

AEGON INSIGHTS

Wet Toekomst Pensioenen: Backtest nieuwe pensioenregelingen 2003-2023

De Wet Toekomst Pensioenen (Wtp) is de nieuwe werkelijkheid en vrijwel alle pensioenfondsen zijn druk bezig met de transitie naar een van de nieuwe regelingen. Tegelijk is er nog de nodige discussie of het invaren van de bestaande rechten wel wenselijk is. In dit artikel kijken we hoe de nieuwe regelingen hadden uitgekapt als ze in 2003 waren ingevoerd.

Samenvatting

- Tussen 2003 en 2023 zou het pensioen van een doorsnee-gepensioneerde deelnemer in de nieuwe regelingen met ongeveer 53% tot 64% gestegen zijn
- Voor een gemiddelde uitkeringsregeling (FTK) was de stijging slechts 18%
- Voor oudere deelnemers zou de flexibele premierregeling tot het hoogste pensioenresultaat hebben geleid, echter wel met meer volatiliteit
- Jongeren profiteren juist van een hogere blootstelling naar een beter gediversifieerde overrendementsportefeuille in de solidaire premierregeling

Willem Pensionado (68 jaar oud)

Willem Pensionado is in 2003 met pensioen gegaan. Onder het FTK zou hij een start-uitkering ontvangen van € 1.569 per maand. De startuitkeringen in de nieuwe regelingen zouden met € 1.632 en € 1.695 hoger uitvallen. 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 eerste vulling van de solidariteitsreserve in de solidaire premierregeling (SPR) en geen buffer voor de flexibele premierregeling (FPR). Door de buffervrijval kan de eerste uitkering omhoog bij de nieuwe pensioenregelingen.

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.



Gosse Alserda
Investment
Strategist

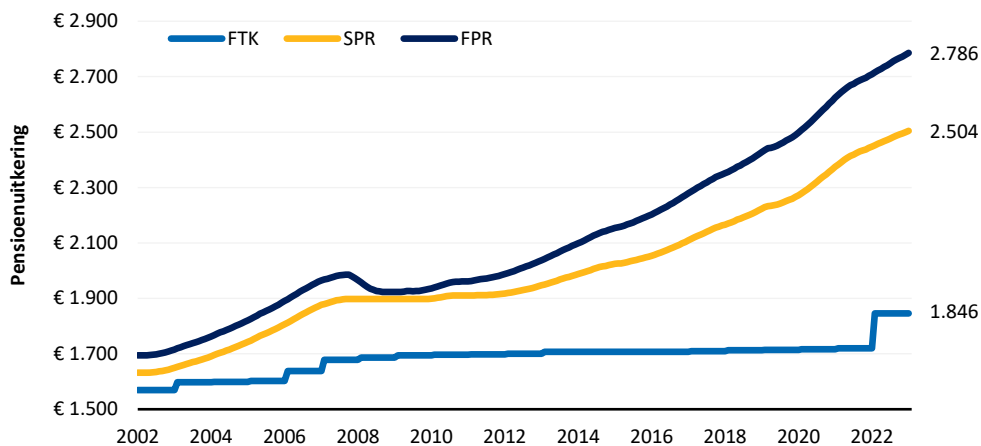
Gosse Alserda is sinds 2017 werkzaam bij Aegon Asset Management. Als Senior Investment Strategist adviseert hij institutionele klanten over hun strategische asset allocatie. Hij is ook betrokken bij onderzoek en productontwikkeling, met speciale aandacht voor liability-driven beleggen en glidepath (lifecycle) constructie.



Oliver Warren
Investment
Solutions
Consultant

Oliver Warren is sinds 2016 werkzaam bij Aegon Asset Management. In zijn functie als Senior Investment Solutions Consultant helpt hij bij het ontwikkelen van toonaangevende oplossingen voor institutionele beleggers binnen een breed scala aan regelgevingskaders. Hij is betrokken bij onderzoek en productontwikkeling op het gebied van liability-driven beleggen, alternatieve vastrentende waarden en defined contribution-oplossingen.

Figuur 1: Pensioenuitkering Willem Pensionado



Eerst kijken we naar de pensioenuitkering in het huidige stelsel (FTK). Zoals we ook in de praktijk hebben kunnen zien is deze de afgelopen jaren nauwelijks verhoogd, met uitzondering van 2023, toen een gemiddelde indexatie van 7,3% is verleend. Over de gehele periode steeg de uitkering met 18% (tot € 1.846 per jaar), gemiddeld dus minder dan 1% per jaar. De stijging van de uitkering was niet genoeg om inflatie (50%) bij te houden over deze periode, waardoor de koopkracht met ca. 22% gedaald is.

Naast dat de uitkering in de solidaire premiereregeling hoger start, stijgt deze de eerste jaren ook verder. Het positieve rendement op zakelijke waarden (overrendement) kan worden omgezet in een hogere uitkering, waarbij de impact van de dalende rente in deze jaren beperkt blijft door een volledige renteafdekking voor gepensioneerden. Rond de financiële crisis in 2008 wordt het overrendement negatief, maar door inzet van de solidariteitsreserve kan een daling van de uitkering voorkomen worden. Vanaf 2012 stijgt de uitkering verder door en eindigt uiteindelijk 53% hoger op € 2.504 per jaar (gemiddeld 2,1% stijging per jaar), waardoor de koopkracht over de gehele periode ca. 2% stijgt.

De flexibele premiereregeling, waarbij los van de verplichte buffers geen extra buffers worden aangehouden, begint het hoogste en stijgt ook in de eerste jaren van de analyse verder. De stijging pakt onder andere hoger uit omdat er geen overrendement hoeft te worden afgeroomd ten behoeve van de solidariteitsreserve. In 2008 is de uitkering 17% gestegen, maar daalt dan met ca. 3% tijdens de financiële crisis. De uitkering blijft in absolute zin net boven de uitkering in de solidaire premiereregeling, maar desondanks zal de daling van de uitkering als vervelend worden ervaren door de deelnemers. Tijdens de coronacrisis is er geen sprake van een daling van de uitkering. Doordat ook hier spreiding (drie jaar) wordt toegepast kan een daling bij een korte schok en een correctie voorkomen worden. Aan het einde van de periode is de pensioenuitkering € 2.786 euro per jaar, oftewel een stijging van 64% (2,4% per jaar), waarmee de koopkracht met ca. 9% stijgt.

Kortom, voor Willem Pensionado zouden de nieuwe regelingen beter hebben uitpakten dan het FTK. Belangrijke redenen hiervoor zijn het leeftijdsafhankelijk beleggingsbeleid, waardoor gepensioneerden kunnen profiteren van een volledige renteafdekking, en de kleinere buffers. Door de kleinere buffers kan de uitkering hoger starten en sneller doorgroeien.

Het pensioen van een doorsnee gepensioneerde zou met wel 53% tot 64% gestegen zijn over deze periode

Henriette Boomer (58 jaar oud)

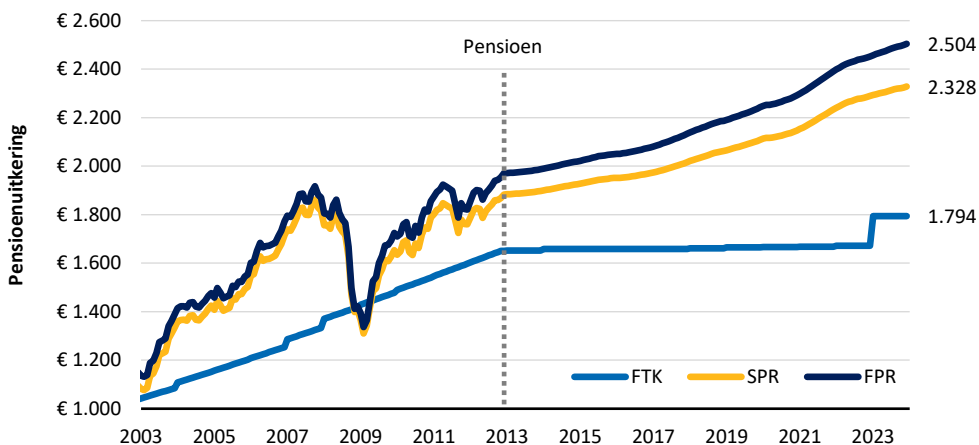
Vervolgens kijken we naar Henriette. Tijdens de start van onze analyse is Henriette 58 jaar oud en zal ze nog 10 jaar werken voordat ze met pensioen gaat. Haar (verwacht) pensioen is getoond in figuur 2. Het verwacht pensioen in deze figuur geeft het pensioen weer wanneer met het huidige vermogen een uitgestelde annuïteit wordt aangekocht. Hierin zitten dus geen toekomstige premies en overrendementen.

Deze figuur laat goed het verschil in volatiliteit voor en na pensionering zien. Tijdens pensionering profiteren deelnemers van spreiding en – in het geval van de solidaire premieregeling – een solidariteitsreserve. Dit zorgt ervoor dat de uitkering veel minder volatiel wordt en dalingen worden voorkomen. Voor de pensioenleeftijd is dat niet het geval, waardoor de (verwachte) startuitkering behoorlijk risicovol is. Dit risico zou gemitigeerd kunnen worden door het risico in de jaren voor pensioen verder af te bouwen (en daarna weer op te bouwen) of gebruik te maken van een collectieve uitkeringsfase waardoor ook bijna gepensioneerden kunnen profiteren van spreiding en de solidariteitsreserve. Beide opties zijn niet meegenomen in deze analyse.

Ook voor Henriette pakken de nieuwe pensioenregelingen beter uit dan de huidige uitkeringsregeling. Dit is zowel in termen van startpunt als de ontwikkeling tijdens pensionering, en zelfs ondanks het feit dat Henriette in de FTK-regeling profiteert van de doorsneesystematiek.

Spreiding en inzet van de solidariteitsreserve zorgen voor een stabiel en koopkrachtig pensioen

Figuur 2: Pensioenuitkering Henriette Boomer



Kader 1: Ontwikkeling solidariteitsreserve

Voor de solidaire premiereregeling hanteren we een solidariteitsreserve. Deze wordt bij het invaren (2003) gevuld met 4,8% van het vermogen (inclusief solidariteitsreserve). Daarnaast wordt van alle gepensioneerden 2,5% van het overrendement afgeroomd om deze solidariteitsreserve te vullen tot maximaal 10%. De reserve wordt ingezet om dalingen in pensioenuitkeringen te voorkomen. Hierbij mag maximaal 20% van de reserve worden gebruikt in een jaar. De solidariteitsreserve heeft dezelfde blootstelling naar overrendement als de collectieve portefeuille (ca. 85%) en er wordt geen renteafdekking toegepast (aangezien gepensioneerden al een volledige renteafdekking hebben. Hieronder is de ontwikkeling van de solidariteitsreserve getoond van onze backtest.

Figuur 3: Ontwikkeling solidariteitsreserve



Dankzij een volledige renteafdekking hadden gepensioneerden geen last van de dalende rente

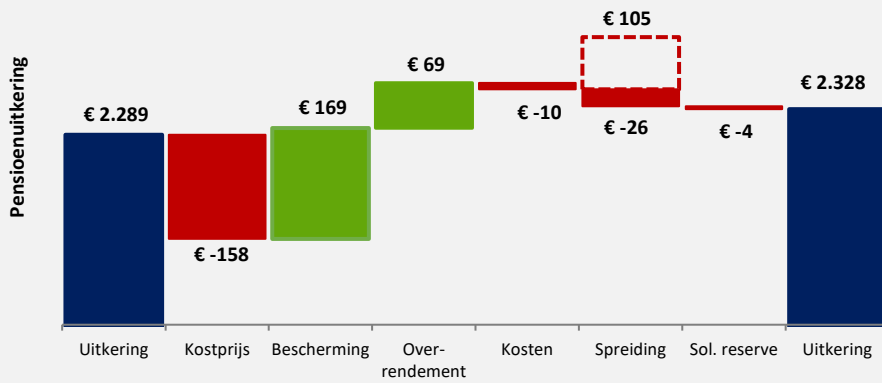
Kader 2: Verandering in 2023

Voor Henriette Boomer zoomen we verder in op de verandering in de pensioenuitkering in 2023. Zij is op dat moment 78 jaar oud. Hieronder geven we voor beide nieuwe regelingen een uitsplitsing van de verandering in de pensioenuitkering.

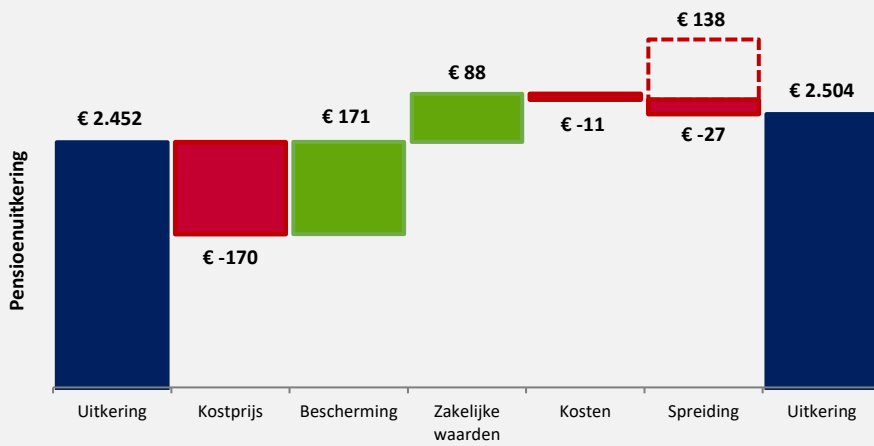
Bij de solidaire premiereregeling zien we dat het beschermingsrendement doet waarvoor het bedoeld is. Door de gedaalde rente neemt de kostprijs van het pensioen toe. Met hetzelfde vermogen zou daardoor minder pensioen ingekocht kunnen worden. Dit wordt echter gecompenseerd door het positieve beschermingsrendement. Het positieve sentiment op financiële markten in 2023 komt naar voren in het overrendement, hierdoor zou (zonder spreiding) de uitkering van Henriette met € 69 per maand omhoog kunnen gaan. Uiteraard worden er ook kosten gemaakt binnen de pensioenregeling. De negatieve impact hiervan op de pensioenuitkering is € 10 per maand. Doordat er spreiding wordt toegepast, wordt een gedeelte van het (netto) positieve effect naar de toekomst verplaatst, waardoor de stijging van de uitkering in dit jaar lager uitpakt. Tegelijk is er ook nog een positief effect van spreiding uit vorige jaren, dat een positieve impact heeft op de uitkering van dit jaar. Gezamenlijk heeft dit een negatieve impact van € 26 per maand. In totaal staat er nog €131 euro (€ 26 + € 105) per maand op de lat vanuit het spreiden. Ten slotte zien we dat de solidariteitsreserve in dit geval negatief bijdraagt. Dit komt vanuit de afroming van het positieve overrendement.

Voor de flexibele premieregeling zien we een grotendeels vergelijkbaar beeld, waarbij de matching portefeuille doet waarvoor die bedoeld is en het rendement op zakelijke waarden leidt tot een verhoging van de pensioenuitkering.

Figuur 4: Uitsplitsing verandering binnen SPR



Figuur 5: Uitsplitsing verandering binnen FPR

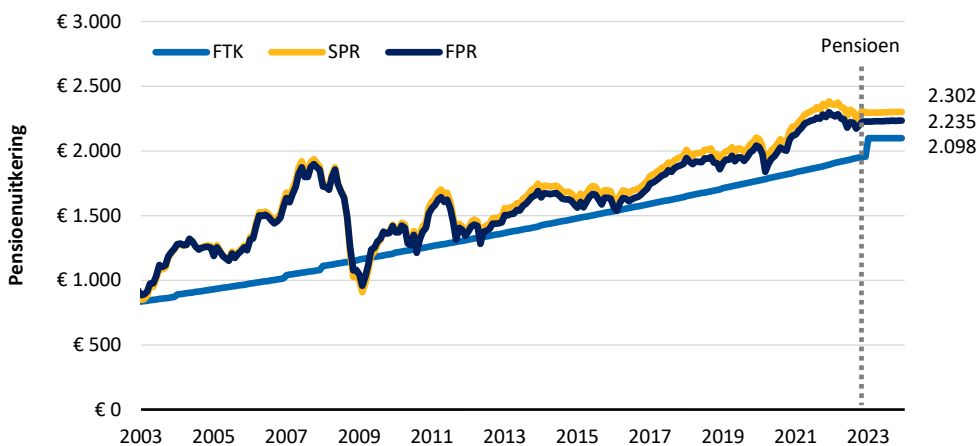


Frans Moyenne (48 jaar oud)

Vervolgens kijken we naar Frans Moyenne, die in 2003 48 jaar oud is en met pensioen gaat een jaar voor 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. Hierdoor pakt in dit geval SPR net beter uit dan FPR.

Ook voor Frans zijn de pensioenuitkeringen in de nieuwe regelingen hoger dan in het FTK, hoewel de verschillen kleiner zijn. De hogere uitkering is vooral het gevolg van directere toedeling van (over)rendementen en kleinere buffers.

Figuur 6: Pensioenuitkering Frans Moyenne



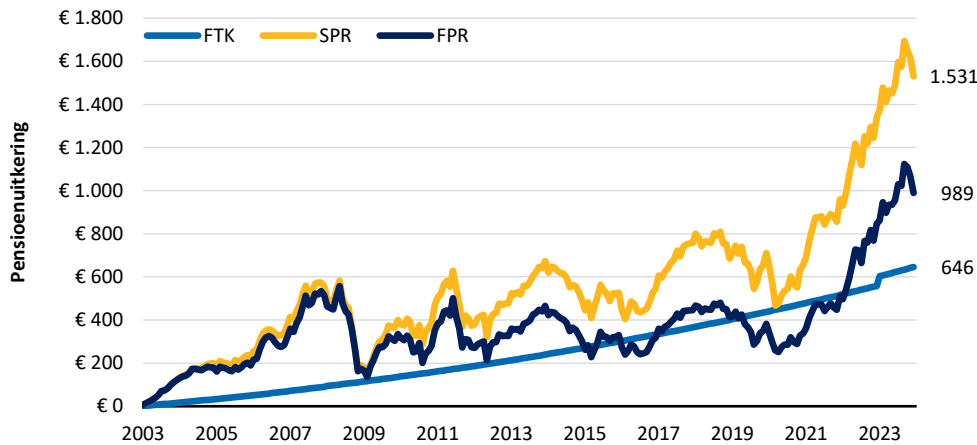
Ook Frans Moyenne profiteert van directere toedeling van (over)rendementen en kleinere buffers

Karin de Jong (25 jaar oud)

Ten slotte kijken we naar Karin de Jong. Karin begint in 2003 met werken en heeft begin dat jaar dus nog geen pensioenvermogen opgebouwd. Waar in het FTK geleidelijk een pensioen wordt opgebouwd zien we dat in de nieuwe pensioenregelingen de verwachte pensioenuitkering veel volatieler is. Het verwachte pensioen in beide nieuwe regelingen wordt de eerste jaren negatief beïnvloed door de dalende rente. De impact hiervan is groter voor de flexibele premiereregeling (0% renteafdekking voor jongeren) dan voor de solidaire premiereregeling (25% renteafdekking). Een hogere renteafdekking voor jongeren is veelal operationeel niet mogelijk zonder de blootstelling naar zakelijke waarden te verlagen. De verwachte uitkeringen in de nieuwe regelingen vallen desondanks aanzienlijk hoger uit, vooral dankzij de hogere blootstelling naar zakelijke waarden en doordat jongeren hier geen last hebben van de doorsneesystematiek.

Een ander verschil ontstaat door de hogere blootstelling naar overrendement. Bij SPR beginnen we met een blootstelling van 185% (143% gemapt naar aandelen) terwijl de blootstelling bij de FPR is gemaximeerd op 100% (onderliggend wel een risicvollere portefeuille). Bij positieve overrendementen zien we daarom dat de SPR aanzienlijk harder stijgt dan de FPR.

Figuur 7: Verwachte pensioenuitkering Karin de Jong



Conclusie

Aan de hand van de afgelopen 21 jaar kunnen we concluderen dat de nieuwe regelingen beter hadden uitgepakt dan de huidige uitkeringsregeling (FTK). Beide nieuwe regelingen waren in staat om over deze periode de inflatie bij te houden en zodoende een koopkrachtig pensioen te bieden. Dit is in de meeste uitkeringsregelingen niet gelukt. We zien hierbij dat vooral het leeftijdsafhankelijke beleggingsbeleid waarde toevoegt. Ouderen kunnen een hoge (volledige) renteafdekking krijgen, terwijl jongeren kunnen profiteren van een hoge blootstelling naar zakelijke waarden. Dit zorgt enerzijds voor een hogere pensioenverwachting voor jongeren en tegelijk voor minder risico voor (bijna) gepensioneerden. Daarnaast zien we dat kleinere buffers ook waarde kunnen toevoegen. Door kleinere buffers te hanteren kan de uitkering sneller omhoog. Tegelijk kan een beperkte buffer, mits slim ingezet, in veel gevallen een daling in uitkeringen voorkomen. In de onderzochte periode kon een daling zelfs alle keren worden voorkomen.

Voor ouderen leidde de flexibele premieregeling tot de beste pensioenresultaten. Doordat geen buffers gevuld hoeven te worden kan de uitkering het meest en snelst omhoog. Het ontbreken van een buffer had echter wel als gevolg dat uitkeringen in 2008 in sommige gevallen gekort moesten worden. Ondanks dat pensioenuitkeringen in absolute zin nog wel boven die van de solidaire premieregeling uitgekomen zouden zijn, zal de daling in pensioenuitkeringen waarschijnlijk toch ontevreden deelnemers als gevolg hebben gehad. Voor jongere deelnemers zien we dat de solidaire premieregeling beter uitpakkt zou hebben. De hogere blootstelling naar een beter gediversifieerde overrendementsportefeuille leidt tot een betere risico-/rendementsverhouding met een hogere verwachte pensioenuitkering als gevolg.

De uitkomsten van deze backtest laten de potentie zien van de nieuwe pensioenregelingen. Tegelijk zijn de resultaten natuurlijk sterk afhankelijk van de exacte invulling van de nieuwe regelingen en de precieze economische situatie in de toekomst.

*Karin de Jong
ziet door het
opheffen van de
leenrestrictie
haar pensioen
hard stijgen*

Kader 3: Aannames solidaire premieregeling (SPR)

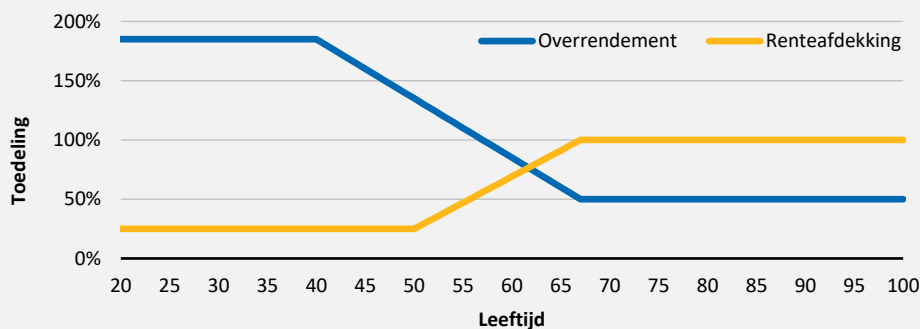
Voor de solidaire premieregeling maken we gebruik van een ‘gemiddeld’ Nederlandse pensioenfondspopulatie. Dit is een pensioenfonds met een gemiddelde duratie van het verwacht pensioen van 20. Het beleggingsbeleid ziet er als volgt uit:

Tabel 1: Beleggingsmix overrendement en bescherming

Overrendementscategorieën (85%)	Gewicht	Beschermingscategorieën (15%)	Gewicht
Aandelen	33%	Staatobligaties (nominaal)	70%
Vastgoed	15%	Kas	30%
Private Equity	5%		
Infrastructuur	4%		
Grondstoffen	2%		
Hedge funds	1%		
High Yield	10%		
Bedrijfsobligaties	20%		
Nederlandse hypotheke	10%		

De toedeling naar overrendement voor verschillende leeftijdscohorten (één per geboortjaar) daalt lineair van 185% op leeftijd 40 tot 50% op leeftijd 67 (en verder). 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 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 driejaars spreiding) aangevuld tot de meest recente uitkering zolang dit in totaal op jaarbasis niet meer dan 20% van de reserve kost. Gedurende de tijd wordt de reserve gevuld door 2,5% van het positieve overrendement van gepensioneerden af te romen. 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 4: Aannames flexibele premieregeling (FPR)

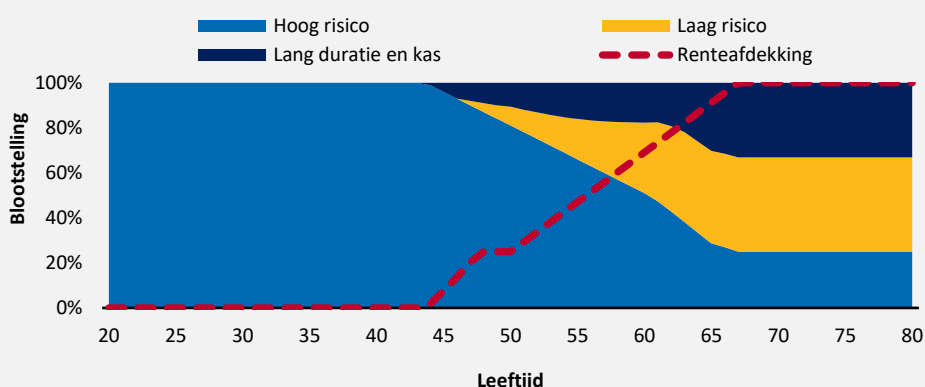
Voor de berekeningen in dit artikel maken we gebruik van een ‘gemiddelde’ lifecycle. Deze lifecycle is opgebouwd uit drie bouwstenen: Een hoog risico, een laag risico en een lange-duratie bouwsteen. De lifecycle is zoveel mogelijk gelijkgezet aan de impliciete lifecycle die we hanteren voor de solidaire premieregeling (na mapping naar aandelen), 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 lange-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	55%	Bedrijfsobligaties	50%
Vastgoed	25%	Nederlandse hypotheeken	25%
Private Equity	8%	High Yield	25%
Infrastructuur	7%		
Grondstoffen	3%		
Hedge funds	2%		

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. Uitkeringen worden over drie jaar gespreid.

Figuur 9: Lifecycle FPR



Kader 5: 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 sterftetabellen (macro langlevens)

Disclosures

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 as at 31 December 2023. 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: 5786341.2 | Exp Date: 30 January 2025