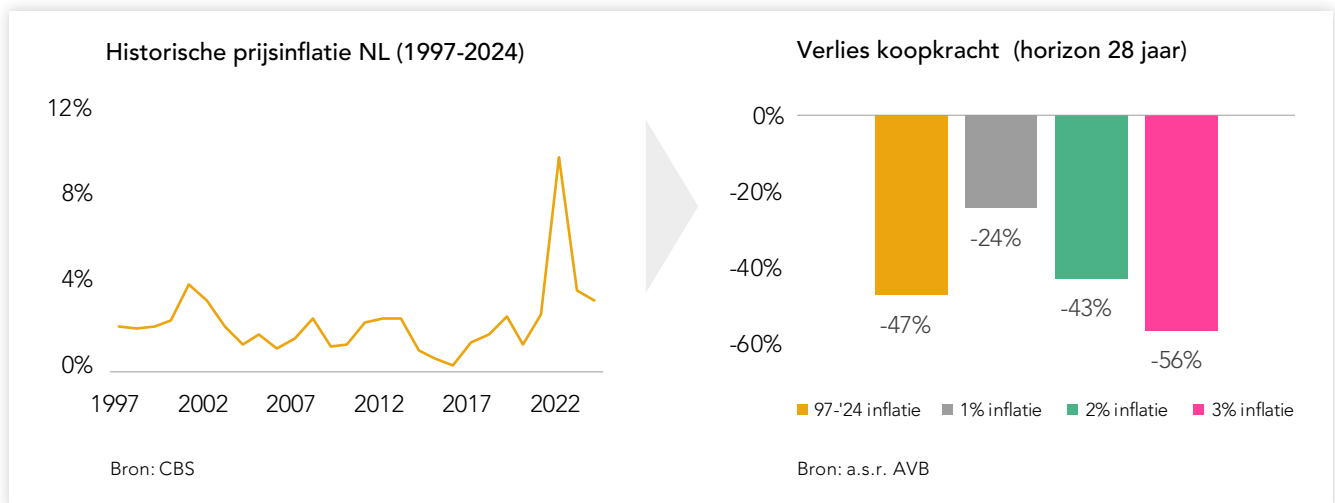


Waarom en hoe:

Koopkracht in WTP

1/5

Momenteel zijn veel pensioenfondsen druk met de overgang naar het nieuwe pensioenstelsel. Hierbij wordt logischerwijs ook veel gefocust op het nominale aspect, te weten de nominale invaardeckingsgraad. De hoogte van de dekkingsgraad bepaalt immers of je over mag, of je de solidariteitsreserve kan vullen en of er ruimte is voor eventuele compensatie. Hoewel de nominale focus te begrijpen is, is het wel belangrijk in het nieuwe stelsel (opnieuw) goed te kijken naar het reële plaatje. Bij het reële plaatje wordt gekeken in hoeverre de (toekomstige) pensioenuitkeringen ook meegroeien met inflatie. Om het belang van inflatiecompensatie te schetsen, toont figuur 1 de historische prijsinflatie op jaarmutatatie in Nederland vanaf 1997 en de impact op de koopkracht indien er geen indexatie had plaatsgevonden.



Kijkende naar de Nederlandse prijsinflatie vanaf 1997, dan was de inflatie gemiddeld genomen 2,3%, met nog vers in het geheugen de opwaartse inflatieschok uit 2022. Voor een gemiddelde pensioendeelnemer die in 1997 met pensioen ging en sindsdien geen inflatiecompensatie meer heeft ontvangen op de pensioenuitkering, zou dit concreet betekenen dat bijna de helft van de pensioenuitkering verdampt is in reële termen. Oftewel, in vergelijking met 1997, kan deze deelnemer van dezelfde pensioenuitkering in euro's in 2025 ongeveer de helft aan producten en diensten afnemen. Bij een gemiddelde inflatie van 3% zou het pensioen in reële termen over deze periode zelfs meer dan gehalveerd zijn. Zelfs bij een inflatie van 1% zou het reële pensioen (pensioen na inflatiecorrectie) inmiddels al een kwart lager zijn. Maar ook een gemiddelde deelnemer die in 2022 met pensioen ging en geen inflatiecompensatie zou hebben gehad, zou al een aanzienlijk tekort qua koopkracht opgelopen hebben door de opwaartse inflatieschok van 2022. Wat dat betreft kan inflatie op twee manieren manifesteren:

- Verwachte inflatie: langdurige stabiele inflatie en daarmee geleidelijke uitholling van koopkracht, oftewel een 'sluipmoordenaar' van het reële pensioen
- Onverwachte inflatie: inflatieschokken met plotselinge en significante vermindering van de koopkracht, oftewel een 'scherpschutter' die in één keer een aanzienlijk deel van het reële pensioen wegschiet.

Hoewel 0% inflatiecompensatie over een periode van 28 jaar voor zover bekend gelukkig niet is voorgekomen, waren er wel veel pensioenfondsen die onder het nFTK te maken hadden met een beperkt indexatiepotentieel. Dit komt onder andere doordat er aanzienlijke buffers moesten worden aangehouden voordat er (deels) gecompenseerd kon worden voor inflatie. Dit verdwijnt grotendeels in de Wtp, waardoor er eerder toeslag kan worden verleend. De andere kant van de medaille is dat pensioenen natuurlijk ook eerder gekort kunnen worden. Een efficiënte en effectieve invulling van de solidariteitsreserve kan hier echter vaak behoorlijke uitkomst bieden.

Om inflatie te bestrijden of de pijn daarvan te verzachten, kent de Wtp grofweg vier instrumenten:

- 1) Solidariteits/risicodelingsreserve
- 2) Beschermingsportefeuille
- 3) Rendementsportefeuille
- 4) Spreiding en projectierendement

In onderstaand schema zijn deze instrumenten onderverdeeld in onverwachte inflatie en verwachte inflatie. In het vervolg van het artikel wordt per instrument verdere toelichting gegeven.

	Onverwachte inflatie	Verwachte inflatie
Solidariteits/risicodelingsreserve 	✓	✗
Beschermingsportefeuille 	✓ - ILB - Inflatieswaps	✓ - Credits IG - Hypotheken
Rendementsportefeuille 	✗ → Lange termijn → ✓	✓ - Aandelen - Vastgoed/Infra - Credits HY
Spreiding & projectierendement 	✓	✓

Figuur 2: Instrumenten reële bescherming onder de Wtp

1. Solidariteits/risicodelingsreserve

De solidariteitsreserve kan ingezet worden om in een betreffend jaar een daling van lopende pensioenuitkeringen te voorkomen, waarbij de persoonlijke pensioenkapitalen niet worden aangevuld. Dit is een effectieve en efficiënte manier om nominale pensioenkorting voor gepensioneerden te voorkomen. Deze methode is bedacht door Ortec Finance en wordt ook wel aangeduid als de 'Ortec-methode'.

De solidariteitsreserve kan daarnaast ook dienen om de onverwachte inflatie (deels) te bekostigen. Hierbij moet van tevoren door de pensioenuitvoerder voor langere tijd worden vastgelegd wat de verwachte en onverwachte inflatie is en ook welk % van deze onverwachte inflatie wordt afgedekt. De risicodelingsreserve in de FPR mag ook ingezet worden om dit inflatierisico te compenseren.¹ De effectiviteit van dit instrument is afhankelijk van veel factoren zoals het deelnemersbestand, de omvang van de reserves, vul- en verdeelregels en het beleggingsbeleid van de reserve. Het compenseren van een deel van de onverwachte inflatie kan er wel voor zorgen dat de reserve niet onnodig gevuld raakt. Wat onnodig is, zal verschillen per fonds en is ter beoordeling aan het pensioenbestuur. Je kunt het geld immers maar één keer uitdelen. Daarom is het van belang te bekijken wat de effecten zijn tussen de verschillende leeftijdscohorten indien (een deel van) de onverwachte inflatie wordt gecompenseerd. Hoewel deze onttrekkingen zullen resulteren in een lagere verwachte omvang van de solidariteitsreserve, kunnen jongeren er alsnog ook op vooruit gaan. Dit komt doordat zij later zelf ook profiteren van snellere onttrekking en uit de solidariteitsreserve. Hierbij is natuurlijk wel van belang dat er dan nog een substantiële reserve over is. Het is dus belangrijk dit totaalplaatje inzichtelijk te krijgen.

De solidariteitsreserve kan dus ingezet worden voor het onverwachte deel van de inflatie en kan niet ingezet worden om de verwachte inflatie te financieren. Het financieren van de verwachte inflatie moet dus komen uit de overige instrumenten.

2. Beschermingsportefeuille

Eén van die instrumenten is de beschermingsportefeuille. Door het opnemen van spreadrisico in de vorm van kredietwaardige Europese staatsobligaties, Europese bedrijfsobligaties investment grade en Nederlandse hypotheeklen, kunnen er op lange termijn naar verwachting verschillende premies worden verdiend waarmee de verwachte inflatie kan worden gefinancierd. Denk hierbij aan premie op kredietrisico, de termijnspreed en de illiquiditeitspremie op hypotheekbeleggingen.

Ten opzichte van een beschermingsportefeuille met alleen cash en rentederivaten, resulteert de toevoeging van kredietwaardige spread in de beschermingsportefeuille in veel gevallen in een aanzienlijke verbetering van prognoses van het reële pensioen. Met name jongeren gaan er op vooruit (bij toepassing van de indirecte methode), doordat deze over een lange horizon kunnen profiteren van een hoger overrendement en meer diversificatie hebben binnen het overrendement (zie ook het eerder verschenen artikel Prijskaartje van uitlegbaar mismatchrendement wel uitlegbaar?). Ondanks dat dit het geval is, zou het volgens het Pensioen Pro artikel Zeven beleggingstrends in de solidaire premieregeling toch een trend zijn dat veel pensioenfondsen een beschermingsportefeuille overwegen met alleen cash en rentederivaten. Dit zijn fondsen die binnen de solidaire premieregeling gekozen hebben voor de indirecte methode met theoretisch beschermingsrendement. Deze invulling, die gericht is op het korte termijn renterisico, maakt deze fondsen in de beschermingsportefeuille meer korte termijn beleggers. Reden voor deze invulling is dat hiermee de mismatch tussen het rendement op de beschermingsportefeuille en het theoretische beschermingsrendement beperkt wordt, het zogeheten mismatchrendement. Idee is dat dit beperkte mismatchrendement de uitlegbaarheid ten goede komt doordat er minder overdracht is tussen cohorten. Immers, het mismatchrendement komt vooral van de ouderen, terwijl het via overrendement bij jongeren terecht komt. Vraag is of dit dus eigenlijk wel zo erg is, aangezien jongeren er ook aanzienlijk van kunnen profiteren.

Indien toch niet comfortabel met deze overdracht, kan een fonds ook nog kiezen voor de alternatieve indirecte methode binnen de solidaire premieregeling. Dit wordt ook wel de 'Philips methode' genoemd. Deze methode ziet het mismatchrendement als aparte rendementsbron en herverdeelt de mismatch op basis van vóóraf vastgelegde verdeelregels. Hierdoor neemt de overdracht tussen leeftijdscohorten aanzienlijk af, zie ook ons eerdere artikel Mismatchrendement, herverdelen of niet?. Daarnaast geeft deze alternatieve indirecte methode ook de mogelijkheid om meer reëel perspectief te bieden in de uitkeringsfase, wat ook naar voren komt in het artikel Prijskaartje van uitlegbaar mismatchrendement wel uitlegbaar?.

Kredietwaardige spread in de portefeuille kan dus helpen bij het financieren van de indexatie. Bij een opwaartse inflatieschok, oftewel bij onverwachte hoge inflatie, heb je in de beschermingsportefeuille echter meer aan index linked bonds (ILB). Kredietwaardige ILB's zijn (meestal) Franse of Duitse staatsobligaties die jaarlijks geïndexeerd worden met de inflatie. In ruil hiervoor ontvang je wel een lagere rente, de zogeheten reële rente. Daarmee rendeert een ILB pas beter dan een nominale staatsobligatie als de inflatie hoger is dan van tevoren werd ingeprijsd. Een nadeel van een ILB is dat deze beperkt liquide zijn. Deze liquiditeit zal komende jaren naar verwachting verder afnemen doordat Duitsland is gestopt met nieuwe uitgiftes.

Een andere optie zijn inflatieswaps. Deze renderen indien de gerealiseerde inflatie hoger is dan van tevoren werd ingeschat. Merk bij ILB als ook bij inflatieswaps op dat deze duur zijn ten tijde van hoge verwachte inflatie. Oftewel, je kan ze het beste kopen als de inflatie nog laag is. Daarnaast is er ook een mismatch qua inflatie-index: de ILB's en inflatieswaps zijn namelijk gelinkt aan de Europese prijsinflatie (HICP), terwijl pensioenfondsen in Nederland baat hebben bij de Nederlandse prijsinflatie. Voor de toepassing van inflatieswaps, lijken overigens vooral de Flexibele Premieregeling (FPR) als ook de directe Solidaire Premieregeling (SPR direct) geschikte regelingen. Immers, bij de indirecte methode verdwijnt het rendement van de inflatieswap in het overrendement en belandt het vooral bij jongeren. In hoeverre de 'Philips methode' voor deze casus soelaas kan bieden, valt nog te bezien en zou verder onderzocht moeten worden.

3. Rendementsportefeuille

Om op de lange termijn een verwachte inflatie bij te kunnen houden van zeg 2%, hebben we meer nodig dan de spread die we kunnen verdienen in de beschermingsportefeuille. Daarvoor komt de rendementsportefeuille goed van pas. In de rendementsportefeuille zitten doorgaans beleggingscategorieën zoals aandelen, vastgoed, infrastructuur en high yield obligaties. Dit kan beursgenoteerd maar ook privaat zijn. Met het wegvallen van de VEV restrictie, dat resulteerde in relatief hoge vereiste buffers voor illiquide beleggingen, lijkt er meer ruimte te komen voor de meer illiquide private beleggingen. Doordat de rendementsportefeuille een meer lange termijn focus heeft, is illiquiditeit op de korte termijn ook een minder groot issue. De toevoeging van illiquide beleggingen levert naar verwachting een hoger en stabielere overrendement, wat de koopkracht van het pensioenproduct verder verbetert.

Belangrijk om te realiseren is dat de beleggingen in de rendementsportefeuille vooral op de lange termijn een koppeling hebben met inflatie. Vaak zijn bedrijven uiteindelijk in staat om inflatie door te rekenen aan de consument, wat ook terug te zien is aan de positieve correlatie op de lange termijn tussen de groei van dividend op aandelen en de inflatie. Bij vastgoed is het directe rendement zoals huurinkomsten vaak gekoppeld aan de prijsinflatie evenals tolheffing bij infrastructuur. High yield obligaties zijn niet direct gekoppeld aan inflatie, maar de verdiende spread kan wel helpen bij het financieren van de inflatie.

Bij een onverwachte inflatieschok op de korte termijn zie je bij deze beleggingscategorieën echter vaak juist initieel een negatieve impact, doordat stijgende inflatie leidt tot hogere rentes en grotere economische onzekerheid en daarmee de waarderingen negatief beïnvloeden. Een recent voorbeeld daarvan is 2022, met een flinke daling van aandelenkoersen (Total return MSCI Europe Index (EUR): -11,9%, bron MSCI) omdat centrale banken genoodzaakt waren om de rente in snel tempo te verhogen (Depositio rente in 2022 van -50bps naar 200bps, bron ECB) gegeven de hoge inflatie (HICP eind 2022: 9,2%, bron ECB). Hoewel er daarna ruimschoots herstel was om verliezen en inflatie (deels) ongedaan te maken en op de lange termijn de inflatieschok wel doorwerkt in hogere directe rendementen, heeft een gepensioneerde in dit geval op de korte termijn weinig gehad aan de rendementsportefeuille. Een hogere allocatie naar overrendement in de uitkeringsfase gaat dan ook gepaard met zichtbaar grotere uitkeringsrisico's. Of deze gepensioneerde nog wat heeft aan het herstel op de langere termijn, valt nog maar te bezien.

4. Spreiding en projectierendement

Het laatste instrument is spreiding en projectierendement. Op de lange termijn geven deze opties niet zozeer een structureel betere koopkracht, maar het kan de ervaring voor deelnemers op korte termijn wel doen verbeteren. Vandaar de kleinere groene vinkjes in het overzicht.

Spreiding van rendementen kan er voor zorgen dat de pensioenuitkeringen minder fluctueren en daarmee de ervaring bij deelnemers verbeteren. Gereserveerde positieve rendement uit het verleden kan in het heden helpen de impact van de inflatie te verzachten, terwijl sterk negatieve rendementen over een langere horizon worden uitgesmeerd.

Daarnaast kan gesleuteld worden aan het projectierendement om een jaarlijks vaste verhoging in te kopen. Dit gaat wel ten koste van een lager initieel pensioen en is dus meer een sigaar uit eigen doos. Of dit daarmee een populaire optie gaat zijn is de vraag. Op metrieken komt deze variant er vaak minder goed uit, omdat maatstaven zoals zekerheids-equivalenten de resultaten in de uitkeringsfase wegen naar sterfte. Simpel gezegd: er wordt in de berekening meer waarde gehecht aan de uitkomst die een deelnemer heeft op zijn 70e dan op zijn 100e.

Conclusie: Bepaal indexatiedoelstelling en analyseer instrumenten in samenhang

Na een sterke opleving de afgelopen jaren, lijkt de inflatie weer op zijn retour te zijn. De episode heeft echter duidelijk gemaakt dat het inflatiespook geen fenomeen uit het verleden is. Het is voor pensioenfondszen zaak tijdig naar de impact van verwachte én onverwachte inflatie te kijken. De verschillende instrumenten die het pensioenfonds heeft, kunnen vervolgens in samenhang geanalyseerd worden met als doel de vooruitzichten van het reële pensioen te verbeteren. In dit artikel zijn deze opties uiteengezet. Om het totaalplaatje compleet te hebben, blijft het daarbij natuurlijk belangrijk om ook scherp te houden wat wijzigingen betekenen voor de nominale uitkeringsrisico's. SPR (in)direct (alternatief), FPR(+) of een buy-out? Waar de keuze door WTP ook op valt, a.s.r. helpt u met al zijn ervaring en expertise binnen het pensioendomein graag verder op weg.