



Network for Studies on Pensions, Aging and Retirement

Aandachtspunten nu Wtp een feit is

Theo Nijman

Juni 2023

Opzet presentatie

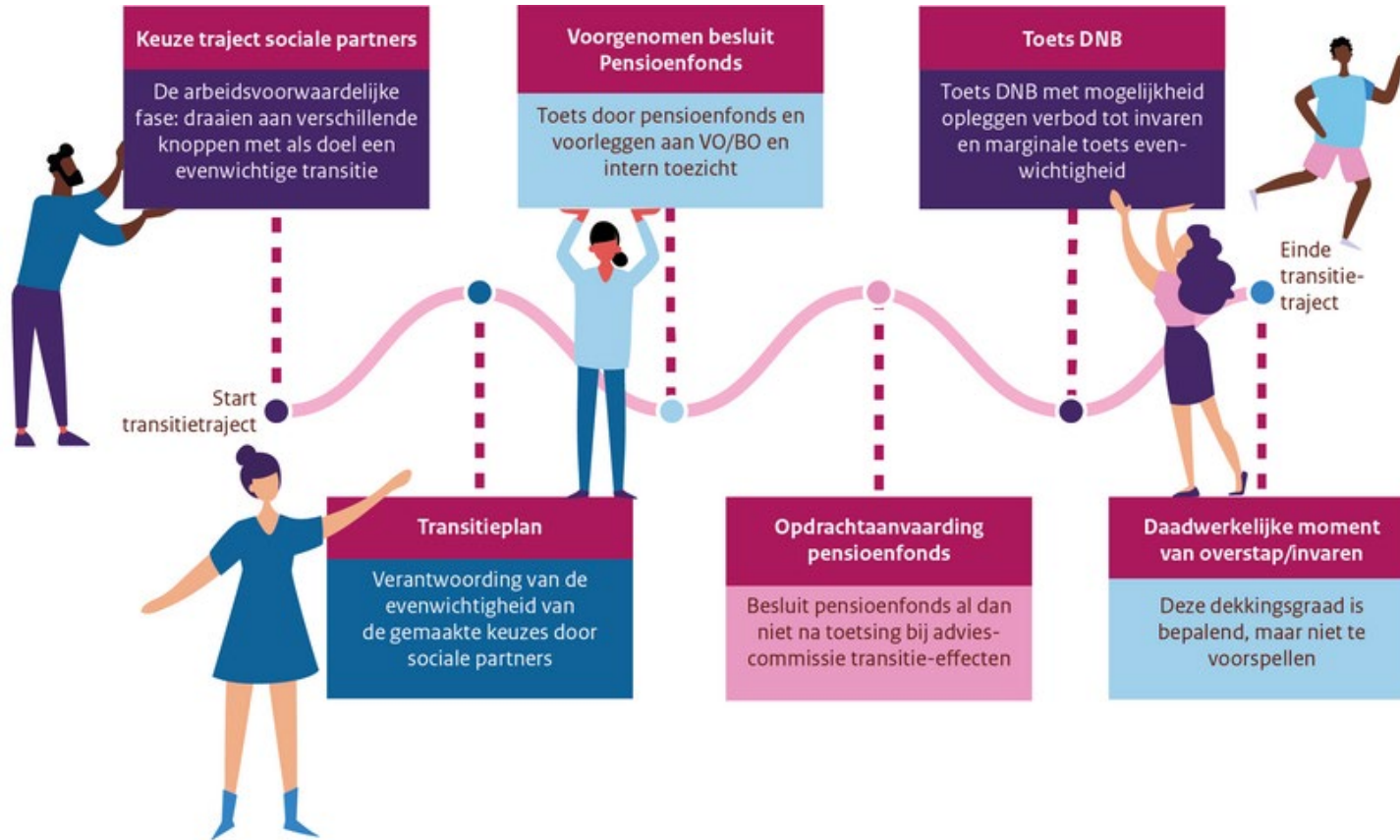
- Belangrijke stap is gezet, maar werk aan de winkel.
- Deels is al nadere wetgeving aangekondigd (NP), los daarvan komt er vast nog een “veegwet”.
- Minstens zo belangrijk is wat de relevante afwegingen zijn bij de keuzes die sociale partners, besturen en deelnemers moeten gaan maken.
- Voor vandaag: drie onderwerpen die nog aandacht behoeven
 - Stochastiek en invaardeckingsgraden
 - Inflatiebescherming / -risicodeling
 - Nabestaandenpensioen



Network for Studies on Pensions, Aging and Retirement

Onzekerheid tot invaren

Invaarroute



Overbruggingsplan

- Het pensioenfonds onderbouwt hoe de invaardeckingsgraad is vastgesteld en beschrijft de voorziene ontwikkeling van de technische voorziening en de waarden gebaseerd op een **deterministische analyse** op basis van een dekkingsgraadsjabloon. Daarbij benoemt het pensioenfonds de concrete (genomen) maatregelen **waardoor het eigen vermogen binnen de looptijd van het overbruggingsplan op de invaardeckingsgraad komt.**
- Onzekerheid in de werkelijk te bereiken dekkingsgraad zal groot zijn.
- Mogelijkheden om nog bij te sturen als een beoogde invaardeckingsgraad niet lijkt te worden gehaald worden snel kleiner als de transitie dichterbij komt.
- Theoretische optie om op weg naar transitiemoment risico terug te nemen maar dat lijkt erg onwenselijk voor het langere termijn perspectief van de deelnemers.

Overbruggingsplan

- Als de beoogde richtdekkingsgraad niet gehaald wordt kan gekort worden maar over de steeds kortere horizon tot invaardatum. Waarom die focus op een vaste invaardekkingsgraad? Suggestie van discontinuïteit bij transitie
- Analooq: Niet invaren bij dekkingsgraad lager dan 90%...
 - Als men dan toch wil invaren resteert alleen korten zonder spreiden?
- Nader uitwerking van effecten van stochastiek rond invaardatum lijkt zinvol...



Network for Studies on Pensions, Aging and Retirement

Inflatiebescherming en -risicodeling

Koopkrachtbescherming



31 mei 2023

Ook na instemming Eerste Kamer is de Pensioenwet nog niet af!

Het is daarom noodzakelijk nader onderzoek te verrichten naar het borgen van de koopkracht van de pensioenen. Die is onvoldoende geregeld, vinden ook veel deskundigen. Zo heeft (inmiddels emeritus) pensioenhoogleraar Theo Nijman, één van de bedenkers van de nieuwe wet, nog eens onderstreept dat de wet nog zou moeten worden aangepast om de koopkracht te verbeteren. Ook tijdens de deskundigenoverleggen in de Eerste Kamer is deze kritiek door een aantal deskundigen geuit.

Toekomstbestendige indexatie?

- Najaar 2022 hebben veel fondsen weer (fors) geïndexeerd, b.v. ABP 12%.
- Ruimte geboden door transitie FTK waarin slechts actuele dekkingsgraad bepalend is voor maximale indexatie.
- Regulier FTK is fundamenteel anders vanwege het principe van Toekomstbestendige Indexatie (TBI): indexatie slechts toegestaan als deze ook in komende jaren is vol te houden.
 - Verwachte toekomstige inflatie leidt dus tot minder indexatie nu.
- Transitie FTK sorteert voor op een nominale invulling van het nieuwe contract.
- Omgaan met inflatierisico bij inrichting nieuwe contract heeft nog te weinig aandacht gehad.

Instrumenten t.b.v. beheersen inflatierisico

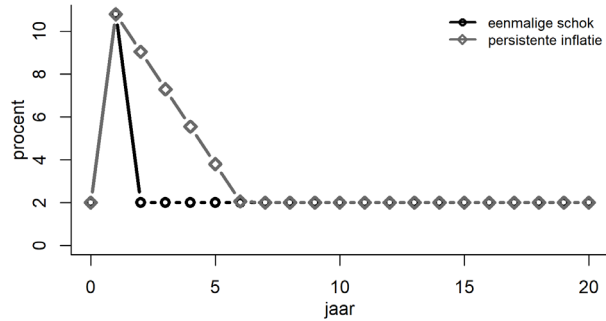
- Schotman, Kortleve, Van Gastel en Nijman (2023) analyseren aantal instrumenten:
 1. Reële projectierendementen
 2. Reële beschermingsrendementen
 3. Beleggingsbeleid
 4. Inflatiegerelateerd overrendement
 5. Solidariteitsreserve

Reële projectierendementen

- Figuren op volgende slide onen reële consumptie na twee typen inflatieschok.
- Lijn met “Reëel afdekken”:
 - Belegd in passende ILBs en tijdsvoorkeur zodat consumptiepatroon vlak.
- Overige curves: beschermingsrendement nominaal; nominale renterisico afgedekt; hier geen exposure zakelijke waarden of ander risico.
- Nominale sturing en pseudo reële projectierendementen (= nominaal met afslag verwachte lange termijn inflatie = reële sturing) leiden tot overcompensatie van inflatie.
 - Bij eenmalige inflatieschok.
 - En vooral bij persistente inflatie (= gestegen inflatieverwachtingen).
- Reële projectierendement kan gekozen worden door fonds/deelnemer binnen Wtp. Reële curve ook gepubliceerd door DNB.
- Tegenargument b.v. nominal bias en gewoontevorming.

Doorwerking projectierendementen

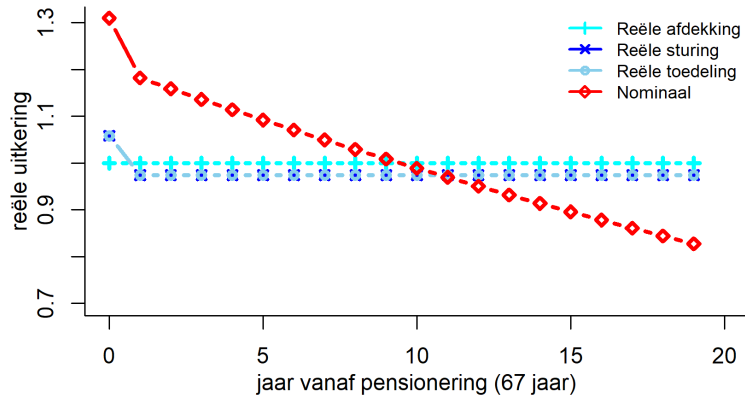
inflatie scenario's



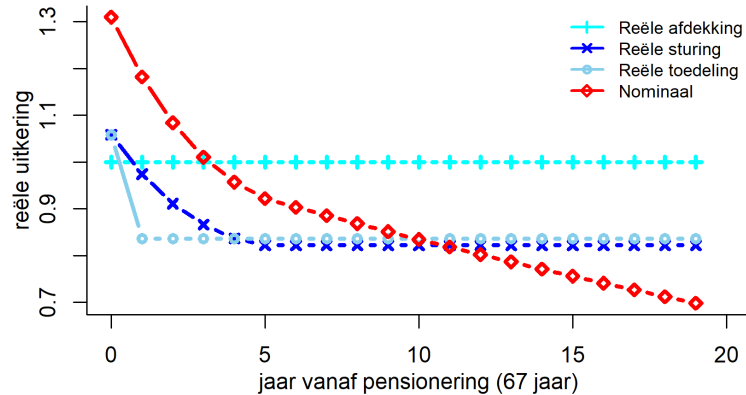
	Projectierendement	Beschermingsrendement	Beleggingsbeleid
Nominaal	Nominale rentecurve	Nominale rentecurve	Nominale leningen
Reëel afdekken	Reële rentecurve	Reële rentecurve	Indexleningen
Reëel toedelen	Nominale rentecurve minus inflatie- verwachtingen per jaar	Nominale rentecurve	Nominale leningen
Reëel sturen	Nominale rentecurve minus afslag voor lange termijn verwachte inflatie	Nominale rentecurve	Nominale leningen

Tabel 1. Invulling van beleggingsbeleid, beschermingsrendement en projectierendement in een model zonder overrendement

eenmalige schok



persistente inflatie



Nominaal denken leidt tot overcompensatie, zeker bij persistente inflatie.

Beleggingsbeleid

- Geen activa die NL inflatierisico goed via markt afdekken.
 - Illiquide markt ILB op NL inflatie.
 - Basisrisico t.o.v. EU inflatie.
- Commodities en specifieke aandelen bieden wellicht enig soulaas (wel weinig exposure mogelijk voor gepensioneerden).
- Inflatierisico kan ook worden teruggedrongen door compromis te kiezen tussen afdekken nominaal renterisico en inflatierisico (verlagen van de duration van de nominale hedge, zie VBilsen – Boelaars – Bovenberg, Review of Finance 2020).
- Gewenste aanpassing wel parameter gevoelig..

Reële beschermingsrendementen

- Reële beschermingsrendement, reële projectierendement en geen exposure naar overrendementen biedt volledige risicoafdekking.
- Twee issues:
 - Als beschermingsrendement niet voldoende belegbaar kan contract tot grote risico's leiden voor hen die risico overnemen, zelfs als menselijk kapitaal reëel.
 - Reëel beschermingsrendement voor NL inflatie niet volledige objectief waarneembaar in verband met illiquide markt ILB op NL inflatie.
 - Debat “rekkelijken versus preciezen”, rekkelijken stellen voor inflatierisico premie te baseren op die voor ILBs op EU inflatie.
 - Merk dat er t.b.v. invaren wel een Q set is en DNB ook al reële curve publiceert.
- Doordat beschermingsrendement bij “indirecte methode” in Wtp altijd nominaal, **focus op aanpassingen in nominale uitkeringen.**

Directe methode

- Wtp maakt ook een directe methode mogelijk waar werkelijk rendement op verhandelde activa als bescherming wordt toegekend.
 - De relevante portefeuille is leeftijdsafhankelijk.
 - Exposure gewenst naar actuele inflatie maar ook naar verandering in inflatieverwachtingen. Veelal niet beschikbaar?
 - **Ongelijke aanpassingen in uitkering voor alle leeftijden tenzij weer wordt herverdeeld** om dat alsnog te bereiken (maar doel Wtp was herverdeling in te perken).
 - Communicatief wellicht complex.

Vraag blijft welke activa hier haalbaar zijn:

- ILB / swap op NL inflatie voor kleinere partijen?
- Basisrisico t.o.v. EU inflatie accepteren voor grote fondsen?

Ook inflatie-gerelateerd overrendement toedelen

- Als alternatief voor directe beschermingsportefeuilles kan je ook een speculatief overrendement en daarnaast een inflatie-gerelateerd overrendement toedelen.
- Inflatie-gerelateerd overrendement = rendement op portefeuille inflatiegevoelige activa minus (nominale) beschermingsrendement.
- Exposure naar standaard overrendement dalend (“niet stijgend”) met de leeftijd (life cycle beleggen). [= gewogen naar risico draagkracht]
- Exposure naar inflatie-gerelateerd overrendement gelijk voor allen [ongewogen], “Inflatie raakt iedereen gelijk”.

Ook inflatie-gerelateerd overrendement toedelen

- Exposure naar inflatie-gerelateerd overrendement gelijk voor allen [ongewogen], “Inflatie raakt iedereen gelijk”.
 - Impliciete aanname dan dat inflatieverwachtingen niet veranderen [TBI !].
- Aanpak leidt tot gelijke veranderingen in koopkracht zonder herverdeling.
 - **Gelijke verandering in toekomstige koopkracht** alleen als inflatieverwachtingen niet veranderen (werken met reëel beschermingsrendement adresseert dit).
 - Collectieve portefeuille, meer ruimte voor illiquide activa zoals infrastructuur

Inzet solidariteitsreserve

- Wtp debat noemt inzet solidariteitsreserve als optie om onverwachte inflatie op te vangen.
 - Daarnaast rol van solidariteitsreserve o.a. bij
 - Intergenerationele risicodeling (o.a. rechtvaardiging grote verplichtstelling);
 - Reduceren kans kortingen (Bakker en de Groot (2022)).
- Grote solidariteitsreserve vereist in geval persistente inflatieschok.
 - Looptijd maal inflatie verandering; b.v. $30 * 1\%$.
- Alternatief is alleen beschermen eerst volgende uitkering tegen daling koopkracht
 - Als bij bescherming tegen nominaal korten volstaat kleinere omvang van de solidariteitsreserve;
 - Als solidariteitsreserve te klein wordt is er plotseling wel een groter verlies aan koopkracht.

Tentatieve conclusies t.a.v. beheersen inflatierisico

- Een reëel pensioen van een bepaalde hoogte is aanzienlijk duurder dan een nominaal pensioen van die (aanvangs)hoogte. B.v. bij verwacht jaarlijkse inflatie van 2% is de eerste uitkering 20% lager.
- Volledige afdekking van inflatierisico alleen voor kleine fondsen.
- Eenmalige inflatieschokken kunnen worden opgevangen door de solidariteitsreserve. Voor persistente schokken is deze te klein.
- Toedelen van inflatie-gerelateerd overrendement leidt tot gelijke aanpassingen alle leeftijden, zonder herverdeling.
- Herverdeling in (toch) toestaan van reële beschermingsrendementen lijkt kleiner dan bij afdwingen gelijke aanpassingen per leeftijd na inzet directe methode.
- Effecten van verandering in verwachte inflatie (vergelijk TBI) kunnen alleen via reële beschermingsrendementen worden meegenomen. Als herverdelingseffecten terzijde is welvaartswinst risicodeling hier optimaal.



Network for Studies on Pensions, Aging and Retirement

Nabestaandenpensioen

NP in grote lijnen

- Wtp impliceert ook grote veranderingen in het NP
- In geval van overlijden na de AOW datum:
 - Weinig verandering: NP uitkering op opbouwbasis, zeg tot 70% van 70% van gemiddeld inkomen minus franchise.
- In geval overlijden voor AOW datum
 - Verzekering op risicobasis, dus alleen voor dan werknemer.
 - Uitkering percentage actuele inkomen.
- Wtp brengt eenheid in wirwar van regelingen.
- Hogere uitkering voor lage inkomens (want percentage van inkomen en niet langer van inkomen minus franchise).
- Hogere uitkering als nog sinds kort werknemer.
- MAAR

NP issue 1

1. Overlijden als niet werknemer: geen uitkering.
 - Tenzij **deelnemer kiest** voor voortzetting verzekering.
 - Actuele discussie over restitutie: als ooit werknemer geweest is vrijvallend opgebouwd NP vermogen wel beschikbaar voor uitkering (afweging: enige verzekering tegen minder transparantie want geen volledige verzekering).
 - Rapport hierover te publiceren 1 juni 2023 (??)
 - Wetgeving in consultatie zomer 2023.

NP issue 2

2. NP regels kunnen gemakkelijk leiden tot groot verschil in NP uitkering bij overlijden vlak voor of vlak na de AOW datum (want percentage inkomen versus afhankelijk van opbouw).
 - Remedie hier dat **sociale partners/fondsen kiezen** voor TIJDELIJK OVERBRUGGINGS NP tot AOW datum en aansluitend levenslang NP ter hoogte opgebouwde NP uitkering.
 - Sluit aan bij politieke wens wegvallend arbeidsinkomen te verzekeren.
 - Deze invulling voorkomt discontinuïteit in afhankelijkheid sterftedatum.
 - De kostendekkende premie ligt lager.
 - Binnenkort: Muns, Nijman, Werker (2023), als uitwerking en actualisering MNW2022. O.a. effecten van restitutie mogelijkheden en niet altijd werknemer op kostendekkende premie



Network for Studies on Pensions, Aging and Retirement

Samenvattend

Samenvatting

- Drie onderwerpen aan orde gesteld
 - a) Stochastiek en invaardekkingsgraden
 - b) Inflatiebescherming/-risicodeling
 - c) Nabestaandenpensioen

Voor c) is uitwerking wetgeving aangekondigd. Bepalend ook welke keuze deelnemers en sociale partners maken binnen wetgeving.

Bij b) pleidooi om reële beschermingsrendementen alsnog mogelijk te maken om betere instrumenten te bieden (wellicht inschatting te maken van welvaartsverlies vanwege “preciezen”),

a) Is meest open maar wellicht ook meest actuele vraag.



Network for Studies on Pensions, Aging and Retirement

Netspar, Network for Studies on Pensions, Aging and Retirement is a 'think tank' and knowledge network. Netspar is dedicated to promoting a wider understanding of the economic and social implications of pensions, aging and retirement. Expertise from scientific research is used to transfer knowledge through publications, events and education. With that Netspar actively contributes to the social dialogue between policy makers, scientist and the pension and insurance practitioners.