

Inflatiebestendige pensioenen: fata morgana of realistisch doel?

Vrijwel alle pensioenfondsen met een toegezegde pensioenregeling (DB-regeling) streven naar een waardevast of zelfs welvaartvast pensioen. Dat die ambitie al ruim een decennium verre van haalbaar is gebleken hoeven we hier niet uit te leggen. De afgelopen jaren waren zowel de prijs- als de looninflatie relatief laag en dat heeft de gevolgen van het missen van de toeslagambitie ook beperkt. Dit naast het feit dat de AOW wel ieder jaar aan de prijzen wordt aangepast¹. De pensioenpijn wordt echter erger als een trend naar stijgende inflatie wordt ingezet en des te meer naarmate het aanvullend pensioen hoger is dan de AOW. Het risico hierop lijkt niet uitgesloten. Wordt het tijd om te focussen op de lange termijn en een transitie naar een volledig of gedeeltelijk inflatiebestendige pensioentoezegging voor te bereiden?

INFLATIEONTWIKKELING

Onderstaande tabel laat zien dat de prijsinflatie² gedurende de periode 2008-2018, laag was. Gemiddeld bedroeg de stijging van de CPI-index 1,6% over de weergegeven periode.

Perioden	Jaarmutatie CPI
2008	2,5%
2009	1,2%
2010	1,3%
2011	2,3%
2012	2,5%
2013	2,5%
2014	1,0%
2015	0,6%
2016	0,3%
2017	1,4%
2018	1,7%
2019*	2,6%

Tabel 1: ontwikkeling inflatie

Tegelijk blijkt uit de grafiek op de volgende pagina dat de vorige eeuw decennialang veel hogere inflatieniveaus kende³.

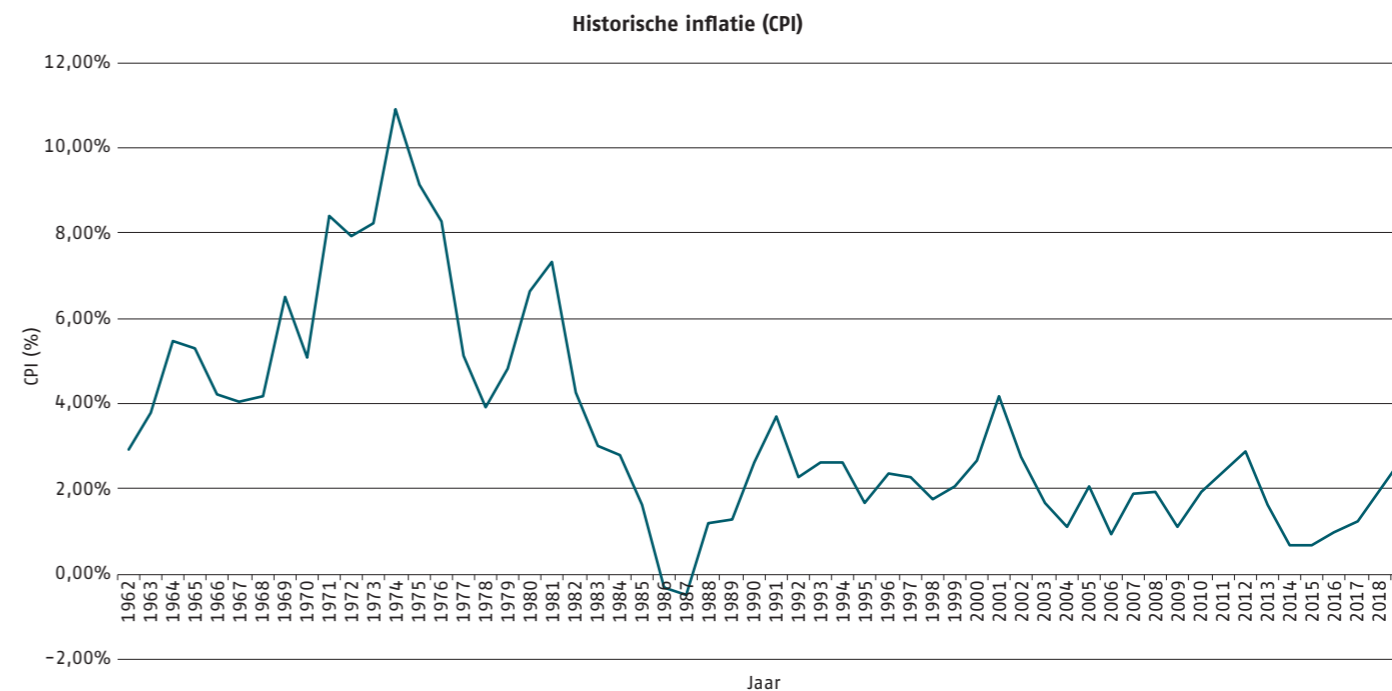
Recente ontwikkelingen rond de cao-loonstijging en de laatste ramingen van CBS indiceren een stijgende inflatie. Het is onduidelijk of dit het begin van een trend is. Het CPB⁴ voorspelt in zijn middellangetermijnplan een inflatie van 1,5%. Dergelijke projecties zijn onzeker en hogere inflatieniveaus kunnen we daarom zeker niet uitsluiten. En dat is een serieuze bedreiging voor onze aanvullende pensioenen, die vrijwel altijd nominaal zijn gedefinieerd. Dit geldt overigens niet alleen voor DB-regelingen. Ook in DC-regelingen wordt in de jaren voorafgaand aan de pensioendatum een transitie van de beleggingsmix naar die van een direct ingaand nominaal pensioen doorgevoerd. Ook daarbij is meestal geen bescherming tegen inflatie op het moment dat pensioen moet worden ingekocht, tenzij daarvoor expliciet wordt betaald of er (indien van toepassing) gekozen wordt voor doorbeleggen (Variabele Uitkering op grond van Wet Verbeterde Premiereregeling).

Bij DB-pensioenregelingen is de asset mix afgestemd op het optimaal⁵ zekeren van nominale uitkeringen. Daarnaast wordt gestreefd naar een rendement dat de oprenting van de voorziening overtreft. Het optimaliseren van de mate van ontwaarding van de pensioenen wordt zelden expliciet toegepast.

Drs. S. Houben AAG, FIA, CFA, FRM (links) is Senior Manager bij EY Actuarissen in Nederland.

Dr. R. Ketellapper is directeur bij Levensverzekering Maatschappij De Onderlinge Van 1719 UA.

De auteurs zijn Jos Berkemeijer AAG erkentelijk voor vele waardevolle suggesties en tekstuele verbeteringen op een eerdere versie van dit artikel.



Grafiek – historische CPI-inflatie Nederland (jaarbasis) – volledige looptijd

EFFECT VAN INFLATIE OP REËEL PENSIEN

Onderstaande tabel geeft aan in welke mate het nominale pensioen aan waarde verliest, afhankelijk van de verstreken duur van de pensioenuitkering en het inflatiepercentage⁶.

Mate van waardevermindering door inflatie afhankelijk van duur en inflatie	2%	3%	4%
5	9,4%	13,7%	17,8%
10	18,0%	25,6%	32,4%
15	25,7%	35,8%	44,5%

Tabel 2: Waardevermindering pensioen

Uit de tabel kan geconcludeerd worden dat de waardevermindering bij inflatieniveaus boven het streefniveau van DNB van 2% niveau na 5 jaar al substantieel wordt. Deze observatie wint aan belang als we bedenken dat veel gepensioneerden kiezen voor een zogenoemd hoog/laag pensioen⁷. De koopkracht van deze gepensioneerden wordt na afloop van de uitkeringenreeks van het hoge pensioen aangetast door zowel het effect van de lagere uitkering als de gemiste inflatie.

DEKKINGSGRADEN AANTAL GROTE PENSIENFONDSEN

Tabel 3 geeft de historische ontwikkeling van dekkingsgraden van een aantal⁸ grote pensioenfondsen⁹.

Nominale (actuele) dekkingsgraad van aantal grote pensioenfondsen	2018	2017	2016	2015
ABP	97,1%	104,4%	96,7%	97,2%
Zorg en Welzijn	97,5%	101,1%	95,1%	102,2%
PMT	99,4%	102,2%	97,2%	97,5%
PME	97,7%	101,6%	96,2%	96,1%
Detailhandel	135,9%	139,0%	134,6%	133,2%
RABO	112,0%	118,4%	111,4%	112,2%
ABN AMRO	127,0%	130,0%	127,0%	121,0%
Bouw	113,9%	118,1%	110,5%	108,7%

Tabel 3: ontwikkeling nominale dekkingsgraad¹⁰

De volgende tabel geeft van dezelfde fondsen de reële dekkingsgraden.

Reële dekkingsgraad van aantal grote pensioenfondsen	2018	2017	2016	2015
ABP	84,9%	82,8%	75,5%	80,6%
Zorg en Welzijn	82,3%	79,7%	73,4%	78,0%
PMT	82,9%	81,4%	75,6%	79,5%
PME	82,6%	81,2%	75,2%	79,3%
Detailhandel	89,6%	88,2%	88,2%	85,1%
Rabobank	95,8%	94,1%	87,3%	90,8%
ABN AMRO	102,9%	104,0%	99,0%	100,0%
Bouw	96,3%	93,1%	86,4%	90,0%

Tabel 4: ontwikkeling reële dekkingsgraad

We zien dat alle pensioenfondsen met uitzondering van ABN-AMRO een reële dekkingsgraad hebben die lager is dan 100%. Twee pensioenfondsen hadden in 2018 echter een reële dekkingsgraad die minder dan 5% afwijken van 100%. Een transitie naar een partieel inflatiebestendig pensioen lijkt op het eerste gezicht dan haalbaar.

Ook zien we dat de reële dekkingsgraden over deze periode sneller stijgen dan de nominale dekkingsgraden. Dit heeft vermoedelijk te maken met een dalende inflatieverwachting in de markt en vormt daarmee ook een interessant moment om te overwegen over te stappen op een reëel contract.

Van het totale aantal van 228 fondsen waarover DNB¹¹ rapporteert, zijn er 43 (18,9%) met een reële dekkingsgraad die hoger is dan 100%. Dit betreft 2,2 miljoen deelnemers van in totaal 19,2 miljoen deelnemers ofwel 11,5%. Hieruit blijkt dat vooral bedrijfstakpensioenfondsen (waaronder de twee grootste) kampen met lage reële dekkingsgraden.

Bijgaand een overzicht van gemiste toeslagverlening over de afgelopen 5 jaar.

	Ambitie (gemiddeld)	Verleende toeslag (gemiddeld)
ABP	1,6%	0,0%
Zorg en Welzijn	1,2%	0,0%
PMT	niet bekend	niet bekend
PME	niet bekend	niet bekend
Detailhandel	0,8%	0,1%
RABO	1,0%	0,5%
ABN AMRO	1,2%	1,2%
Bouw	1,0%	0,4%

Tabel 5: overzicht gemiste toeslagverlening afgelopen 5 jaar

De gemiste toeslag ligt (nog) gemiddeld ruim onder de streefinflatie van 2% en de achterstand zal bij stijgende inflatie versneld oplopen indien toeslagverlening ook de komende jaren achterwege blijft.

WAT KOST DE OVERGANG NAAR EEN WAARDEVAST PENSIEN?

Met behulp van deze dekkingsgraden kunnen we de verplichting van de nominale pensioenen 'omrekenen' naar reële pensioenen. Eenvoudig kan worden aangetoond dat de toe te passen correctiefactor (K) op de pensioenuitkeringen (en op de nominale pensioenvoorziening VPVn) om een reële dekkingsgraad te bereiken die even groot is als nominale dekkingsgraad voor correctie bedraagt:

$$K = (1 - DGr/DGn).$$

Hierbij zijn DGr en DGn de reële, respectievelijk de nominale dekkingsgraad.

Hieruit volgt:

$$VPVr = VPVn \times (DGn / DGr)$$

De break even termijn (n) van deze korting kan nu als volgt bij benadering worden berekend:

$$(1-K) * (1 + i)^n = 1, \text{ waarbij } i \text{ de jaarlijkse indexatie van de pensioenen betreft.}$$

Ofwel

$$n = - \ln(1-K) / \ln(1+i).$$

Onderstaande tabel geeft de kortingen weer om een reële dekkingsgraad te krijgen die gelijk is aan de huidige nominale dekkingsgraad. In de tweede kolom geven we de korting om op een reële dekkingsgraad van 100% te komen¹². In de derde kolom geven we snelst haalbare optie: met deze korting bereikt het fonds een reële dekkingsgraad die gelijk is aan de nominale dekkingsgraad indien die lager was dan 100% dan wel een reële dekkingsgraad van 100%.

	I	II	III
ABP	12,6%	15,1%	12,6%
Zorg en Welzijn	15,6%	17,7%	15,6%
PMT	16,6%	17,1%	16,6%
PME	15,5%	17,4%	15,5%
Detailhandel	28,4%	2,7%	2,7%
RABO	14,5%	4,2%	4,2%
ABN AMRO	19,0%	-2,9%	-2,9%
Bouw	15,5%	3,7%	3,7%

Tabel 6: korting op pensioen om een reële dekkingsgraad te behalen die gelijk is aan de huidige nominale dekkingsgraad (I) respectievelijk een reële DG van 100% te bereiken (II) dan wel het minimum van I en II (III)

De volgende tabel geeft weer hoeveel jaar het duurt voordat de toegepaste korting (III) op het nominale pensioen weer gecompenseerd is door (extra) indexatie van het reële pensioen. Het waardevaste pensioen is dan gelijk aan het niet gekorte nominale pensioen geworden.

Terugverdiëntijd afhankelijk van inflatie (2018)					
	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
ABP	6,8	5,4	4,5	3,9	3,4
Zorg en Welzijn	8,6	6,9	5,7	4,9	4,3
PMT	9,2	7,4	6,1	5,3	4,6
PME	8,5	6,8	5,7	4,9	4,3
Detailhandel	1,4	1,1	0,9	0,8	0,7
RABO	2,2	1,7	1,5	1,2	1,1
ABN AMRO	-1,4	-1,2	-1,0	-0,8	-0,7
Bouw	1,9	1,5	1,3	1,1	1,0

Tabel 7: break even tijdstip waarop gekorte inflatiebestendig pensioen het nominale pensioen voor het eerst overstijgt

CONCLUSIE

Een inflatiebestendig pensioen wint aan belang naarmate de inflatie stijgt. Uit onze berekeningen blijkt dat de overstap door korting van de pensioenen naar een reëel pensioencontract voor sommige fondsen relatief klein is en bij een inflatieverwachting van 2,5% tussen 1 en 2 jaar wordt terugverdiend. Bij pensioenfondsen waarbij de migratie naar een reëel contract niet haalbaar is, zouden de uitvoerders van nominale contracten meer expliciet rekening moeten houden met het inflatierisico en daarover rapporteren in hun jaarverslagen. Ook bij DC contracten moet naar onze mening bij de transitie van opbouw van pensioenkapitaal naar pensioenuitkeringen expliciet rekening worden gehouden met het hedgen van inflatie. ■

1 – Voor het overgrote deel van de mensen is de AOW het grootste bestanddeel van hun pensioen.

92% van de mannen ontvangt een aanvullend pensioen van gemiddeld € 12.500 en 65% van de vrouwen een aanvullend pensioen van gemiddeld € 5.400 (cijfers: 2017; mediaan inkomen) zie paragraaf 3.1.2 van <https://longreads.cbs.nl/welvaartinnederland-2019/inkomen-van-personen/>

2 – Er zijn meerdere inflatiemaatstaven in gebruik door pensioenfondsen: onze analyse geldt ook voor andere inflatie indicatoren.

3 – Andere interessante historische data over inflatie en reële rente zijn te vinden in Bank of England publicatie "Staff Working Paper No. 845 Eight centuries of global real interest rates, R-G, and the 'suprasecular' decline, 1311-2018" (January 2020).

4 – CPB: Middellange termijn verkenning 2022-2025 (November 2019)

5 – Optimaliseren van de mate van renteafdekking en asset mix gegeven de gekozen risicotolerantie door het pensioenfonds

6 – De tabel bevat uitkomsten van de formule $1 - (1/(1+\text{inflatie})^{\text{duur}})$

7 – Rabo Research zocht uit dat in 2016 8% van de gepensioneerden kozen voor een hoog-laag pensioen. Bij PF Zorg en Welzijn koos in 2015 35% voor deze mogelijkheid.

8 – We hebben willekeurig 6 grote bedrijfstakpensioenfondsen en 2 ondernemingspensioenfondsen gekozen.

9 – Ontleend aan de jaarverslagen van de pensioenfondsen.

10 – Bron: website DNB: "Gegevens individuele pensioenfondsen"

11 – Dit valt af te leiden uit de bron als genoemd in voetnoot 4.

12 – Deze korting bedraagt $1 - DGr/100$