



© Schwantz | comichouse.nl

Inflatie? Beleg in grondstoffen!

Een zucht van verlichting...

De meeste Nederlandse pensioenfondsen zijn serieus in herstel. De gemiddelde beleidsdekkingsgraad is in 2017 met ongeveer 8 %-punt gestegen tot 106 % (Bron: Aon Hewitt). De diepterecords van de rente gedurende de zomer van 2016 liggen gelukkig achter ons; de rente loopt sindsdien gestaag op. Daarnaast hebben de return-beleggingen positieve resultaten laten zien. Hoewel de aandelenmarkten begin dit jaar fors daalden, is de gemiddelde beleidsdekkingsgraad van de Nederlandse pensioenfondsen in februari verder opgelopen tot 108%. De daling van de aandelenmarkten werd namelijk gecompenseerd door de nog steeds oplopende rente en smoothingeffecten.

Dreigende kortingen op de pensioenuitkeringen lijken voor de meeste pensioenfondsen op de korte termijn niet aan de orde. Dat is goed nieuws! Helaas doemt er een volgend

risico op; een fenomeen waar we jaren niet meer van gehoord hebben. Er waren zelfs geluiden dat het niet meer zou bestaan... Het gaat om Inflatie!

Maar is er eigenlijk wel sprake van herstel...?

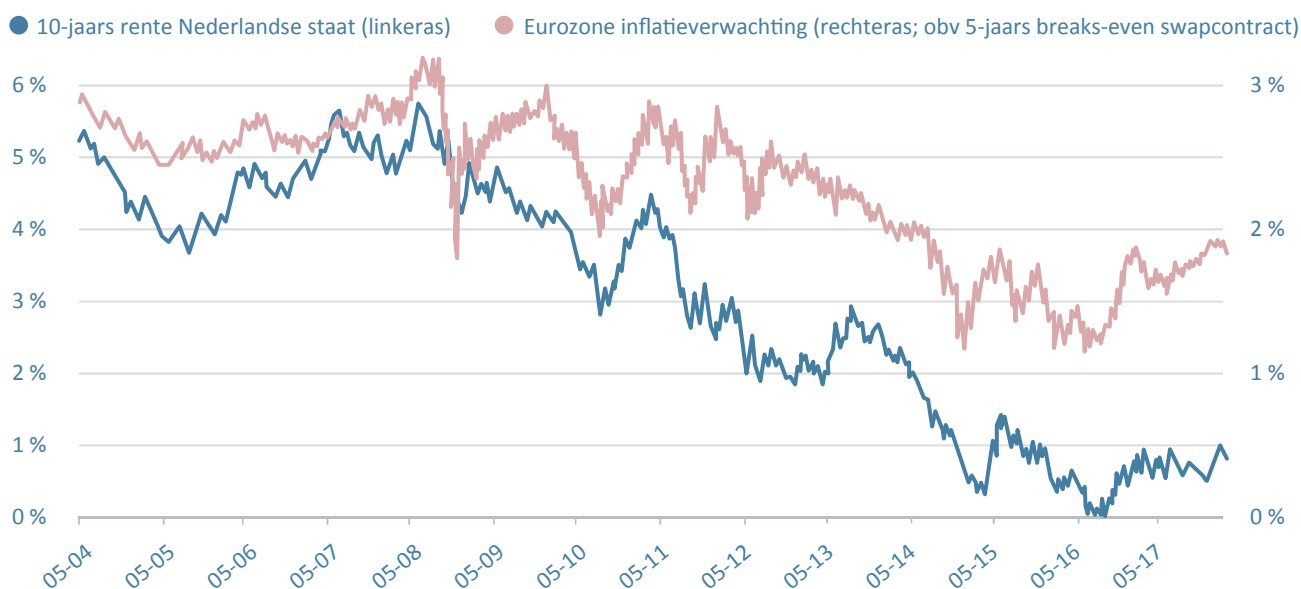
Vrijwel ieder pensioenfonds heeft de ambitie om een waardevast pensioen op te bouwen en uit te keren. Een pensioen waarbij de koopkracht gelijke tred houdt met de prijzen en de lonen door het indexeren van de pensioenen en de pensioenopbouw.

Sinds de kredietcrisis is vrijwel geen enkel pensioenfonds in staat geweest om aan deze ambitie te voldoen. Dit heeft tot verlies in koopkracht geleid. Door de lage inflatie in het afgelopen decennium is dat gelukkig relatief beperkt gebleven.



Achmea Investment Management

FIGUUR 1: HOGERE RENTES ZIJN GOED VOOR DE NORMINALE DEKKINGSGRAAD VAN PENSIOENFONDSEN. MAAR DE INFLATIE VERWACHTINGEN IN DE MARKT LOPEN IN GELIJKE TRED MEE OMHOOG!



Figuur 1 laat zien dat met het oplopen van de rente, ook de inflatieverwachtingen oplopen. De Nederlandse inflatie trok in 2017 weer aan tot 1,4%. Wanneer de verwachting, zoals op dit moment ingeprijsd in de kapitaalmarkt, zich daadwerkelijk voordoet, betekent dit een inflatie van 1,6 % per jaar voor de komende 5 jaar.

Voor het realiseren van een waardevast pensioen moet de samenstelling van de beleggingsportefeuille bescherming bieden tegen inflatie. Wanneer de koopkracht van het nominale pensioen namelijk geen gelijke tred houdt met de

sneller stijgende prijzen en lonen, wordt de deelnemer alsnog geraakt. Ditmaal niet door een directe korting op het pensioen of de pensioenaanspraak, maar indirect doordat de nominale pensioenaanspraak aan koopkracht verliest door de stijgende inflatie; “het is gelijk of men door de kat of hond wordt gebeten”. Je pensioen blijft gelijk, maar je kan er minder voor kopen.

In onderstaande tabel laten we het effect zien van een jaarlijkse inflatie van 2% op een nominale pensioen/aanspraak na respectievelijk 10 en 35 jaar.

TABEL 1: DE ONTWIKKELING VAN DE KOOPKRACHT VAN EEN PENSIOEN VAN € 500 BIJ EEN INFLATIE VAN 2% PER JAAR

Jaartal	Uniform Pensioen Overzicht	Prijsindex (2% inflatie per jaar)	Koopkracht ten opzichte van 2018
2018	€ 500	100	100 %
2028	€ 500	122	82 %
2053	€ 500	200	50 %

Een pensioen dat 10 jaar niet wordt geïndexeerd staat bij een inflatie van 2 % per jaar gelijk aan een korting van 18 %.

De terugkeer van inflatie: de volgende uitdaging voor pensioenfondsen?

Het risico van onderdekking ten opzichte van de nominale verplichtingen is dus afgenomen; door de stijgende dekkingsgraden hebben pensioenfondsen weer wat vet op

de botten. Het toenemende inflatierisico zal er voor zorgen dat pensioenfondsen, hun deelnemers en andere stakeholders, hun verplichtingen weer meer als reëel gaan zien. Verschillende artikelen in de media wijzen op het toenemende risico van inflatie voor de koopkracht;

‘De cijfers van bijna alle pensioenfondsen zijn nog altijd niet goed genoeg om ouderen meer koopkracht te bieden, blijkt uit een totaaloverzicht van de stand van de pensioenfondsen die deze krant heeft gemaakt. Vier van de vijf grote fondsen hebben nog lang niet genoeg vlees op de botten om pensioenen te laten stijgen.’

‘De stilstand bij de pensioenfondsen is achteruitgang voor de gepensioneerden. De inflatie trok in 2017 weer aan, tot 1,4 %. Maar het gros van de ouderen krijgt er helemaal niks bij. “De koopkracht van gepensioneerden gaat er op achteruit”, legt pensioenexpert Corine Reedijk van Aon Hewitt uit. “Want je honderd euro pensioen blijft honderd euro. Maar de inhoud van je boodschappenmandje wordt in de tussentijd duurder.”

Bron: Telegraaf, 24 januari 2018

De portefeuilles van pensioenfondsen zijn sinds de kredietcrisis gericht geweest op behoud van de nominale verplichting. Naar onze mening zijn ze daardoor onvoldoende beschermd voor het risico van oplopende inflatie.

Hoe is de balans van een pensioenfonds te beschermen tegen inflatie?

Een typisch pensioenfonds zal in de matchingportefeuille de beleggingen zó onderbrengen dat de nominaal toegezegde uitkeringen aan de deelnemers zeker wordt gesteld. In de praktijk bestaat deze matchingportefeuille meestal uit de volgende categorieën:

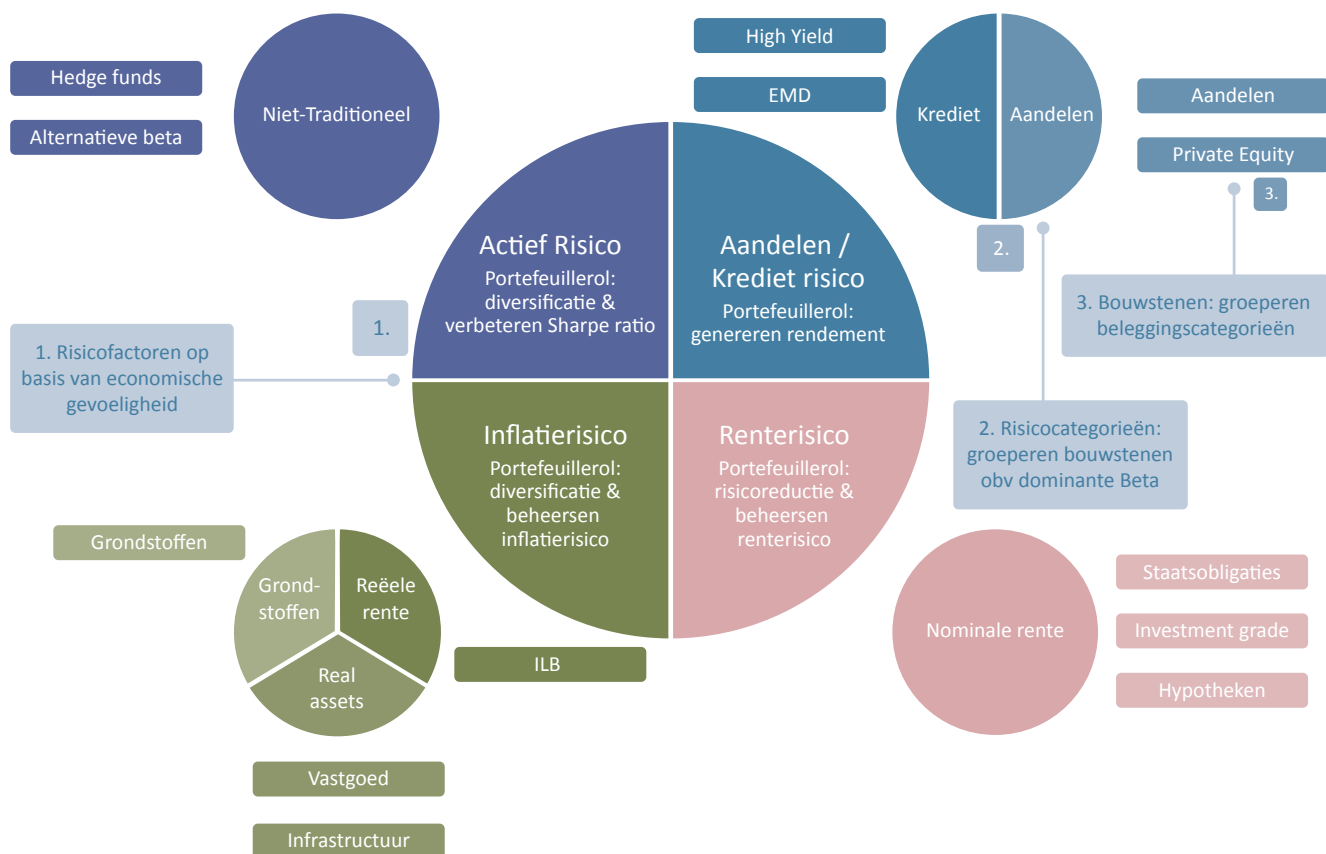
- Staatsobligaties
- Renteswaps
- Niet-staatsobligaties
- Hypotheken

Deze beleggingen hebben een sterke correlatie met de swaprente en/of de (nominale) verplichtingen van het pensioenfonds. De kredietwaardigheid van deze categorieën voldoet dan ook aan scherpe eisen.

In de returnportefeuille worden de beleggingen ondergebracht voor additioneel rendement. Alle overige beleggingscategorieën vallen hieronder, zoals:

- Aandelen
- Vastgoed
- Private Equity
- Infrastructuur
- Grondstoffen
- Hedge Fondsen

ACHMEA IM STRATEGISCH RAAMWERK



Achmea IM onderscheidt binnen de returnportefeuille -categorieën die rendement genereren en categorieën die (naast het genereren van rendement) ook diversificatie en bescherming bieden tegen inflatie. Voorbeelden van deze laatste groep zijn de beleggingscategorieën vastgoed, infrastructuur, inflation linked bonds en grondstoffen.

In dit artikel gaan wij specifiek in op de inflatie-bescherming die de categorie Grondstoffen biedt.

Grondstoffen en inflatie

Research Affiliates publiceerde in oktober 2014* een artikel waarin inflatie wordt aangegrepen als argument om in grondstoffen te beleggen. Het is geschreven vanuit het standpunt van een USD belegger, waarbij er logischerwijs gekeken wordt naar USD inflatie. Research Affiliates vindt een correlatie tussen commodity rendementen en inflatie van 62% (BCOM) tot 70% (S&P GSCI), gemeten over de periode januari 1999 tot en met juni 2014. Zij concluderen dat het gemiddelde jaar-op-jaar rendement in maanden met hoge (>3%) jaar-op-jaar inflatie 14,4% voor BCOM is en 24,7% voor S&P GSCI. In maanden met lage jaar-op-jaar inflatie is dit respectievelijk -1,2% en -3,3%.

De meeste commodity indices bestaan volledig uit in USD gednomineerde termijncontracten, terwijl een Europese belegger de euro inflatie te lijf wil gaan. De vraag is dan ook of grondstoffen voor beleggers met verplichtingen gednomineerd in euro ook een goede toevoeging aan de portefeuille zijn. We analyseren dit vraagstuk op basis van dezelfde methodologie die Research Affiliates in 2014 gebruikte. We vergelijken de inflatie over de afgelopen 12 maanden met het rendement van een beleggingscategorie over diezelfde afgelopen 12 maanden. Dit passen we toe op de beleggingscategorieën aandelen, obligaties en grondstoffen.

Analyse

Als benadering voor inflatie in de eurozone gebruiken we de door Eurostat gepubliceerde Euro Area Monetary Union Index of Consumer Prices, All Items, Not Seasonally Adjusted. Per maand wordt inflatie berekend door de meest recente waarde te delen door de waarde van de index 12 maanden geleden. Doordat er over een periode van één jaar gemeten wordt, is er geen sprake van seizoensinvloeden.

Omdat de tijdreeks voor inflatie een opeenvolging van 12-maands periodes zijn, wordt deze reeks vergeleken met het rendement op de verschillende beleggingscategorieën over diezelfde periode. Als uitgangspunten voor de verschillende beleggingscategorie worden de volgende indices gebruikt:

TABEL 2: GEBRUIKTE INDICES VOOR VERSCHILLENDE BELEGGINGSCATEGORIEËN

Beleggings-categorie	Index	Beleggings-categorie	Index
Grondstoffen	S&P GSCI TR	Aandelen	MSCI World TR, Net
Grondstoffen	BCOM TR	Obligaties	ICE BofAML GBMI

In alle gebruikte indices zijn veel USD gednomineerde beleggingstitels aanwezig. Om het effect van het al dan niet afdekken van valutarisico inzichtelijk te maken, wordt correlatie zowel over hedged als unhedged rendementen berekend. Bij het berekenen van de hedged rendementen laten we de kosten van de valutahedge buiten beschouwing. De analyse is gebaseerd op de periode 31-1-1996 tot en met 31-1-2018. De resultaten van de analyse zijn zichtbaar in tabel 3.

TABEL 3: CORRELATIE MET INFLATIE, OP MAANDBASIS, OVER ROLLENDE 12-MAANDS PERIODE 31-1-1996 T/M 31-1-2018

Correlatie met inflatie	S&P GSCI	BCOM	MSCI World	GBMI*
Hedged	0,64	0,58	-0,10	0,02
Unhedged	0,53	0,43	-0,24	-0,23

* Voor de Global Broad Market Index is geen data beschikbaar van voor 31-12-1996

Uit de tabel valt op te maken dat de rendementen van beide commodityindices sterk correleren met eurozone inflatie. Aandelen en obligaties laten geen correlatie zien. Opvallend hierbij is dat een belegger met aan inflatie onderhevige verplichtingen er goed aan doet om bij alle beleggingscategorieën het valutarisico af te dekken.

Beide commodityindices komen qua correlatie goed uit de vergelijking. Daarom is het interessant om te bekijken hoe beide varianten van de Achmea IM commodity strategie op dat front presteren. Voor beide strategieën zijn data beschikbaar vanaf januari 2004. De resultaten staan in tabel 4.

TABEL 4: CORRELATIE MET INFLATIE, OP MAANDBASIS, OVER ROLLENDE 12-MAANDS PERIODE 31-1-2004 T/M 31-1-2018

Correlatie met inflatie	Achmea IM S&P GSCI	Achmea IM BCOM	S&P GSCI	BCOM
Hedged	0,74	0,66	0,72	0,61
Unhedged	0,70	0,63	0,71	0,54

* Chavez, D., 2014, Go for the Gold: Commodities and Inflation, Research Affiliates Fundamentals, beschikbaar via <https://www.researchaffiliates.com/documents/Go%20for%20the%20Gold%20Commodities%20and%20Inflation%20pdf.pdf>

De Achmea IM commodity strategieën hebben een marginaal hogere correlatie met inflatie dan de benchmarks waarop ze gebaseerd zijn. Ook bij deze strategieën is het voor een euro belegger beter om het valutarisico af te dekken.

Rendementen

Correlatie op zich is nog geen argument om een beleggingscategorie op te nemen in een portefeuille. Een beleggingscategorie die perfect met inflatie meebeweegt, maar een gemiddeld rendement heeft dat zwaar negatief is, voegt geen inflatiebescherming toe aan een beleggingsportefeuille.

Om aan te sluiten bij de door Research Affiliates gebruikte methodologie, verdelen we de tijdreeksen in twee groepen, op basis van de gemeten inflatie over de voorgaande 12-maands periode. Dit leidt tot tabel 5.

In deze tabel is duidelijk te zien dat het rendement van commodities positief is en dat, gezien de verschillen in rendement tussen hoge en lage inflatieomgevingen, de beleggingscategorie bijzonder gevoelig is voor inflatie. Om deze gevoeligheid nog duidelijker in beeld te brengen geeft onderstaande puntenwolk de relatie tussen inflatie en de verschillende beleggingscategorieën weer. Gezien de aantrekkelijkheid van de varianten waarbij het valutarisico afgedekt wordt, worden alleen deze strategieën weergegeven.

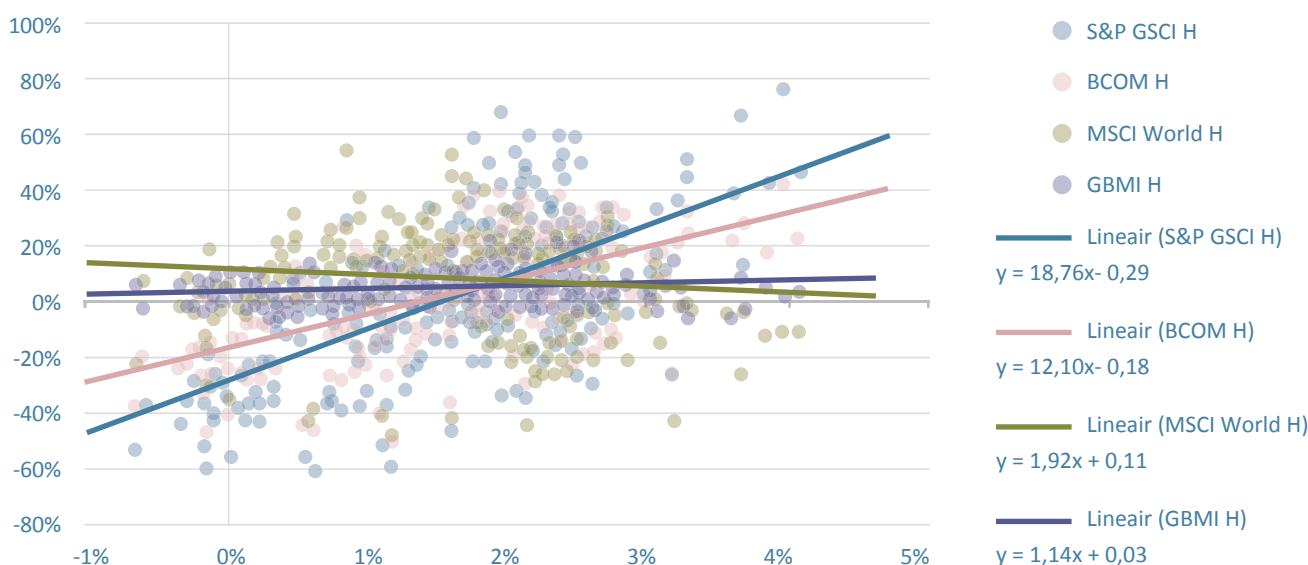
TABEL 5: JAAR-OP-JAAR RENDEMENTEN IN HOGE EN LAGE JAAR-OP-JAAR INFLATIEOMGEVINGEN

Beleggingsstrategie	Inflatie <3%	Inflatie >3%
S&P GSCI H	0,73%	31,13%
S&P GSCI U	1,75%	20,85%
BCOM H	2,04%	14,01%
BCOM U	3,09%	5,49%
MSCI World H	8,97%	-6,80%
MSCI World U	10,38%	-13,55%
GBMI H	4,72%	8,54%
GBMI U	5,29%	0,97%
AIM S&P GSCI H	3,64%	43,81%
AIM S&P GSCI U	3,80%	57,77%
AIM BCOM H	7,93%	30,19%
AIM BCOM U	7,95%	43,56%

(S&P GSCI, BCOM en MSCI World sinds 31-1-1996, GBMI sinds 31-12-1996, Achmea IM sinds 31-1-2004, allen tot en met 31-1-2018)
U: Unhedged, H: EUR Hedged

De volgende puntenwolk geeft de sterke gevoeligheid van grondstoffen ten opzichte van inflatie weer. De trendlijn van de BCOM index kent een bèta van 12, waar de bèta van de S&P GSCI zelfs bijna 19 is. Uit de regressie blijkt ook dat het nulpunt voor commodities bij een inflatieniveau van 1,5% ligt. Door de hoge gevoeligheid kunnen de rendementen op grondstoffen bij lage niveaus van inflatie, fors negatief zijn.

FIGUUR 2: RELATIE TUSSEN INFLATIE EN ASSET CLASSES INCLUSIEF ORDINARY LEAST SQUARES REGRESSIE TRENDLIJN

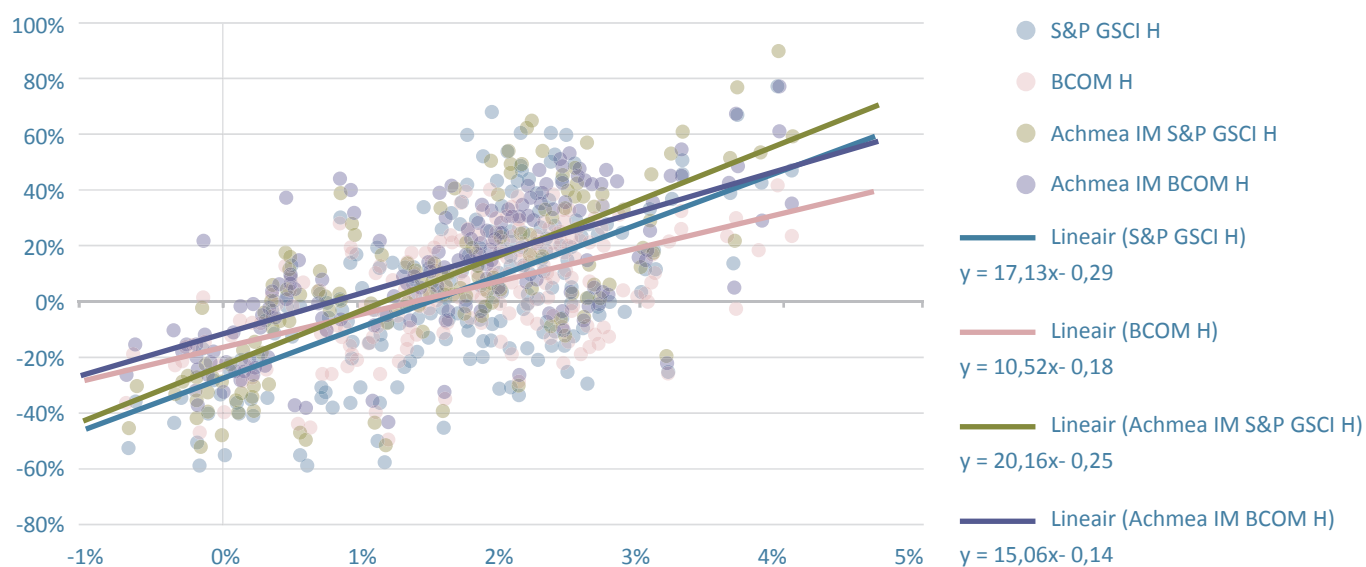


De strategieën van Achmea IM zijn erop gericht om bij lage inflatie een beter rendement te bieden, zonder de inflatiebescherming bij hogere niveaus op te geven.

De regressies in figuur 3 laten zien dat de strategieën bescherming tegen inflatie waarmaken. De gevoeligheid

naar inflatie is hoger, terwijl de afslag lager is. Dit houdt in dat het omslagpunt voor de strategieën tussen de 1% en 1,25% ligt. Voor de benchmarks ligt het op 1,70%. Zo hebben de strategieën van Achmea IM bij lagere niveaus van inflatie minder last van negatieve rendementen en dragen zo bij aan inflatiebescherming

FIGUUR 3: RELATIE TUSSEN INFLATIE EN COMMODITY STRATEGIEËN INCLUSIEF ORDINARY LEAST SQUARES REGRESSIE TRENDLIJN (31-1-2004 T/M 31-1-2018)



CONCLUSIE

Bovenstaande analyse heeft een drietal conclusies opgeleverd:

- Grondstoffen bieden een betere bescherming tegen eurozone inflatie dan aandelen of obligaties.
- Voor een belegger in de eurozone draagt het afdekken van het valutarisico bij aan het behalen van de inflatiedoelstelling.
- De commoditystrategieën van Achmea IM verbeteren de bijdrage aan de inflatiedoelstelling door zowel de gevoeligheid naar inflatie te verhogen, als het break-even punt te verlagen.

Dit maakt een belegging in de Achmea IM commodity strategie, waarbij het valutarisico wordt afgedekt bijzonder interessant voor een eurozone belegger met een ambitie om koopkracht te behouden.



Auteurs: Marc Hutten en Ralph Sandelowsky

Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. ('Achmea IM') heeft de informatie in dit document met zorg samengesteld. De informatie is alleen bestemd voor gekwalificeerde beleggers en/of professionele beleggers zoals bedoeld in de Wet op het financieel toezicht (Wft). Dit document is of bevat (i) geen aanbod of uitnodiging om financiële instrumenten te kopen, te verkopen of te verhandelen, (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies, (iii) geen juridisch, fiscaal of ander advies. Achmea IM raadt u af een (beleggings)beslissing uitsluitend te baseren op de informatie in dit document. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch, fiscaal of andere adviseur. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van zo'n (beleggings)beslissing. De informatie in dit document is (mede) gebaseerd op informatie die Achmea IM van betrouwbaar geachte informatiebronnen heeft verkregen. Achmea IM garandeert niet de betrouwbaarheid van die bronnen en de juistheid en volledigheid van de van die bronnen verkregen informatie. De informatie in dit document is puur informatief en u kunt daaraan geen rechten ontlenen. Alle informatie is een momentopname, tenzij uitdrukkelijk anders is aangegeven. Het verstrekken van dit document na de oorspronkelijke publicatiedatum is geen garantie dat de hierin opgenomen informatie op die latere datum nog juist en volledig is. Achmea IM heeft het recht om deze informatie zonder aankondiging te wijzigen. Het noemen van rendementen op beleggingen in dit document dient uitsluitend als uitleg en toelichting. Achmea IM spreekt daarmee geen verwachting uit over het rendement of koersverloop van die beleggingen. De waarde van uw belegging kan fluctueren en in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. U mag de informatie in dit document alleen voor eigen persoonlijk gebruik kopiëren. U mag de informatie niet overnemen, vermenigvuldigen, distribueren of openbaren zonder schriftelijke toestemming van Achmea IM. Alle informatie (teksten, foto's, illustraties, grafisch materiaal, handelsnamen, logo's, woord en beeldmerken) blijft eigendom van of in licentie bij Achmea IM en wordt beschermd door auteursrecht, merkenrecht en/of intellectueel eigendomsrecht. Er worden geen rechten of licenties overgedragen bij gebruik van of toegang tot deze informatie. Achmea Investment Management B.V., statutair gevestigd te Zeist (KvK 18059537), beschikt over een vergunning als beheerder van beleggingsinstellingen zoals bedoeld in de Wet op het financieel toezicht. Achmea Investment Management B.V. is ingeschreven in het register van de Stichting Autoriteit Financiële Markten onder nummer 15001209.