

De Wet Toekomst Pensioenen (WTP)

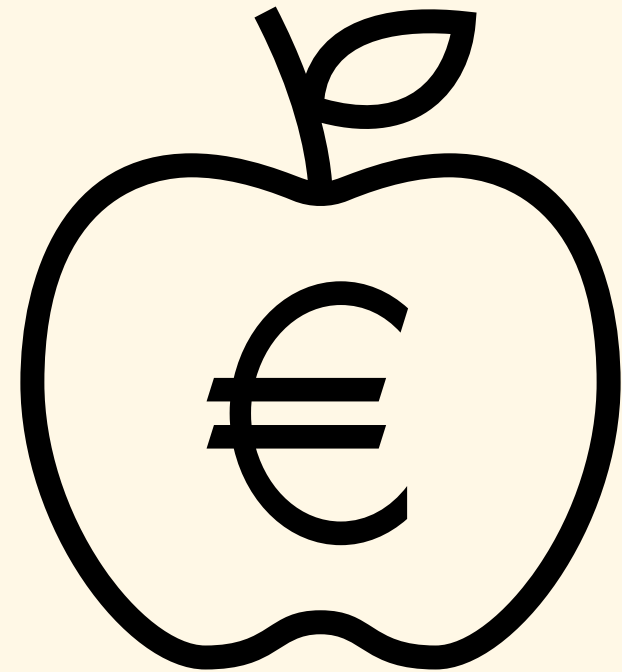
Hoe koopkrachtbestendig
is de WTP?

PENSION

De komende jaren gaat de pensioenmarkt de transitie door vanuit het huidige FTK naar de WTP. Een belangrijk argument voor deze overgang was dat pensioenfondsen zich zouden kunnen richten op het realiseren van hun (vaak waardeverste) uitkeringsambitie en niet geremd zouden worden door het (nominale) toezichtskader. De meningen zijn verdeeld over de vraag of deze doelstelling behaald is onder de WTP. De (nominale) rentetermijnstructuur (RTS) speelt immers nog steeds een belangrijke rol, waardoor de spagaat tussen een reële ambitie en een nominaal gericht toezichtskader nog steeds aanwezig lijkt te zijn.

Of toch niet?

We lichten hieronder toe wat de mogelijkheden en de obstakels zijn bij het realiseren van een waardevast pensioen en richten ons hierbij met name op de solidaire regeling, maar de meeste conclusies zijn ook van toepassing op de flexibele regeling.



De ambitie van het pensioenfonds: nominaal of waardevast?

De eerste vraag die een pensioenfonds zichzelf moet stellen, is of het überhaupt wel de ambitie heeft om de uitkeringen (deels) waardevast uit te keren. Bij het beantwoorden van deze vraag zal het pensioenfonds letten op een aantal zaken.

Dekkingsgraad

Het huidige dekkingsgraadniveau speelt een belangrijke rol. Bij een hoge dekkingsgraad kan het pensioenfonds een deel van deze dekkingsgraadbuffer gebruiken om toekomstige indexaties te financieren. Dat wordt al een stuk moeilijker als er momenteel geen dekkingsgraadbuffer is: in dat geval betekent een overgang naar een regeling met een (deels) waardevast (oftewel reële) ambitie in feite een directe verlaging van de beoogde pensioenuitkering op pensioendatum. Voor deze verlaging zal waarschijnlijk weinig draagvlak zijn onder de deelnemers. Een relatief hoge aanvangsdekkingsgraad helpt dus bij het formuleren van een realistische indexatieambitie.

Premiehoogte en risicohouding

Daarnaast zijn ook de premiehoogte en de risicohouding van belang, want de beoogde indexatie zal ergens uit gefinancierd moeten worden. Dat kan, naast de zonet genoemde dekkingsgraadbuffer, vanuit de premie en/of vanuit de verwachte beleggingsopbrengsten. De verwachte beleggingsopbrengsten zijn weer afhankelijk van de risicohouding van de verschillende leeftijdsgroepen. Indien het pensioenfonds een indexatie-ambitie heeft zullen de premie en risicohouding dus in lijn moeten zijn met deze ambitie.

Leeftijdsopbouw

En tenslotte speelt ook de leeftijdsopbouw binnen het pensioenfonds een rol. Om echt waardevast pensioentoezeggingen te kunnen doen zal de nieuwe solvabiliteitsbuffer van voldoende omvang moeten zijn. Niet zozeer om structureel de indexatie te financieren (want daar is de buffer niet voor bedoeld) maar om de uitkerings-/inflatierisico's van gepensioneerden te delen met andere (lees: jongere) leeftijdsgroepen. Er zullen in dat geval dus wel voldoende jongeren moeten zijn om deze risico's op te kunnen vangen.

De regels onder de WTP: beschermings- en projectierendement

Vervolgens zoomen we in op de belangrijkste stuurvariabelen binnen de WTP om te komen tot een waarde vaste uitkering. Het beschermingsrendement is hierin cruciaal: deze kan ofwel theoretisch dan wel op basis van daadwerkelijke beleggingsrendementen worden toegekend. Bij de toekenning van een theoretisch beschermingsrendement is er helaas maar één smaak: namelijk op basis van de nominale renteverandering (de rentetermijnstructuur (RTS) zoals gepubliceerd door DNB). Het toekennen van een theoretisch reëel beleggingsrendement is eenvoudig niet mogelijk binnen de WTP. Indexatie kan bij toekenning van een theoretisch rendement dus alleen verkregen worden door allocatie naar zakelijke waarden (het overrendement). Gezien het feit dat de risicohouding van een gepensioneerde het naar verwachting niet toelaat om hier veel naar te alloceren zal het moeilijk worden om met deze overrendementen een waarde vast pensioen te realiseren. Wil je als pensioenfonds wel dat een stuk van de indexatie gefinancierd wordt uit de beschermingsportefeuille dan zal gekozen moeten worden voor het toekennen van het daadwerkelijke beschermingsrendement. In de volgende paragraaf laten we zien hoe dat eruit ziet.

Projectierendement

Ook de keuze van het projectierendement speelt een belangrijke rol. Het projectierendement bepaalt hoe snel de individuele pot van de deelnemer uitgekeerd kan worden. Hierbij zijn er in principe drie mogelijkheden: 1) de DNB rentetermijnstructuur (RTS) als basis voor het projectierendement, 2) de RTS plus een opslag (verwachte spread) of 3) de RTS minus een (inflatie-)afslag. In tegenstelling tot het beschermingsrendement kan deze wél gebaseerd worden op de inflatieswapmarkt¹. Hoe hoger het projectierendement des te sneller er initieel wordt uitgekeerd en des te minder financiële ruimte er is om op lange termijn te kunnen indexeren.

De mogelijkheden van een pensioenfonds voor realisatie van waarde vaste uitkeringen

Als een pensioenfonds een indexatieambitie heeft (al dan niet volledig waarde vast), dan zien we, rekening houdend met de zojuist genoemde sturingsvariabelen, op hoofdlijnen drie manieren om voor een gepensioneerde deze ambitie te realiseren binnen de WTP: inflation linked instrumenten, spreadproducten of zakelijke waarden.

¹ Zie memorie van toelichting, p30: "Het wordt ook mogelijk om de pensioenuitkering op pensioendatum juist voorzichtiger, en daarmee lager, vast te stellen, bijvoorbeeld door het inrekenen van een vaste of tijdsvariabele (en eventueel looptijdafhankelijke) afslag voor verwachte inflatie in het projectierendement. De kans op een latere verlaging van de pensioenuitkering wordt daardoor kleiner en de kans op een verhoging groter. Indien de pensioenuitvoerder hiervoor kiest zal de uitkering in verwachting stijgen in de loop der tijd."

Deze staan nader uitgewerkt in onderstaande tabel:

	Beschermingsportefeuille		Rendementsportefeuille
	Inflation linked	Spread	Zakelijke waarden
Invulling	Inflatieswaps, inflation linked bonds, etc.	Investment grade credits, hypotheek, etc.	Aandelen, vastgoed, high yield, etc.
Projectierendement	Reëel (DNB RTS minus marktconforme inflatieafslag)	Nominaal (DNB RTS)	Nominaal (DNB RTS)
Toedeling rendement	Werkelijk	Werkelijk	n.v.t.
Aandachtspunten	<ul style="list-style-type: none"> - Hoge reële aanvangs-dekkingsgraad is benodigd - Mismatch tussen beleggingsrendement en projectierendement - Alleen Eurozone inflatie - In het geval van ILB: laag rendement 	<ul style="list-style-type: none"> - Spreads zullen waarschijnlijk onvoldoende zijn om inflatie bij te houden, zeker bij inflatie spikes - Excess returns correleren niet positief met inflatie dus op korte termijn geen hedge 	<ul style="list-style-type: none"> - Substantiële allocatie nodig om inflatie bij te houden: uitkeringsrisico stijgt - Daardoor minder geschikt voor uitkeringsfase - Risicopremies correleren op korte termijn negatief met inflatie

Mogelijkheden realisatie waarde vaste ambitie

De eerste manier (inflation linked) is met name interessant als een pensioenfonds momenteel al een hoge dekkingsgraad heeft (liefst 100% reëel). In dat geval hoeft het pensioenfonds weinig risico te nemen om de uitkeringen waarde vast te maken. Dit kan door middel van het opzetten van een reële beschermingsportefeuille, ingevuld met aan inflatie gelieerde producten (zoals inflatieswaps en inflation linkend obligaties). Overigens hebben inflation linked (staats-)obligaties momenteel een relatief laag rendement: het lijkt dan ook interessant om hoger renderende, wellicht minder liquide, obligaties te combineren met inflatieswaps. Uiteraard moet de deelnemer dan wel het daadwerkelijke portefeuillerendement als beschermingsrendement ontvangen (dus niet het theoretische). Daarnaast zal een pensioenfonds een reëel projectierendement moeten toekennen waarbij de afslag gebaseerd wordt op een aan de markt gekoppelde inflatieverwachting.

α . s . r .

Eventueel kleine mismatches kunnen via de solidariteitsbuffer gedeeld worden. Uiteraard is het ook mogelijk om gedeeltelijk de inflatie af te dekken indien het de ambitie is van het pensioenfonds om slechts deels (bijvoorbeeld 50%) van de inflatie-ophoging bij te houden.

Beleggingsrisico nemen

Heeft het pensioenfonds momenteel niet de middelen om met een volledig waarde vaste beschermingsportefeuille de koopkracht van de uitkeringen in te kopen, dan zal het beleggingsrisico moeten nemen. Bijvoorbeeld d.m.v. het in de beschermingsportefeuille opnemen van spreadproducten, denk hierbij aan hypotheek, bedrijfsleningen, etc. Let hierbij wel op dat de spreads waarschijnlijk onvoldoende zullen zijn om de inflatie bij te houden: een gemiddelde spread van 1% in de beschermingsportefeuille is al vrij hoog, terwijl de lange termijn inflatieverwachting van de ECB rond de 2% ligt. Bovendien is er na een eventuele inflatieschok zeker op korte termijn geen positieve correlatie tussen spreads en inflatie te verwachten. Het pensioenfonds zal daarom de solvabiliteitsbuffer moeten inzetten om plotselinge inflatieschokken zoals we die in de afgelopen twee jaar hebben gezien op te kunnen vangen.

Allocatie

Dat geldt ook voor de situatie dat de beoogde indexatie uit de rendement-sportefeuille moet komen. Ook hierbij geldt dat risicopremie (op bijvoorbeeld aandelen) op korte termijn niet positief correleert met inflatie. De vraag is überhaupt hoeveel allocatie naar zakelijke waarden passend is bij de risicohouding van een gepensioneerde, terwijl naar verwachting wel een aanzienlijke allocatie nodig is om de inflatie bij te houden. In onderstaande tabel staat de benodigde allocatie bij verschillende niveaus van risicopremies en inflaties. Hieruit is bijvoorbeeld te zien dat bij een risicopremie van 3% een allocatie van 67% naar zakelijke waarden benodigd is om een inflatie van 2% goed te maken.

Benodigde allocatie voor 100% indexatie			
	inflatie		
risicopremie zakelijke waarden	1%	2%	3%
2%	50%	100%	150%
3%	33%	67%	100%
4%	25%	50%	75%

Benodigde allocatie returnportefeuille voor waardeveste ambitie

Kortom, elke oplossing heeft zo zijn eigen randvoorwaarden en restricties. Uiteindelijk zal het pensioenfonds zelf een keuze moeten maken uit welke bronnen het de beoogde indexatie wilt financieren, in lijn met de ambitie van het pensioenfonds. Dat zal waarschijnlijk een combinatie zijn van bovengenoemde bronnen.

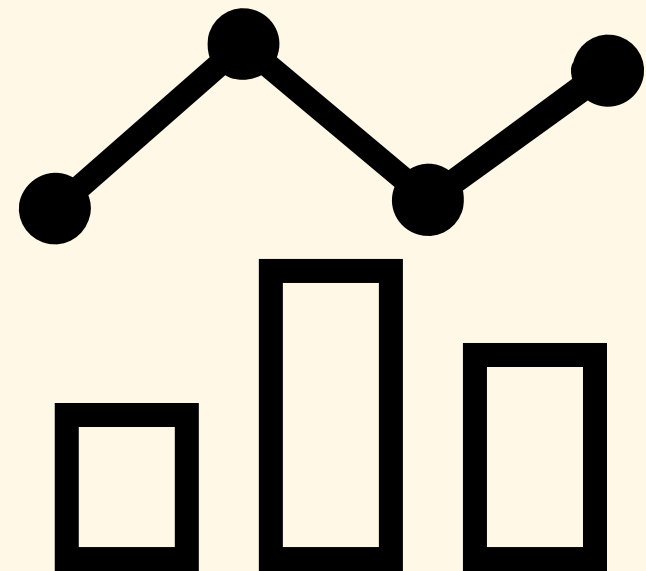
α.s.r.



Samenvatting en conclusies

Terugkomend op de titel van dit artikel “Hoe koopkrachtig is de WTP?” dan is het antwoord op die vraag: “Dat bepaalt het pensioenfonds zelf!”. Ten eerste moet het pensioenfonds bepalen welke indexatieambitie nagestreefd kan worden gezien de huidige dekkingsgraadbuffer, de premiehoogte, de risicohouding en de leeftijdsopbouw binnen het pensioenfonds. Vervolgens zal het pensioenfonds haar indexatie-ambitie moeten vertalen naar de relevante stuurvariabelen (beschermings- en projectierendement en de doelstelling van de solvabiliteitsbuffer) en het beleggingsbeleid. Waarbij de wetgever het helaas niet mogelijk heeft gemaakt om te kiezen voor een theoretisch beschermingsrendement op basis van waarde vaste uitkeringen. Toch zien we vaak dat pensioenfondsen een omgekeerde weg volgen. Eerst wordt voor elke stuurvariabele om uiteenlopende redenen een keuze gemaakt wat uiteindelijk middels een ALM analyse leidt tot een bepaalde maximaal mogelijke indexatie. De keuze voor een theoretisch beschermingsrendement maakt het bijvoorbeeld heel lastig om gepensioneerden te compenseren voor inflatie die tijdelijk of voor langere tijd hoger dan gemiddeld is. De indexatieambitie wordt dan het resultaat van de (soms onbewuste en niet in samenhang afgewogen) keuzes die het pensioenfonds heeft gemaakt, terwijl het juist het startpunt zou moeten zijn om het financiële beleid in te regelen.

Dus pensioenfondsen, bezint over uw indexatie ambitie eer ge begint!



α.S.I.

Archimedeslaan 10

3584 BA Utrecht

www.asr.nl

ASR Vermogensbeheer N.V., KVK 30227237 Utrecht

58206_0424