

White paper

100 jaar in het nieuwe stelsel: een hoger pensioen dat nooit werd verlaagd

Tijd om de zin van de onzin te scheiden

1. Inleiding

Op 1 januari aanstaande stappen miljoenen mensen over naar het nieuwe pensioenstelsel. Zij gaan er bijna allemaal direct op vooruit. Toch zien we nog onrust over de nieuwe spelregels, vooral bij gepensioneerden. In de (social) media, maar óók in de Tweede Kamer, horen we nog geregeld de term ‘casinopensioen’ vallen. Critici van de hervorming stellen dan dat onze pensioenen worden overgeleverd aan de grillen van de beurs. Het oude stelsel zou wél zekerheid bieden, aldus deze stemmen.

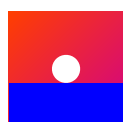
Tijd om de zin van de onzin te scheiden. De afgelopen twee jaar voerden we talloze berekeningen uit voor tientallen pensioenfondsen, waarin steeds 10.000 economische toekomstscenario's werden doorgerekend. We weten aan de hand van die berekeningen dat het nieuwe pensioen robuust is. Geen rotsvastе garanties, net als in het oude stelsel. Maar wel een betere kans op een hoger pensioen, én een goede bescherming in slechte tijden. Toch is nog niet iedereen overtuigd. We voegen daarom nog één scenario toe aan de

set van 10.000: de historische werkelijkheid. We kijken niet de toekomst in, maar achteruit. Wat zou er gebeurd zijn als we honderd jaar geleden waren overgestapt naar het nieuwe pensioenstelsel? Hoe zouden de pensioenen gegroeid zijn? En zeker zo belangrijk: zouden de pensioenen de gure stormen van de afgelopen eeuw doorstaan? De Grote Depressie in de jaren dertig? De Tweede Wereldoorlog? De oliecrisis, dot-com-crisis, de banken- en eurocrisis en de Coronacrisis?

Om dat te onderzoeken richtten we met terugwerkende kracht twee fictieve pensioenfondsen op: Sprenkels SPR en Sprenkels FTK. Ze zijn gebaseerd op min of meer gemiddelde pensioenfondsen binnen FTK en SPR. We lieten ze beide als volwassen fonds van start gaan, en dus met gevulde beurs (dekkingsgraad 117%), in 1925 [1]. En we keken vervolgens wat ze ervan bakten in een tumultueuze eeuw.



[1] Zie de bijlage Verantwoording



Sprenkels

In control
komen en
blijven

Spoiler-alert: het nieuwe SPR-pensioen is in verreweg de meeste jaren van de afgelopen 100 jaar een beter pensioen, op basis van de gehanteerde aannames. Andere beleidskeuzes leiden natuurlijk tot andere uitkomsten, maar als ons fonds in 1925 was overgestapt, dan waren de resultaten kortgezegd als volgt:

- **Hogere pensioenen**

De pensioenen waren – uitgezonderd de periode van grofweg 1945 tot 1975 – onder het nieuwe stelsel altijd aanzienlijk hoger dan onder het oude stelsel: gemiddeld 19% meer pensioen. De laatste 50 jaar is het verschil zelfs 42%.

- **Geen verlagingen**

De pensioenuitkeringen van ons SPR-pensioenfonds zouden onder het nieuwe stelsel de afgelopen 100 jaar nooit zijn verlaagd. In het oude stelsel is er wél een verlaging: in 1933. Er kunnen ook in het nieuwe stelsel zeker verlagingen van de pensioenuitkeringen nodig zijn, als we bijvoorbeeld andere aannames doen voor de solidariteitsreserve of het renteafdeckingsbeleid. Maar met de beleidskeuzes van ons fonds zijn die verlagingen de afgelopen 100 jaar dus niet nodig geweest.

- **Verschillen tussen generaties**

We zien in de nieuwe regeling wel grotere verschillen tussen generaties. Gepensioneerden in de jaren 90 hadden een twee keer zo hoge uitkering (gecorrigeerd voor inflatie) als gepensioneerden in de jaren 50.

Hieronder gaan we wat dieper op de resultaten in.

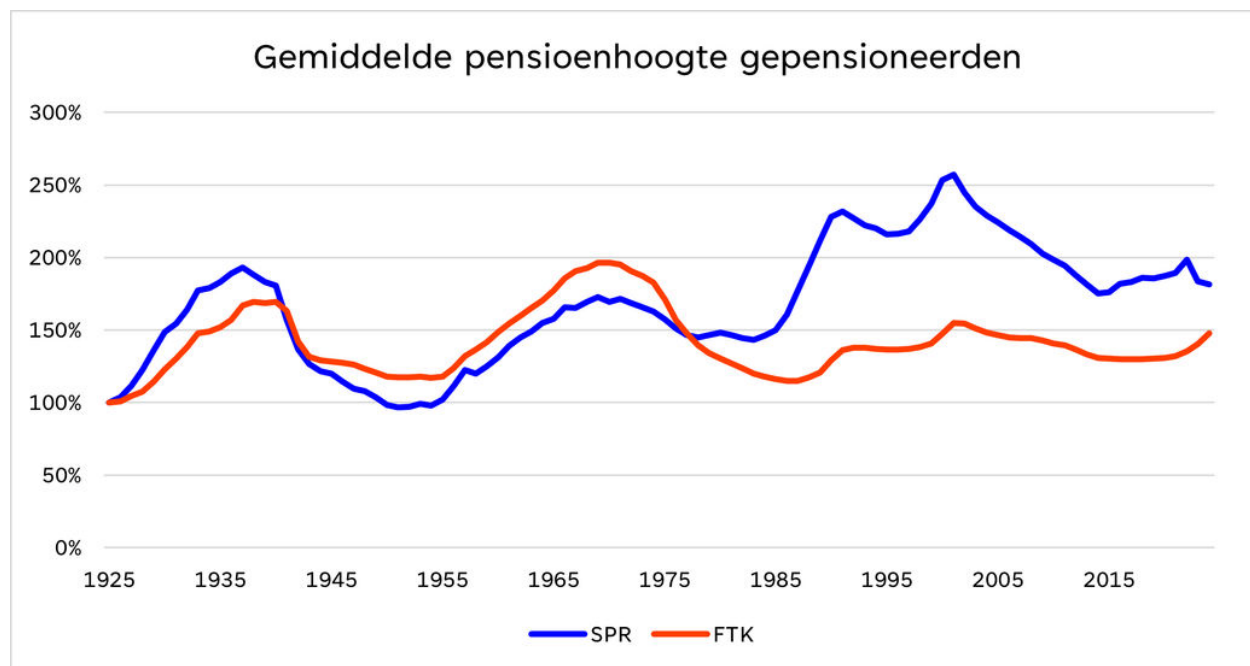
2. Hogere pensioenen

In Figuur 1 is te zien dat de nieuwe regeling in de afgelopen eeuw verreweg het grootste deel van de tijd een hoger pensioen [2] gaf dan de oude regeling. Dat geldt zeker voor de laatste vijftig jaar. Toch ging er evenveel premie in de beide regelingen. Hoe kan dat dan?

Er zijn twee voorname oorzaken voor het beter presteren van de nieuwe regeling:

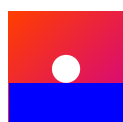
1. Meer risico in de opbouwfase

In de nieuwe regeling wordt meer beleggingsrisico genomen tijdens de opbouwfase, zeker voor jongere deelnemers. En meer risico levert naar verwachting op termijn een hoger rendement op.



Figuur 1: Gemiddelde Pensioenhoogte gepensioneerden

[2] De grafiek toont de gemiddelde pensioenhoogte uitgedrukt als percentage van de pensioenhoogte in 1925 van de gepensioneerden op enig moment, waarbij we corrigeren voor inflatie.



Sprenkels

In control
komen en
blijven

2. Vrijvallen van buffers

In de nieuwe regeling komt er op termijn dus geld bij, door met wat meer risico te beleggen. Maar er komt ook geld vrij, door het vrijvallen van buffers. Dat geldt niet alleen op het moment van invaren. Ook voor toekomstige pensioenopbouw kunnen de buffers immers flink kleiner zijn dan in de oude regeling. En minder euro's in de buffers, betekent meer euro's naar pensioen.

3. Verschillen tussen generaties

Figuur 1 laat nog iets anders zien: het maakt nogal verschil van welk bouwjaar je bent. Mensen die rond het jaar 2000 met pensioen zijn of gaan, hebben bijvoorbeeld twee keer zoveel pensioen (in reële termen) dan wie in de jaren '50 aan de beurt was. De huidige gepensioneerden hebben een bovengemiddeld pensioen, maar dit is wel 28% lager dan de gepensioneerden uit het jaar 2000. In het FTK zijn die generatieverschillen een stuk kleiner. Deze verschillen tussen generaties kunnen als een nadeel van de nieuwe regeling worden gezien. Maar waar komen die verschillen vandaan?

Aandelenrendementen en de reële rente bepalen de pensioenhoogte

De hoogte van een pensioen wordt bepaald door de aandelenkoersen en de reële rente in de jaren voor pensioneren. Hoe hoger de aandelenkoersen hoe hoger de pensioenen, dat is algemeen bekend. En de aandelenrendementen variëren, ook als we kijken naar langere periodes. Dat verklaart een deel van de generatieverschillen. Die verschillen worden groter in het nieuwe stelsel, omdat daar de aandelenrendementen meer direct worden toegewezen aan individuele deelnemers.

Een tweede (net zo) belangrijke factor is de reële rente. Dit is de rente op staatsobligaties, minus de inflatie. Hoe hoger de reële rente, hoe hoger de pensioenen. Een hoge reële rente leidt tot rendementen op staatsobligaties die hoger zijn dan de inflatie en dit leidt daarmee tot hogere

pensioenen. De reële rente heeft behoorlijk gevarieerd de laatste 100 jaar. Dit leidt samen met de variatie in aandelenrendementen tot aanzienlijke generatieverschillen.

In een volgende publicatie gaan we in op sturingsmogelijkheden die deze verschillen tussen generaties enigszins kunnen verzachten.

4. Geen verlagingen

In het nieuwe stelsel zou Pensioenfonds Sprenkel SPR de pensioenen in de periode 1925 tot 2025 **geen enkele keer** hebben **verlaagd**. In het oude stelsel was het wél een keer tot een verlaging gekomen: tijdens de Grote Depressie (1933) [3]. Deze en andere perioden zijn in het nieuwe stelsel ook wel spannend. Uitdagende omstandigheden kunnen ook in het nieuwe stelsel leiden tot verlagingen, afhankelijk van gemaakte beleidskeuzes rondom de solidariteitsreserve of het beleid rondom de renteafdekking.

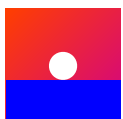
Hoe voorkomt de nieuwe pensioenregeling die verlagingen? Dat gebeurt vooral op drie manieren:

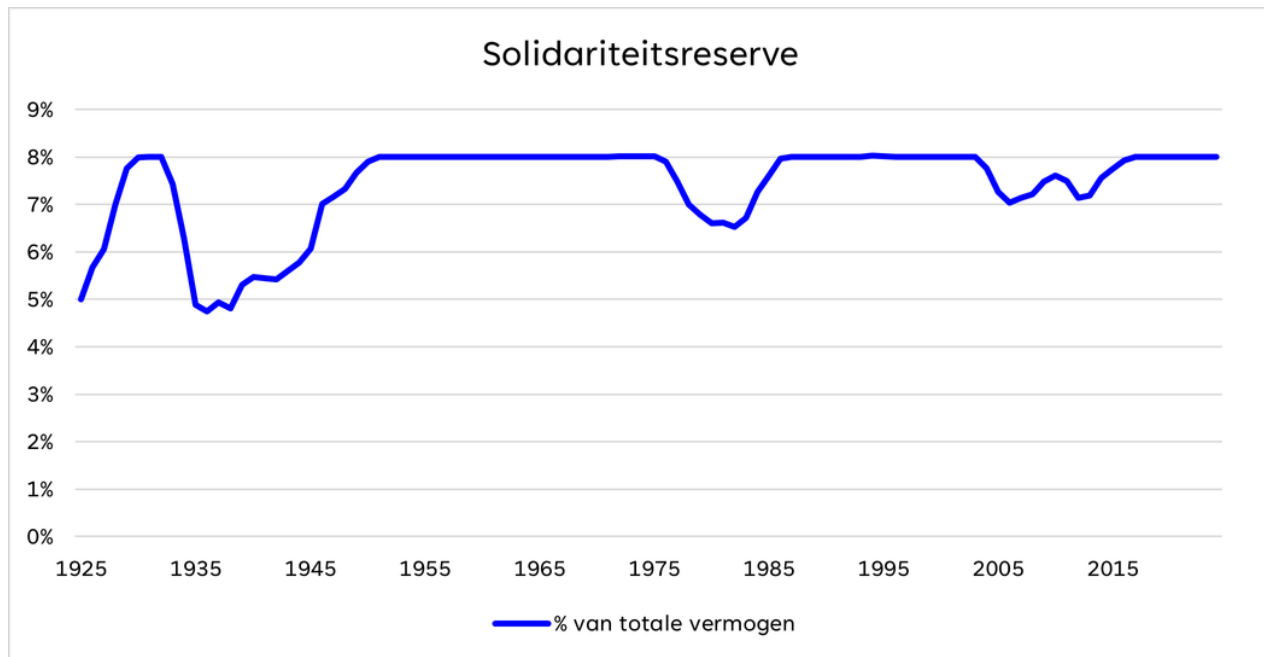
1. Gerichte bescherming

In het oude stelsel werd de collectieve buffer gebruikt om alle pensioenen te beschermen in tijden van tegenspoed, van jong én oud. In de solidaire premiereregeling in het nieuwe stelsel is er een veel kleinere reserve nodig, de solidariteitsreserve. Die kan klein zijn, omdat hij heel gericht wordt ingezet: alléén ter bescherming van de uitkering van gepensioneerden in (hele) slechte tijden.

In Figuur 2 is te zien dat een solidariteitsreserve van maximaal 8% van het totale vermogen ruim voldoende is. In de jaren dertig, en in de periode 1975 -1985 moet de reserve worden ingezet om de uitkeringen te beschermen. De reserve daalt in deze tijden echter nooit tot onder de 4%.

[3] Een aantal Nederlandse fondsen heeft de pensioenen ook moeten verlagen in 2008, 2012 en 2013. Dat gold echter niet voor het merendeel van de fondsen en ook niet voor het fictieve Pensioenfonds Sprenkels FTK.





Figuur 2: Solidariteitsreserve

Het is hierbij essentieel dat de solidariteitsreserve [4] ook in slechte jaren van voldoende omvang blijft. Want als de solidariteitsreserve eenmaal “te leeg” is (helemaal leeg kan niet gebeuren, omdat er restricties zijn aan de jaarlijkse onttrekking), dan is de daling van de pensioenen fors hoger dan in het FTK. In een volgende editie gaan we meer uitgebreid in op dit risico en de bijbehorende beheersmaatregelen.

2. Voorzichtiger beleggen gepensioneerden

In de nieuwe solidaire premieregeling beleggen we in life cycles. Gepensioneerden staan daarbij in het Sprenkels-fonds bloot aan 40% beleggingen in zakelijke waarden, en het renterisico is voor hen voor 90% afgedekt. In het FTK belegt het Sprenkels-fonds 50% in zakelijke waarden voor alle generaties en het renterisico is voor iedereen voor 50% afgedekt.

Zo zijn gepensioneerden in het nieuwe stelsel dus nog eens extra beschermd; naast de solidariteitsreserve nemen we gas terug in het beleggingsrisico.

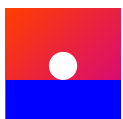
Minder beleggingsrisico voor gepensioneerden heeft natuurlijk ook een keerzijde, die ook bij ons pensioenfondsen in de afgelopen

eeuw zichtbaar was: minder rendement voor wie eenmaal met pensioen is en daarmee minder behoud van koopkracht ná pensionering. De hogere eerste uitkering op pensioenleeftijd in de nieuwe regeling maakt dit in verreweg de meeste jaren meer dan goed.

3. Spreiden

Tot slot leidt het spreiden van beleggingsresultaten over de tijd tot minder dalingen van de uitkering. In de solidaire premieregeling worden pensioenverhogingen en -verlagingen gespreid. Dit voorkomt grote schokken. In het FTK leidt beweeglijkheid op de financiële markten direct tot een hogere of lagere dekkingsgraad, met effect voor alle deelnemers en daarmee tot effect op zowel de verwachte als lopende uitkeringen. In de nieuwe regeling worden die effecten gedempt, omdat de bescherming van de pensioenen focust op de bescherming van de lopende uitkeringen. Figuur 3 geeft de jaarlijkse verhogingen van de pensioenen weer. Gemiddeld genomen wordt er in het FTK ongeveer 1% méér geïndexeerd dan in het SPR. De hogere indexatie komt doordat voor gepensioneerden in het FTK meer risico wordt genomen en de aanwezige buffer

[4] We hanteren hier de term solidariteitsreserve uit het SPR, maar hetzelfde geldt voor de risicodelingsreserve (FPR).



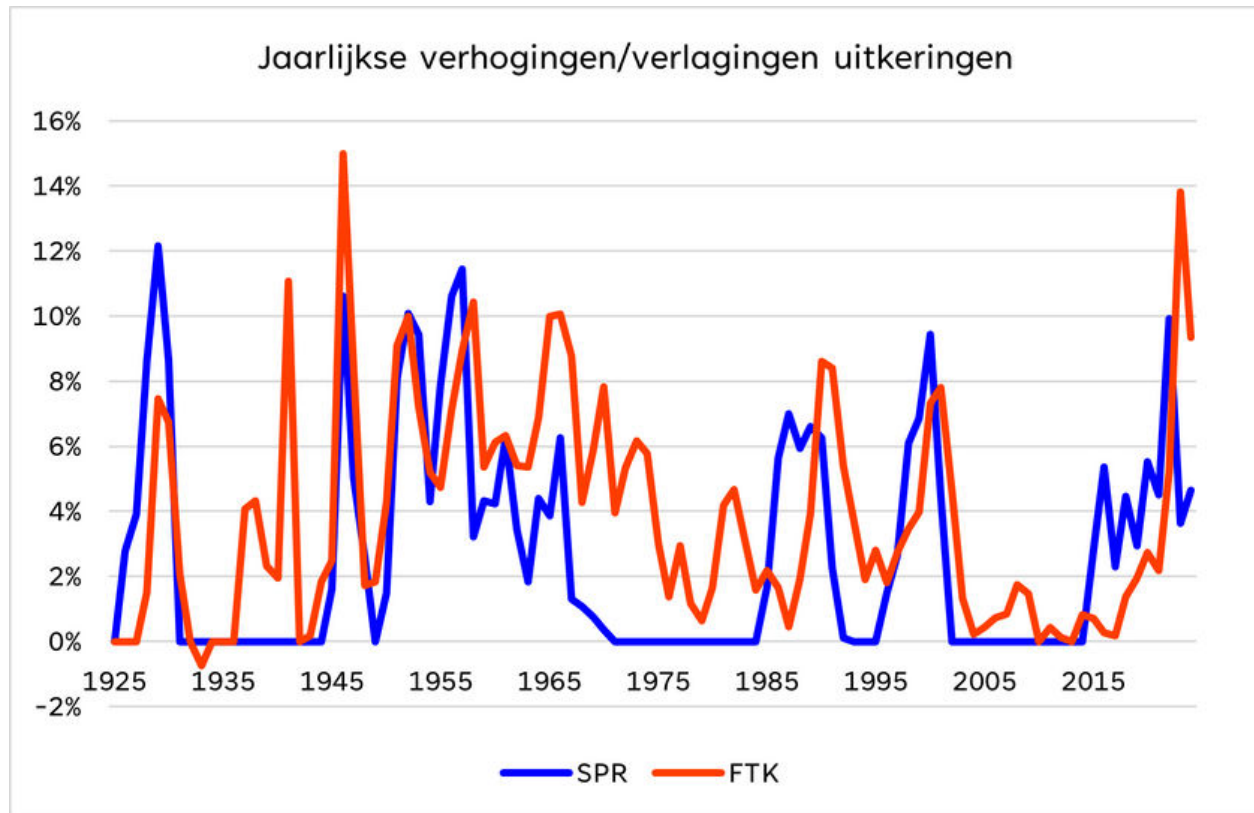
wordt ingezet voor indexatie. Dit alles leidt zoals eerder gepresenteerd echter niet tot hogere pensioenen, omdat de eerste uitkering op de pensioenleeftijd in het nieuwe stelsel in verreweg de meeste jaren aanzienlijk hoger is. In een volgende publicatie over dit onderwerp laten we zien op welke wijze een pensioenfonds de verhouding tussen startuitkering en indexatie na pensionering kan sturen.

Overigens is het de laatste 10 jaar andersom. Daar geeft de solidaire

premieregeling juist een ongeveer 1% hogereindexatie dan het FTK, omdat de laatste jaren de dekkingsgraad van de pensioenfonds relatief laag was.

5. Tot slot: een vriendelijk woord voor het oude stelsel

Is er dan niets positiefs te melden over het oude stelsel? Zeker wel. In sommige tijden, met name bij hoge inflatie, presteert het oude stelsel beter. In een volgende editie zoomen we in op specifieke periodes waarin het FTK beter presteert. Stay tuned!



Figuur 3: Jaarlijkse verhogingen/verlagingen uitkeringen

Verder van gedachte wisselen? Neem contact op met:



Martijn Euverman
Martijn.Euverman@Sprenkels.nl
06 209 656 85



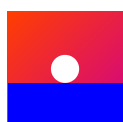
Bram van Els
Bram.van.Els@Sprenkels.nl
06 532 520 49



Jeroen Oude Boerrigter
Jeroen.Oude.Boerrigter@Sprenkels.nl
06 383 465 527



Koen van der Lee
Koen.van.der.Lee@Sprenkels.nl
06 443 465 14



Sprenkels

In control
komen en
blijven

Bijlage

Verantwoording: Pensioenfonds Sprenkels 1925 - 2025

SPR

Het beleid van Pensioenfonds Sprenkels onder de Wtp is gebaseerd op het gemiddelde pensioenfonds uit de Wtp- database van Sprenkels. Deze database bevat het beleid van (per december 2025) 75 pensioenfondsen. De belangrijkste beleidsonderdelen zijn daarbij als volgt:

Allocatie naar zakelijke waarden (lifecycle): 100% zakelijke waarden voor jongeren, vanaf leeftijd 48 in stapjes teruggebracht naar 40% vanaf leeftijd 68.

Rente-afdekking: 10% voor jongeren, vanaf leeftijd 48 in stapjes verhoogd naar 90% vanaf leeftijd 68.

Solidariteitsreserve [5]: De solidariteitsreserve wordt ingezet om de pensioenen op peil te houden. De reserve wordt bij aanvang in 1925 gevuld met 5% van het vermogen en daarna met 5% van het overrendement tot een maximum van 8%. We hanteren een zogenaamde spending rule van 1/3; in ieder jaar wordt maximaal een derde van de reserve ingezet om de uitkeringen te beschermen. Het macrolanglevensrisico en het eventuele beslag hiervan op de solidariteitsreserve wordt in de berekeningen buiten beschouwing gelaten.

Projectierendement: gelijk aan de rente zonder op- of afslag.

Spreidingstermijn: schokken op de uitkering wordt gespreid over een periode van 3 jaar.

FTK

Het beleid van Pensioenfonds Sprenkels in het FTK is gebaseerd op het landelijk gemiddelde beleid (bron: risk reward scan Sprenkels [6]). De belangrijkste beleidsonderdelen zijn daarbij als volgt:

Allocatie naar zakelijke waarden: 50%

Rente-afdekking: 50%

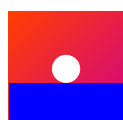
Indexatiebeleid [7]: conform de methodiek van toekomstbestendige indexatie, waarbij méér indexatie mag worden gegeven dan CPI.

Premiebeleid: in zowel het oude als het nieuwe stelsel is verondersteld dat dezelfde premie wordt ingelegd. Deze premie is gelijk aan de zuiver kostendeekkende premie (bij hoge rentes is de premie dus lager).

[5] We gaan in deze publicatie uit van een solidaire premieregeling. Een soortgelijke vergelijking kunnen we op verzoek ook maken voor een flexibele premieregeling.

[6] Risk en Reward scan - Sprenkels

[7] We gaan ervan uit dat in het FTK bij hoge dekkingsgraden méér indexatie kan worden gegeven dan de wettelijk toegestane indexatie. Zonder deze aanname zou de dekkingsgraad in een eeuw tijd naar ruim 700% zijn gestegen. Dat achten wij niet realistisch. Zonder deze aanname presteert de SPR (Wtp) nog heel veel beter dan het FTK.



Economische aannames

Rendement: vanaf 1970 is het aandelenrendement gebaseerd op de MSCI World Index, gehedged naar euro. Voor die tijd is het rendement gebaseerd op de S&P 500, eveneens gehedged naar euro.

Rente: vanaf 2000 is de rente gebaseerd op de 10-jaarsrente uit de rentetermijnstructuur van De Nederlandsche Bank (DNB). Voor die tijd is de rente gebaseerd op het 10-jaarsrente op Nederlandse staatsobligaties.

Inflatie: de inflatiereeks is gebaseerd op de Nederlandse consumentenprijsinflatie.

Bestandssamenstelling

Ons modelfonds bestaat voor een derde uit gepensioneerden en voor twee derde uit actieven en slapers. We veronderstellen dat deze samenstelling constant blijft en hanteren de meest recente sterftetafels voor de gehele analyseperiode.

