

Een reëel perspectief op de Wtp

Jolien van den Ende, Teun Loermans, Sven Herrewijn en Reinout van Tuyll

INLEIDING

Het uitblijven van indexatie in de afgelopen jaren is een belangrijke katalysator geweest in de totstandkoming van de Wtp. Met de overgang naar het Wtp wordt dit probleem opgelost, is de gedachte. Pensioenen worden onder het Wtp minder zeker, maar in ruil hiervoor krijgen deelnemers perspectief op een hoger pensioen dat ook beter meebeweegt met de inflatie. Het teleurstellende resultaat van het FTK in het verzorgen van koopkrachtige pensioenen zou hiermee verleden tijd zijn. Om vertrouwen te scheppen in de nieuwe pensioencontracten onder de Wtp is het dus van groot belang dat ook wordt geleverd op deze reële belofte. Essentiële vragen zijn dus: hoe zorgt een pensioenfonds voor een koopkrachtig pensioen onder de Wtp? En welke mogelijkheden heeft een pensioenfonds om reëel te sturen?

In dit artikel proberen we deze vragen te beantwoorden door eerst stil te staan bij het effect van inflatie op de koopkracht van pensioenen. Daarna beschrijven we de drie onder SPR of vier onder FPR belangrijkste beleidsopties om de koopkracht van pensioenen bij te sturen. Op basis van een eenvoudige ALM-analyse voor een gemiddeld pensioenfonds bekijken we vervolgens wat de relatieve effecten van deze opties zijn. Hiermee trachten we de effectiviteit van de verschillende beleidsopties nader te duiden.

KOOPKRACHTBESCHERMING WAS AFGELOPEN JAREN ONDER HET FTK TELEURSTELLEND

Onder het huidige FTK bouwen deelnemers nominale pensioen-aanspraken op. Wanneer de dekkingsgraad hoog genoeg is kunnen pensioenfonds indexatie toekennen om deze pensioen-rechten mee te laten stijgen met de inflatie. In de afgelopen jaren is het pensioenfonds in veel gevallen niet gelukt om de indexatie-ambitie (veelal gekoppeld aan de ontwikkeling van de door het CBS gepubliceerde Consumenten Prijs Index (CPI)) te realiseren. En ondanks de sterke stijging van de nominale dekkings-grad in afgelopen jaren heeft begin 2025 slechts 22% van de pensioenfonds die hierover heeft gepubliceerd in het afgelopen jaar de indexatieambitie gehaald. Als we kijken naar de cijfers sinds 2007 – het jaar van de invoering van het FTK – zien we dat de pensioenfonds gemiddeld slechts 37% van de stijging van het prijspeil hebben kunnen compenseren via indexatie. Daarmee is 63% van de inflatie niet gecompenseerd. Hierdoor zijn nominale pensioenen in krap 20 jaar ruim 20% van hun koopkracht verloren, en werd mede daardoor de roep voor her-vorming van het pensioenstelsel steeds sterker. Naast het verlies aan koopkracht waren onder andere de afschaffing van de door-sneesystematiek en de individualisering van pensioenvermogens belangrijke redenen om het pensioenstelsel te herzien.

Sven Herrewijn, CFA (I)
Investment
Strategist

Jolien van den Ende, CFA, SCR (ml)
Adviseur Balans-
management

Teun Loermans, CFA (mr)
Fiduciair Specialist

Reinout van Tuyll, CFA, CAIA (m)
Investment
Strategist



INFLATIERISICO WEER CENTRAAL NA CORONACRISIS

Daarbij is inflatie sinds de piek van de coronacrisis weer een *hot topic*. De jaren na de financiële crisis werden gekenmerkt door lage inflatie en in sommige gevallen zelfs deflatie. In 2022 werd Europa opgeschrikt door een ongekende inflatieschok. Door de inval van Rusland in Oekraïne en een sterke stijging van de gasprijs steeg de inflatie in Nederland tot recordhoogte van 10%. De inflatie is inmiddels teruggezakt naar normalere niveaus, maar blijft met name in Nederland hoger dan we gewend zijn van de jaren '10. En dan hangen er nog tal van inflatierisico's boven de markt. Klimaatverandering, de-globalisering en nieuwe conflicten: allemaal risico's die de kans op hogere inflatie vergroten. Het is dus van groot belang dat pensioenfondsen serieus nadenken over het beschermen van de koopkracht onder de Wtp. Zowel met het oog op (onverwachte) inflatieschokken als een mogelijk structureel hogere inflatie in de komende jaren.

IEDERE DEELNEMER ERVAART EEN ANDERE INFLATIE

Het begrip koopkracht wordt in de meeste gevallen teruggegrepen op de eerdergenoemde CPI. Deze is gebaseerd op een mandje dat door het CBS samengesteld wordt en omvat een scala aan goederen en diensten. Voor veel mensen weinig tastbaar. Om inflatie concreet en voelbaar te maken spreekt

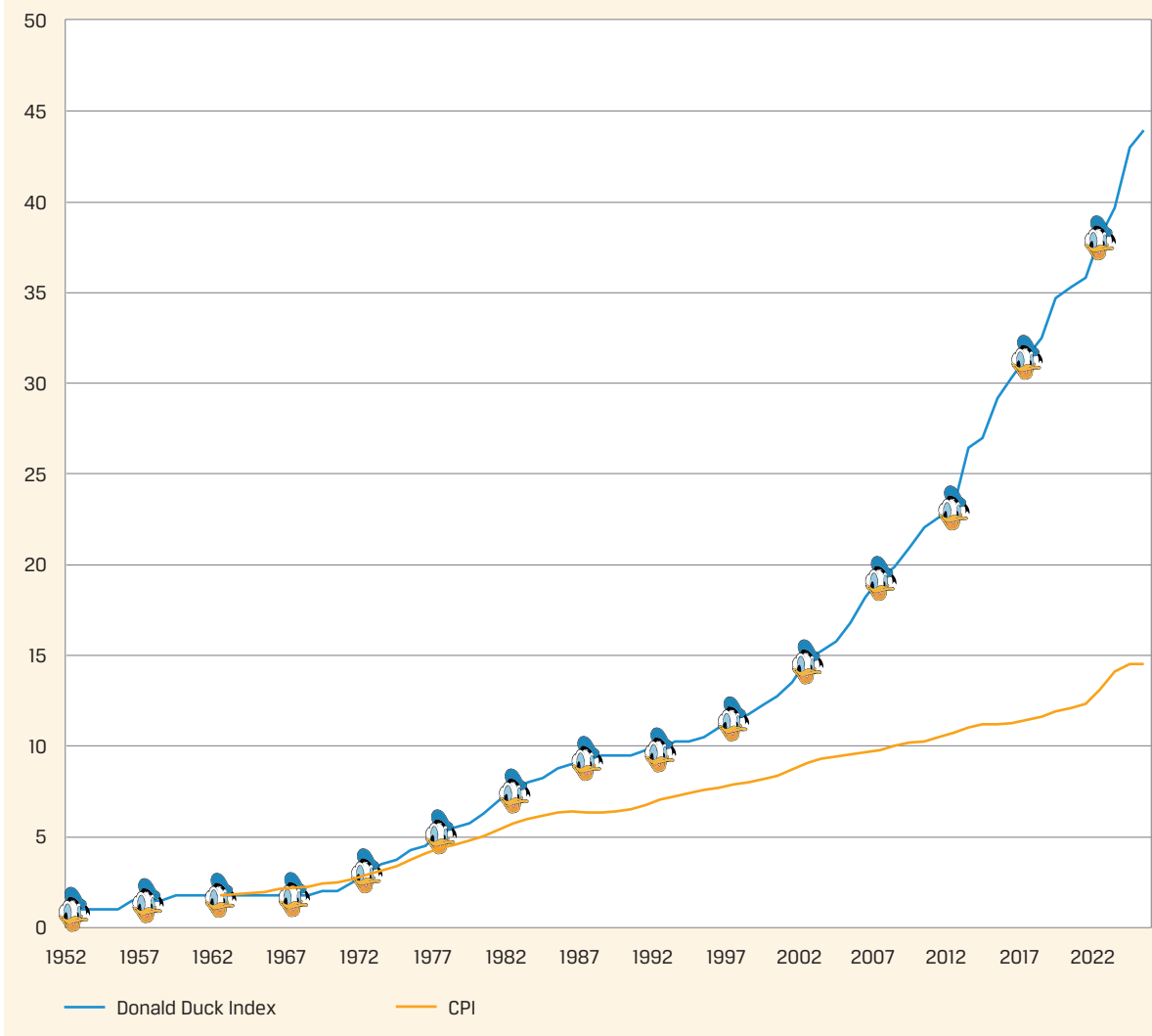
de Donald Duck Index velen wellicht meer tot de verbeelding. Veel Nederlanders, jong en oud, zullen ooit een Donald Duck in de hand hebben gehad. Of zelfs een abonnement; de auteurs in ieder geval wel. De prijs van datzelfde Donald Duckje is sinds de jaren '50 van de vorige eeuw opgelopen van 9 guldencent naar 3 euro en 99 cent, en is daarmee bijna een factor 45 zo duur geworden. Sinds de invoering van het FTK in 2007 is de prijsstijging 130%. Wat leesvoer voor de kleinkinderen is hiermee bijna 2,3x zo duur geworden.

Voor veel gepensioneerden zijn wellicht de kosten van voedingsmiddelen en zorg nog relevanter. De kosten voor voedingsmiddelen zijn in de afgelopen drie jaar met liefst 26% toegenomen. Dat is circa 8% hoger dan wat de brede CPI in dezelfde periode is gestegen. De kosten voor zorg zijn in diezelfde periode 15% gestegen. Iets minder dan het inflatiecijfer, maar onder druk van hogere personeelskosten is daarin in 2023 en 2024 een versnelling te zien.

HET BELANG VAN KOOPKRACHT WORDT BENADRUKT DOOR DE OFFICIËLE MAATSTAVEN

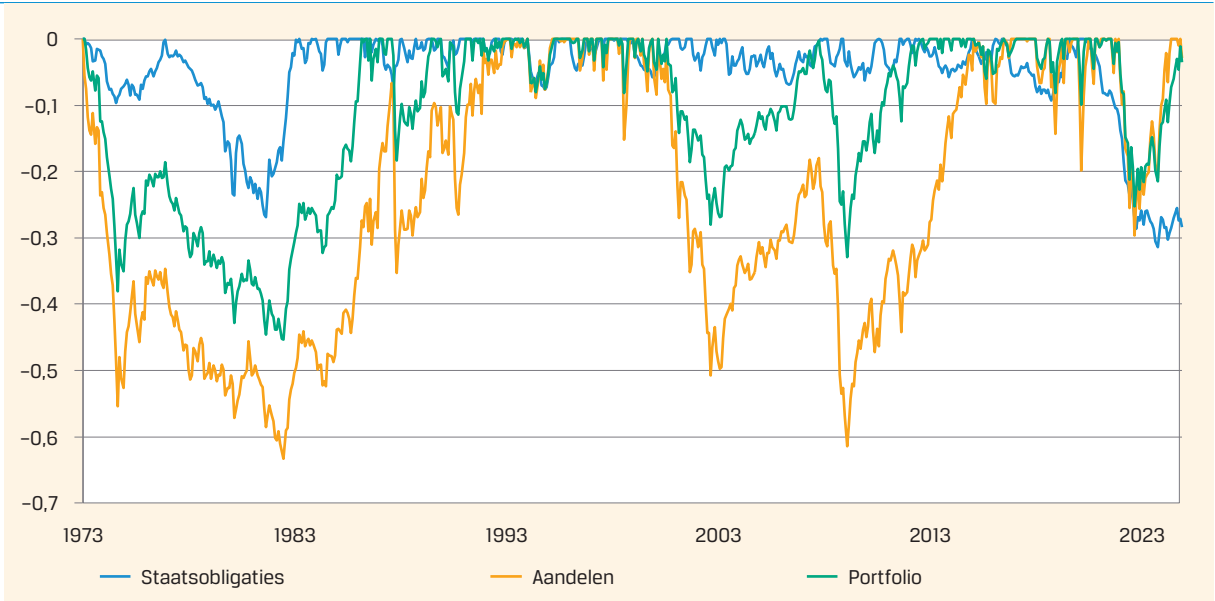
Een van de belangrijkste redenen om over te gaan naar een nieuw pensioenstelsel was de zorgen over de koopkracht onder het

Figuur 1
Ontwikkeling
'Donald Duck'-index
en Nederlandse CPI
in de afgelopen
decennia



Bron: Descriptor.com en aangevuld door Achmea IM

Figuur 2
Reële piek-dalverliezen
van Amerikaanse
staatsobligaties,
aandelen en
een 60-40 portfolio



Bron: Achmea IM, Bloomberg

huidige FTK. Door de verplichting om een significant deel van het vermogen in buffers aan te houden, bleek de mogelijkheid om volledig te indexeren afgelopen jaren beperkt. Om de doelstelling van koopkrachtbehoud te benadrukken introduceert de Wtp een set van vier verplichte (risico- en verwachtings)maatstaven. Drie hiervan zijn risicomatstaven en één is een verwachtingsmaatstaf. Eén van de risicomatstaven heeft betrekking op enkel de opbouwfase. Alle maatstaven zijn gebaseerd op prognoses en hebben een uitkeringscomponent U . Deze U is de toekomstige reële uitkering die een deelnemer in een gegeven jaar kan verwachten. Door deze U uit te rekenen voor verschillende leeftijdscohorten en vormen van beleid, en deze vervolgens te wegen met overlevingskansen van haar deelnemers ontstaat een inschatting van de reële waarde van het pensioen. Pensioenfondsen dienen voor deze berekeningen de uniforme scenario'set van de DNB te hanteren.

HISTORISCHE GEREALISEERDE REËLE RENDEMENTEN WISSELDEN STERK DOOR DE DECENNIA

Deze abstracte wettelijk voorgeschreven rekensom kent echter belangrijke beperkingen. De risicopremies en dus rendementen van verschillende beleggingscategorieën waren de afgelopen decennia verre van stabiel. En dat is dan nog nominaal bekeken. In de context van pensioenbeleggen is juist het behalen van een positief reëel rendement cruciaal. Veel beleggingen, zoals aandelen en staats- en kredietobligaties, ontbreekt het aan een duidelijke link met inflatie. Dit maakt deze beleggingscategorieën dan ook bijzonder gevoelig voor stagflatieschokken, waarin de inflatie langere tijd hoog is en obligatie- en aandelenrendementen laag zijn. Reële (piek-dal)verliezen lopen in dit soort situaties sterk op, en het herstel kan, vooral in reële termen, jaren duren.

Neem als voorbeeld een belegger met een portefeuille van 60% Amerikaanse aandelen en 40% *treasuries* in 1973. Door de stagflatieschok in de jaren '70 zou het ruim 10 jaren duren voordat deze belegger in reële termen de waarde van zijn portefeuille weer terug zou hebben (zie figuur). Eenzelfde scenario

zien we voor een belegger met een aandelenportefeuille voor het uitbarsten van de dot-com-bubbel begin deze eeuw. Het zou 15 jaar duren voordat deze belegger in reële termen weer boven water zou staan.

INFLATIERISICO VOLGENS DE P-SET VAN DNB

In de wettelijk voorgeschreven rekensommen wordt gebruik gemaakt van de door DNB gepubliceerde p-set. Op basis van deze set dient een pensioenfonds de wettelijke maatstaven te berekenen. De p-set is daarmee een belangrijke factor in het toetsen van de mate van koopkrachtbehoud van de verschillende beleidsopties die een pensioenfonds heeft. Als we op basis van de p-set per ultimo 2024 een parallel maken met de historische observaties valt een aantal zaken op. De kans dat het reële aandelenverlies de komende 8 jaar oploopt tot meer dan 60%, een 'dot-com' en GFC-combinatie, ligt rond de 1%. Er is volgens deze wettelijk voorgeschreven set dus een kans van slechts een-op-honderd dat we een herhaling van de eerste jaren van deze eeuw zouden meemaken. En de kans op stagflatie van dezelfde omvang zoals in de jaren '70 schat de p-set in op zo'n 13%. Het is belangrijk deze impliciete verwachtingen in het achterhoofd te houden bij het analyseren van het langetermijnbeleid. Niet voor niets acht DNB het van belang dat pensioenfondsen hun beleid vormgeven op basis van eigen economische en financiële verwachtingen.

BEHEERSING VAN DE KOOPKRACHT ONDER DE FPR EN SPR

In de verwachtingsmaatstaven wordt dus vooral reëel gekeken en impliciet op het realiseren van een koopkrachtig pensioen. Onder de Flexibele Premiereregeling (FPR) en de Solidaire Premiereregeling (SPR) hebben pensioenfondsen een aantal instrumenten om aan deze reële ambitie invulling te geven. Hieronder gaan we in op deze beleidsinstrumenten en analyseren we voor een gemiddeld pensioenfonds hoe de verschillende instrumenten bijdragen aan de koopkracht.

KOOPKRACHT EN DE TOEDELING VAN RENDEMENTEN ONDER DE SPR

Karakteriserend voor de SPR is de vaststelling van toedelingsregels op basis waarvan het rendement van de collectieve portefeuille wordt toebedeeld aan verschillende leeftijdscohorten. De zogenoemde impliciete lifecycle. We richten ons in dit artikel op de wijze waarop deze toedelingsregels van invloed zijn op de koopkracht. Hierbij is het van belang onderscheid te maken tussen de twee methodes die een pensioenfonds kan hanteren om het beschermingsrendement vast te stellen:

- *De indirecte methode:* onder deze methode wordt het beschermingsrendement vastgesteld op basis van de door DNB gepubliceerde nominale rentetermijnstructuur (DNB-RTS).
- *De directe methode:* onder deze methode wordt het beschermingsrendement vastgesteld op basis van de realisatie van de beschermingsportefeuille.

DE SPR KENT GROFWEG VIER BELEIDSTRUMENTEN OM REËEL TE STUREN

- *Via de beschermingsportefeuille bij direct beschermingsrendement:* door in plaats van alleen veilige nominale obligaties en renteswaps bijvoorbeeld ook Inflation-linked bonds (ILBs) en Inflation-linked swaps (ILS'en) aan de beschermingsportefeuille toe te voegen, kan een deel van de reële sturing worden gerealiseerd. Omdat de resultaten van ILBs en ILS'en in de beschermingsportefeuille onder een indirect beschermingsrendement neerslaan in het overrendement is deze optie alleen effectief indien gebruik wordt gemaakt van direct beschermingsrendement. Een aandachtspunt hierbij is wel dat er momenteel geen instrumenten zijn die de Nederlandse inflatie uitbetalen. Bijvoorbeeld de Europese of Franse inflatie zal als proxy moeten worden genomen. Er bestaat dan altijd een basisrisico.
- *Via de rendementsportefeuille:* door deelnemers blootstelling te geven aan het overrendement kan een rendement worden behaald dat op lange termijn de inflatie (deels) bijhoudt. Keerzijde hiervan is dat een hogere allocatie naar de rendementsportefeuille het pensioen ook minder zeker maakt.
- *Via de solidariteitsreserve:* de solidariteitsreserve kan worden ingezet om koopkrachtverlies (deels) te compenseren. Daarnaast kunnen pensioenfondsen de solidariteitsreserve inzetten om beleggingsrisico's tussen generaties te delen. Hierdoor kunnen pensioengerechtigden mogelijk meer beleggingsrisico nemen. Dit kan eveneens bijdragen aan een koopkrachtiger pensioen.
- *Via de vaststelling van het projectierendement:* onder de SPR wordt op basis van een geprojecteerd rendement de jaarlijkse pensioenuitkering vastgesteld welke onttrokken kan worden aan het opgebouwde kapitaal. Door in de vaststelling van het projectierendement rekening te houden met de verwachte inflatie kan de uitkering in principe meegroeien met de inflatie. Een belangrijke kanttekening hierbij is dat de deelnemer de facto zichzelf indexeert en dus met een lagere nominale pensioenuitkering begint. Een sigaar uit eigen doos, waarbij de deelnemer nog steeds is blootgesteld aan inflatieschokken. De deelnemer zou het aantrekkelijker kunnen vinden om zijn gepensioneerde leven met een hogere nominale pensioenuitkering te starten, wetende dat deze in reële termen op termijn waarschijnlijk zal dalen naarmate hij ouder wordt.

ILBS EN ILS'EN HEBBEN GEEN PLAATS IN DE BESCHERMINGSPORTEFEUILLE BIJ EEN INDIRECT BESCHERMINGSRENDEMENT

Onder de indirecte methode landt de afwijking van het rendement van de beschermingsportefeuille ten opzichte van de DNB-RTS, ook wel mismatch genoemd, in het overrendement. Ouderen hebben relatief meer exposure naar beschermingsrendement, terwijl jongeren meer exposure hebben naar overrendement. Dit betekent dat het toevoegen van ILBs in de beschermingsportefeuille in principe weinig toegevoegde waarde heeft voor ouderen bij indirect beschermingsrendement. Het resultaat zal juist voor het merendeel bij de jongeren terecht komen. Daarbij zorgt het toevoegen van dergelijke producten aan de beschermingsportefeuille juist voor een grotere mismatch, omdat ILBs minder goed de swaprente volgen. Het bovenstaande maakt het onaan-trekkelijk om, wanneer gekozen wordt voor het indirecte beschermingsrendement, ILB's en/of ILS'en toe te voegen aan de beschermingsportefeuille.

ILBS EN ILS'EN KUNNEN WAARDE TOEVOEGEN BIJ DIRECT BESCHERMINGSRENDEMENT MET REËLE STURING

Bij direct beschermingsrendement wordt geen nominale rentecurve gevolgd. Indien pensioenfondsen kiezen voor een reële doelstelling en risicomaatstaf bij direct beschermingsrendement zijn ILBs geschikt om de koopkracht van ouderen te beschermen tegen onverwachte inflatieschokken. Het resultaat van deze beleggingen landt dan bij de deelnemers met blootstelling aan het beschermingsrendement – hoofdzakelijk de oudere deelnemers. Een keerzijde van het toevoegen van ILB's aan de beschermingsportefeuille is dat de nominale zekerheid van de pensioenen afneemt. In een scenario met een daling van de nominale rente en een gelijkblijvende reële rente stijgt de contante waarde van nominaal pensioen. Terwijl de waarde van ILB's in dit geval gelijk zal blijven.

DE ROL VAN OVERRENDEMENT EN DE SOLIDARITEITSRESERVE IN KOOPKRACHTBEHOUD

De belangrijkste manier om te zorgen voor een koopkrachtig pensioen op de lange termijn is onder de SPR zondermeer de toedeling van overrendement. Door deelnemers blootstelling te geven naar beleggingen met hoog verwacht reël rendement wordt naar verwachting over langere periode een hoger reël kapitaal opgebouwd. Voor actieve deelnemers is het dus van belang dat de blootstelling naar het overrendement in lijn ligt met de reële pensioenambitie. Voor de ingegane pensioenen ligt dit genuanceerder. Een grotere blootstelling naar overrendement betekent immers ook een hogere risico op forse kortingen als het economische tij tegenzit. Pensioenfondsen zullen dus het perspectief op koopkrachtbehoud moeten wegen tegen de onwenselijkheid van kortingen van het nominale pensioen. De solidariteitsreserve kan hierin ook een belangrijke rol vervullen door enerzijds beleggingsrisico's voor oudere generaties te dempen. Anderzijds kan de solidariteitsreserve ook worden ingezet om koopkrachtverlies te compenseren.

Box: De vraag naar inflatiegerelateerde beleggingen is de afgelopen tijd toegenomen

Een belangrijke oorzaak voor de toenemende vraag naar inflatiegerelateerde beleggingen is de toenemende onzekerheid over inflatie. Inflation-linked swaps (ILS'en) en Inflation-linked bonds (ILBs) zijn met name de instrumenten waarmee een pensioenfonds zich kan beschermen tegen veranderingen in inflatieverwachtingen. Deze producten zorgen voor diversificatie en beschermen de koopkracht. In onderstaande tabel worden de belangrijkste kenmerken van deze producten besproken.

Tabel 3
Inflation linked Bonds en Swaps

	Prijsvorming	Keuzemogelijkheden	Credit risk	Counterparty risk
Inflation Linked Swaps	Vaste inflatie versus de actuele inflatie, waarbij er vooraf geen geld wordt ingestopt.	Relatief veel, onderling kan bijvoorbeeld de specifieke inflatie index worden afgestemd, minder mogelijk bij geclearde swaps	Geen credit risk omdat ze gebaseerd zijn op een cashflow	Kan significant zijn, over the counter – OTC of via Clearinghouse
Inflation Linked Bonds	Schuld instrument, welke is gelinkt aan een specifieke inflatie index. De coupon en hoofdsom worden aangepast op basis van veranderingen in de inflatieindex.	Beperkt tot het aanbod op de markt. Dus niet alle looptijden zijn beschikbaar.	Er is kredietrisico: de obligatie is uitgegeven door een overheid of een bedrijf, welke failliet kan gaan.	Uitgegeven door overheden en bedrijven, welke worden verhandeld op de markt

Voor ILBs is er vermogen nodig om deze op te kunnen nemen in de portefeuille, terwijl dit niet het geval is bij een ILS'en. Daarnaast kunnen ILS'en veel meer worden aangepast aan de behoefte van het pensioenfonds, terwijl dit bij obligaties beperkt is tot het aanbod. Vaak zijn ILBs en ILS'en gelinked aan de Europese inflatie (HICP excl. Tobacco), dit komt doordat de tegenpartij zich ook dient te hedgen en dit is lastiger met een Nederlandse inflatie index. Dit betekent dat de inflatie afdekking af zal wijken van de Nederlandse inflatie. Daarnaast zijn ILBs vrij verhandelbaar en ILS'en gaan vaak OTC of via een clearinghouse, echter is de flow hierin beperkt en met name te vinden op LCH.

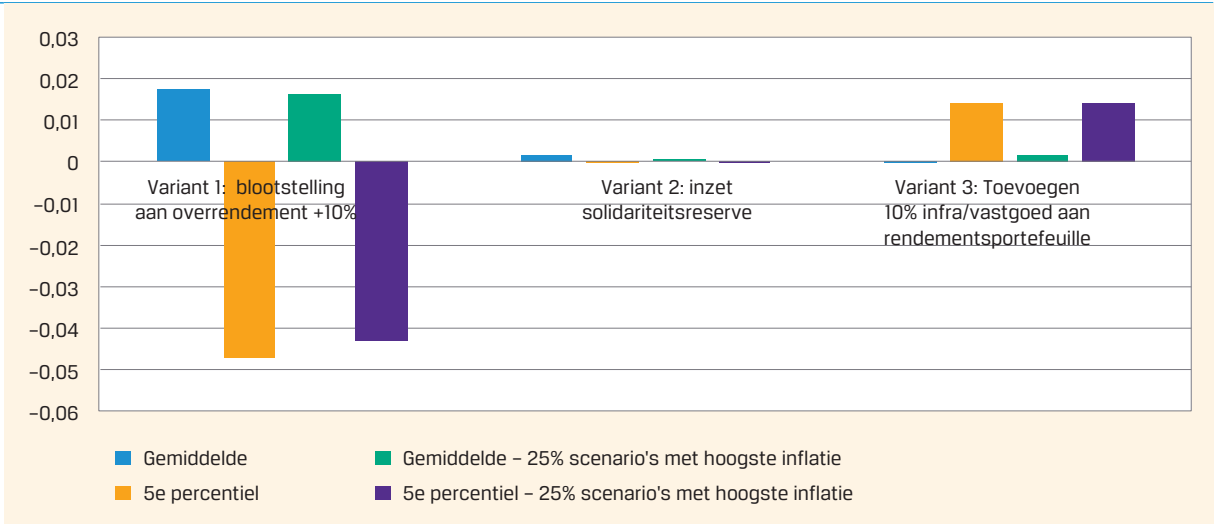
Kijkend naar de markt van ILBs en ILS'en in de eurozone, dan zijn er maar een aantal landen die ILBs uitgeven. Met name Frankrijk en Italië zijn hierin actief, omdat Duitsland geen nieuwe ILBs op dit moment uitgeeft. Gegeven het beperkte aanbod kan het zijn dat een pensioenfonds meer landen dient toe te voegen met een lagere rating of ILS'en dient te gaan gebruiken. Ook de flows in ILS'en zijn beperkt, dit komt mede doordat minder partijen deze handelen. Pensioenfondsen die een reële afdekkingsportefeuille willen opbouwen, zullen hier dan ook de tijd voor dienen te nemen.

Ter illustratie hebben we de effectiviteit van de volgende drie beleidsopties op koopkrachtbehoud voor een fictief pensioenfonds geanalyseerd:

1. Het verhogen van de blootstelling naar overrendement met 10%;
2. Het inzetten van de solidariteitsreserve voor koopkrachtreparatie;
3. Het toevoegen van 20% inflatiegerelateerde beleggingen aan de rendementsportefeuille (10% direct vastgoed en 10% infrastructuur).

Omdat de context van onder andere deelnemersbestand, risicopreferenties, beleggingsbeleid en premie voor ieder pensioenfonds verschilt richt deze analyse zicht niet op absolute getallen, maar juist op de relatieve effecten van deze beleidsopties ten opzichte van een generieke 'basis' combinatie van toedelingsregels en beleggingsbeleid. Vervolgens wordt er gekeken naar het relatieve effect van de beleidsopties op de gemiddelde koopkracht van een gepensioneerd deelnemer na 15 jaar in het 5^{de} percentiel van de koopkracht.¹

Figuur 4
Effect van de drie
onderzochte beleids-
opties op de relatieve
koopkracht onder de SPR



Bron: Ortec GLASS, Achmea IM

Bovenstaande resultaten suggereren dat het verhogen van de blootstelling aan overrendement weliswaar leidt tot een verhoging van de gemiddelde koopkracht, maar dat in de slechtste gevallen de koopkracht afneemt, namelijk het 5^{de} percentiel. Het inzetten van de solidariteitsreserve lijkt een beperkt positief effect te hebben op de gemiddelde koopkracht, maar biedt over het algemeen geen significante verbetering van de koopkracht. Het toevoegen van inflatiegerelateerde beleggingen aan de rendementsportefeuille lijkt daarentegen een belangrijk instrument om de koopkracht in de slechtste scenario's te ondersteunen, terwijl de gemiddelde koopkracht er niet onder lijkt te lijden.

STUREN OP KOOPKRACHTBEHOUD ONDER DE FPR

De FPR lijkt in de basis sterk op de SPR met een direct beschermingsrendement. Het verschil tussen de regelingen is hoofdzakelijk dat onder de FPR sprake is van een expliciete lifecycle in de opbouwfase. Onder deze lifecycle wordt het individuele pensioenvermogen van deelnemers belegd in verschillende portefeuilles (de lifecycle-‘bouwstenen’ of modules). In de uitkeringsfase is over het algemeen sprake van een collectief variabel pensioen (CVP). In de CVP worden de risico's gedeeld tussen alle uitkeringsgerechtigden. De ‘aanspraken’ van individuele deelnemers worden na elke positieve of negatieve ontwikkeling voor de collectieve waarde zó aangepast dat de dektingsgraad van het collectief weer op 100% uitkomt.

De FPR kent op hoofdlijnen de volgende vier instrumenten om expliciet te sturen op koopkrachtbehoud:

- *Via de blootstelling naar een (of meerdere) rendementsbouwst(e)en(-en):* door deelnemers blootstelling te geven aan beleggingscategorieën met een hoog verwacht reëel rendement kan ervoor worden gezorgd dat het pensioenkapitaal in reële termen toeneemt. Onder de FPR kan het pensioenfonds in de lifecycle deelnemers blootstelling geven aan een of meerdere rendementsbouwstenen (aparte beleggingsportefeuilles met een rendementsdoelstelling). De invulling van en blootstelling naar deze bouwstenen bepaalt de uitruil tussen het beoogde rendement en het daarbij te lopen risico.

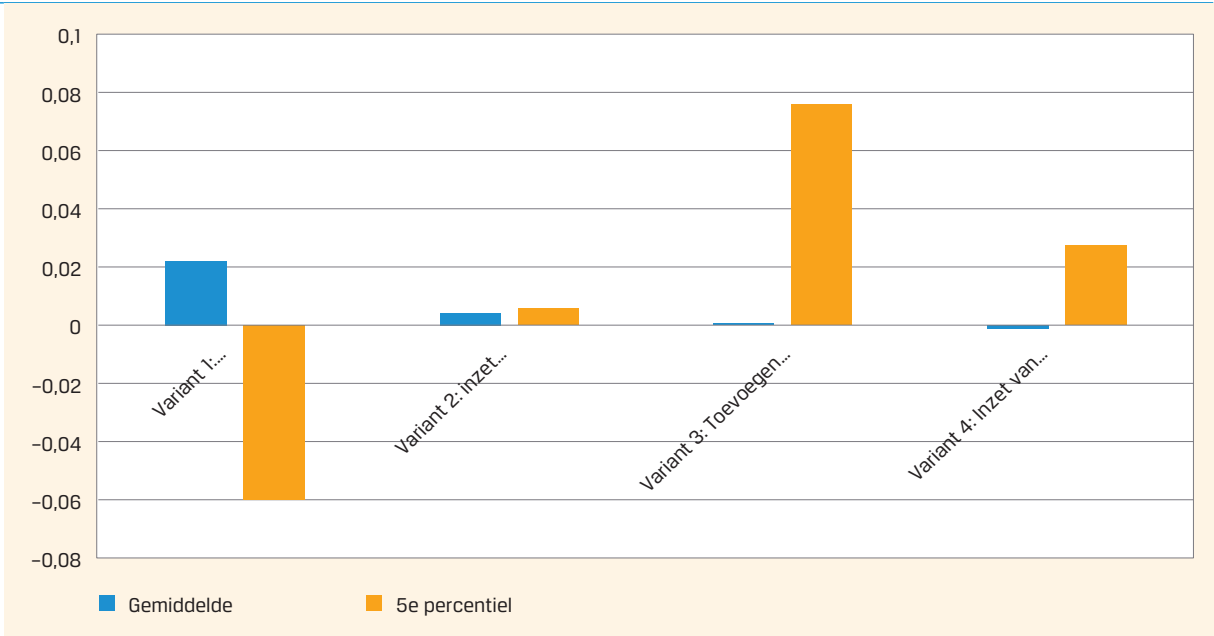
- *Via een aparte inflatiebouwsteen:* onder de FPR kunnen lifecycles worden ontworpen met meerdere bouwstenen. Een reële bouwsteen met inflatiegevoelige assets, bijvoorbeeld ILB's, grondstoffen, vastgoed en infrastructuur, kan inflatiegevoeligheid van de totale portefeuille verhogen. Deze bouwsteen kan vervolgens worden ingezet om het risico van inflatieschokken in de opbouwfase te beperken en de koopkracht in de uitkeringsfase te beschermen. Afhankelijk van de precieze doelstelling kan gekozen worden voor matchende beleggingen (bijvoorbeeld ILB's) of zakelijke waarden, die gevoelig zijng voor inflatie (bijvoorbeeld infrastructuur).
- *Via een stijgende pensioenuitkering:* onder de FPR kan worden gekozen voor een stijgende uitkering. Hiermee kan een gepensioneerde zichzelf jaarlijks “indexeren” en daarmee de koopkracht op peil houden. Net als de keuze voor een lager projectierendement onder de SPR gaat het bij een stijgende pensioenuitkering om een indexatie uit eigen zak. De deelnemer zou ook kunnen kiezen voor een gelijkblijvende of dalende uitkering met het oog op een veranderend bestedingspatroon.
- *Via de risicodelingsreserve:* de risicodelingsreserve kan worden gebruikt om koopkrachtverlies in de uitkeringsfase te repareren. Een pensioenfonds moet voordat de risicodelingsreserve hiervoor wordt aangewend wel hebben aangetoond dat dit op een evenwichtige manier kan plaats vinden en de regels rondom een dergelijk gebruik van de risicodelingsreserve van tevoren hebben vastgelegd.

EFFECTIVITEIT BELEIDSOPTIES ONDER DE FPR

Net als voor de SPR onderzoeken we voor de FPR ook wat de toegevoegde waarde is van een aantal beleidsopties om de koopkracht te beschermen voor een ‘basis’ pensioenfonds. Net als onder de SPR zijn de absolute getallen niet van belang, maar juist het relatieve effect op de koopkracht. De drie onderzochte beleidsopties zijn:

1. Het verhogen van de blootstelling naar de rendementsportefeuille (rendementsmodule) met 10%.
2. Het inzetten van de risicodelingsreserve voor koopkrachtreparatie

Figuur 5
Effect van de vier
onderzochte beleids-
opties op de relatieve
koopkracht onder de FPR



Bron: Ortec GLASS, Achmea IM

- 3. Het toevoegen van inflatiegerelateerde beleggingen aan de rendementsportefeuille (10% direct vastgoed en 10% infrastructuur).
- 4. Het toevoegen van 20% ILB's aan de matchingportefeuille (deze bestaat in de basis uit 100% nominale staatsobligaties).

Voor deze beleidsopties wordt gekeken naar het relatieve effect op de gemiddelde koopkracht van een gepensioneerde deelnemer na 15 jaar en naar het 5^{de} percentiel van de koopkracht na 15 jaar.

De resultaten voor de FPR laten eenzelfde beeld zien als de tegenhangers onder SPR. Het verhogen van de allocatie naar rendement heeft een duidelijk positief effect op de gemiddelde koopkracht, maar zorgt voor een hoger risico op een lagere koopkracht. De inzet van de risicodelingsreserve voor koopkracht herstel heeft netto een klein positief effect op de koopkracht. Dit is echter vooral toe te schrijven aan het feit dat de buffer onder deze variant sneller wordt uitgedeeld: voor alle percentielen resulteert deze variant in een hogere koopkracht. Vanuit inflatierisico lijkt ook hier het toevoegen van inflatiegerelateerde beleggingen aan de module rendement een optie om de koopkracht te beschermen: de koopkracht in de meest ongunstige scenario's stijgt terwijl deze gemiddeld niet lager uitkomt. De keerzijde van deze variant is dat in de scenario's met een grote stijging van de koopkracht door sterke aandelenrendementen, de koopkracht iets lager ligt dan in de basisvariant. De inzet van ILB's in de matchingportefeuille geeft eenzelfde beeld: gemiddeld verandert de koopkracht niet, maar in de 5% slechtste scenario's zorgen ILB's voor een verbetering van de koopkracht. Voor deze laatste variant hebben we ook gekeken naar het kwartiel van de scenario's met de hoogste inflatie. In deze scenario's stijgt de koopkracht gemiddeld met circa 3% en verbetert de koopkracht in de meest ongunstige scenario's (de 1,25^e percentiel van alle scenario's) met ruim 11%.

GEEN SILVER BULLET VOOR KOOPKRACHTBEHOUD

Een koopkrachtig pensioen is ook onder de Wtp geen zekerheid. De historie laat zien dat er periodes zijn geweest met een combinatie van hoge inflatie en tegenvallende aandelenrendementen. Pensioenfondsen hebben onder de SPR en FPR verschillende instrumenten om inflatierisico's het hoofd te bieden en de koopkracht van de pensioenen te ondersteunen. De effectiviteit van deze instrumenten lijkt echter sterk te verschillen. Het toevoegen van inflatiegerelateerde beleggingen aan de rendementsportefeuille/rendementsmodule lijkt zowel onder de SPR als de FPR een *no-regret* optie. De koopkracht wordt hiermee gemiddeld niet slechter, terwijl het risico op een koopkrachtdaling afneemt. Het toevoegen van inflatiegerelateerde beleggingen komt met name tot uiting in de staarten van het koopkrachtbehoud. Daarmee helpen inflatiegerelateerde beleggingen de koopkracht te stabiliseren bij inflatieschokken. Het verhogen van de blootstelling aan de rendementsportefeuille/module rendement zorgt daarentegen voor een gemiddeld hogere koopkracht, maar met een kans op een aanzienlijke koopkrachtdaling in de meest ongunstige gevallen. Door de solidariteitsreserve/risicodelingsreserve expliciet in te zetten voor koopkrachtbehoud lijkt niet direct veel op te leveren. Ondanks dat inflatiegerelateerde beleggingen de koopkracht beter op peil lijken te houden bij abrupte inflatieschokken blijkt het realiseren van koopkrachtbehoud in een gemiddeld scenario lastig, onder andere omdat veel van de inflatie al door de markt is ingeprijsd. Daarmee lijkt dit dus geen *silver bullet* te zijn waarmee koopkrachtbehoud kan worden gerealiseerd. Pensioenfondsen doen er daarmee verstandig aan om het effect van inflatierisico op de koopkracht goed te onderzoeken. En daarbij de verschillende beleidsopties binnen de door het fonds gekozen regeling in samenhang te analyseren.

Noot
1 In de berekeningen is gebruik gemaakt van de stochastische economische scenarioset van Achmea IM per ultimo 2023.