgen alle leeftijdscohorten een perfecte renteafdekking bijgeschreven. Het mismatchrisico komt terug in het overrendement en komt daardoor vooral bij jongeren terecht. Dit is vooral relevant voor risico's waar geen risicopremie tegenover staat, zoals curverisico. In deze periode met uitzonderlijke volatiliteit over de rentecurve was de realisatie van curverisico positief. Dit kwam daarmee ten goede aan het overrendement. De impact van curverisico kan beperkt worden door naast obligaties ook renteswaps met meer verschillende looptijden aan te houden (nu vier: 10, 20, 30 en 40 jaar). Daarnaast bleef ook de realisatie van kas achter op de 1-jaars swaprente die gehanteerd wordt in het beschermingsrendement. Dit droeg negatief bij aan het overrendement.

Inzet solidariteitsreserve

De inzet van de solidariteitsreserve heeft drie effecten. Allereerst heeft de vulling van de solidariteitsreserve (voor deze analyse begin 2020) een negatieve impact op vermogens en daardoor uitkeringen (ca. -5%, maar afhankelijk van de leeftijd). Hierdoor begint de flexibele premieregeling op een hoger niveau. Daar staat tegenover dat door inzet van de solidariteitsreserve een daling in uitkeringen minder waarschijnlijk wordt. Dit is terug te zien in de pensioenuitkering van voorbeeld deelnemer Jan, die hierdoor in de eerste jaren door inzet van de reserve niet verlaagd wordt. Daarnaast wordt de reserve gevuld door grote stijgingen in de pensioenuitkering af te toppen. In de onderzochte periode kwam dit niet voor.

Kader 1: Maandelijks aanpassingen in het (verwacht) pensioen

In de praktijk verwachten we dat er sprake gaat zijn van (ten minste) een maandelijks aanpassing van het pensioenvermogen, maar dat pensioenuitkeringen slechts eenmaal per jaar worden aangepast. Voor onze backtest laten we de pensioenuitkering echter maandelijks veranderen, zodat de impact van marktbevingen beter zichtbaar zijn.

Koopkrachtbehoud

Bij beide regelingen zien we over de onderzochte periode een redelijk stabiel pensioen in nominale termen. Bij de flexibele premiereregeling is eerst sprake van een beperkte daling en daarna een beperkte stijging, waardoor het pensioen iets boven het startpunt eindigt. In de solidaire premiereregeling wordt door de solidariteitsreserve een daling voorkomen en vindt daarna enkel een beperkte stijging plaats. In beide gevallen is de stijging in pensioen (ca. 1%-2% over deze periode) echter niet genoeg om inflatie bij te houden. In 2020 tot 2021 stegen prijzen ca. 4%, terwijl in 2022 daar nog een inflatie van boven de 10% bij lijkt te komen. We kunnen zodoende concluderen dat over deze periode geen sprake was van koopkrachtbehoud voor ingegane pensioenen.

Voor deelnemers die in de opbouwfase zitten zien we een ander beeld. Vanwege een lagere renteafdekking was er sprake van een grotere stijging van het verwacht pensioen. Zo nam voor Sandra het verwacht pensioen met ca. 25% toe als we de impact van nieuwe premies niet meenemen. Hier komt nog het effect van de gestegen rente op het verwacht rendement op toekomstige premies bij. Daar staat tegenover dat ook de verwachte inflatie is gestegen, waardoor de stijging van het verwachte pensioen in reële termen lager is.

Kortom kunnen we concluderen dat er geen sprake is van een rechtstreeks koppeling met inflatie, maar dat er wel meer mogelijkheden zijn om pensioenen te verhogen als gevolg van beleggingsrendementen. Op de korte termijn levert dit wellicht minder koopkrachtbehoud op, maar op de lange termijn normaal gesproken juist meer.

Conclusie

Over de onderzochte periode (januari 2020 tot september 2022) zouden zowel verwachte pensioenen als uitgekeerde pensioenen zijn gestegen. Dit is vooral het gevolg van de gestegen rente in combinatie met het niet volledig afdekken van het renterisico. Voor de gepensioneerde in dit artikel was de stijging van de uitkering als gevolg van de rentestijging en het licht positieve rendement van zakelijke waarden onvoldoende om de inflatie bij te houden, met een daling van de koopkracht tot gevolg. Door spreiding van veranderingen in de uitkeringen werd de verhoging van de pensioenuitkering verder gedempt, hetgeen de daling van de koopkracht versterkte. Door de spreiding liggen nog wel toekomstige verhogingen in het vooruitzicht.

Veranderingen in pensioenvermogen en (verwachte) uitkeringen in de flexibele premiereregeling waren in grote mate vergelijkbaar met die onder een solidaire premiereregeling. De impact van een hoger startniveau (onder FPR) bleef echter bestaan. Binnen de SPR gold een lager startniveau, maar werd geprofiteerd van de solidariteitsreserve waardoor uitkeringen niet verlaagd hoefden te worden.

Kader 2: Aannames flexibele premieregeling (FPR)

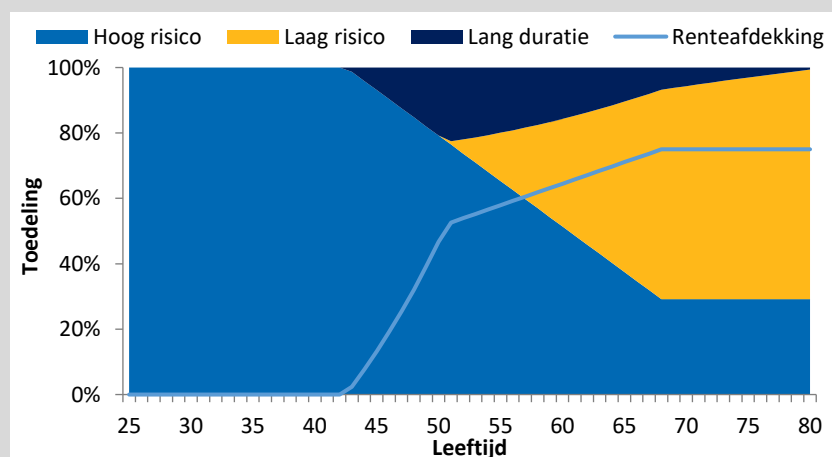
Voor de berekeningen in dit artikel maken we gebruik van een ‘gemiddelde’ lifecycle. Deze lifecycle is opgebouwd uit drie bouwstenen: Een hoog risico, laag risico en een lang duratie bouwsteen. De lifecycle is zoveel mogelijk gelijk gezet aan de impliciete lifecycle die we hanteren voor de solidaire premieregeling, echter bij aanwezigheid van een leenrestrictie is de blootstelling gemaximeerd op 100%. De blootstelling naar hoog risico krijgt in dit geval voorrang boven de invulling van de renteafdekking door middel van kas en renteswaps (lang duratie). De lang duratie bouwsteen bestaat in feite uit vier LDI-fondsen met looptijden van 10, 20, 30 en 40 jaar. Het beleggingsbeleid van de hoog risico en laag risico bouwstenen ziet er als volgt uit:

Tabel 1: Beleggingsmix ‘hoog risico’ en ‘laag risico’ bouwblokken van veronderstelde FPR lifecycle

Hoog risico	Gewicht	Laag risico	Gewicht
Aandelen	65%	Bedrijfsobligaties	54%
Vastgoed	19%	Nederlandse hypotheke	17%
Private Equity	8%	Staatobligaties (nominaal)	25%
Infrastructuur	4%	Staatobligaties (inflatie-gerelateerd)	5%
Hedge funds	4%		
Grondstoffen	1%		

De lifecycle die hieruit volgt is hieronder weergegeven. Ten opzichte van de (indirecte) blootstelling bij de solidaire premieregeling zijn de grootste verschillen dat jongeren minder blootstelling hebben naar zakelijke waarden en een lagere renteafdekking hebben (als gevolg van de leenrestrictie). Daarnaast hebben ouderen meer blootstelling naar zowel spread- als curverisico.

Figuur 7: Lifecycle (neutraal)



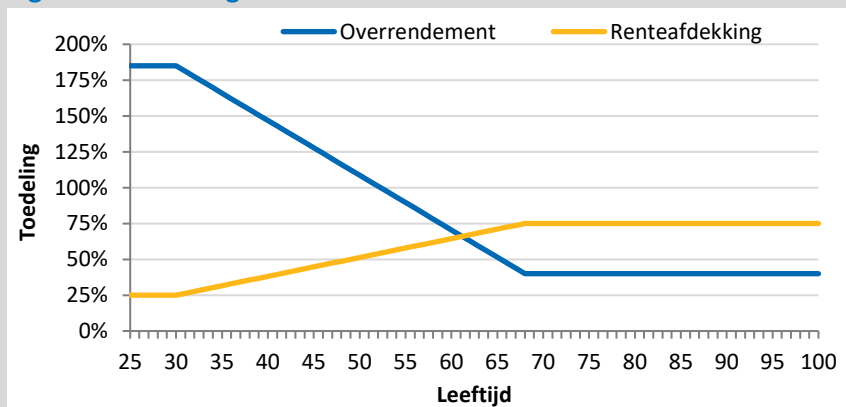
Kader 3: Aannames solidaire premieregeling (SPR)

Voor de solidaire premieregeling maken we gebruik van een ‘gemiddeld’ Nederlands pensioenfonds. Dit is een pensioenfonds met een gemiddelde duratie van het verwacht pensioen van 20. Het beleggingsbeleid is in meer detail beschreven in artikel negen van deze serie.

De toedelingsfactoren voor overrendement voor verschillende leeftijdscohorten (één per geboortjaar) laten we lineair dalen van leeftijd 30 tot 68. Voor de toedeling van overrendement stellen we het start- en eindniveau zo vast dat het collectieve startgewicht uitkomt op 70% (gemiddelde gewicht naar overrendementscategorieën voor huidige uitkeringsregelingen, inclusief bedrijfsobligaties en hypotheek). De uitkomst is een toedeling van 185% die afbouwt naar 40%.

De renteafdekking laten we stijgen van 25% naar 75%. Voor de invulling van de renteafdekking gebruiken we alle rentegevoelige (investment grade) beleggingen en dit vullen we aan met renteswaps (10, 20, 30 en 40-jaars looptijden). De toedelingsfactoren zijn hieronder weergegeven:

Figuur 8: Toedelingsfactoren



Daarnaast passen we binnen de solidaire premieregeling een solidariteitsreserve toe. De solidariteitsreserve wordt gevuld met 5% van het vermogen, waarbij aan de hand van de standaardmethode de impact op het kapitaal bij aanvang van de regeling per leeftijdscohort wordt bepaald (>5% voor jongeren en <5% voor ouderen). De reserve wordt ingezet om dalingen in pensioenuitkeringen te voorkomen. Hiervoor wordt de uitkering (na spreiding) aangevuld tot de meest recente uitkering zolang dit in totaal op jaarbasis niet meer dan 5% van de reserve kost. Gedurende de tijd wordt de reserve gevuld door stijgingen van (ingegane) uitkeringen boven 3,5% op jaarbasis af te romen en eveneens rendeert de solidariteitsreserve met het fondsrendement.

Disclaimer

For Professional Clients only and not to be distributed to or relied upon by retail clients. All investments contain risk and may lose value.

This document is for informational purposes only in connection with the marketing and advertising of products and services, and is not investment research, advice or a recommendation. It shall not constitute an offer to sell or the solicitation to buy any investment nor shall any offer of products or services be made to any person in any jurisdiction where unlawful or unauthorized. Any opinions, estimates, or forecasts expressed are the current views of the author(s) at the time of publication and are subject to change without notice. The research taken into account in this document may or may not have been used for or be consistent with all Aegon Asset Management investment strategies. References to securities, asset classes and financial markets are included for illustrative purposes only and should not be relied upon to assist or inform the making of any investment decisions. It has not been prepared in accordance with any legal requirements designed to promote the independence of investment research, and may have been acted upon by Aegon AM and Aegon AM staff for their own purposes.

Simulated past performance is not a guide to future performance. Outcomes, including the payment of income, are not guaranteed. Simulated performance has been generated using a model portfolio.

All data is sourced to Aegon Asset Management unless otherwise stated. The document is accurate at the time of writing but is subject to change without notice. Data attributed to a third party ("3rd Party Data") is proprietary to that third party and/or other suppliers (the "Data Owner") and is used by Aegon Investment Management B.V. under licence. 3rd Party Data: (i) may not be copied or distributed; and (ii) is not warranted to be accurate, complete or timely. None of the Data Owner, Aegon Investment Management B.V. or any other person connected to, or from whom Aegon Investment Management B.V. sources, 3rd Party Data is liable for any losses or liabilities arising from use of 3rd Party Data.

Aegon Investment Management B.V. is registered with the Netherlands Authority for the Financial Markets as a licensed fund management company. On the basis of its fund management license Aegon Investment Management B.V. is also authorised to provide individual portfolio management and advisory services.

AdTrax code: 5062384.1