

Koopkracht- behoud: wenselijk en mogelijk?

Er is de laatste tijd opnieuw veel aandacht voor koopkrachtbehoud onder het nieuwe pensioenstelsel. Maar is koopkrachtbehoud wel mogelijk? En willen deelnemers dit wel?

Door Gosse Alserda

De doelstelling van een pensioenregeling is om deelnemers een koopkrachtig pensioeninkomen te bieden. Daarbij is het belangrijk om onderscheid te maken tussen koopkrachtbehoud op de lange termijn en koopkrachtsturing op de korte termijn.

Koopkrachtbehoud op de lange termijn

Over de lange termijn zien we dat de inflatie gemiddeld ongeveer 2% per jaar is. Dat betekent dat pensioenuitkeringen ten minste 2% per jaar moeten stijgen om op de lange termijn dezelfde koopkracht te behouden. Een verwachte stijging van de pensioenuitkering kan op verschillende manieren worden ingericht.

De meeste pensioenfondsen kiezen ervoor om gepensioneerden exposure te geven naar overrendement. De risicopremies die hierbij horen, zorgen ervoor dat de uitkering gemiddeld genomen stijgt, hoewel er natuurlijk ook scenario's zijn waarbij die juist negatief bijdragen. Een backtest over de periode 2000-2024 – zoals weergegeven in Figuur 1 – laat zien dat koopkrachtbehoud op de lange termijn mogelijk is. Ook met het oog op de toekomst lijkt het mogelijk voldoende exposure naar overrendement te bieden om inflatie te kunnen goedmaken.

Een alternatieve aanpak kan zijn om te starten met een lagere uitkering en die vervolgens in de loop van de tijd te laten stijgen. Technisch gezien betekent dit dat er een afslag op het projectierendement wordt genomen. Over het algemeen heeft deze optie niet de voorkeur van deelnemers, die liever een hogere uitkering hebben als ze net met pensioen zijn.

Het is overigens de vraag of koopkrachtbehoud op de lange termijn noodzakelijk is. Uit recent onderzoek van Netspar¹ komt naar voren dat de uitgaven gemiddeld genomen afnemen naarmate gepensioneerden ouder

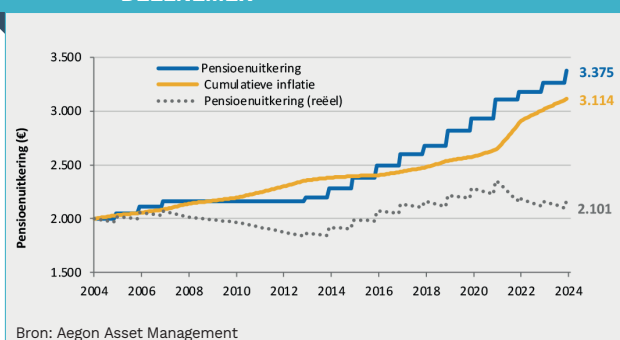
worden. Op latere leeftijd neemt de fitheid af en als gevolg hiervan ook het uitgavenpatroon. Enige mate van koopkrachtverlies op de langere termijn lijkt zodoende eigenlijk wel goed aan te sluiten bij het uitgavenpatroon van de gemiddelde deelnemer, hoewel dit uiteraard niet hoeft te gelden voor individuele deelnemers.

Koopkrachtsturing op de korte termijn

Hoewel koopkrachtbehoud op de lange termijn dus mogelijk lijkt, is koopkrachtsturing op de korte termijn een grotere uitdaging onder de nieuwe pensioenregelingen. Hoewel het achterblijven van indexaties een van de redenen was voor de pensioentransitie, zijn de nieuwe pensioenregelingen toch vooral nominaal ingericht. Met name de solidaire premieregeling met een theoretisch beschermingsrendement – waar de meeste pensioenfondsen voor kiezen – biedt weinig mogelijkheden om gepensioneerden inflatiebescherming op korte termijn te bieden. Het beschermingsrendement is hier altijd gebaseerd op de nominale rente, waardoor inflatiebescherming vanuit het overrendement moet komen. Het overrendement gaat echter voornamelijk

‘Koopkrachtsturing is niet gratis. Inflatiegerelateerde beleggingen kennen vaak een lager verwacht rendement door het ontbreken van de inflatierisicopremie.’

FIGUUR 1: PENSIOENUITKERING GEPENSIONEERDE DEELNEMER



‘Uitgaven nemen doorgaans af naarmate gepensioneerden ouder worden, waardoor een daling van de koopkracht niet direct erg hoeft te zijn.’

naar jongeren en maar beperkt naar ouderen, terwijl juist ouderen behoefte kunnen hebben aan koopkrachtsturing.

Pensioenfondsen die koopkrachtsturing belangrijk vinden, kunnen kiezen voor het werkelijke beschermingsrendement. Wanneer wordt belegd in inflatiegerelateerde obligaties of inflatieswaps, komt de inflatiebescherming terecht bij ouderen. Naast het feit dat deze inflatiebescherming niet perfect is (want het betreft onder andere bescherming op basis van de Europese inflatie in plaats van de Nederlandse) komen hiermee ook andere risico's bij ouderen terecht. Zo ontstaat er een grotere mismatch bij ouderen en zien we bovendien dat de portefeuille in het geval van het werkelijke beschermingsrendement vaak wat minder efficiënt is, door onder andere het opdelen van de portefeuille in verschillende potjes. Hierdoor moet meer risico genomen worden voor hetzelfde verwachte rendement. Hoewel het inflatierisico dus afneemt, komen er andere risico's voor terug, waardoor het totale risico niet per se hoeft af te nemen.

Een andere optie is koopkrachtsturing via de solidariteitsreserve. Deze kan dan echter alleen ingezet worden voor onverwachte inflatie (dus schokken ten opzichte van de verwachte

inflatie). Om goede bescherming te kunnen bieden, moet de solidariteitsreserve wel voldoende omvang hebben, oftewel de reserve moet groter zijn als deze wordt ingezet voor koopkrachtsturing dan wanneer die daar niet voor wordt aangewend. Een grotere reserve betekent simpelweg een lagere (start) uitkering, waarbij het weer de vraag is of dit in lijn is met de voorkeuren van deelnemers.

Ook bij koopkrachtsturing kunnen we ons afvragen in hoeverre dit noodzakelijk is voor een gemiddelde deelnemer. Het totale pensioeninkomen bestaat voor de meeste deelnemers uit zowel de AOW als het aanvullende pensioen. Voor een gemiddelde deelnemer beslaat de AOW circa 40% van het totale inkomen. De AOW wordt normaal gesproken jaarlijks verhoogd met de inflatie en biedt dus koopkrachtsturing in het pensioeninkomen. Dit is vooral relevant voor lagere inkomens, voor wie de AOW een groter gedeelte van het pensioen uitmaakt. Juist deze groep is volgens het Nibud gevoelig voor inflatierisico's. Voor deelnemers met hogere inkomens is de inflatiebescherming vanuit de AOW relatief kleiner, maar deze groep is minder gevoelig voor inflatierisico's. Zij kunnen hun consumptiepatroon makkelijker aanpassen of spaargeld aanwenden om de koop-

krachtdaling op te vangen. Koopkrachtsturing is bovendien niet gratis. Inflatiegerelateerde beleggingen kennen vaak een lager verwacht rendement door het ontbreken van de inflatierisicopremie. Bovendien kan vermogen dat hiervoor wordt ingezet, niet worden gebruikt om bijvoorbeeld het overrendement beter te spreiden.

Conclusie

Op de lange termijn kunnen de nieuwe pensioenregelingen naar verwachting een koopkrachtig pensioen bieden. Een backtest laat zien dat dit over de afgelopen 25 jaar het geval had kunnen zijn en ook in de toekomst lijkt voldoende exposure naar overrendement mogelijk om zo de verwachte inflatie goed te kunnen maken. Op de korte termijn is koopkrachtsturing echter een stuk ingewikkelder. Er zijn opties om enige mate van sturing in te regelen, maar dit gaat vaak gepaard met een grotere exposure naar andere risico's. Hierdoor neemt het totale risico in veel gevallen niet af, terwijl het juist om het totale risico zou moeten gaan. Het is ook de vraag in hoeverre koopkrachtbescherming op de korte en lange termijn noodzakelijk zijn. Uitgaven nemen doorgaans af naarmate gepensioneerden ouder worden, waardoor een daling van de koopkracht niet direct erg hoeft te zijn. Op de korte termijn biedt de AOW al voor veel deelnemers directe koopkrachtsturing. Dit is met name het geval voor deelnemers met lagere inkomens, die het meest gevoelig zijn voor inflatierisico's. ■



Gosse Alserda

Senior Investment Strategist,
Aegon Asset Management

IN HET KORT

Het nieuwe pensioenstelsel kan op de lange termijn koopkrachtbehoud bieden via exposure naar overrendement, al is dit niet voor alle deelnemers noodzakelijk omdat uitgaven met de leeftijd dalen.

Koopkrachtsturing op korte termijn is lastig: het nominale beschermingsrendement biedt weinig directe inflatiebescherming voor ouderen.

Alternatieven voor koopkrachtsturing, bijvoorbeeld via het werkelijk beschermingsrendement of de solidariteitsreserve, brengen extra risico's of lagere uitkeringen met zich mee.

De vraag is of koopkrachtsturing nodig is. De AOW biedt voor lagere inkomens al gedeeltelijke bescherming tegen inflatie.

¹ Recent gepresenteerd onderzoek van Jim Been, Eduard Sauri-Andrue en Marike Knoef over 'Households' spending over the life-cycle.