

AEON INSIGHTS

Een kwarteeuw Wtp – Backtest 2000-2024

De Wet Toekomst Pensioenen (Wtp) is live en de eerste drie pensioenfondsen zijn ingevaren. Een mooi moment om opnieuw te kijken hoe de nieuwe pensioenregelingen hadden uitgepakt als deze eerder waren ingevoerd. In dit artikel analyseren we het eerste kwart van deze eeuw: 2000 tot 2024. Hoe hadden de pensioenuitkeringen zich ontwikkeld in de nieuwe regeling over deze periode? Wat was de impact van het startpunt van de nieuwe regeling? En wat is de impact van verschillende lifecycles, zoals we die bij de koplopers zien?



Gosse Alserda
Senior Investment
Strategist



Oliver Warren
Senior Investment
Solutions
Consultant

Samenvatting

- In het turbulente eerste kwart van deze eeuw konden verlagingen van de uitkeringen in de solidaire premiereregeling worden voorkomen en steeg de uitkering van een gepensioneerde in totaal met **35%**
- Uitkeringen in de nieuwe regeling hadden beter uitgepakt dan onder het FTK. Voor een gepensioneerde was de uitkering gemiddeld **16%** hoger geweest
- Desondanks zou ook in de nieuwe regeling volledig koopkrachtbehoud niet mogelijk zijn. Na 25 jaar zou het koopkrachtverlies opgelopen zijn tot **24%**
- Doorrekening van het (versimpelde) beleid van de drie koplopers laat grote verschillen zien tussen deze fondsen, voor gepensioneerden loopt dit verschil op tot **9%**

Solidaire premiereregeling van 2000 – 2024

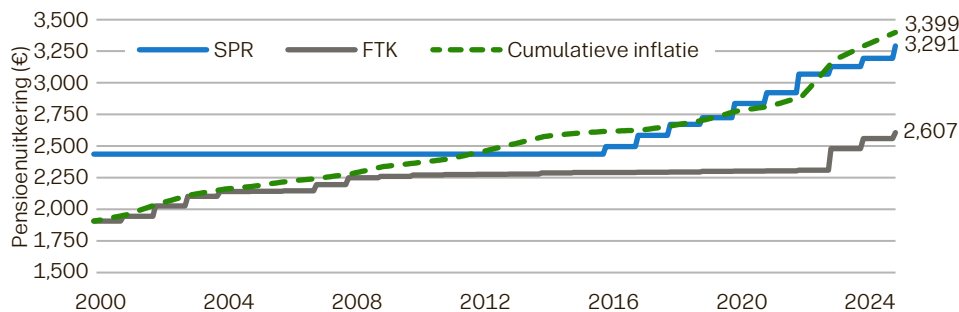
In deze analyse kijken we naar een doorsnee invulling van de solidaire premiereregeling. In deze regeling wordt gebruik gemaakt van het indirecte (theoretische) beschermingsrendement waarbij de toedeling naar renteafdekking opbouwt met de leeftijd, terwijl de blootstelling naar overrendement afneemt met de leeftijd. Er wordt een solidariteitsreserve (start 5%) ingezet om dalingen te voorkomen in de collectieve uitkeringsfase en om (alle) deelnemers te compenseren voor macro langlevens schokken. De aannames zijn in meer detail opgenomen in kader 4.

Willem Pensionado (68 jaar oud)

Willem is een deelnemer die in 2000 – bij het invaren – met pensioen gaat. Door het uitdelen van de aanzienlijke buffer eind 1999 bij het invaren begint zijn uitkering 28% hoger dan onder het FTK. Echter, begin 2000 was tegelijk een van de slechtste momenten om in te varen, op het hoogtepunt van de ‘dot-com bubble’. Willem wordt al snel geconfronteerd met negatieve overrendementen door sterk dalende aandelenbeurzen. Na een kort herstel vindt al snel de financiële crisis plaats, gevolgd door de Euro crisis. Al die tijd stijgt zijn uitkering niet, hoewel de solidariteitsreserve wel in staat is om zijn nominale uitkering niet te laten dalen, ondanks drie crisissen en stijgende levensverwachtingen. In 2015 is het herstel daar en stijgt de uitkering snel. Over de hele periode is de uitkering dan met 35% gestegen, wat niet genoeg was om de cumulatieve inflatie bij te houden. Hierdoor nam de koopkracht van de uitkering af met 24% over deze 25 jaar.

In het FTK zou de uitkering eerder en harder gestegen zijn. Door de buffer die nog aanwezig is kan de uitkering tot ca. 2009 blijven stijgen. Vervolgens blijft de uitkering onder FTK dan wel voor langere tijd vlak, maar stijgt ook weer vanaf 2022. Uiteindelijk eindigt de uitkering onder SPR 26% hoger dan onder het FTK en wordt over de hele periode gemiddeld 16% meer pensioen uitgekeerd dan onder het FTK. Over deze periode zorgen beide regelingen dus niet voor koopkrachtbehoud voor Willem, maar zorgt de SPR wel voor een consistent hogere uitkering dan onder het FTK, wat vooral een gevolg is van het aanhouden van kleinere buffers.

Figuur 1: Pensioenuitkering Willem Pensionado



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.

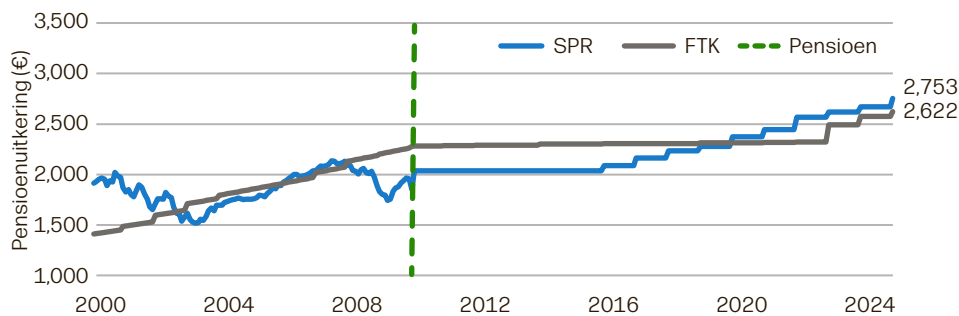
Na het invaren neemt het verwachte pensioen van Henriette in de nieuwe pensioenregeling al snel af vanwege negatieve overrendementen, terwijl het opgebouwde pensioen in FTK stabiel omhoog gaat. Bij pensionering is de uitkering onder het FTK dan ook 12% hoger dan bij de SPR. Vanaf 2016 neemt de uitkering in de nieuwe regeling echter snel toe en eindigt 5%

”

**Uitkering in
SPR gemiddeld
16% hoger dan
onder het FTK.**

hoger dan die het onder het FTK gedaan had. Gemiddeld blijft de uitkering in de SPR 4% achter op de uitkering onder het FTK in deze periode.

Figuur 2: (Verwachte) pensioenuitkering Henriette Boomer

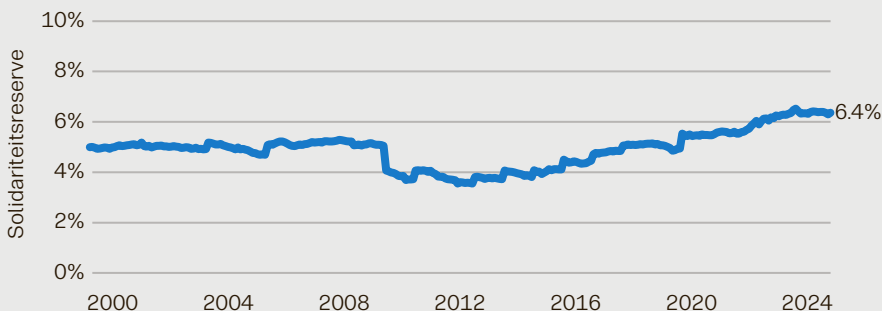


Kader 1: Ontwikkeling solidariteitsreserve

Voor de solidaire premieregeling hanteren we een solidariteitsreserve. Deze wordt bij het invaren (2000) gevuld met 5% van het vermogen (inclusief solidariteitsreserve). Daarnaast wordt – wanneer de reserve minder dan 5% van het vermogen bedraagt – jaarlijks 5% van het positief overrendement afgeroomd om deze reserve te vullen. De reserve kan maximaal 10% bedragen, daarboven wordt het overschot uitgekeerd. De reserve wordt ingezet om dalingen in pensioenuitkeringen te voorkomen en om macro langleven schokken op te vangen. Voor beide doelen kan per jaar maximaal 20% van de reserve worden gebruikt. De solidariteitsreserve wordt hetzelfde belegd als de collectieve portefeuille, oftewel ca. 80% blootstelling naar overrendement en ca. 70% renteafdekking.

Hieronder is de ontwikkeling van de solidariteitsreserve getoond in onze backtest. Wat opvalt is dat de reserve vrij stabiel is over tijd. Dit komt onder andere omdat de reserve meebeweegt met de gehele portefeuille (zelfde beleggingsbeleid) en omdat het vullen en het voorkomen van dalingen redelijk in evenwicht zijn. Boven de 5% wordt niet gevuld, zodat de reserve ook niet hard doorstijgt. De grootste schok in de reserve is in 2009, wanneer er een grote langleven schok is (levensverwachting neemt toe). Hierbij wordt de reserve voor het maximum (20%) ingezet.

Figuur 3: Ontwikkeling solidariteitsreserve



”

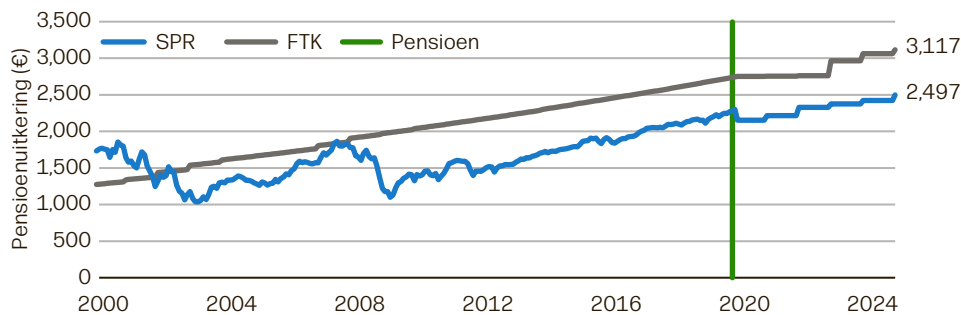
De solidariteitsreserve was in deze turbulente periode voldoende geweest om dalingen te voorkomen.

Frans Moyenne (48 jaar oud)

Vervolgens kijken we naar Frans Moyenne, die in 2000 48 jaar oud is en in 2020 met pensioen gaat. Frans heeft in het begin van de analyse – op het hoogtepunt van de ‘dot-com’ crisis – nog een hoge blootstelling naar overrendement. Hierdoor wordt zijn vermogen en daarmee zijn verwacht pensioen hard geraakt door de crisissen die in de jaren daarna toeslaan. Zijn eerste pensioenuitkering komt uit op €2.152, wat nog ca. 7% wordt gedempt door een positief spreidingsvermogen van het uitkeringscollectief (vanwege de verhogingen die nog op de lat staan moet de uitkering in eerste instantie lager starten).

Onder het FTK profiteert Frans van een stabiele pensioenopbouw, die ook nog eens hoger uitpakt als een gevolg van de doorsneesystematiek. Hierdoor stijgt de uitkering tot €2.753, 28% hoger dan de uitkering in de SPR. Tijdens de eerste jaren van het pensioen blijft de uitkering stijgen, maar minder hard dan onder SPR. Gemiddeld krijgt Frans 20% minder uitkering over deze periode in de nieuwe regeling vergeleken met wat hij onder het FTK had gekregen.

Figuur 4: (Verwachte) pensioenuitkering Frans Moyenne



Karin de Jong (25 jaar oud)

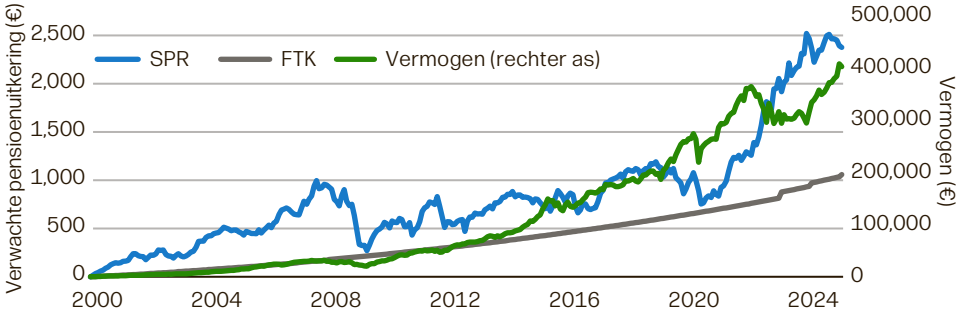
Ten slotte kijken we naar Karin de Jong. Karin begint in 2000 met werken en heeft begin dat jaar dus nog geen pensioenvermogen opgebouwd. Daardoor heeft ze nog relatief weinig last van de crisissen die zich aan het begin van de periode voordoen. Wanneer haar pensioenvermogen meer substantie heeft gekregen zijn betere tijden aangebroken op financiële markten, waarvan ze optimaal profiteert met haar hoge blootstelling naar overrendement. Hierdoor weet ze een pensioenvermogen van ruim € 400.000 te bereiken, wat goed is voor een verwachte uitkering van € 2.377 per maand.

In het FTK blijft de opgebouwde uitkering hier sterk op achter, onder andere door het nadeel dat de doorsneesystematiek Karin geeft vanwege haar jongere leeftijd. De opgebouwde uitkering aan het einde van de periode bedraagt € 1.060, ruim de helft minder dan de verwachte uitkering in de SPR.

”

**Deelnemers net
voor pensioen
blijven een
belangrijk
aandachtspunt.**

Figuur 5: Verwachte pensioenuitkering Karin de Jong



Kader 2: Jaarlijkse verandering uitkering in 2000-2024

Hieronder zijn de jaarlijkse veranderingen in de collectieve uitkeringsfase getoond over de periode 2000-2024. Over de eerste 15 jaar waren er geen verhogingen en werd de inflatie dus niet bijgehouden. In de laatste 10 jaar werden de uitkeringen wel verhoogd, waarbij 8 van de 10 keer met tenminste net zoveel als de inflatie. Ook over de gehele laatste 10 jaar was er sprake van koopkrachtbehoud.

In 2024 was de stijging 3,0% en daarmee gelijk aan de inflatie over het jaar. Het overrendement droeg 4,6% positief bij aan het uitkeringscollectief. Door het toepassen van spreiding was de daadwerkelijke stijging echter lager. Over het jaar nam het spreidingsvermogen dus wel toe (voor de volgende jaren staat er nog 6% stijging op de lat).

Jaar	Verandering	Inflatie	Jaar	Verandering	Inflatie
2000	0,0%	2,6%	2013	0,0%	2,5%
2001	0,0%	4,5%	2014	0,0%	1,0%
2002	0,0%	3,4%	2015	2,4%	0,6%
2003	0,0%	2,1%	2016	3,5%	0,3%
2004	0,0%	1,2%	2017	3,4%	1,4%
2005	0,0%	1,7%	2018	1,9%	1,7%
2006	0,0%	1,1%	2019	4,1%	2,6%
2007	0,0%	1,6%	2020	3,0%	1,3%
2008	0,0%	2,5%	2021	5,0%	2,7%
2009	0,0%	1,2%	2022	2,0%	10,0%
2010	0,0%	1,3%	2023	2,1%	3,8%
2011	0,0%	2,3%	2024	3,0%	3,3%
2012	0,0%	2,5%			

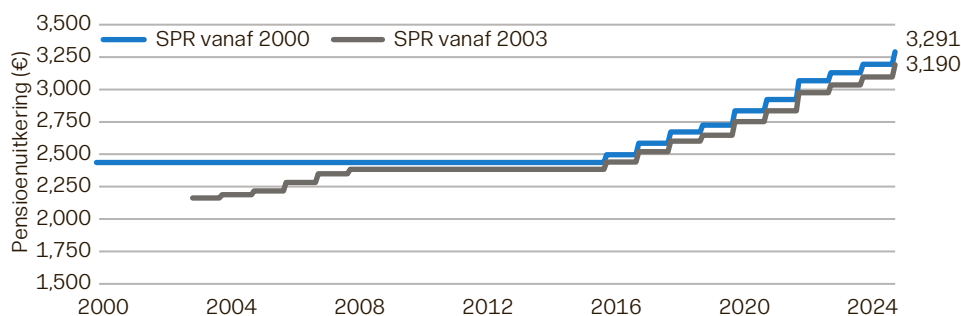
”
 Koopkrachtbehoud
 wordt pas geboden
 in de laatste 10 jaar.

Impact van invaardatum: 2003 – 2024

Om de impact van de invaardatum te tonen analyseren we ook hoe de pensioenuitkering voor onze voorbeeld deelnemers had uitgepakt wanneer drie jaar later was ingevaren, namelijk begin 2003. Op dit moment is de 'dot-com bubble' net geknapt en is de dekkingsgraad bij invaren dus veel lager dan begin 2000. Hierdoor is ook de bonus bij invaren een stuk lager, met een lagere startuitkering als gevolg. Er wordt echter wel met een schone lei ingevaren, dus er staat geen negatieve spreiding op de lat. Hierdoor kan gelijk in het eerste jaar de uitkering worden verhoogd en wordt al snel een vergelijkbaar niveau gehaald.

Op de lange termijn is de impact van verschillende invaardata dus beperkt, maar in de eerste paar jaar kan het gevoelsmatig grote verschillen opleveren tussen fondsen. Net voor een crisis invaren leidt wel tot hogere absolute uitkeringen, maar kan er ook voor zorgen dat die vervolgens langere tijd niet worden verhoogd. Als dat bij andere pensioenfondsen wel gebeurt (omdat die bijvoorbeeld na de crisis zijn ingevaren) dan kan dit tot ontevredenheid leiden, ook al is de uitkering in absolute zin wellicht niet slechter.

Figuur 6: Impact invaardatum



Impact beleidskeuzes – beleid van de koplopers

Uiteraard zijn de uitkomsten sterk afhankelijk van de keuzes die gemaakt worden door de pensioenfondsen. Twee van de belangrijkste keuzes zijn het beleggingsbeleid – en dan met name de lifecycle van toedelingsfactoren – en de invulling en het startgewicht van de solidariteitsreserve. Om deze gevoeligheid te toetsen vergelijken we de basisvariant met de (versimpelde¹) invulling van de drie koplopers.

De uitkomsten in figuren 7 en 8 laten inderdaad grote verschillen zien tussen de pensioenfondsen. Voor de gepensioneerdde Willem lopen de verschillen op tot 9% van het pensioen, terwijl geen enkel pensioenfonds een verlaging had hoeven doorvoeren in de uitkeringsfase. Voor starter Karin zijn de verschillen nog groter, en loopt het verschil in de verwachte uitkering op tot 66%. Dit verschil wordt met name gedreven door verschillen in de mate van renteafdekking voor jongere leeftijdscohorten. Enige mate van renteafdekking – zoals toegepast in de basisvariant – had over deze periode beter uitgepakt dan geen renteafdekking voor de jongste groep, zoals het beleid van alle drie de koplopers. De uitkomsten suggereren dat we in toekomst waarschijnlijk grote verschillen gaan zien

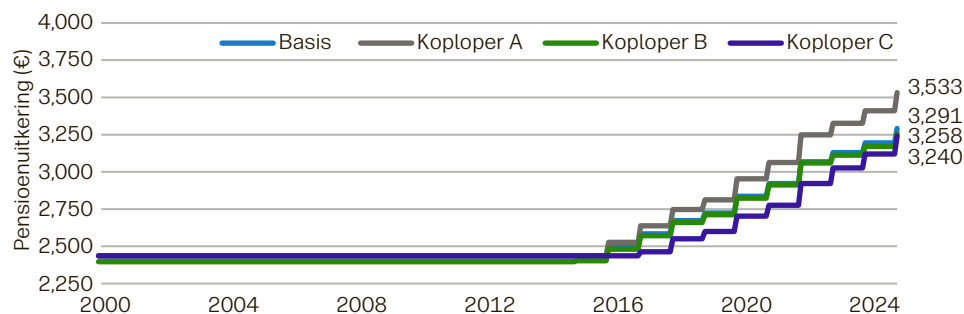
”

Het moment van invaren is van groot belang voor de ontwikkeling van de uitkering.

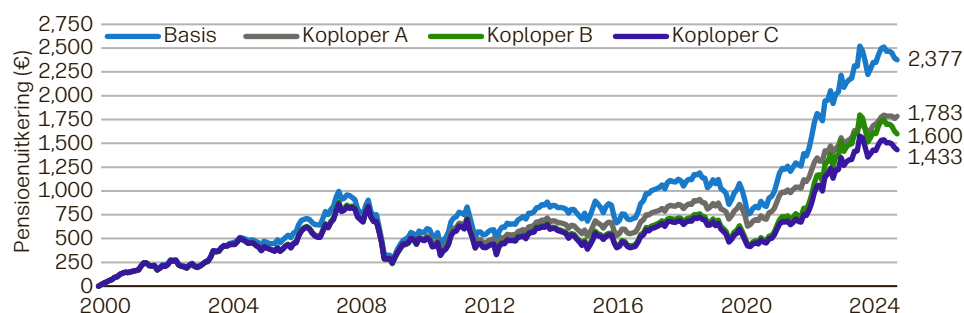
¹Op basis van de gepubliceerde stukken is maar beperkt gedetailleerd inzicht in de gekozen invulling van de regeling. Daarom gebruiken we alleen de blootstelling naar overrendement (gemapt naar aandelen, met wel vertaald naar dezelfde breed gespreide portefeuille) en renteafdekking, het start en maximum gewicht van de solidariteitsreserve en de maximale uitkering in enig jaar uit de reserve.

tussen pensioenfondsen. Dit kan mogelijk druk geven op het vertrouwen in pensioenfondsen die achterblijven op anderen.

Figuur 7: Pensioenuitkering Willem Pensionado



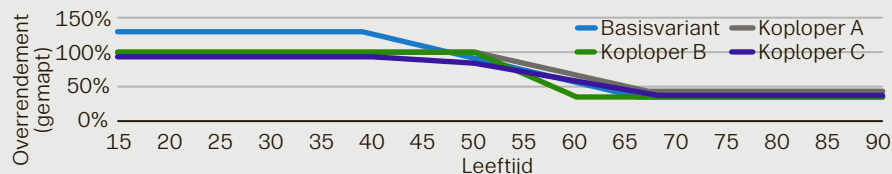
Figuur 8: Verwachte pensioenuitkering Karin de Jonge



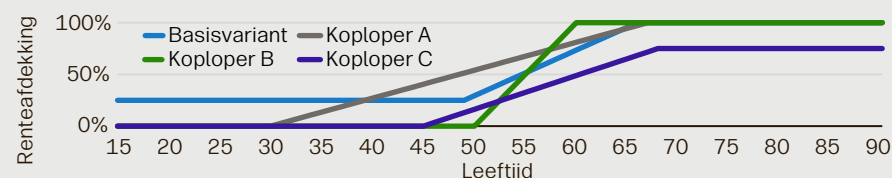
Kader 3: Beleid van de koplopers

Hieronder zijn de lifecycles getoond zoals we die hebben gehanteerd voor de koplopers. De grootste verschillen komen terug in de renteafdekking (zowel voor jongeren als ouderen) en de blootstelling naar overrendement voor jongeren.

Figuur 9: Toedeling overrendement (gemapt naar aandelen)



Figuur 10: Toedeling renteafdekking



Een ander belangrijk verschil is de initiële vulling van de solidariteitsreserve. Koplopers A en C hanteren een startgewicht van 5% (net als de basisvariant), terwijl koploper B kiest voor 7,5%. Als gevolg hiervan start de uitkering van deelnemers van Koploper B lager dan die van de andere twee koplopers.

Conclusie

Het eerste kwart van deze eeuw was een goede test voor de nieuwe pensioenregelingen. Met een begin op het hoogtepunt van de 'dot-com bubble' en daarna verschillende grote financiële crisissen zijn allerlei verschillende financiële situaties voorbij gekomen. Over deze periode kunnen we de volgende conclusies trekken.

De solidaire premiereregeling pakte beter uit dan de uitkeringsregeling onder het FTK. Door kleinere buffers aan te houden geldt voor de meeste deelnemers dat de solidaire premiereregeling een hogere uitkering had opgeleverd. De uitkering van gepensioneerden eindigt uiteindelijk zelfs 26% hoger dan onder het FTK. Ondanks de kleinere buffers hoefde er in geen enkel geval een verlaging te worden doorgevoerd. De solidariteitsreserve bleef over deze gehele periode voldoende gevuld. Een uitzondering op dit algemene beeld waren deelnemers die bij het invaren een middelbare leeftijd hadden. Deze deelnemers zouden enerzijds hard geraakt worden door de financiële crisissen zonder bescherming vanuit de solidariteitsreserve en missen daarnaast in de nieuwe regeling het voordeel van de doorsneesystematiek uit het FTK. Zonder compensatie voor de doorsneemethodiek (zoals aangenomen in deze analyse) zouden deze deelnemers slechter uitgekomen zijn in de nieuwe regeling. Deze groep blijft een belangrijk aandachtspunt zowel bij het invaren als eenmaal in het nieuwe stelsel.

Ook in de nieuwe regeling was er geen volledige inflatiebescherming.

Ondanks dat de solidaire premiereregeling in de meeste gevallen in absolute zin een hogere uitkering opleverde dan het FTK, was er ook hier geen sprake van volledig koopkrachtbehoud. Vooral in eerste helft van de analyse waren er geen verhogingen mogelijk en liep de koopkracht van de uitkering terug. In de tweede helft waren er wel verhogingen en werd ook de inflatie bijgehouden. Het verlies in koopkracht werd echter niet goed gemaakt. Er zijn twee belangrijke oorzaken waarom er geen sprake was van koopkrachtbescherming. Als eerste kwam dit door de invaardatum. Op het hoogtepunt van de 'dot-com bubble' was er een grote invaarbonus. Maar verliezen in de jaren daarna zorgen ervoor dat het lang duurt voordat de uitkering weer boven dit punt uitkomt. Wanneer een paar jaar later was ingevaren was de startuitkering lager geweest, maar had wel meer koopkrachtbescherming geboden kunnen worden (hoewel dit niet tot een in absolute zin hogere uitkering had geleid). Starten met een positief spreidingsvermogen had hetzelfde effect kunnen hebben (lager beginnen, maar wel eerder verhogen), maar is tot op heden niet toegestaan. Daarnaast geeft het gebrek aan koopkrachtbehoud aan dat er wellicht nog te weinig risico wordt genomen in de uitkeringsfase. Aangezien zelfs in deze turbulente periode de solidariteitsreserve niet leeg raakte kan wellicht de blootstelling naar overrendement in de uitkeringsfase nog omhoog, dit zorgt voor een hogere verwachte stijging van de uitkeringen, terwijl het risico op verlagingen beperkt lijkt (had zich niet voorgedaan in deze periode).

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

”

SPR pakte al met al beter uit dan de uitkeringsregeling onder het FTK.

Kader 4: Aannames solidaire premiereregeling (SPR)

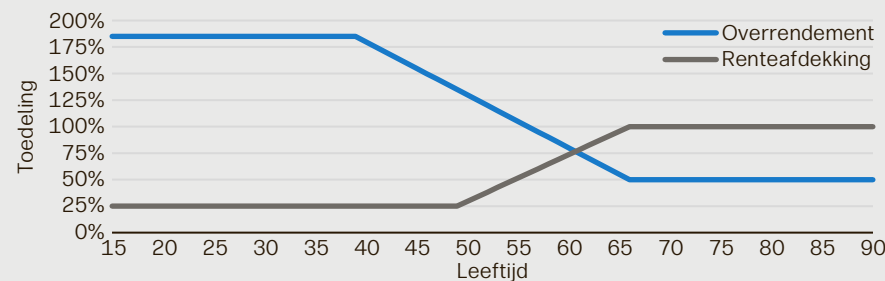
Voor de solidaire premiereregeling maken we gebruik van een ‘gemiddeld’ Nederlandse pensioenfondspopulatie. Dit is een pensioenfonds met een gemiddelde duratie van het verwacht pensioen van 20. Het beleggingsbeleid ziet er als volgt uit:

Tabel 2: Beleggingsmix overrendement en bescherming

Overrendement-scategorieën (85%)	Gewicht	Beschermings-categorieën (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 hypothecken	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 11: Toedelingsfactoren



Daarnaast passen we binnen de solidaire premiereregeling een solidariteitsreserve toe. De solidariteitsreserve wordt gevuld met 5% van het vermogen. De reserve wordt ingezet om dalingen in pensioenuitkeringen te voorkomen en om te compenseren voor macro langleven schokken. 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 5% van het positieve overrendement af te romen.

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 140%.

Disclaimer

Uitsluitend bedoeld voor professionele partijen. De inhoud van dit document mag niet worden verspreid onder of worden gebruikt door particuliere klanten.

Alle beleggingen bevatten risico's en kunnen waarde verliezen.

Dit document dient uitsluitend voor informatieve doeleinden in verband met de promotie van en reclame voor producten en diensten is geen beleggingsonderzoek, advies of aanbeveling. Eventuele meningen, schattingen of prognoses zijn de huidige opvattingen van de auteur(s) op het moment van publicatie en kunnen zonder kennisgeving worden gewijzigd. Het onderzoek dat in dit document is verwerkt, kan al dan niet zijn gebruikt voor of aansluiten bij alle beleggingsstrategieën van Aegon Investment Management B.V. Verwijzingen naar effecten, beleggingscategorieën en financiële markten zijn uitsluitend ter illustratie opgenomen en mogen niet worden gebruikt als hulp of informatie bij het nemen van beleggingsbeslissingen. Het is niet opgesteld in overeenstemming met wettelijke vereisten ter bevordering van de onafhankelijkheid van beleggingsonderzoek en kan door Aegon Investment Management B.V. en haar medewerkers voor eigen doeleinden zijn gebruikt.

In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Resultaten, met inbegrip van de betaling van inkomsten, zijn niet gegarandeerd.

Meningen en andersoortige subjectieve uitingen vertegenwoordigen onze kennis van de huidige en historische markten en worden gebruikt om de vermogensbeheermogelijkheden van Aegon Investment Management B.V. te promoten: het is geen beleggingsaanbeveling, onderzoek of advies. De gebruikte bronnen worden door Aegon Investment Management B.V. op het moment van schrijven betrouwbaar geacht. Merk op dat deze promotie niet is opgesteld in overeenstemming met wettelijke vereisten ter bevordering van de onafhankelijkheid van beleggingsonderzoeken niet onderworpen is aan een handelsverbod door Aegon Investment Management B.V. of haar medewerkers voorafgaand aan de publicatie.

Alle gegevens zijn afkomstig van Aegon Asset Management (een handelsnaam van Aegon Investment Management B.V.), tenzij het anders vermeld staat. Het document is accuraat op het moment van schrijven, maar kan achteraf zonder kennisgeving worden gewijzigd.

Aegon Investment Management B.V. (KVK-nummer 27075825) staat bij de Autoriteit Financiële Markten geregistreerd als een vergunninghoudende fondsbeheerder. Op basis van haar fondsbeheervergunning is Aegon Investment Management B.V. ook bevoegd tot het verlenen van discretionair vermogensbeheer, beleggingsadvies en het ontvangen en doorgeven van orders.

AdTrax: 7542857.1.

Expiry Date: 01/17/2026