

**BlackRock**

**Pensioen-inzichten**  
Mei 2023

# Lifecycle- beleggen in het nieuwe pensioenstelsel

In de nieuwe DC-regelingen is het essentieel om risico en vermogensopbouw zorgvuldig af te stemmen op de levensfase waarin deelnemers zich bevinden. Lees in dit paper de visie van BlackRock op lifecycle-beleggen en de rol die dit in de nieuwe premiereregelingen kan spelen.

# Lifecycle-beleggen in het nieuwe pensioenstelsel

## IN HET KORT

1. **Nederlandse pensioenfondsen moeten de omslag maken naar Defined Contribution. Daarbij moeten ze - expliciet dan wel impliciet - uitgaan van leeftijdsafhankelijke risicoprofielen, ofwel de "lifecycle".**
2. **Een goed begrip van de verhouding tussen menselijk kapitaal en financieel kapitaal is cruciaal om te zorgen dat de pensioenopbouw afgestemd is op iedere levensfase. Een adequate definitie van de lifecycle van deelnemers is daarbij essentieel.**
3. **Lifecycle-modellen gaan uit van 4 fundamentele componenten: inkomensprofielen, optimale bestedingsruimte, beoogde premies en de assetallocatie van de beleggingen.**
4. **Door gebruik te maken van specifiek Nederlandse cijfers en regelgeving kunnen we lifecycle-portefeuilles ontwerpen die volledig afgestemd zijn op de Nederlandse situatie.**

In dit paper beschrijven we hoe onze DC-modellen tot stand komen en hoe we deze in de Nederlandse context kunnen uitwerken tot een lifecycle, via "glidepaths".<sup>1,2</sup>

## 1. Inleiding

Als wereldwijde aanbieder van beleggingsoplossingen hebben we talloze pensioenfondsen geholpen bij de overgang van Defined Benefit (DB) naar Defined Contribution (DC). De oplossingen die we ontwikkelden, varieerden al naar gelang van het heersende pensioenstelsel in de verschillende landen. Maar het doel was altijd hetzelfde: zorgen dat deelnemers gedurende hun arbeidzame leven voldoende pensioen kunnen opbouwen om hun levensstandaard op peil te houden.

Ook in Nederland is deze overgang naar DC - ofwel de premieregeling - nu in volle gang. In dit paper gaan we in op de dilemma's die hierbij een rol kunnen spelen. Vervolgens schetsen we hoe lifecycle-beleggen werkt en hoe het in de Nederlandse context kan helpen om beleggingsrisico's te laten meebewegen met de leeftijd. **In toekomstige papers willen we het hier geschetste model verder toespitsen op de factoren die in het Nederlandse stelsel van belang zijn, zoals een expliciete renteafdeckingsdoelstelling, de solidariteitsreserve en het projectierendement.**

In Nederland moet de omschakeling naar het nieuwe pensioenstelsel in de komende jaren zijn beslag krijgen. Het nieuwe stelsel zal weliswaar sommige kenmerken van het huidige stelsel behouden, maar de overstap betekent hoe dan ook een radicaal nieuwe kijk op het begrip "pensioenopbouw". Deze opbouw verandert namelijk van een op aanspraken gebaseerd naar een op premie gebaseerd systeem. Als gevolg hiervan staan deelnemers in de toekomst direct bloot aan economische risico's (bijv. beleggings- en langlevensrisico<sup>3</sup>).

**Het nieuwe Nederlandse stelsel biedt de keuze tussen twee typen premieregeling: de solidaire premieregeling (SP) en de flexibele premieregeling (FP).** In de eerste variant (SP) is er een verplichte **solidariteitsreserve**: een gezamenlijke buffer die ervoor zorgt dat risico en rendement eerlijk en evenredig over de generaties worden verdeeld. Het gaat hierbij met name over het marktrisico, inflatierisico en/of langlevensrisico. Ook in de flexibele premieregeling is er ruimte voor een dergelijke reserve, die hier **risicodelingsreserve** wordt genoemd, maar deze is in dit type contract optioneel en aan beperkingen gebonden. Daar staat tegenover dat FP de deelnemers meer flexibiliteit biedt in de keuze van de beleggingsstrategie en het uitkeringsprofiel.

<sup>1</sup> Een glidepath is een strategie waarbij de assetallocatie in een beleggingsportefeuille geleidelijk wordt aangepast naarmate de belegger dichter bij de pensioendatum komt, met als doel om het risico te verminderen en de stabiliteit van de portefeuille te vergroten.

<sup>2</sup> Bij het uitwerken van de Nederlandse lifecycle is nog geen rekening gehouden met een aantal specifiek Nederlandse DC-elementen, zoals expliciete renteafdeckingsdoelstellingen, solidariteitsreserve en projectierendement.

<sup>3</sup> Beleggingsrisico is het risico dat marktschommelingen tot een daling van de waarde van de portefeuille leiden. Langlevensrisico is het risico om langer te leven dan vooraf berekend is (op basis van sterftetabellen), waardoor het opgebouwde pensioen ontoereikend is.

In beide pensioencontracten is een belangrijke rol weggelegd voor "lifecycle-beleggen", ofwel een leeftijdsafhankelijk beleggingsprofiel. Lifecycle-beleggen wordt vaak gezien als een mechanisme om het risico te laten dalen naarmate de leeftijd vordert. "Leeftijd" moet hierbij echter worden gezien als een indicator voor de complexere (en meer fundamentele) relatie tussen menselijk en financieel kapitaal. Dit wordt in de volgende paragraaf verder uitgelegd.

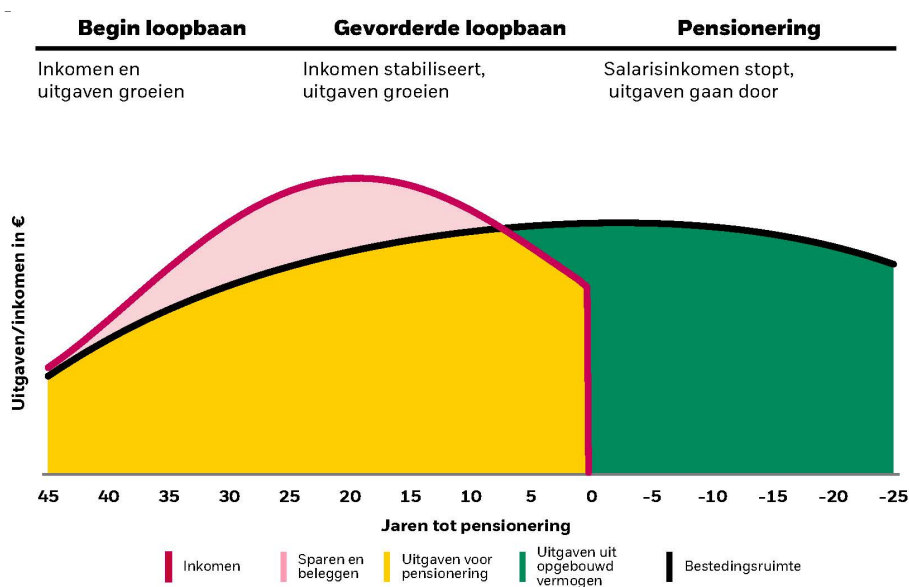
In de solidaire premieregeling komt lifecycle-beleggen **impliciet** tot uiting, via leeftijdsafhankelijke toedeling van het rendement van de collectieve beleggingsportefeuille. In de flexibele premieregeling is lifecycle-beleggen **expliciet**: telkens wanneer deelnemers een nieuw leeftijdscohort bereiken, worden de risico- en rendementsdoelen van de persoonlijke pensioenportefeuille aangepast. Zo wordt naarmate ze de pensioenleeftijd naderen steeds de optimale strategie gekozen. In de volgende paragraaf gaan we hier dieper op in.

## 2. Het dilemma van de beleggingsportefeuille

Zowel in het oude DB-stelsel als in het nieuwe DC-stelsel is het doel van de beleggingsportefeuille om vermogen op te bouwen dat in de toekomst, wanneer de deelnemer niet meer werkt en dus niet meer regelmatig salaris ontvangt, kan worden aangesproken. **Een relevant dilemma hierbij is hoe een goede balans kan worden bereikt tussen het besteedbare inkomen nu en het besteedbare inkomen na pensionering, waarvoor nu geld moet worden gespaard en/of belegd.** Meer bestedingsruimte vandaag gaat ten koste van de bestedingsruimte in de toekomst - en omgekeerd.

**Figuur 1** illustreert de relatie tussen arbeidsinkomen (salaris), uitgaven, opgebouwd pensioen en de bestedingsruimte na pensionering. Dit maakt het dilemma duidelijk: het gespaarde inkomen (het roze gekleurde gebied) vormt samen met het beleggingsrendement de bron voor de bestedingsruimte na pensionering, waarvan potentieel vele jaren gebruik moet worden gemaakt. De zwarte lijn geeft aan wat nodig is om na pensionering in alle rust de levensstandaard waaraan mensen gewend zijn te kunnen handhaven - en dat is wat de meeste mensen willen bereiken. Als het opgebouwde vermogen en/of het rendement uit beleggingen ontoereikend zijn kan dat op het moment van pensionering of daarna tot een verstoring van dit patroon leiden. Hierdoor worden mensen gedwongen hun uitgaven terug te schroeven.

**Figuur 1: streven naar voldoende bestedingsruimte gedurende het hele leven**



Bron: Dataset uit de Panel Study of Income Dynamics (PSID) van de Universiteit van Michigan, BlackRock; uitsluitend ter illustratie.

In het oude DB-stelsel waren de pensioenuitkeringen gegarandeerd, hoe lang een deelnemer ook leefde, mits het pensioenfonds over voldoende vermogen bleef beschikken. Het markt- en langlevensrisico werden volledig door het pensioenfonds zelf gedragen. Het nieuwe stelsel betekent wat dit betreft een grote verandering.

De pensioenuitkeringen zijn in het DC-stelsel niet langer gegarandeerd<sup>2</sup> en de deelnemers dragen via hun beleggingsportefeuille zelf direct economisch risico. Dat stelt uiteraard eisen aan de assetallocatie gedurende de lifecycle. Een belangrijke vraag voor pensioenfondsen is **hoe ze kunnen bereiken dat het ontwerp van de beleggingsportefeuille een vloeiende overgang naar de pensioenfase biedt, zonder noemenswaardige achteruitgang in het besteedbaar inkomen** en zodanig dat de pensioenopbouw is afgestemd op de risicovoorkuren op verschillende leeftijden. Dat vormt de basis voor lifecycle-beleggen.

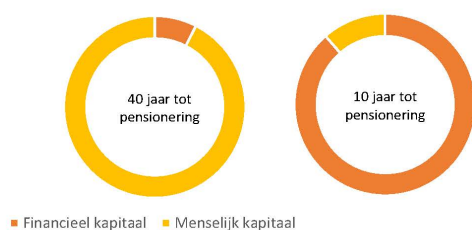
## De theorie van lifecycle-beleggen

Lifecycle-beleggen wordt vaak voorgesteld als een mechanisme om het risico te laten afnemen naarmate de leeftijd vordert. Leeftijd is echter slechts een indicator van de complexere (en meer fundamentele) relatie tussen menselijk en financieel kapitaal. **Menselijk kapitaal** is de optelsom van al het toekomstig arbeidsinkomen. **Financieel kapitaal** is het totale opgebouwde vermogen (in de vorm van spaargeld en beleggingen). **Pensioenpremies vormen hierbij een belangrijke factor, aangezien mensen via hun pensioenpremies in de loop van hun leven menselijk kapitaal (salaris) omzetten in financieel kapitaal (vermogen).**

Menselijk kapitaal is vergelijkbaar met een langlopende obligatie, omdat het opgebouwd is uit een min of meer constante hoeveelheid periodiek salaris. De totale waarde is de contante waarde van alle toekomstige salarissen. Aan het begin van het arbeidsleven hebben mensen nog geen financieel kapitaal opgebouwd (in de vorm van spaartegoeden) en bestaat het volledige vermogen uit menselijk kapitaal. Naarmate mensen arbeidsinkomen verdienen, besteden ze een deel aan producten en diensten, terwijl ze de rest kunnen sparen en beleggen. Zo wordt menselijk kapitaal gaandeweg omgezet in financieel kapitaal. In de loop van de tijd stijgt het cumulatieve financiële kapitaal (als er tenminste gedurende vele jaren gespaard en belegd wordt) en daalt het cumulatieve menselijke kapitaal.

**Een voorbeeld met twee hypothetische beleggers kan dit verduidelijken.** Margriet (25 jaar) is net afgestudeerd en werkt minder dan een jaar. Ze heeft nog niet veel gespaard, maar heeft nog ruim 40 arbeidsjaren voor zich. Ze heeft dus veel menselijk kapitaal, maar weinig financieel kapitaal. Peter (55 jaar) heeft zo lang hij werkt stelselmatig gespaard en belegd, en een flinke pensioenportefeuille opgebouwd. Hij wil op zijn 65ste met pensioen, dus hij heeft nog maar 10 jaar om geld te verdienen en pensioen op te bouwen. Peter heeft dus meer financieel kapitaal, maar minder menselijk kapitaal dan Margriet.

**Figuur 2: menselijk en financieel kapitaal in de pensioenopbouw**

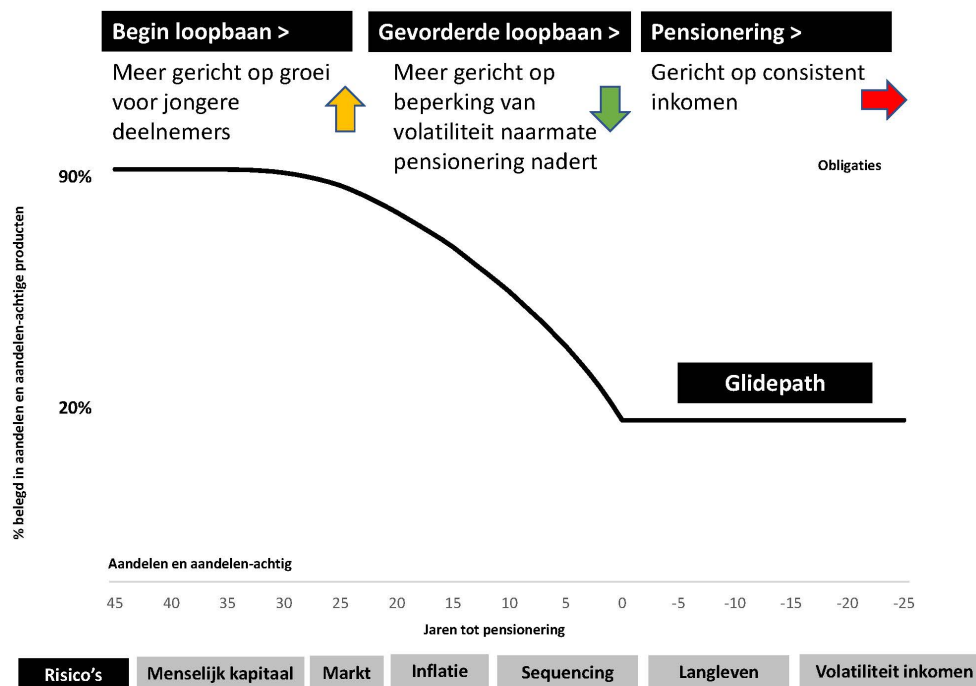


Bron: BlackRock; uitsluitend ter illustratie.

<sup>2</sup> Er zij nogmaals op gewezen dat er in de huidige Nederlandse pensioenregeling geen harde garanties meer bestaan (d.w.z. verlaging van de uitkeringen is mogelijk) en dat het stelsel meer werkt als een collectieve DC-regeling dan als een zuivere DB-regeling.

Omdat menselijk kapitaal de kenmerken van obligaties heeft, is het zinvol om aandelen te gebruiken om de blootstelling aan risico te spreiden. Jongere deelnemers (van wie het vermogen grotendeels uit menselijk kapitaal bestaat) zouden met het oog op spreiding en groei primair in aandelen moeten beleggen. Jonge beleggers, met een zeer lange beleggingshorizon, kunnen het risico waarmee aandelen gepaard gaan, vaak beter dragen en zo streven naar hoger verwacht rendement. Naarmate de jaren vorderen en het obligatie-achtige menselijke kapitaal wordt omgezet in financieel kapitaal wordt het zinvol om in de beleggingsmix meer op te schuiven van aandelen naar obligaties, teneinde een adequate spreiding te bereiken. Dit komt tot uiting in **het concept van een "glidepath": de glijdende ontwikkeling van het percentage aandelen of aandeel-achtige beleggingen in de portefeuille**. In de loop van de tijd "glijdt" dit omlaag, naarmate meer menselijk kapitaal wordt omgezet in financieel kapitaal. **Figuur 3** illustreert hoe dit gedurende de verschillende levensfasen kan verlopen.

**Figuur 3: voorbeeld van glidepath gedurende de loopbaan**



Bron: BlackRock; uitsluitend ter illustratie.

### 3. Lifecycle-ontwerp

Om te bereiken dat deelnemers in elke fase van hun leven een gelijkmatig bestedings- en consumptiepatroon kunnen handhaven, wordt het "glidepath"-concept gehanteerd. Dit gaat uit van het beschikbare menselijke kapitaal en is gebaseerd op vier fundamentele elementen:

## 01

### Inkomensprofielen

Op basis van werkelijke cijfers stellen we inkomensprofielen van de doorsnee-bevolking samen. Deze profielen zijn grootschalige benaderingen van het inkomen van deelnemers in de loop van hun arbeidzame leven. Het zijn geen hypotheses, maar realistische weergaven van wat mensen verdienen.

Voor Nederland gebruiken we vooral cijfers van **Statista**, die uitwijzen dat de gemiddelde inkomensprofielen in Nederland een bultvormig patroon vertonen: een stijging in een vroeg stadium van de loopbaan, een piek na het 50e levensjaar en een lichte daling naarmate de pensionering nadert. Het arbeidsinkomen is een cruciaal gegeven voor het bepalen van de optimale verhouding tussen besteedbaar inkomen en premiesbestedings- en spaarquote, wat de volgende stap is in het lifecycle-model van BlackRock.

## 03

### Beoogde premies

Het op menselijk kapitaal gebaseerde model leidt tot een beoogde premie, die rekening houdt met:

- 1) het bedrag dat beschikbaar is, op basis van inkomen en bestedingspatroon,

en

- 2) het geprojecteerde bedrag dat nodig is om het bestedingspatroon na de pensionering te kunnen voortzetten.

**Voor Nederland** houdt ons model er rekening mee dat de maximale premie in de nieuwe pensioenwet gelimiteerd wordt op ca. 30% van de pensioen-grondslag.

## 02

### Optimale bestedingsruimte

Met behulp van de inkomensprofielen berekenen we de optimale bestedingspercentages gedurende de levensloop van de deelnemers – niet alleen voor de jaren waarin ze verdienen, maar ook (en dat is cruciaal) voor de jaren na hun pensionering. Daarvoor gebruiken we een nutsfunctie, om consumentengedrag te kwantificeren op basis van een reeks veronderstellingen en beperkingen.

Het is van belang erop te wijzen dat deze berekening geen theoretisch model is van hoe mensen hun geld zouden moeten besteden. We vergelijken de uitkomsten van het model steeds met wetenschappelijk en gedragsonderzoek naar de bestedingspatronen van mensen. Hieruit blijkt dat de reële bestedingspatronen van mensen in grote lijnen samenvallen met de uitkomsten van ons model.

## 04

### Assetallocatie van de beleggingen

We kiezen in ons model de assetallocatie die het beste aansluit bij de gekozen pensioenregeling.

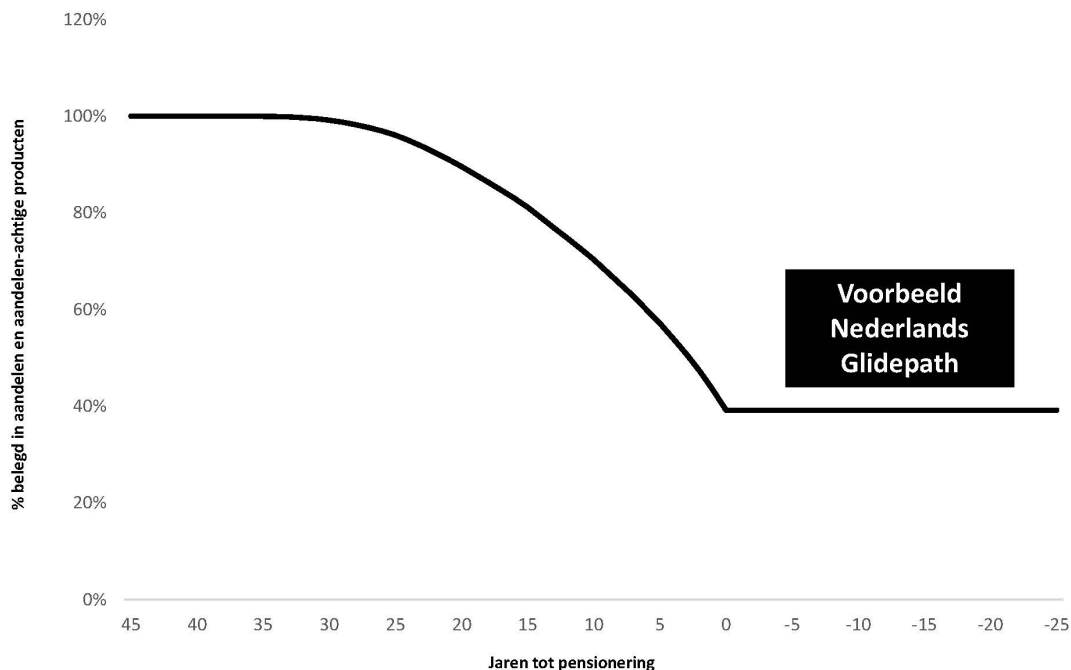
Daarbij maken we onder meer gebruik van aannames inzake sterfte (in samenhang met het langlevensrisico), om de kans te verkleinen dat deelnemers na hun pensionering moeten besparen op hun bestedingen.

Voor elk land berekenen we aan de hand van actuele sterftcijfers het langlevensrisico. Op basis daarvan berekenen we hoeveel beleggingen met groei-perspectief gedurende de lifecycle nodig zijn om het langlevensrisico te temperen.

Voor Nederland maken we hiervoor gebruik van de cijfers van het **Centraal Bureau voor de Statistiek**.

**Figuur 4** illustreert een mogelijke uitwerking van het glidepath-concept in de Nederlandse context. Het geeft weer hoe het percentage aandelen en aandelen-achtige beleggingen in de loop van het leven verschuift:

**Figuur 4: voorbeeld van glidepath in de Nederlandse context**



Bron: BlackRock. Uitsluitend ter illustratie.

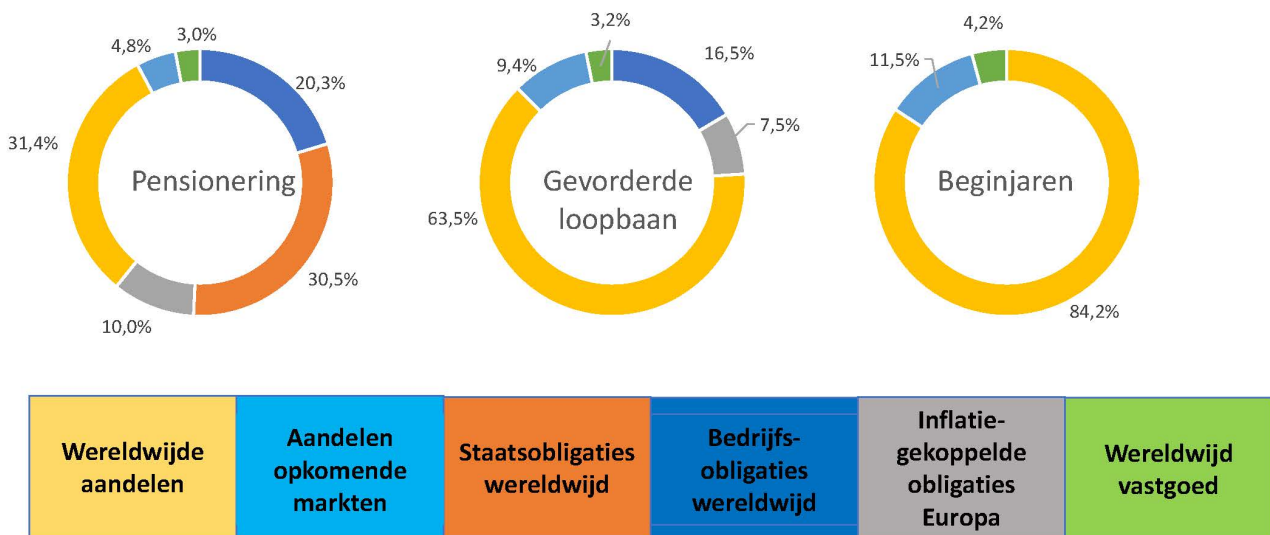
## 4. Nadere uitwerking en implementatie

In de laatste stap van het lifecycle-model worden alle elementen samengevoegd tot een gespreide beleggingsportefeuille die in de loop van de tijd voldoende kan groeien om na pensionering de beoogde bestedingsruimte te bieden. De volgende aspecten spelen hierbij een rol:

- **Bepaling van de strategische assetallocatie:** in dit proces gaan we uit van onze Capital Market Assumptions (CMA's) voor de verschillende beleggingscategorieën, die gebaseerd zijn op de door BlackRock zelf ontwikkelde langetermijnprognoses. We gebruiken geavanceerde simulaties om verschillende combinaties van beleggingscategorieën af te zetten tegen onze verwachtingen en doelstellingen gedurende de levensloop van deelnemers. Onze CMA's worden elk kwartaal geactualiseerd, zodat ze dynamische en actuele marktinformatie weerspiegelen.
- **Implementatie:** vervolgens bekijken en testen we een breed spectrum van activa binnen ons hele belegginguniversum. Dat zijn zowel index- als actieve producten, maar ook smart beta en andere instrumenten, die ingezet kunnen worden om de risico- en rendementsdoelstellingen van pensioenportefeuilles te optimaliseren. We moeten daarbij ook rekening houden met de toegankelijkheid en liquiditeit van beleggingscategorieën.

Het Nederlandse model is toegespitst op beleggingscategorieën die in Nederland het vaakst door pensioenfondsen gebruikt worden. Onderstaand voorbeeld illustreert hoe zo'n Nederlandse portefeuille er in 3 verschillende leeftijdsfasen uit kan zien:

**Figuur 5: voorbeeld van Nederlandse portefeuille in 3 leeftijdsfasen**



Bron: BlackRock; uitsluitend ter illustratie.

Let wel: dit is slechts een vereenvoudigde weergave van de assetallocatie. Portefeuilles kunnen worden aangevuld met andere beleggingscategorieën, zoals bedrijfsobligaties uit opkomende markten, high-yield of hypotheek.

## 5. Afsluitende opmerkingen

In dit paper hebben we verschillende aspecten besproken die van belang zijn bij het ontwerpen van een lifecycle-portefeuille. We gaven een voorbeeld van een algemeen Nederlands lifecycle-model gebaseerd op specifiek Nederlandse gegevens. Het is echter van belang om te benadrukken dat dit slechts een voorbeeld is van een mogelijke Nederlandse pensioenportefeuille. Uiteindelijk dient elk pensioenfonds zelf een lifecycle te definiëren, afgestemd op de specifieke uitkeringsdoelstellingen, risicovoorkuren per leeftijdscohort en beleggingsvisie van het pensioenfonds.

BlackRock heeft uitgebreide kennis en ervaring opgedaan bij de ontwikkeling van DC-oplossingen voor klanten in negen landen in verschillende delen van de wereld.<sup>3</sup> Hierbij zijn we steeds uitgegaan van de situatie en de wetgeving in elk land en de specifieke eisen en aannames van de verschillende pensioenfondsen. Met onze Glidepath-aanpak kunnen we ook lifecycle-oplossingen ontwikkelen die afgestemd zijn op de specifieke kenmerken van de Nederlandse markt.

Tot slot merken wij op dat in bovenstaande lifecycle-analyse de wettelijke vereiste solidariteitsreserve en het geprojecteerde rendement bij decumulatie nog niet zijn meegenomen. **Toch zijn dit volgens ons essentiële mechanismen in het toekomstige Nederlandse DC-stelsel. Daarom zullen we deze twee belangrijke aspecten van de Nederlandse pensioenwetgeving en hun effect op het glidepath gedetailleerd behandelen in later op te stellen papers.**

<sup>3</sup> BlackRock, per 30 september 2022.



**Dit materiaal is alleen bestemd voor professionele beleggers (volgens de definitie van de AFM en de MiFID-richtlijn). Andere personen dienen niet op de hier geboden informatie te vertrouwen.**

Dit is een marketinguiting. BlackRock kan op elk moment besluiten een fonds niet langer aan te bieden.

In de Europese Economische Ruimte (EER): uitgegeven door BlackRock (Netherlands) B.V., dat een vergunning heeft verkregen en onder toezicht staat van de Nederlandse Autoriteit Financiële Markten (AFM). Officiële zetel: Amstelplein 1, 1096 HA, Amsterdam, tel: 020 – 549 5200 /+31 20 549 5200. Ingeschreven in het handelsregister onder nr. 17068311. Om u te beschermen worden telefoongesprekken doorgaans opgenomen.

## **Risicowaarschuwingen**

**Beleggingsrisico.** De waarde van beleggingen en de opgebrachte inkomsten kunnen variëren. Het is niet zeker dat u uw oorspronkelijke inleg terugontvangt.

In het verleden behaalde resultaten geven geen betrouwbare indicatie van het huidige of toekomstige rendement en dienen niet als enige criterium te worden genomen bij de selectie van een product of strategie.

Veranderingen in de wisselkoersen tussen valuta's kunnen ertoe leiden dat de waarde van beleggingen stijgt of daalt. Deze schommelingen kunnen bijzonder sterk zijn bij een fonds dat blootstaat aan een hogere volatiliteit en de waarde van een belegging kan plotseling en zeer sterk dalen. De fiscale regelgeving waaraan beleggingen onderworpen zijn en de hoogte van de belasting kunnen in de loop der tijd wijzigen.

Dit document is uitsluitend bestemd ter informatie; het vormt geen aanbod of uitnodiging om te beleggen in een van de fondsen van BlackRock en is niet opgesteld in verband met een dergelijk aanbod.

Alle in dit document vermelde researchgegevens zijn verstrekt door BlackRock en kunnen door BlackRock inmiddels voor eigen doeleinden gebruikt zijn. De resultaten van dergelijke research worden slechts incidenteel verstrekt. De hier geuite visies vormen geen beleggingsadvies en kunnen aan verandering onderhevig zijn. Ze weerspiegelen niet altijd de gezichtspunten van een bepaalde onderneming binnen de BlackRock Group of van een afdeling daarvan en de juistheid ervan kan niet worden verzekerd.

**© 2023 BlackRock, Inc. Alle rechten voorbehouden. BLACKROCK, BLACKROCK SOLUTIONS en iSHARES zijn handelsnamen (trademarks) van BlackRock, Inc. en haar dochterondernemingen in de Verenigde Staten en daarbuiten. Alle andere handelsnamen (trademarks) zijn van de respectievelijke eigenaren.**