Actuarieel Adviesbureau Confident B.V.

uw pensioen inzicht

# Nieuwe tabel zelfde conclusie: Koopkrachtbehoud blijft een illusie

## Samenvatting


Om onder de Wet toekomst pensioenen bij 2% inflatie een koopkrachtig pensioen te kunnen bieden moet voor gepensioneerden 50% of meer in aandelen worden belegd.

Bij 50% in aandelen zal ongeveer eens in de twee jaar koopkrachtverlies optreden. Het gemiddeld koopkrachtverlies in zo'n jaar bedraagt 6,6%.
Eens in de 20 jaar zal het koopkrachtverlies groter zijn dan 13,4%.

De door de Tweede Kamer gevraagde tabel naar volatiliteiten hebben wij als volgt berekend.

Gemiddelde pensioenstijging en volatiliteiten onder de WTP

| Beleggingsmix uitkeringsfase obligaties / aandelen | Gemiddelde nominale ontwikkeling pensioenuitkering in eerste 10 jaar | Gemiddelde reële ontwikkeling pensioenuitkering in eerste 10 jaar | Gemiddeld resultaat in een slecht jaar | Resultaat in pessimistisch scenario |
|---|---|---|---|---|
| 50/50 | 2,32% | 0,13% | -6,6% | -13,4% |
| 60/40 | 1,91% | -0,25% | -5,6% | -11,1% |
| 70/30 | 1,51% | -0,65% | -4,7% | -8,8% |

De meeste rapporten van CPB, DNB en Netspar zijn gebaseerd op onrealistisch lage inflatieverwachtingen en kunnen onder andere daardoor niet (meer) gebruikt worden om conclusies over de pensioensystemen te onderbouwen.
Van de slogan "Eerder perspectief op een koopkrachtig(er) pensioen" is het "eerder" bij de huidige dekkingsgraden achterhaald. Of het nog steeds koopkrachtiger is, is nog maar de vraag.
De slogan "Meer perspectief op een volatieler pensioen" zou wel standhouden.

Een koopkrachtig pensioen binnen de Wet toekomst pensioenen is binnen het huidige wetsvoorstel niet realistisch. Om wél een koopkrachtig pensioen te kunnen bieden, zijn aanpassingen nodig. Dit kan bijvoorbeeld door een doelgerichte solidaire toepassing van de solidariteitsreserve zonder ex-ante herverdeling toe te staan. Waarbij het doel koopkrachtbehoud voor (bijna) gepensioneerden is. Hoe dit gerealiseerd kan worden staat in onze reactie op de Internetconsultatie Besluit toekomst pensioenen.

## Inleiding

De koopkracht van pensioen op peil houden, dat is een van de belangrijkste doelstellingen van de Wet toekomst pensioenen.
De regering had in juni aangegeven dat de Wet toekomst pensioenen (WTP) voor gepensioneerden al vanaf een beleggingsmix met 30% in aandelen koopkrachtstijging zou bieden. Deze conclusie[1] werd getrokken op basis van een tabel, die gebaseerd was op niet realistische uitgangspunten.
Op 6 oktober is de minister met een nieuwe tabel gekomen, waaruit blijkt dat bij 2% inflatie koopkrachtbehoud na pensionering alleen te verwachten is bij een beleggingsmix met 50% of meer in aandelen. Om inzicht te krijgen in de risico's die daarbij horen is door de Tweede Kamer aan de minister gevraagd om de volatiliteiten die bij de tabel horen in beeld te brengen. Dit heeft zij niet gedaan. In plaats daarvan plaatst zij de nuance bij de tabel dat die gebaseerd is op een eenvoudig model, waarin geen rekening is gehouden met de samenhang tussen rente, rendement op aandelen en inflatie en geen rekening is gehouden met het effect van de solidariteitsreserve. Helaas staan er in het antwoord geen cijfers die aantonen wat dat effect is.
Hiermee heeft de minister twee kansen om de Tweede Kamer te overtuigen gemist.
Wel staat er in het antwoord een nieuwe tabel uit een eerdere Netsparstudie waaruit geconcludeerd wordt dat de WTP meestal hogere pensioenen geeft dan het huidige stelsel.

Drie vragen die nu relevant zijn, zijn:

- Biedt de WTP een koopkrachtig pensioen?
- Zo ja, kan dit binnen acceptabele risico's?
- Zo niet, levert de WTP dan wel een koopkrachtiger pensioen dan het huidige stelsel?

Van de bovengenoemde drie vragen is door de minister alleen de laatste vraag beantwoord. Waarbij wij ons afvragen of haar conclusie terecht is.

Tijd voor een nieuw onderzoek.

[1] Zie bijlage 1

## Uitkomsten met scenario-analyse

In het eenvoudige model, dat volgens de regering eerst goed genoeg was om aan te tonen dat het pensioen koopkrachtig was, wordt volgens de minister geen rekening gehouden met de samenhang tussen inflatie, rente en aandelenrendementen en wordt ook geen rekening gehouden met de werking van de solidariteitsreserve. Op zich heeft ze daarin gelijk. Om te beoordelen of dit dan ook tot andere conclusies leidt, zijn nieuwe berekeningen met een scenario-analyse nodig. Omdat de minister die uitkomsten helaas niet geleverd heeft, hebben wij dit met een scenario-analyse berekend.
De uitkomsten van het eenvoudige rekenmodel en de scenario-analyse staan hieronder weergegeven. De beperkingen, veronderstellingen en uitgangspunten die gebruikt zijn voor de tweede tabel staan vermeld in bijlage 2 en 3.

Uitkomsten van het eenvoudig rekenmodel

| Beleggingsmix uitkeringsfase (obligaties/ aandelen) | Verwachte jaarlijkse nominale stijging pensioenuitkering | Verwachte jaarlijkse reële ontwikkeling pensioenuitkering | | |
|---|---|---|---|---|
| | | 2% inflatie | 4% inflatie | 6% inflatie |
| 50/50 | 2,05% | 0,05% | -1,95% | -3,95% |
| 60/40 | 1,64% | -0,36% | -2,36% | -4,36% |
| 70/30 | 1,23% | -0,77% | -2,77% | -4,77% |

Uitkomsten scenario-analyse

| Beleggingsmix uitkeringsfase obligaties / aandelen | Gemiddelde nominale ontwikkeling pensioenuitkering in eerste 10 jaar | Gemiddelde reële ontwikkeling pensioenuitkering in eerste 10 jaar |
|---|---|---|
| 50/50 | 2,32% | 0,13% |
| 60/40 | 1,91% | -0,25% |
| 70/30 | 1,51% | -0,65% |

Voor de beoordeling van de koopkrachtontwikkeling zijn de kolom met 2% inflatie uit de eerste tabel en de laatste kolom uit de tweede tabel van belang, omdat bij de scenario-analyse is uitgegaan van een gemiddelde inflatie toegroeiend naar 2%.
Bij de reële ontwikkeling varieert het verschil tussen de twee modellen van 0,08% tot 0,12%. Ook over een periode van 20 jaar zijn deze verschillen niet materieel.
De conclusies die we eerder bij het eenvoudige model trokken, blijven ook bij de scenario-analyse ongewijzigd in stand:

Het WTP biedt naar verwachting bij een 2% inflatie alleen een koopkrachtig pensioen, als na pensionering minimaal 50% in aandelen wordt belegd.

## Volatiliteit

Een groot voordeel van de scenario-analyse is dat we hiermee ook het gevraagde inzicht kunnen bieden in de volatiliteit van de pensioenuitkeringen.

In de volgende tabel staan de gemiddelde uitkomsten over 10 jaar. In de praktijk zal in ongeveer de helft van de jaren een beter resultaat behaald worden en in de andere helft een slechter resultaat. Het gemiddelde resultaat in deze slechtere jaren noemen we *gemiddeld resultaat in een slecht jaar* en komt dus ongeveer eens in de twee jaar voor. Dit *gemiddeld resultaat in een slecht jaar* staat in de onderstaande tabel.

Het is gebruikelijk in de pensioenwereld om de volatiliteit weer te geven door te laten zien wat er gebeurt in een pessimistisch scenario, ook wel *5e percentiel* of *slecht weer scenario* genoemd. De kans op een slechter resultaat dan in het pessimistisch scenario is dus 5%. Je mag dus verwachten dat er eens in de twintig jaar een slechter resultaat behaald wordt. Ook dit resultaat is in de onderstaande tabel verwerkt.

Gemiddelde pensioenstijging en volatiliteiten onder de WTP

| Beleggingsmix uitkeringsfase obligaties / aandelen | Gemiddelde nominale ontwikkeling pensioenuitkering in eerste 10 jaar | Gemiddelde reële ontwikkeling pensioenuitkering in eerste 10 jaar | Gemiddeld resultaat in een slecht jaar | Resultaat in pessimistisch scenario |
|---|---|---|---|---|
| 50/50 | 2,32% | 0,13% | -6,6% | -13,4% |
| 60/40 | 1,91% | -0,25% | -5,6% | -11,1% |
| 70/30 | 1,51% | -0,65% | -4,7% | -8,8% |

Om een koopkrachtig pensioen te kunnen bieden, is dus een belegging met 50% in aandelen nodig. Bij 50% in aandelen mag de deelnemer verwachten dat:

- eens in de twee jaar zijn reële pensioeninkomen met 6,6% zal dalen en
- eens in de 20 jaar is de daling naar verwachting meer dan 13,4% is.

Ook de dalingen bij 40% of 30% belegging zullen voor veel gepensioneerden niet acceptabel zijn, zeker niet omdat het doel van koopkrachtbehoud naar verwachting niet gehaald wordt.

In de berekeningen is geen rekening gehouden met het spreiden van schokken.
In de Memorie van Toelichting is aangegeven dat het spreiden van schokken een sigaar uit eigen doos is. De deelnemer “leent” als het ware van zichzelf. Het spreiden van schokken heeft twee effecten. Het eerste is dat de stijgingen en dalingen van het pensioen minder groot worden. Het tweede is dat het in de eerste jaren vrijwel onmogelijk wordt om koopkrachtbehoud te realiseren. Bij een spreidingsperiode van 5 jaar en 50% in aandelen wordt naar verwachting in de eerste 10 jaar 33% van één jaaruitkering minder uitgekeerd. Hiermee wordt koopkrachtbehoud in de eerste jaren vrijwel onmogelijk.

## Biedt de WTP meer perspectief op een koopkrachtiger pensioen?

Deze vraag probeert de minister in haar brief van 6 oktober ook te beantwoorden. Hierbij verwijst ze naar eerdere onderzoeken van DNB, CPB en Netspar. Ook heeft ze een tabel uit een Netspar-studie opgenomen, die moet aantonen dat de WTP tot een hoger pensioen leidt dan het huidige stelsel.

De verwijzing naar eerdere onderzoeken is om een aantal redenen opvallend. De eerste reden is dat bijna al die onderzoeken zijn gebaseerd op een inflatie die begint rond de nul procent en in tientallen jaren toegroeit naar een niveau van 1,1% of 1,3%. De gemiddelde inflatie in deze onderzoeken in de eerste 10 jaar ligt dus ruim onder de 1% en daarmee ook ruim onder de 2% die de minister eerder nog realistisch noemde.
Bij veel van deze onderzoeken is uitgegaan van de *genoeg is genoeg* regel. Dit betekent dat verondersteld is dat in het huidige stelsel de pensioenuitkering niet meer wordt verhoogd dan de veronderstelde inflatie. Bij deze onderzoeken dus een inflatie van onder de 1%. Deze twee zaken werken voor de vergelijking sterk in het nadeel van het huidige systeem en zijn niet realistisch.

Specifiek voor de door de minister gepubliceerde tabel van Netspar geldt dat bij de berekening is uitgegaan van een dekkingsgraad bij aanvang van 100%. Als uitgegaan wordt van de huidige dekkingsgraden van gemiddeld boven de 125% ontstaat een heel ander beeld. In het huidige systeem kan dan direct geïndexeerd worden, terwijl daar onder de WTP eerst positieve rendementen voor nodig zijn.
Een laatste punt bij deze tabel is dat een positief effect van het invaren in het voordeel van de WTP is meegenomen. Dit is alleen relevant als je de start van het WTP met het FTK wil vergelijken, maar niet voor een vergelijking tussen de systemen op lange termijn. Invaren doe je immers maar één keer.
Deze punten zijn dus geen kritiek op de tabel op zich, maar wel op de toepassing daarvan in de huidige economische situatie en voor het beantwoorden van de door de minister gestelde vraag.

Om de conclusie te trekken dat het WTP een hoger pensioen oplevert dan het FTK, zou de tabel opnieuw doorgerekend moeten worden op een actuele en realistische scenarioset, zou er uitgegaan moeten worden van een hogere dekkingsgraad bij aanvang, zou het positieve effect bij invaren weggelaten moeten worden en zou de *genoeg is genoeg* regel niet toegepast moeten worden.

Een argument dat vaak en ook in de brief van de minister wordt aangehaald is dat de WTP eerder zicht biedt op pensioenverhogingen omdat er minder geld naar de buffers vloeit. De vraag is of dit zo eenvoudig gesteld kan worden.
Tegenover het voordeel van de lagere buffers staat het nadeel dat gepensioneerden een lager aandeel in het rendement krijgen dan in het huidige systeem. Dit werkt sterk in het nadeel van de gepensioneerden.
Daar komt bij dat de dekkingsgraden van pensioenfondsen sterk gestegen zijn. Zij mogen dus nu al indexeren en hoeven niet meer eerst hun buffers op peil te brengen. De vraag is niet meer wie er eerder mag indexeren, maar wie er meer mag indexeren of minder hoeft te korten. In het huidige systeem zal er alleen in extreme situaties gekort worden, terwijl dat onder de WTP bij een kleine tegenvaller al het geval is.
Als hiermee rekening wordt gehouden blijkt zeer waarschijnlijk dat de huidige wetgeving *perspectief op een meer koopkrachtig en stabieler pensioen biedt*.
Voor het WTP resteert dan *meer perspectief op een volatieler pensioen*.

## Tot slot

In de inleiding staan de volgende drie vragen:

- Biedt de WTP een koopkrachtig pensioen?
- Zo ja, kan dit binnen acceptabele risico's?
- Zo niet, levert de WTP dan wel een koopkrachtiger pensioen dan het huidige stelsel?

Bij een verwachte inflatie van 2% is de doelstelling van koopkrachtbehoud alleen haalbaar als er na pensionering minimaal 50% in aandelen belegd wordt. Bij een hogere inflatie of minder aandelen is koopkrachtbehoud niet te verwachten.

Het risico van een beleggingsmix met 50% in aandelen, dat genomen moet worden voor koopkrachtbehoud bij 2% inflatie is aanzienlijk hoger dan nu in beschikbare premieregelingen gebruikelijk is en ook hoger dan het risico van de beleggingsmix met maximaal 35% in aandelen die de wetgever bij het vaststellen van het projectierendement acceptabel vindt.

Het is sterk de vraag of de WTP voor gepensioneerden een koopkrachtiger pensioen oplevert dan het huidige stelsel. Als uitgegaan wordt van actuele en realistische parameters en de huidige dekkingsgraden, dan levert de WTP waarschijnlijk minder koopkrachtbehoud bij een hogere volatiliteit in de pensioenuitkeringen dan het huidige systeem.

Een mogelijke oplossing om wel koopkrachtbehoud voor gepensioneerden te realiseren met een lage reële volatiliteit in de pensioenuitkeringen heb ik eerder beschreven in onder andere onze reactie op de '*Internetconsultatie Besluit toekomst pensioenen*' en in de oktober uitgave van De Actuaris, het magazine van het Koninklijk Actuarieel Genootschap. Deze oplossing vergt slechts enkele wetswijzigingen in de Wet toekomst pensioenen en kan de doelstelling van koopkrachtbehoud bij een lage volatiliteit in de reële uitkeringen een stuk dichterbij brengen.

# Bijlage 1

In juli heeft de regering met de onderstaande tabel geprobeerd aan te tonen dat de Wet toekomst pensioenen (WTP) een koopkrachtig pensioen biedt. Ter onderbouwing had zij de onderstaande[2] tabel gepubliceerd:

Tabel 1: Foutieve tabel van SZW

| Beleggingsmix uitkeringsfase (obligaties/ aandelen) | Verwachte jaarlijkse nominale stijging pensioenuitkering | Verwachte jaarlijkse reële ontwikkeling pensioenuitkering | | |
|---|---|---|---|---|
| | | 2% inflatie | 4% inflatie | 6% inflatie |
| 50/50 | 3,55% | 1,55% | -0,45% | -2,45% |
| 60/40 | 3,14% | 1,14% | -0,86% | -2,86% |
| 70/30 | 2,73% | 0,73% | -1,27% | -3,27% |

Uit deze tabel werd ten onrechte de conclusie getrokken dat de WTP bij 2% inflatie bij elke doorgerekende beleggingsmix een koopkrachtig pensioen biedt.

Omdat deze conclusie in strijd was met onze eerdere berekeningen, hebben wij dit toen onderzocht. Uit ons onderzoek bleek dat de bovenstaande tabel niet juist was, omdat het projectierendement niet in mindering was gebracht op de *Verwachte jaarlijkse nominale stijging* en niet op de *Verwachte jaarlijkse reële ontwikkeling pensioenuitkering*. Daarop hebben wij de volgende tabel gepubliceerd.

Tabel 2: Correcte tabel van Actuarieel Adviesbureau Confident

| Beleggingsmix uitkeringsfase (obligaties/ aandelen) | Verwachte jaarlijkse nominale stijging pensioenuitkering | Verwachte jaarlijkse reële ontwikkeling pensioenuitkering | | |
|---|---|---|---|---|
| | | 2% inflatie | 4% inflatie | 6% inflatie |
| 50/50 | 2,05% | 0,05% | -1,95% | -3,95% |
| 60/40 | 1,64% | -0,36% | -2,36% | -4,36% |
| 70/30 | 1,23% | -0,77% | -2,77% | -4,77% |

De conclusie uit deze tabel is dat bij een (verwachte) inflatie van 2% voor 50% in aandelen moet worden belegd om een koopkrachtig pensioen te kunnen realiseren. Het is de vraag of zo'n hoog percentage wenselijk is.

[2] Zie Nota naar aanleiding van het nader verslag van 1 juli 2022 pagina 30.

Minister Schouten heeft op 6 oktober onze tabel naar de Tweede Kamer gestuurd[3].

## Bijlage 1: Disclaimer

Het solidaire pensioencontract bestaat nog niet. Daarom is het dus ook niet mogelijk om een berekening van de gevolgen van het pensioenakkoord als absolute waarheid te presenteren. Hiervoor zijn in ieder geval de volgende redenen aan te voeren:

- De Wet toekomst pensioenen is nog niet compleet, de lagere wet- en regelgeving is voor een belangrijk deel nog niet ingevuld.
- In de Memorie van toelichting staan tegenstijdigheden en teksten die op meerdere wijzen geïnterpreteerd (kunnen) worden.
- De parameters zijn nog niet door de Commissie Parameters vastgesteld. De Commissie Parameters heeft eerder aangegeven dat ze een half jaar extra nodig heeft om het gevraagde rapport op te leveren. Helaas is hierbij niet aangegeven tegen welke problemen de commissie precies aanloopt.
- Het huidige wetsvoorstel kan nog worden aangepast tijdens de behandeling in het parlement.
- De sociale partners moeten de pensioenregelingen nog vaststellen en ook de verdere invullingen door de pensioenuitvoerders kunnen nog van invloed zijn.

Dit wil gelukkig niet zeggen dat er geen berekeningen op basis van het huidige wetsvoorstel mogelijk zijn, maar wel dat de uitkomsten niet als de absolute waarheid of enige mogelijkheid kunnen worden gepresenteerd.
Als echter de huidige concept-wet onvoldoende zou zijn om berekeningen, zoals vermeld in dit rapport, op te baseren, dan is de concept-wet ook onvoldoende uitgewerkt om door het parlement te worden aangenomen.

[3] Zie kamerstuk 36067, pagina 4.

# Bijlage 3 Uitgangspunten bij de berekening

## Bijlage 2: De uitgangspunten

### Het model pensioenfonds

- Het pensioenfonds is opgedeeld in drie cohorten. De groep jonge deelnemers, de groep oudere deelnemers en de gepensioneerden.
- Van de individuele pensioenvermogens is ongeveer 35% van de gepensioneerden. Daarnaast is er bij de start een solidariteitsreserve van bijna 10%.
- Voor het beleggingsbeleid is verondersteld voor jongere werknemers 90% en voor oudere werknemers en solidariteitsreserve 50% in aandelen wordt belegd. Voor de gepensioneerden is dat het percentage uit de tabel.
- Er wordt verondersteld dat het renterisico volledig is afgedekt. Als deze veronderstelling wordt losgelaten, dan nemen de risico's toe.

### Verdeelregels solidariteitsreserve

Voor de vul- en verdeelregels van de solidariteitsreserve is uitgegaan van de regels zoals omschreven op pagina 64 in de Memorie van Toelichting.

### Economische veronderstellingen

- Bij de berekeningen is zoveel mogelijk aansluiting gezocht bij de veronderstellingen uit het vereenvoudigde model. Dat wil zeggen een gemiddelde risicopremie op aandelen van 4,33% en een inflatie die toegroeit naar 2%.
- Voor de economische samenhang tussen de rente, inflatie en aandelenrendementen is gebruik gemaakt van de scenarioset met 10.000 scenario's van DNB van het tweede kwartaal van 2022.

Op de scenarioset van DNB zijn vervolgens de volgende aanpassingen gemaakt:

- De volatiliteit op aandelen is verhoogd van 15% naar 20%, conform de uitgangspunten van de Commissie Parameters 2019.
- De volatiliteit op de inflatie is verhoogd van 0,6% naar 1%, conform de volatiliteit op de CPI-prijsindex van het CBS over de periode 1997-2021.
- De risicopremie op aandelen is gelijkgesteld aan 4,33%, conform de uitgangspunten van de Commissie Parameters en om aansluiting te krijgen bij de eerdere tabel.

De scenarioset van DNB is als basis gekozen, omdat deze sets nu verplicht gebruikt worden in individuele pensioenoverzichten om weer te geven wat het verwachte pensioen wordt als het economische mee- of tegenzit en ook voor de haalbaarheidstoets.