



Gosse Alserda
Investment Strategist



Arjan Santes
Investment Strategist



Jenze Sibma
Investment Strategist

De laatste tijd is er veel discussie over de nieuwe pensioenregelingen. Zijn de nieuwe regelingen wel een verbetering ten opzichte van de huidige uitkeringsregelingen en zo ja, welke van de nieuwe regelingen pakt het beste uit? In dit artikel kijken we hoe de nieuwe regelingen in het verleden hadden uitpakten. Deze keer kijken we naar de afgelopen 20 jaar: 2003 tot en met 2022.

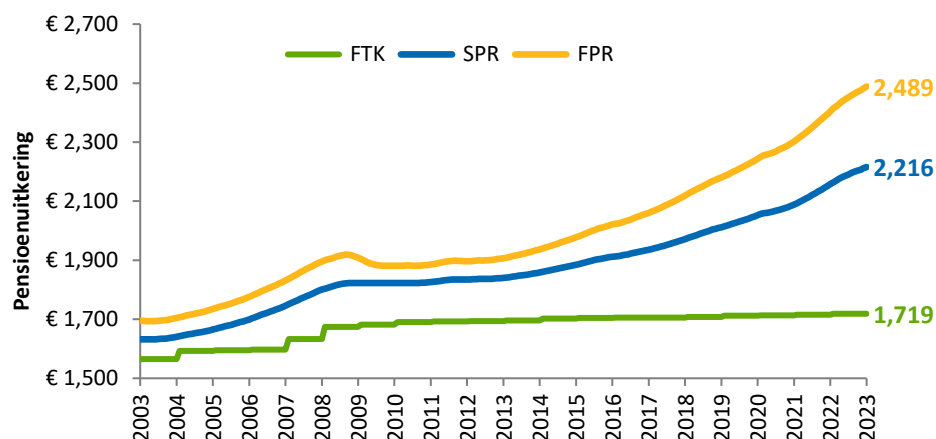
Samenvatting

- Tussen 2003 en 2022 zou het pensioen van een voorbeeld gepensioneerde deelnemer in de nieuwe regelingen met ongeveer **36% tot 47%** gestegen zijn
- Voor een gemiddelde uitkeringsregeling (FTK) was de stijging slechts **10%**
- De flexibele premieregeling zou over deze periode een hogere – maar volatielere – pensioenuitkering hebben opgeleverd dan de solidaire premieregeling

Willem Pensionado (68 jaar oud)

Als eerste kijken we naar een deelnemer die in 2003 met pensioen is gegaan: Willem Pensionado. De resultaten voor de drie verschillende regelingen – De uitkeringsregeling (FTK), de solidaire premieregeling (SPR) en de flexibele premieregeling (FPR) zijn getoond in figuur 1 hieronder. De verschillende startniveaus weerspiegelen de verschillende buffers die bij de regelingen horen. In het geval van onze analyse 10% in het FTK¹, 5% voor de initiële vulling van de solidariteitsreserve in de SPR en geen buffer voor de FPR.

Figuur 1: Pensioenuitkering Willem Pensionado



¹ Passend bij een dekkingsgraad van 110%. Dit is na een (eventuele) vergoeding van de doorsneesystematiek. De 110% is prudent ingestoken t.o.v. de gemiddelde dekkingsgraad per ultimo 2002 (ca. 120%), waardoor het verschil met SPR en FPR kleiner is. Hiermee ondervangen we de impact van macro-langlevens effecten.

We starten met de pensioenuitkering onder het huidige stelsel (FTK). Zoals te zien is start de uitkering hier als laagste, dit volgt uit de grote buffers die aangehouden moeten worden (en aanwezig waren eind 2002). Hoewel de uitkering daarna in de eerste jaren nog wel stijgt als het gevolg van indexaties zien we dat vanaf de financiële crisis in 2008 er geen substantiële indexaties meer zijn. De uitkering eindigt ca. 10% boven het startpunt. Hierin zijn nog niet de hoge indexaties per 1-1-2023 meegenomen. Als deze wel meegenomen worden zou het FTK substantieel hoger eindigen, maar de relatieve verschillen blijven intact.

Ook in de SPR wordt een (solidariteits)reserve aangehouden. Deze is echter kleiner dan de reserve binnen het FTK. In onze analyse starten we met een reserve van 5% van het collectief toegedeelde vermogen. Vanwege de kleinere reserve komt geld vrij om de pensioenen bij start te verhogen (naast compensatie doorsneesystematiek e.d.), dit is ook te zien aan de eerste uitkering die al ca. 5% hoger is. Vervolgens zien we dat uitkeringen vrij snel stijgen tot het uitbreken van de financiële crisis in 2008. Hier vervult de solidariteitsreserve – in combinatie met het spreiden van schokken in de uitkeringen – zijn werk en wordt een daling van de uitkering voorkomen. In de periode na de financiële crisis neemt de uitkering verder toe, vooral een gevolg van hoge rendementen op zakelijke waarden.

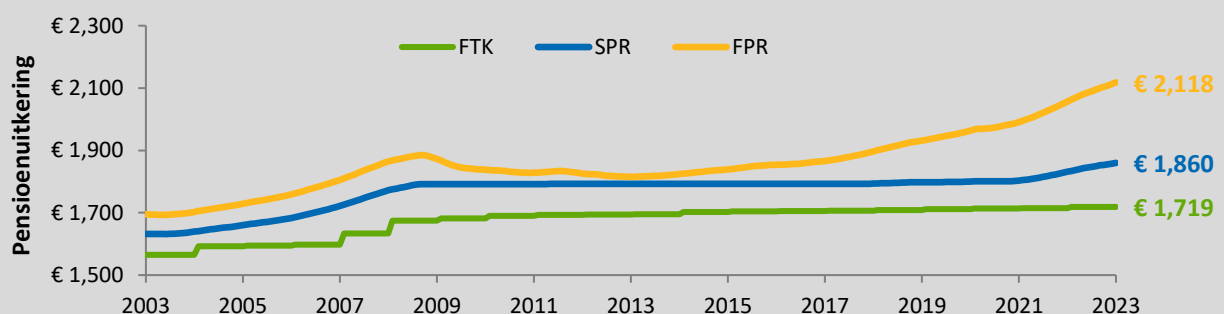
Bij de FPR wordt in onze analyse geen risicodelingsreserve aangehouden. Hierdoor kan de uitkering op een hoger niveau starten. In vergelijking met de SPR zijn de belangrijkste verschillen dat de uitkering daalt tijdens de financiële crisis (in totaal maximaal € 40 per maand of ca. 2%) maar daarna ook weer sneller stijgt doordat er geen afroaming plaatsvindt ten behoeve van een solidariteitsreserve. Over deze 20 jaar was de uitkering altijd hoger geweest dan bij de andere regelingen, maar was er wel meer volatiliteit in het verloop van de uitkering.

Kortom, voor Willem Pensionado zouden de nieuwe regelingen – en met name de flexibele premiereregeling – beter hebben uitgepakt dan het FTK. De belangrijkste redenen hiervoor zijn enerzijds het levensafhankelijke beleggingsbeleid -waardoor gepensioneerden de rente volledig kunnen afdekken zonder gevolgen voor de jongeren - en anderzijds de kleinere buffers waardoor het vermogen directer kan worden ingezet.

Kader 1: Lagere renteafdekking

In deze backtest werken we met een renteafdekking voor gepensioneerden van 100%, waar we in eerdere analyses werkten met 75%. Uit onderzoek – zoals onze recente publicatie in de Actuaris¹ – blijkt dat een renteafdekking op of net onder de 100% in de meeste gevallen optimaal is voor gepensioneerden. Hierdoor neemt de nominale volatiliteit af, terwijl de impact op de volatiliteit van de koopkracht beperkt is (t.o.v. het reële optimum rond de 80%-90%). Hieronder hebben we voor Willem Pensionado ook de resultaten weergegeven met 75% afdekking. Hoewel de nieuwe regelingen wat lager uitvallen, blijven de relatieve verschillen intact.

Figuur 2: Pensioenuitkering Willem Pensionado – 75% renteafdekking



¹ Alserda, G., 2022, Renteafdekking in het nieuwe pensioenstelsel. De Actuaris 30-2

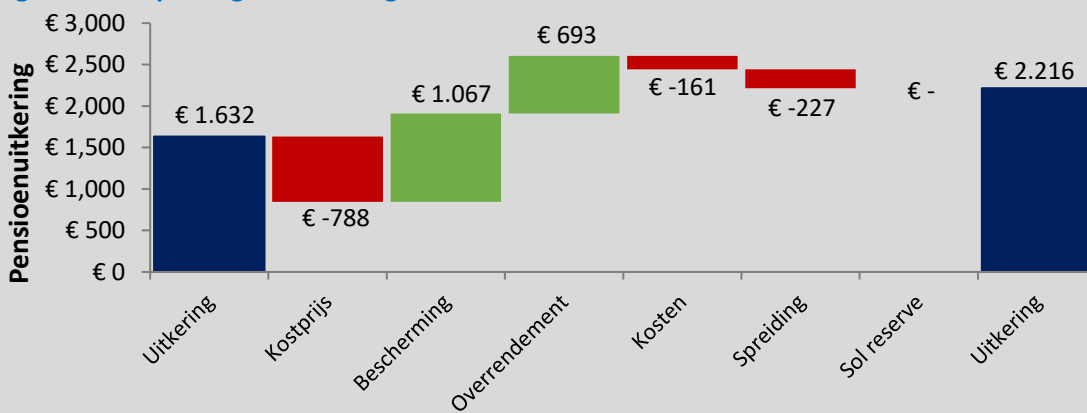
Kader 2: Uitsplitsing veranderingen

Zoals we hierboven hebben laten zien zouden de pensioenen in SPR en FPR respectievelijk 584 en 794 euro gestegen zijn in de afgelopen 20 jaar. Maar hoe is dit opgebouwd? En waar komen de verschillen tussen de twee regelingen vandaan? Hieronder geven we voor beide regelingen een uitsplitsing van de verandering in de pensioenuitkering.

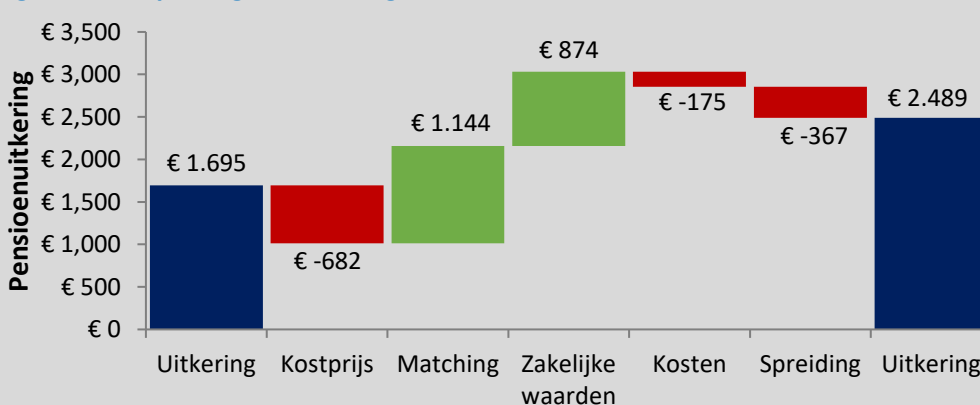
Het belangrijkste verschil zit hem in het zakelijke waarden rendement binnen FPR tegenover het overrendement binnen SPR. Doordat binnen FPR elk leeftijdscohort een eigen zakelijke waarden mix kan hebben zie je dat voor gepensioneerden meer gespreid kan worden over lager risico beleggingen. Dit had in de afgelopen 20 jaar positief uitgekapt. Hier staat wel tegenover dat voor jongeren binnen FPR juist een geconcentreerdere portefeuille moet worden aangehouden, wat negatief zou hebben uitgekapt.

In de kostprijs zit het effect van de – per saldo - dalende rente. Hierdoor zijn pensioenuitkeringen duurder geworden, waardoor deze - ceteris paribus - zouden dalen. Dit wordt echter gecompenseerd door het beschermings-/matching rendement, dat positief bijdraagt aan de hoogte van de pensioenuitkering. Het effect is zelfs groter dan van de kostprijs, dit is een gevolg van het toepassen van spreiden (waardoor over deze periode gemiddeld te weinig pensioen wordt uitgekeerd). Over de gehele periode wordt voor Willem slechts 31 euro onttrokken uit de solidariteitsreserve, dit is voldoende om – na spreiding – een daling van de uitkering te voorkomen tijdens de financiële crisis. Dit heeft geen significante impact op de laatste uitkering.

Figuur 3: Uitsplitsing verandering binnen SPR



Figuur 4: Uitsplitsing verandering binnen FPR



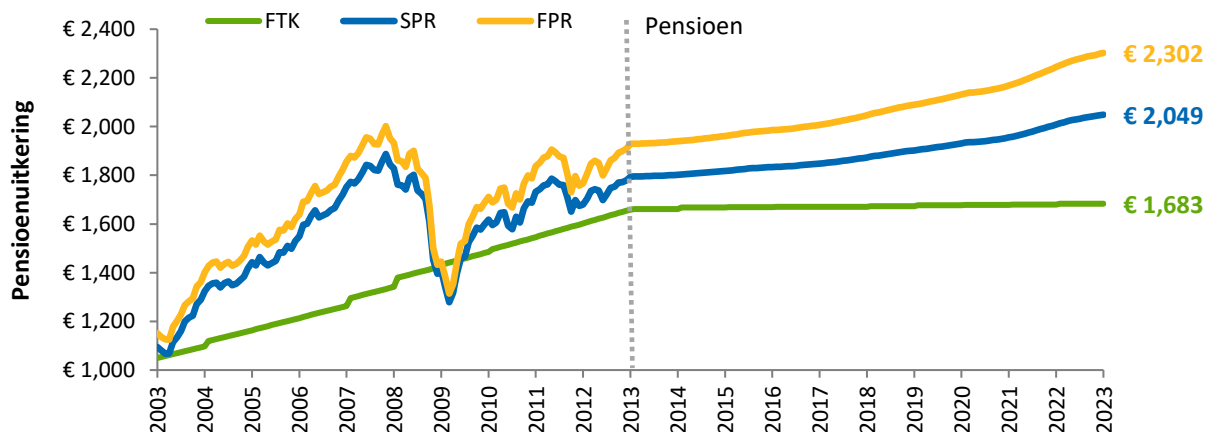
Henriette Boomer (58 jaar oud)

Vervolgens kijk we naar Henriette. Tijdens de start van onze analyse is Henriette 58 jaar oud en zal ze nog 10 jaar werken voordat ze met pensioen gaat. Haar verwacht en na pensionering uitgekeerd pensioen is getoond in figuur 5. Het verwacht pensioen in deze figuur geeft het pensioen weer wanneer met het huidige vermogen een uitgestelde annuïteit wordt aangekocht. Hierin zitten dus geen toekomstige premies en overrendementen.

Wat opvalt als we naar deze figuur kijken is dat er voor SPR en FPR een groot verschil zit in het (verwacht) pensioen voor en na pensionering. Voor pensionering wordt geen spreiding toegepast en – in onze analyse – geen solidariteitsreserve ingezet voor actieve deelnemers binnen de SPR. Als gevolg hiervan is het verwacht pensioen vele malen volatieler dan de daadwerkelijke pensioenuitkering na pensionering. De volatiliteit voor pensionering zorgt voor het risico dat daadwerkelijke pensioen substantieel lager (of hoger) uitvalt dan kort voor pensionering wordt verwacht. Dit zou opgelost kunnen worden door een defensiever beleggingsbeleid kort voor pensionering of door bijvoorbeeld een geleidelijke inkoop in een (eventueel) uitkeringscollectief.

Ook in dit geval zien we dat gedurende de pensioenfase de twee nieuwe regelingen beter uitpakken dan de oude regeling onder het FTK. Dit is zowel in termen van startpunt als de ontwikkeling tijdens pensionering. Dit is zelfs ondanks het feit dat Henriette in de FTK regeling in de opbouwfase profiteert van de doorsneesystematiek.

Figuur 5: Pensioenuitkering Henriette Boomer

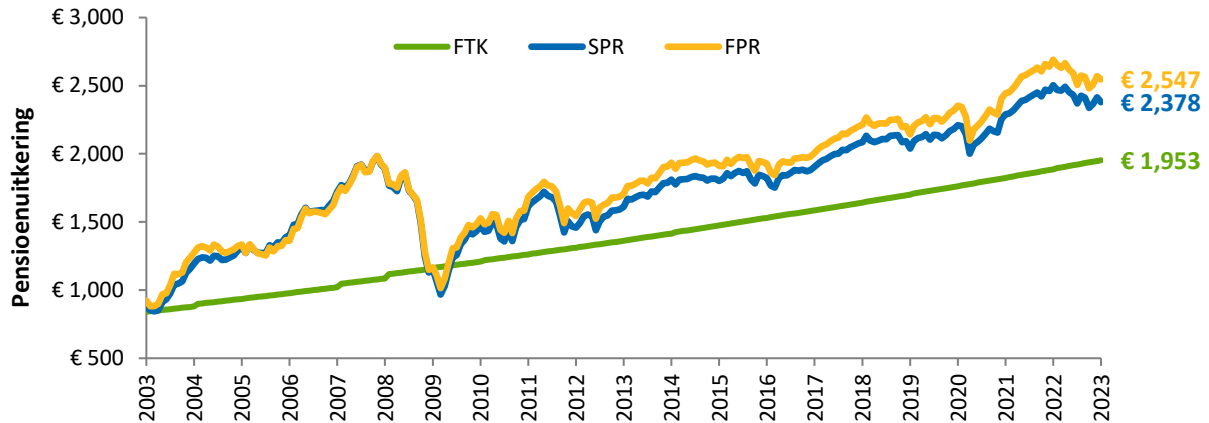


Frans Moyenne (48 jaar oud)

Vervolgens kijken we naar Frans Moyenne, die in 2003 48 jaar oud is en met pensioen gaat aan het einde van onze analyse. De verschillen tussen SPR en FPR zijn voor Frans beperkt. Binnen de SPR wordt binnen het beschermingsrendement een perfecte renteafdekking gegeven, terwijl deze renteafdekking niet perfect is bij de FPR (zowel in termen van curve- als spreadrisico). Verder geldt dat er binnen de FPR relatief meer blootstelling is naar spreadrisico (bedrijfsobligaties en hypotheek), doordat de (relatieve) blootstelling naar zakelijke waarden kan verschillen tussen leeftijdscohorten. Door deze verschillen pakt de FPR beperkt beter uit dan de SPR.

Ook voor Frans pakken de nieuwe regelingen beter uit dan de uitkeringsregeling (FTK). Dit komt vooral door een hogere renteafdekking (over deze periode opbouwend van 60% naar 100%) en kleinere buffers waardoor het pensioen eerder verhoogd kan worden.

Figuur 6: Pensioenuitkering Frans Moyenne

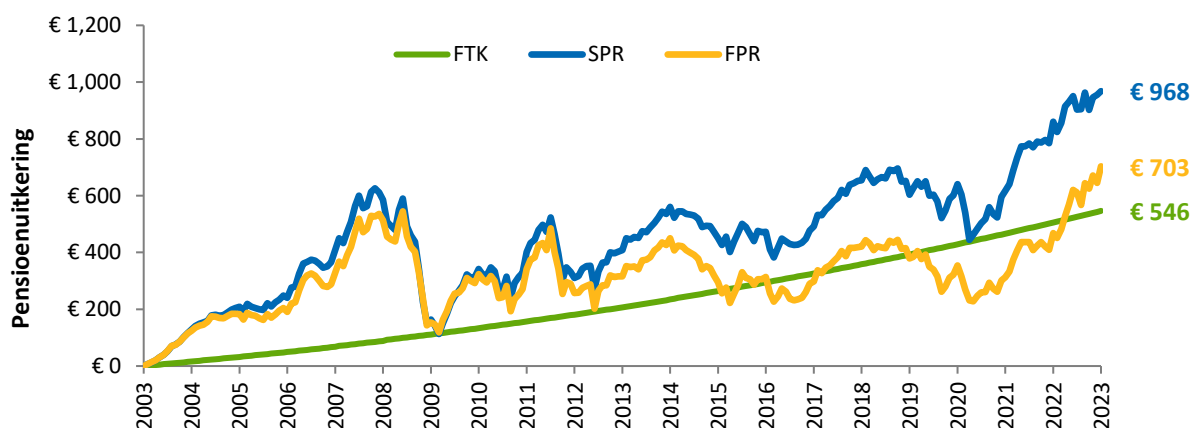


Karin de Jong (25 jaar oud)

Tenslotte kijken we naar Karin de Jong. Karin begint in 2022 met werken en heeft begin 2003 dus nog geen pensioenvermogen opgebouwd. De opbouw van het (verwacht) pensioen van de nieuwe regelingen is – vooral vergeleken met dat onder het FTK – sterk volatiel. In zowel SPR als FPR wordt het verwacht pensioen tot 2021 negatief beïnvloed door de dalende rente. Dit wordt alleen bij de SPR enigszins beperkt door de renteafdekking die is ingericht voor jongeren (25% tot 30 jaar en daarna oplopend naar 55% voor een 45-jarige). Dit verklaart dan ook het verschil met de FPR, waar het inrichten van renteafdekking vrijwel niet is te combineren met de gewenste blootstelling naar zakelijke waarden door de aanwezigheid van de leenrestrictie.

Een ander verschil ontstaat door de hogere blootstelling naar overrendement. Bij SPR beginnen we met een blootstelling van 185% (zie ook kader 3). Dit zorgt enerzijds in de eerste jaren voor een grotere stijging, rond de financiële crisis voor een hardere daling (tot ongeveer hetzelfde niveau) en ten slotte weer voor een grotere stijging in de tweede helft van de onderzochte periode. Netto was de impact van het toepassen van leverage (laten vervallen van de leenrestrictie) positief over deze periode met een ca. 18% hogere vermogensopbouw.

Figuur 7: Pensioenuitkering Karin de Jong



Kader 3: Meer dan 150% blootstelling?

In onze analyse starten we binnen SPR voor de jongste deelnemers (tot 30 jaar) met 185% blootstelling naar overrendement. Recent is er echter bekend geworden dat de blootstelling naar overrendement gemaximeerd wordt op 150%. Er is echter nog niet bekend wat allemaal meetelt voor de 150%. Onze (185%) blootstelling is naar een breed gespreide portefeuille, inclusief bedrijfsobligaties en hypotheke. Alle afwijking ten opzichte van de swaprente komt terecht bij het overrendement en zou – ons inziens – dus meegenomen moeten worden in de bepaling van de blootstelling naar overrendement. Het maximum van 150% lijkt echter alleen om de echte zakelijke waarden te gaan, of eventueel gemapt naar zakelijke waarden aan de hand van de URM methodiek. Op basis hiervan zou in onze analyse de maximale blootstelling neerkomen op 129% zakelijke waarden of 136% volgens de mapping methodiek. Zodoende valt dit volgens onze interpretatie binnen de beoogde wettelijke kaders.

Conclusie

Aan de hand van de afgelopen 20 jaar kunnen we concluderen dat de nieuwe regelingen beter hadden uitpakken dan de huidige uitkeringsregelingen (FTK). In die zin hadden de nieuwe regelingen – ondanks dat er geen directe koppeling is met inflatie – een koopkrachtiger pensioen opgeleverd. Het exacte verschil is uiteraard afhankelijk van de aannames, maar in het algemeen zien we dat kleinere buffers in de nieuwe regelingen gecombineerd met een leeftijdsafhankelijk beleggingsbeleid goed hadden gewerkt, resulterend in een hogere pensioenuitkering. Als we kijken naar de twee nieuwe regelingen zien we dat de flexibele premiereregeling over het algemeen geleid zou hebben tot een hoger – maar ook volatieler – pensioen. Tijdens de financiële crises zou de solidariteitsreserve gedaan hebben waarvoor die is bedacht en zou de uitkering binnen de solidaire premiereregeling niet verlaagd zijn, in tegenstelling tot de flexibele premiereregeling, waar de uitkering wel (beperkt) zou dalen. Ten slotte zien we dat jongeren in de solidaire premiereregeling profiteren van het vervallen van de leenrestrictie. Zelfs in een periode met daarin de financiële crisis zou dit tot een hoger pensioenvermogen hebben geleid.

Kader 4: Aannames solidaire premiereregeling (SPR)

Voor de solidaire premiereregeling maken we gebruik van een ‘gemiddeld’ Nederlands pensioenfonds. Dit is een pensioenfonds met een gemiddelde duratie van het verwacht pensioen van 20. Het beleggingsbeleid ziet er als volgt uit:

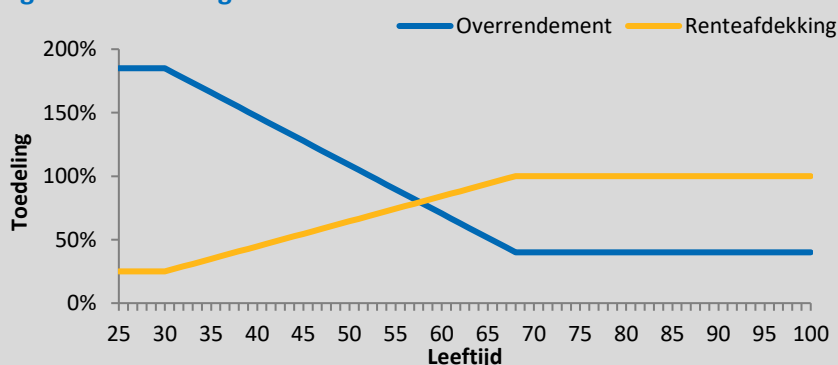
Tabel 1: Beleggingsmix overrendement en bescherming van het gemiddelde Nederlands pensioenfonds

Overrendementscategorieën (70%)	Gewicht	Beschermingscategorieën (30%)	Gewicht
Aandelen	47%	Staatobligaties (nominaal)	70%
Vastgoed	14%	Staatobligaties (inflatie-gerelateerd)	10%
Private Equity	6%	Kas	20%
Infrastructuur	3%		
Hedge funds	3%		
Grondstoffen	0,4%		
Bedrijfsobligaties	21%		
Nederlandse hypotheke	6%		

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 hypotheke). De uitkomst is een toedeling van 185% die afbouwt naar 40%.

De renteafdekking – op basis van het theoretische beschermingsrendement - laten we stijgen van 25% naar 100%. 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 premiereregeling 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. We rekenen met totale kosten voor de deelnemer van 0,4% per jaar en maandelijkse toedeling van rendementen en aanpassing van de uitkering (dit laatste zal in de praktijk jaarlijks zijn)

Kader 5: Aannames flexibele premieregeling (FPR)

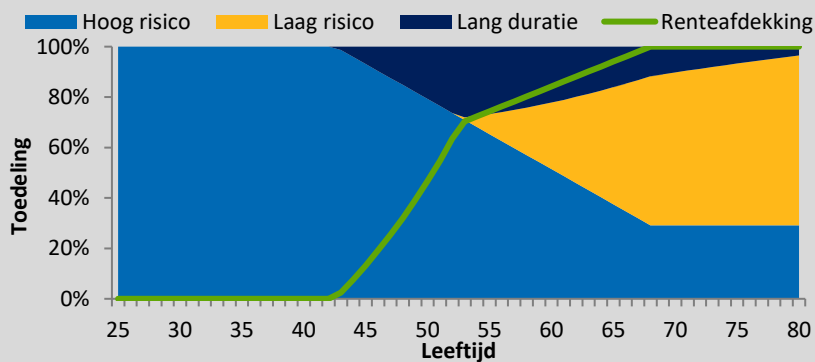
Voor de berekeningen in dit artikel maken we gebruik van een ‘gemiddelde’ lifecycle. Deze lifecycle is opgebouwd uit drie bouwstenen: Een hoog risico, laag risico en een lang duratie bouwsteen. De lifecycle is zoveel mogelijk gelijk gezet aan de impliciete lifecycle die we hanteren voor de solidaire 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 2: 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. We rekenen met totale kosten voor de deelnemer van 0,4% per jaar en maandelijkse toedeling van rendementen en aanpassing van de uitkering.

Figuur 9: Lifecycle (neutraal)



Kader 6: Aannames uitkeringsregeling (FTK)

De ontwikkeling van de uitkeringsregeling is gebaseerd op de volgende aannames:

- Indexaties gelijk aan het gemiddelde van Nederlandse pensioenfondsen (Bron: DNB). Dit is beschikbaar vanaf 2007. Voor die tijd gebruiken we indexaties van ABP (Bron: ABP jaarverslagen).
- Opbouw van 1,875% van het pensioengevend salaris (franchise start op €11.000 en stijgt met inflatie)
- Opgebouwd pensioen bij start op basis van startvermogens maatmensen, rekening houdend met een dekkingsgraad van 110%. T.o.v. de situatie in 2003 is dit prudent ingestoken, o.a. om te corrigeren voor het effect van veranderende stertetabellen (macro langlevens)

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: 5391468.1