



**Gosse Alserda**  
Investment Strategist



**Jenze Sibma**  
Investment Strategist



**Arjen Tebbenhof**  
Investment Strategist

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 volgende artikel van onze serie over het pensioenakkoord doen we een backtest op de solidaire premiereregeling. Welk rendement was hiermee behaald sinds 2021 door een gemiddeld pensioenfonds en hoe pakt dit uit voor verschillende deelnemers?

#### Samenvatting

- In 2021 zou een collectief rendement van **5,3%** zijn behaald. Met een beschermingsrendement van **-5,9%** komt het overrendement uit op **11,2%**.
- (Verwachte) pensioenuitkeringen zouden gemiddeld met **16,1%** gestegen zijn. Voor ingegane pensioenuitkeringen is de stijging **7,6%**.

#### Backtest collectief rendement over 2021

In deze analyse kijken we hoe de solidaire premiereregeling zou hebben uitgekapt over het jaar 2021. We rekenen met een gemiddeld Nederlands pensioenfonds, waarvan zowel de populatie als het collectieve beleggingsbeleid gebaseerd is op het gemiddelde van alle Nederlandse pensioenfondsen. In kader 3 beschrijven we het pensioenfonds en het beleggingsbeleid in meer detail.

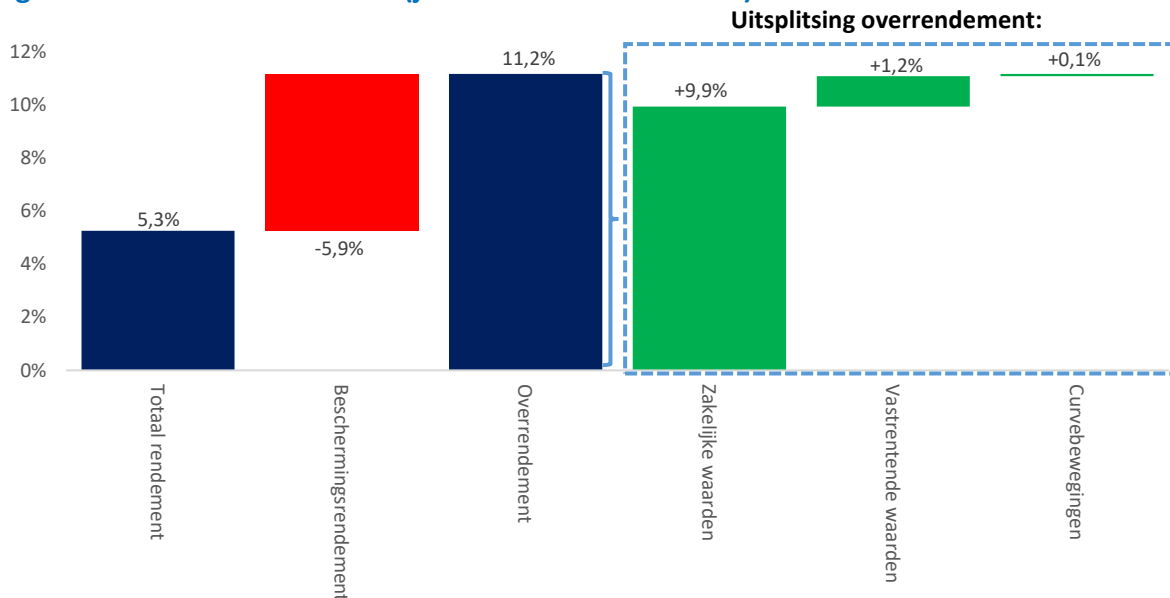
Binnen de solidaire premiereregeling vormt het rendement op de collectieve portefeuille de basis. Dit wordt in twee stappen toegedeeld aan verschillende leeftijdscohorten. Als eerste wordt het beschermingsrendement uitgekeerd, een risicovrij rendement bestaande uit de risicovrije rente en de verandering van de kostprijs van het pensioen. Het toe te delen beschermingsrendement per leeftijdscohort is afhankelijk van de mate van renteafdekking die van tevoren is vastgesteld voor elk cohort. Vervolgens wordt het overrendement toegedeeld. Dit wordt berekend als het totale collectieve rendement minus het totaal van beschermingsrendement en kan dus ook negatief zijn. Ook de toedeling van overrendement is afhankelijk van de toedelingsfactoren die van tevoren per leeftijdscohort zijn vastgesteld.

Als we dit nu toepassen op ons pensioenfonds dan zien we dat in 2021 een totaalrendement van **5,3%** zou zijn behaald. Vanwege een stijgende rente kwam het beschermingsrendement uit op **-5,9%**, waardoor het collectief overrendement kan worden vastgesteld op **11,2%**.

In onderstaande figuur is uitgesplitst waar het overrendement vandaan komt. Dit kwam in 2021 grotendeels vanuit de zakelijke waarden (9,9%). Dit is iets hoger dan de totale portefeuillebijdrage van zakelijke waarden (9,7%-punt), omdat de (1-jaars swap) risicovrije rente negatief was (bijdrage -0,2%).

Voor het overrendement op vastrentende waarden kijken we om dezelfde reden niet naar bewegingen van de rentetermijnstructuur of de 1-jaars risicovrije rente, maar slechts naar de spread tussen het rendement op risicovrije obligaties en de (o.a. bedrijfs-)obligaties in de portefeuille: deze was 1,2% in 2021. Dit is opgebouwd vanuit een totale bijdrage van vastrentende waarden van -1,3%, waarvan de bijdrage vanuit rentegevoeligheid (-2,5%) is afgetrokken. Tenslotte zien we dat de rentetermijnstructuur niet perfect is afgedekt; het curverisico zorgt via niet-parallelle bewegingen van de rentetermijnstructuur voor een kleine positieve bijdrage aan het overrendement (0,1%).

**Figuur 1: Collectief rendement (januari – december 2021)**



Het overrendement bedraagt 11,2% over de gehele portefeuille. Het overrendement wordt echter alleen toegedeeld over de totale blootstelling naar overrendement. Omdat de totale blootstelling naar overrendement 70% van het totale vermogen bedraagt komt het toe te delen overrendement uit op **15,9%** ( $11,2\% / 70\%$ ). Dit is het rendement dat deelnemers (maal hun toedelingsfactor naar overrendement) krijgen bijgeschreven.

Naast de impact op het vermogen hebben financiële ontwikkelingen ook impact op de kostprijs van het (al dan niet ingegane) pensioen. Over 2021 is de kostprijs van het (verwachte) pensioen door de rentestijging voor de gehele populatie met 9,3% afgenomen. Voor enkel de gepensioneerden was dit 4,8%. De combinatie van een positief overrendement en een afgenomen kostprijs van pensioen zorgt ervoor dat het (verwachte) pensioen gemiddeld met maar liefst **16,1%** toeneemt. Voor enkel de gepensioneerden komt de gemiddelde stijging uit op **7,6%**. Het verschil tussen de gepensioneerden en de rest van de populatie is een gevolg van de lagere blootstelling aan overrendement voor ouderen, in combinatie met een hoger beschermingsrendement en een lagere rentegevoeligheid.

**Kader 1: Verandering pensioenuitkeringen gepensioneerden**

Zoals we hierboven hebben laten zien zou het pensioen van gepensioneerden gemiddeld met 7,6% zijn toegenomen in 2021. De exacte stijging is echter afhankelijk van de leeftijd. Zo gaat een 68-jarige er 8,0% op vooruit en een 90-jarige (slechts) 6,8%, dit ondanks dat de toedelingsfactoren voor alle gepensioneerden gelijk zijn. Het verschil is te verklaren door verschillen in duratie van de verwachte uitkeringen en de impact daarvan op de kostprijs van het pensioen en op het beschermingsrendement. Bij een renteafdekking van 100% vallen deze effecten tegen elkaar weg en wordt het pensioen van alle gepensioneerden evenveel verhoogd (of verlaagd). Er is dan echter wel meer gevoeligheid naar inflatierisico.

**Impact op individueel pensioen**

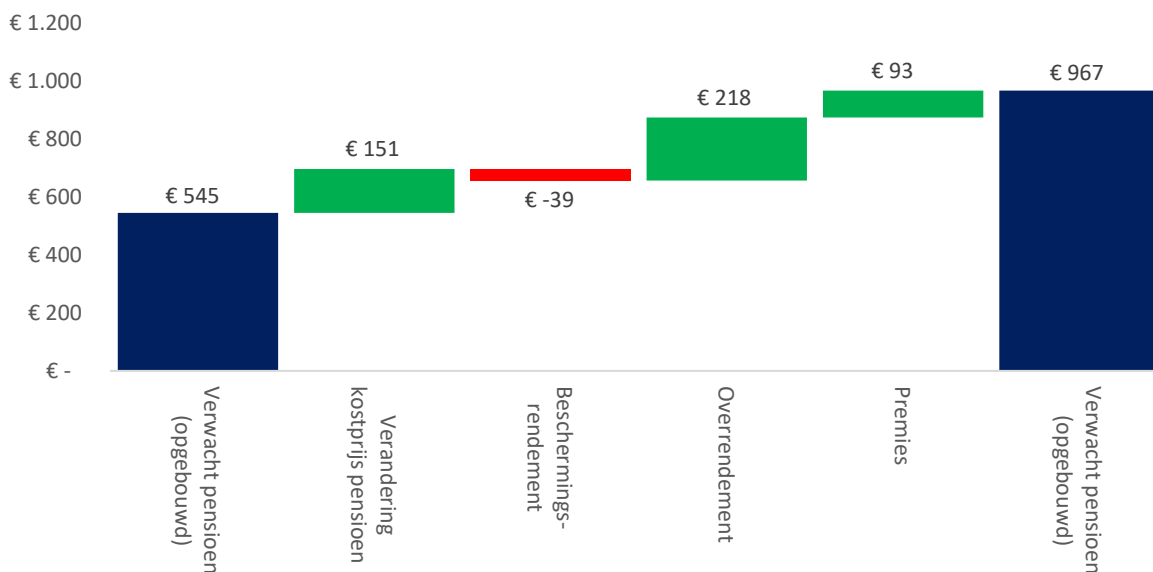
Nu we gekeken hebben naar de collectieve portefeuille willen we uiteraard ook weten wat dit betekent voor verschillende leeftijdscohorten. Om dit inzichtelijk te maken kijken we naar twee voorbeeld deelnemers; Laura de Jonge en Jan Oudejans.

**Laura de Jonge (30 jaar oud)**

Allereerst kijken we naar Laura. Laura is 30 jaar oud en sinds een paar jaar deelnemer in het pensioenfonds. Ze heeft een inkomen van € 25.000 en tot nu toe € 15.000 aan vermogen opgebouwd binnen het pensioenfonds. Aan het begin van het jaar is haar verwacht pensioen (tot nu toe opgebouwd) € 545 per jaar.

Vanwege de stijging van de rente neemt de kostprijs van het pensioen af, hierdoor stijgt het verwachte pensioen met € 151. Dit voordeel valt gedeeltelijk weg vanwege het negatieve beschermingsrendement waardoor het verwacht pensioen met € 39 daalt (aanname: 25% renteafdekking). Het positieve overrendement zorgt voor een substantiële verhoging van het verwacht pensioen. Vanwege de hoge toedelingsfactor naar overrendement (aanname: 185%) neemt het verwacht pensioen met €218 per jaar toe. Ten slotte zorgen de over het jaar ingelegde premies voor een verdere toename van het verwacht pensioen met € 93. Alles samen genomen neemt het verwachte pensioen toe tot € 967 per jaar, oftewel een stijging van **78%** (of 60% zonder nieuwe premies).

**Figuur 2: Opgebouwd pensioen Laura de Jonge**



**Kader 2: Negatief beschermingsrendement**

Zoals in de figuren hierboven valt te zien zou er in 2021 een negatief beschermingsrendement zijn behaald als gevolg van de gestegen rentes en het negatieve kasrendement. De negatieve bijdrage vanuit het beschermingsrendement compenseert gedeeltelijk – zoals bedoeld – het positieve effect van de daling van de kostprijs van het pensioen. Desondanks kan het een uitdaging worden om – vooral voor jongere deelnemers – uit te leggen waarom het pensioenvermogen verlaagd wordt door een negatief beschermingsrendement.

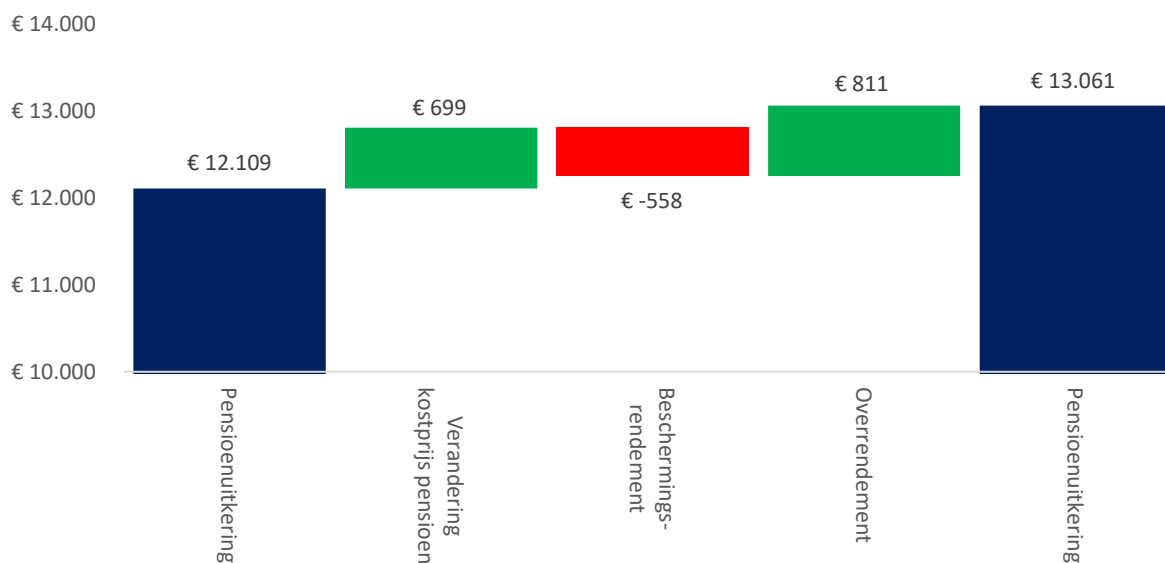
**Jan Oudejans (70 jaar oud)**

Vervolgens kijken we naar Jan. Jan is 70 jaar oud en sinds een paar jaar met pensioen. Aan het begin van het jaar was zijn pensioenvermogen € 250.000 waarmee zijn pensioen aan het begin van het jaar uitkomt op € 12.109 per jaar (zonder AOW).

Ook Jan profiteert van de stijging van de rente, waardoor hij van zijn pensioenvermogen meer pensioen kan uitkeren. Dit effect valt echter grotendeels weg tegen de negatieve bijdrage van het beschermingsrendement (aanname: 75% renteafdekking). Per saldo neemt de pensioenuitkering € 141 toe door veranderingen in de rente. Ook het overrendement heeft een positieve impact op de ontwikkeling van de pensioenuitkering. Met een toedeling van 40% neemt hierdoor de pensioenuitkering toe met € 811.

In totaal neemt de pensioenuitkering van Jan toe met € 953, een stijging van **7,9%**. Omdat zowel het totaaleffect als het overrendement positief zijn zal er normaal gesproken niet uitgekeerd worden vanuit de solidariteitsreserve. Als er spreiding wordt toegepast dan stijgt de pensioenuitkering over 2021 minder hard (bij 5 jaar spreiding zou de pensioenuitkering met ca. 1,6% toenemen, plus de impact van de vier voorgaande jaren).

**Figuur 3: Opgebouwd pensioen Jan Oudejans**

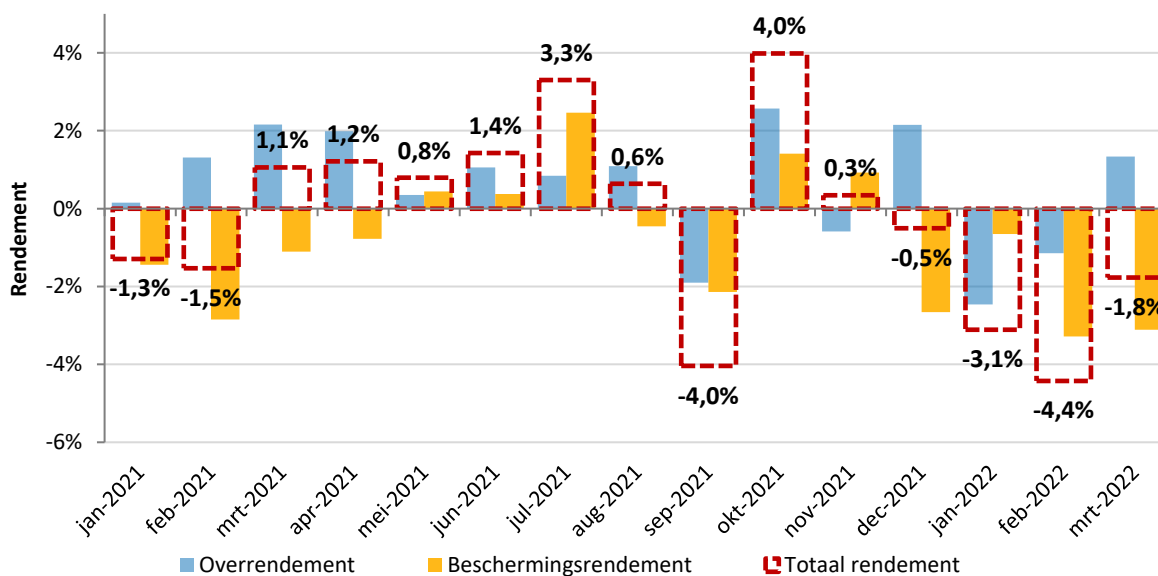


## Ontwikkeling over tijd

Hoewel we verwachten dat de pensioenuitkering enkel jaarlijks wordt aangepast, denken we wel dat beleggingsrendementen maandelijks zullen worden toegeedeeld. Dit zorgt voor een lagere volatiliteit van het pensioenvermogen en verkleint daardoor ook aanzienlijk de kans op bijvoorbeeld een negatief kapitaal voor jongeren. Daarom is het interessant te zien hoe het toe te delen rendement uitgedrukt had in de afgelopen periode, inclusief de eerste maanden van 2022 (januari 2021 – maart 2022).

Hieronder is te zien dat het totaal rendement volatiel is over tijd met uitschieters van +4,0% (oktober 2021; afnemende angst rondom Chinese vastgoedsector) en -4,4% (februari 2022, Oekraïne crisis). In totaal nam sinds begin 2021 het pensioenvermogen af met 4,3%, terwijl het overrendement 8,7% positief bijdroeg. Ondanks het negatieve totaalrendement zagen jongeren hun vermogen toenemen. Ouderen zagen het vermogen afnemen, maar zien het (verwacht) pensioen toenemen vanwege een lagere kostprijs van het pensioen. In totaal ging de kostprijs van het pensioen voor het collectief gemiddeld 18,7% naar beneden en steeg al met al het (verwachte) pensioen met **17,3%** over deze periode.

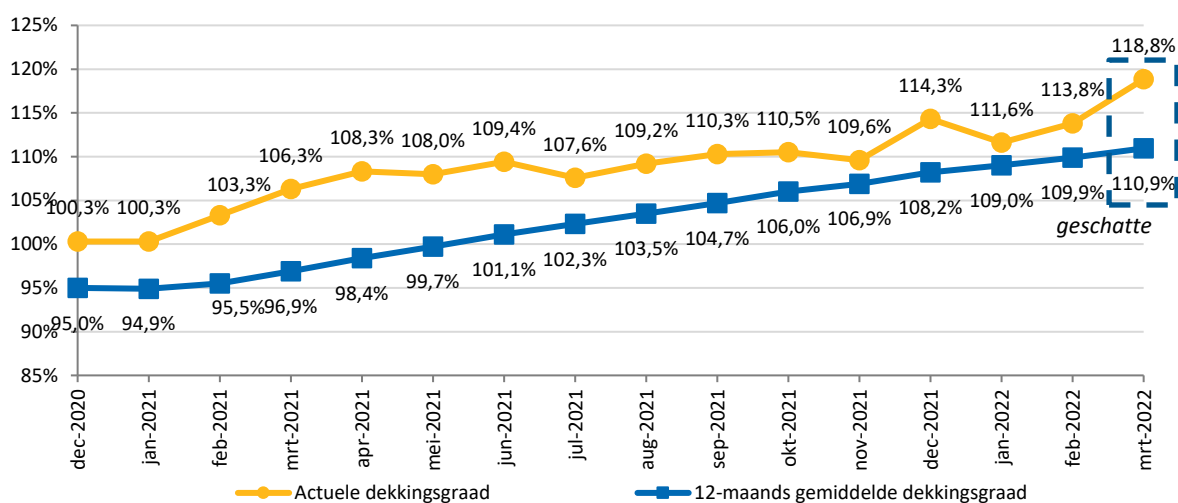
**Figuur 4: Collectief rendement (januari 2021 – maart 2022)**



## Vergelijking met uitkeringsregeling (nFTK)

De resultaten binnen de solidaire premiereregeling kunnen we vergelijken met de ontwikkeling van een gemiddeld Nederlands pensioenfonds met een uitkeringsregeling. In de figuur hieronder is de dekkingsgraad ontwikkeling getoond over dezelfde periode. De beleidsdekkingsgraad nam toe van 95,0% naar 110,9% (+15,9%). Dit is een vergelijkbare verandering als binnen de solidaire premiereregeling. Echter, op basis van deze beleidsdekkingsgraad is normaal gesproken geen indexatie mogelijk<sup>1</sup>. De daadwerkelijke impact is daardoor aanzienlijk lager dan wat we zien bij de solidaire premiereregeling. De uitkomsten bevestigen in die zin het beoogde kenmerk van het nieuwe contract dat pensioenuitkeringen in grotere mate en/of eerder meebewegen met marktontwikkelingen.

**Figuur 5: Dekkingsgraad gemiddeld Nederlands pensioenfonds**



Bron: Dekkingsgraadscan pensioenfonds, maart 2022, Aegon Asset Management

## Conclusie

De solidaire premiereregeling zou zeer goed hebben uitgepakt in de periode vanaf 2021. Positieve overrendementen en een stijgende rente vertalen zich in een (fors) hoger pensioen. Ook huidige uitkeringsregelingen hebben geprofiteerd van positieve ontwikkelingen op financiële markten. Hierdoor zijn dekkingsgraden omhooggegaan. Vanwege o.a. buffervereisten pakt de impact op pensioenuitkeringen echter in vrijwel alle gevallen aanzienlijk lager uit. De in de nieuwe regeling beoogde directere relatie tussen ontwikkelingen op financiële markten en de verandering in de hoogte van het (verwachte) pensioen is duidelijk zichtbaar. Het toont aan dat een zorgvuldige afweging van toedelingsfactoren en beleggingsbeleid noodzakelijk is om de veranderlijkheid van pensioen passend te laten zijn bij de deelnemers: bij een slecht beleggingsjaar zou het beeld namelijk omgekeerd zijn geweest (de uitkering was dan gedaald).

<sup>1</sup> Los van tijdelijke regelingen in aanloop naar het nieuwe pensioenstelsel.

**Kader 3: Aannames**

Voor de berekeningen in dit artikel 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**

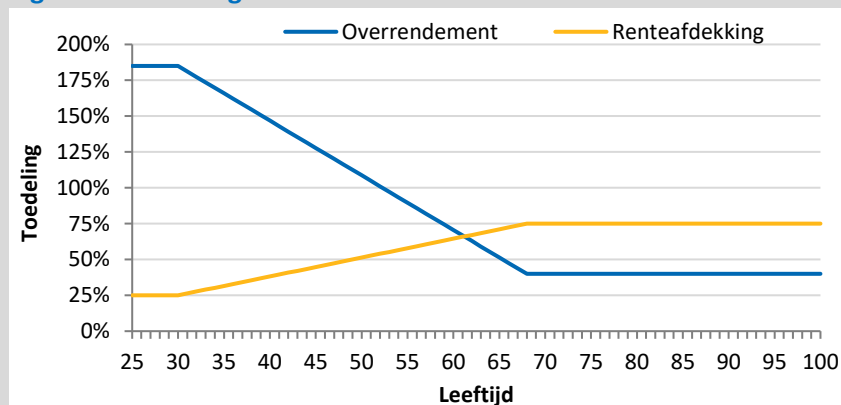
Overrendementscategorieën (70%)	Gewicht	Beschermingscategorieën (30%)	Gewicht
Aandelen	47%	Staatobligaties (nominaal)	70%
Vastgoed	14%	Staatobligaties (inflatie-gerelateerd)	10%
Private Equity	6%	Kas	20%
Infrastructuur	3%		
Hedge funds	3%		
Grondstoffen	0,4%		
Bedrijfsobligaties	21%		
Nederlandse hypotheke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

Alle categorieën behalve staatsobligaties en kas worden meegeteld in het ‘gewicht’ van overrendement in de collectieve portefeuille. Gezamenlijk hebben de overrendementscategorieën een gewicht van 70%.

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). 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 6: Toedelingsfactoren**



## 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.