

Inflatierisiko

Achmea Investment Management



Inhoudsopgave

1	Inleiding	3
2	Wat is inflatie?	4
3	Vastleggen van de ambitie in een indexatiebeleid	5
4	Niet kunnen indexeren heeft een forse impact op de koopkracht	6
5	Wanneer kan een pensioenfonds indexeren?	7
6	Wat is inflatierisico?	9
7	Instrumenten om het inflatierisico in de pensioenbalans te beheersen	11
8	Tot slot	17

Wilt u meer weten over Inflatierisico?

Neem dan contact op met uw accountmanager of met Bas Scholten via bas.scholten@achmea.nl,
Marten Naaktgeboren via marten.naaktgeboren@achmea.nl of Patrick Riegel via patrick.riegel@achmea.nl.

1 Inleiding

Het doel van pensioenfondsen is om hun deelnemers van een goed en waardevast pensioen te voorzien. Veel pensioenfondsen streven er daarom naar de pensioenen jaarlijks te verhogen met de inflatie. Deze jaarlijkse verhoging wordt *indexatie* of *toeslag* genoemd. In de rest van deze reader gebruiken we de term indexatie. Wanneer een pensioenfonds de uitkeringen niet verhoogt, daalt de koopkracht van de deelnemers.

In het eerste deel van deze reader onderzoeken we het effect van inflatie op de koopkracht van deelnemers. Verder beantwoorden we de vraag wanneer een pensioenfonds gezond genoeg is om te indexeren. In het tweede deel van de reader kijken we naar inflatierisico. Dat is het risico dat de inflatie hoger uitvalt dan verwacht. We onderzoeken verschillende mogelijkheden om het inflatierisico te beheersen.

Het indexeren van pensioenen is voor de meeste pensioenfondsen een ambitie en geen harde toezegging. Dat maakt het vraagstuk over inflatierisico interessant, maar ook complex.

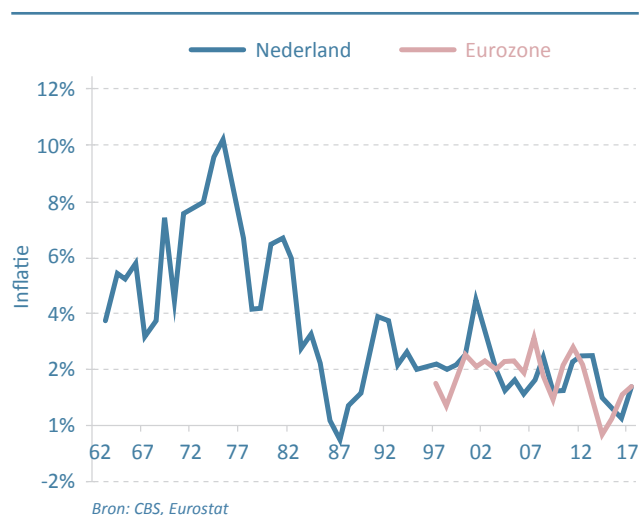
2 Wat is inflatie?

We noemen inflatie ook wel geldontwaarding. Het geld wordt minder waard; met eenzelfde euro kan je minder kopen dan voorheen. De ontwikkeling van de Nederlandse inflatie en de inflatie in de eurozone is in figuur 1 weergegeven. Het Centraal Bureau van de Statistiek (CBS) meet de inflatie in Nederland en Eurostat meet de inflatie in de eurozone. Uit de grafiek is af te lezen dat de Nederlandse en eurozone inflatie over de afgelopen jaren relatief stabiel waren. In de jaren '70 en '80 was de inflatie in Nederland hoog en volatiel.

Hoe wordt inflatie gemeten?

Het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS) berekent de Nederlandse inflatie op basis van een groot aantal producten en diensten. Er wordt daarom vaak gesproken over een vast boodschappenmandje. De samenstelling van het boodschappenmandje is niet vast maar verandert ieder jaar, doordat de bestedingen van consumenten ook veranderen. Hieronder is de samenstelling van het mandje in 2017 weergegeven.

FIGUUR 1 PRIJSINFLATIE IN NEDERLAND EN DE EUROZONE



FIGUUR 2 PRODUCTEN EN DIENSTEN OM DE PRIJSINFLATIE TE METEN



Welke factoren bepalen inflatie?

Er zijn verschillende bronnen van inflatie.

- Vraag: We spreken van **bestedingsinflatie** wanneer een goede economische ontwikkeling zorgt voor overbesteding. De vraag naar goederen is dan groter dan het aanbod, waardoor er schaarste ontstaat en de prijs stijgt.
- Aanbod: **Kosteninflatie** wordt veroorzaakt doordat de kosten voor het produceren van goederen en diensten stijgen. Denk bijvoorbeeld aan hogere lonen of hogere grondstofprijzen.

- Monetair: Een sterke stijging van de geldhoeveelheid kan zorgen voor **monetaire inflatie**. Dit kan het gevolg zijn van geldcreatie door de centrale bank of door overmatige kredietverlening.
- Verwachtingen: Tot slot speelt ook de **inflatieverwachting** een belangrijke rol bij het verloop van de inflatie. Doordat mensen anticiperen op de verwachte inflatie, kan inflatie een zelf vervullende voorspelling worden. Wanneer de inflatieverwachtingen hoog zijn, stellen bijvoorbeeld vakbonden hogere looneisen. Bedrijven berekenen deze hogere loonkosten vervolgens door in de prijzen van hun producten.

3 Vastleggen van de ambitie in een indexatiebeleid

Een pensioenfonds legt de indexatie ambitie vast in een indexatiebeleid. Het pensioenfonds legt hierin vast wanneer het overgaat tot indexatie en hoe de hoogte van de indexatie wordt vastgesteld. Een pensioenfonds heeft verschillende vrijheden om het indexatiebeleid vast te stellen.

Voorwaardelijke en onvoorwaardelijke indexatie

Pensioenfondsen kennen twee vormen van indexatie: onvoorwaardelijke en voorwaardelijke indexatie. Wanneer een pensioenfonds de geïndexeerde pensioenen daadwerkelijk heeft *toegezegd*, noemen we deze toezegging *onvoorwaardelijk*. We spreken ook wel van *harde* indexatie. Dit betekent overigens niet dat de indexatie gegarandeerd is. Net als bij nominale uitkeringen kan er worden gekort als de dekkingsgraad te laag is.

Een pensioenfonds met een *voorwaardelijk* indexatiebeleid heeft alleen de ambitie om de pensioenen jaarlijks te indexeren. Voorwaardelijke indexatie noemen we ook wel *zachte* indexatie. Voor de meeste pensioenfondsen geldt dat de indexatie voorwaardelijk is.

Indexatie gekoppeld aan prijs- of looninflatie of vaste indexatie

Een pensioenfonds moet vastleggen op basis van welke inflatie-index het jaarlijks indexeert. Veel pensioenfondsen gebruiken hiervoor de Nederlandse *prijsinflatie* die het CBS berekent. Als het pensioenfonds ieder jaar de pensioenen met de prijsindexatie kan verhogen, is het pensioen *waardevast*.

Er zijn pensioenfondsen met de ambitie om de indexatie te koppelen aan de *loonontwikkeling* in een bepaalde sector of onderneming. Maakt een pensioenfonds deze ambitie waar, dan is het pensioen *welvaartsvast*.

Er zijn ook pensioenfondsen die de ambitie hebben om ieder jaar een *vaste indexatie* te geven van bijvoorbeeld 2%. De verhoging is niet gekoppeld aan een gemeten inflatie-index. Als de inflatie lager is dan 2% en het pensioenfonds met 2% indexeert, stijgt de koopkracht van de deelnemers en pensioengerechtigden. Bij een inflatie die hoger is dan de vaste indexatie daalt de koopkracht juist.



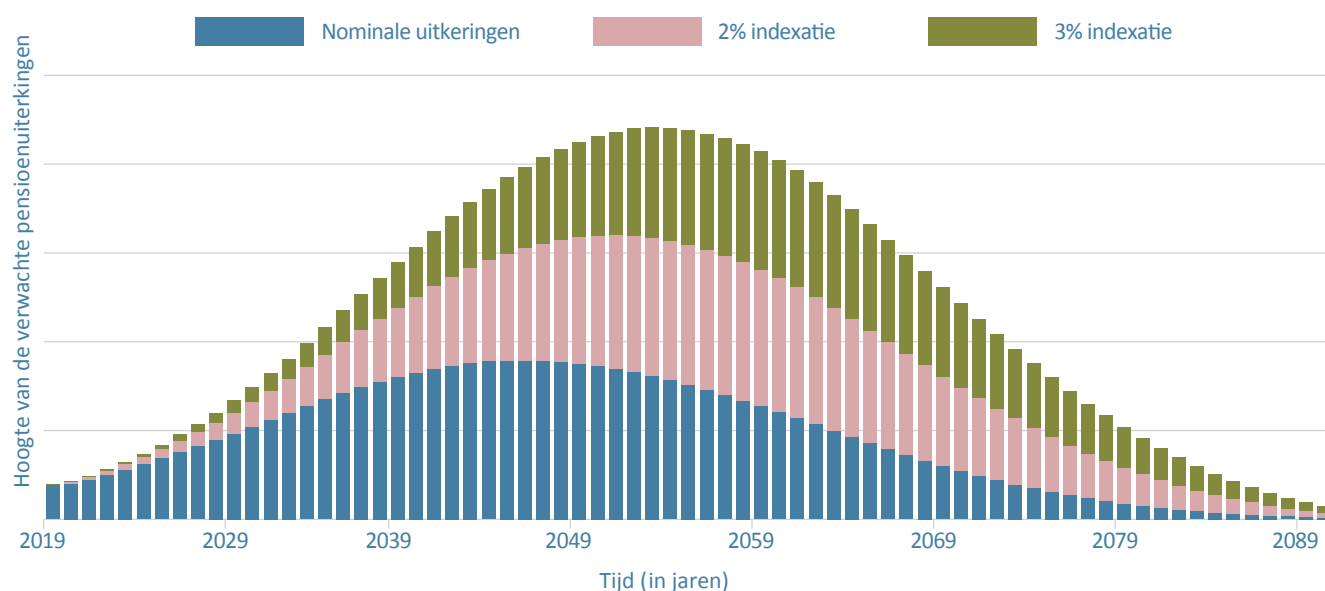
4 Niet kunnen indexeren heeft een forse impact op de koopkracht

In dit hoofdstuk kijken we naar de impact van wel of niet indexeren. Dit lichten we toe aan de hand van figuur 3. Hierin zijn de pensioenen weergegeven die het pensioenfonds aan zijn deelnemers denkt uit te gaan keren. Een groot deel van de pensioenen hoeft het pensioenfonds pas in de verre toekomst te betalen. De blauwe balken geven de nominale uitkeringen weer. Dit zijn de uitkeringen als het pensioenfonds niet kan indexeren. We noemen dit de *nominale pensioenen*. De roze balken geven de uitkeringen weer wanneer het pensioenfonds 2% per jaar indexeert. De roze en de blauwe balken samen noemen we in deze reader de *geïndexeerde pensioenen*. De groene balken geven de geïndexeerde pensioenen weer wanneer de indexatie 3% per jaar is.

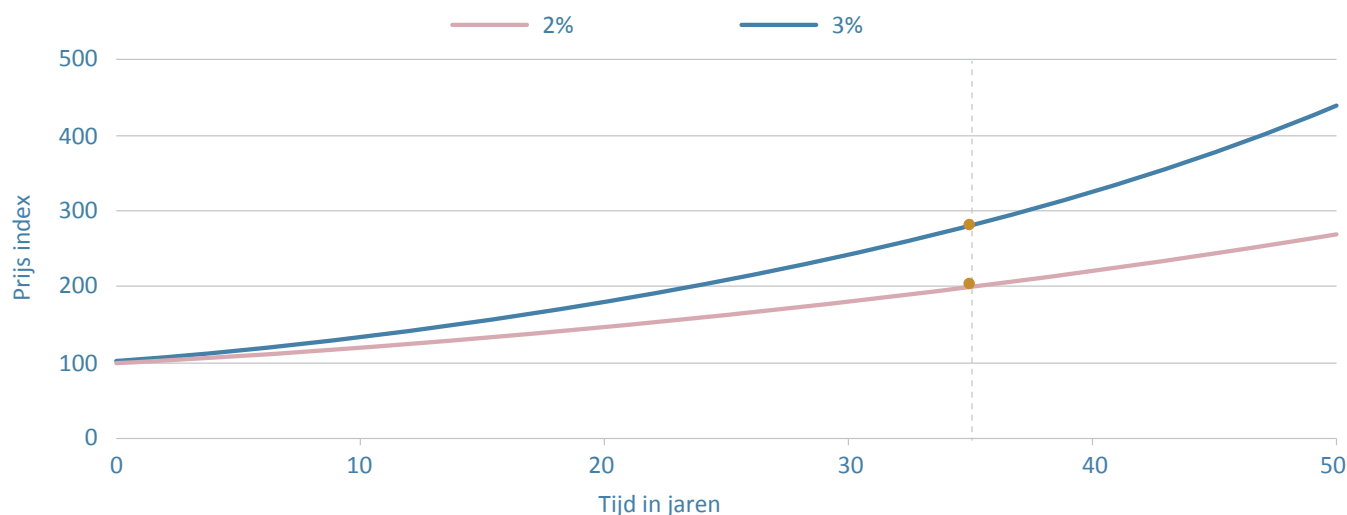
Het eerste dat opvalt in figuur 3 is dat de indexatie vooral impact heeft op de pensioenen die verder in de toekomst worden uitgekeerd. Het tweede dat opvalt, is dat een stijging van de inflatie van 2% naar 3% per jaar een groot effect heeft op de hoogte van de geïndexeerde pensioenen.

Figuur 4 geeft de prijsontwikkeling weer bij een inflatie van 2% en 3% per jaar. Bij een inflatie van 2% verdubbelen de prijzen zich na ongeveer 35 jaar. Dit betekent dat de koopkracht halveert als een pensioenfonds niet kan indexeren. Bij een inflatie van 3% verdrievoudigen de prijzen zich na ongeveer 35 jaar. In dat geval blijft nog maar 1/3 van de koopkracht over.

FIGUUR 3 NOMINALE EN GEÏNDEXEERDE PENSIOENEN BIJ 2% EN 3% INDEXATIE



FIGUUR 4 ONTWIKKELING VAN DE PRIJSINDEX BIJ EEN INFLATIE VAN 2% EN 3%



5 Wanneer kan een pensioenfonds indexeren?

In het vorige hoofdstuk hebben we gekeken naar de indexatie *ambitie* van pensioenfondsen. In dit hoofdstuk onderzoeken we wanneer een pensioenfonds *kan* indexeren door te kijken hoeveel vermogen een pensioenfonds daarvoor nodig heeft. In de tekstbox “Wettelijk kader” onderzoeken we wanneer een pensioenfonds op basis van wet- en regelgeving *mag* indexeren.

Benodigd vermogen om met zekerheid te kunnen indexeren

Om te bepalen hoeveel vermogen nodig is om te indexeren, kijken we naar de verwachte uitkeringen van een pensioenfonds met een gemiddelde Nederlandse populatie. We maken de aanname dat de inflatie 2% per jaar is.

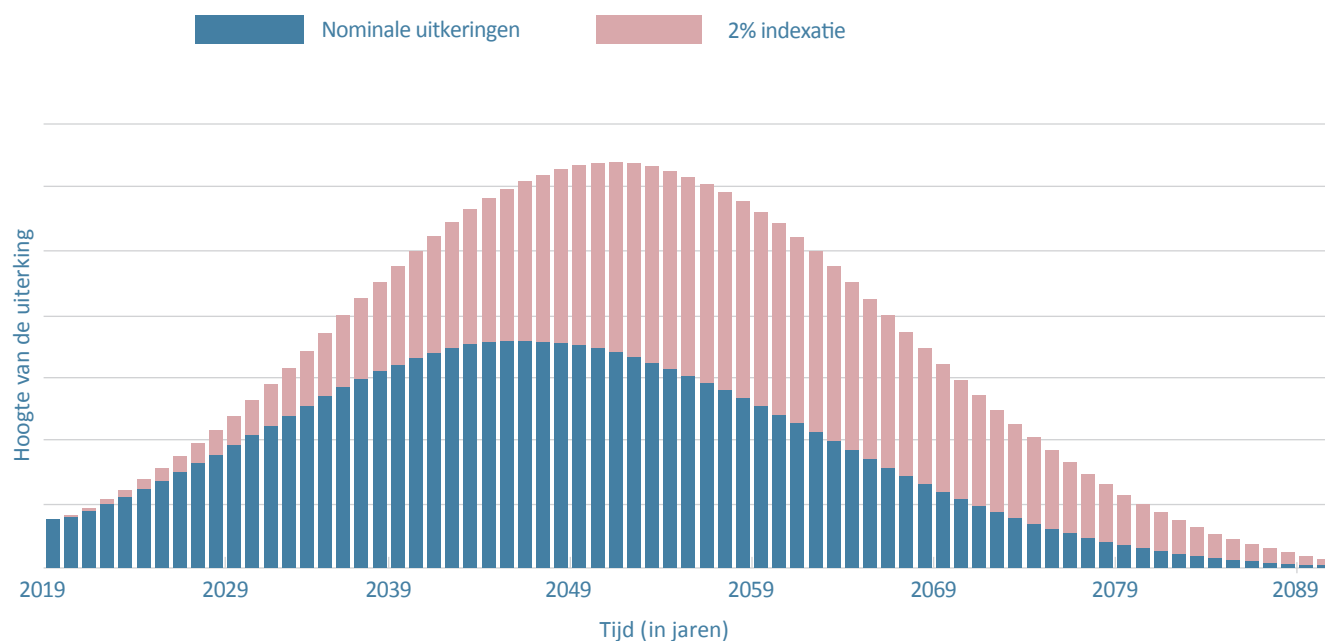
De waarde van de *nominale pensioenen* bepalen we door de nominale uitkeringen (blauwe balken in figuur 5) te verdisconteren.¹ Stel dat een pensioenfonds met een voorwaardelijk indexatiebeleid een dekkinggraad van 100% heeft, dan is er precies voldoende vermogen aanwezig om de nominale pensioenen met grote zekerheid te betalen. Er is geen vermogen om de indexatie in de toekomst te kunnen betalen.

De *geïndexeerde pensioenen* bepalen we door de *geïndexeerde uitkeringen* (blauwe en roze balken samen) te verdisconteren. De waarde van de geïndexeerde pensioenen is ongeveer 75% hoger dan de waarde van de nominale pensioenen voor een gemiddeld Nederlands pensioenfonds. Dit betekent dat een pensioenfonds een dekkinggraad van 175% moet hebben om de geïndexeerde pensioenen met grote zekerheid te kunnen betalen.

Pensioenfondsen met een onvoorwaardelijk indexatiebeleid

Bovenstaande berekeningen gelden voor pensioenfondsen met een voorwaardelijk indexatiebeleid. Pensioenfondsen met een onvoorwaardelijk indexatiebeleid moeten op basis van de richtlijnen in het Financieel Toetsingskader (FTK) voor het bepalen van hun dekkinggraad uitgaan van de *geïndexeerde pensioenen*. Dit betekent dat bij een marktrente dekkinggraad van 100% het pensioenfonds precies voldoende middelen in kas heeft om met zekerheid te kunnen indexeren.

FIGUUR 5 NOMINALE EN GEÏNDEXEERDE PENSIOENEN BIJ 2% INDEXATIE



¹ Zie Achmea IM reader *Renterisico in een pensioenbalans* voor de uitleg over verdisconteren

Wanneer mag een pensioenfonds indexeren?

In het indexatiebeleid staat wanneer een pensioenfonds overgaat tot indexatie. Dit beleid mag niet soepeler, maar wel strenger zijn dan de regels in het Financieel Toetsingskader (FTK). We leggen de FTK-regels uit voor pensioenfondsen met een voorwaardelijk indexatiebeleid.

Indexatie afhankelijk van de dekkingsgraad

De dekkingsgraad is leidend om te bepalen hoeveel een pensioenfonds wettelijk mag indexeren. Het FTK stelt dat pensioenfondsen met een voorwaardelijk indexatiebeleid *volledig* mogen indexeren als de dekkingsgraad hoger is dan de *toekomstbestendige indexatiegrens*. De toekomstbestendige indexatiegrens verschilt per pensioenfonds en is afhankelijk van de leeftijd van de deelnemers. Bij een pensioenfonds met een gemiddelde populatie ligt de toekomstbestendige indexatiegrens op ongeveer 130%.

Bij een dekkingsgraad lager dan 110% mag een pensioenfonds niet indexeren. Deze grens is voor alle pensioenfondsen hetzelfde.

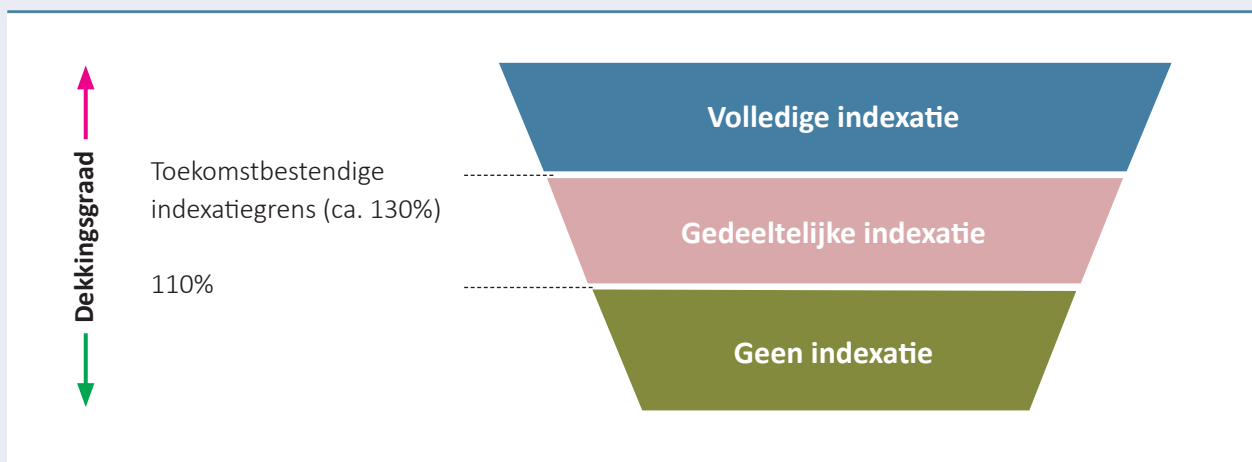
Ligt de dekkingsgraad tussen de 110% en de toekomstbestendige indexatiegrens van bijvoorbeeld 130%, dan mag een pensioenfonds gedeeltelijk indexeren. Is de dekkingsgraad van een pensioenfonds bijvoorbeeld 120%, dan zegt het FTK dat maar de helft van de indexatie naar de toekomst toe houdbaar is (120% ligt namelijk precies tussen 110% en 130%). Wanneer de werkelijke inflatie over het afgelopen jaar bijvoorbeeld 3% was, mag maximaal 1,5% geïndexeerd worden.

Verskil tussen economisch en wettelijk kader

Het pensioenfonds in het voorbeeld in de hoofdttekst heeft, met een economische bril op, een dekkingsgraad van 175% nodig om met grote zekerheid te kunnen indexeren. Het FTK zegt echter dat ditzelfde pensioenfonds bij een dekkingsgraad van ongeveer 130% voldoende vermogen heeft om te indexeren. Dit verschil komt door:

- 1) Andere rekenrente: In het voorbeeld waarbij de benodigde dekkingsgraad 175% moet zijn, hebben we de *swaprente* gebruikt om de geïndexeerde pensioenen te verdisconteren. Bij de toekomstbestendige indexatiegrens verdisconteren we de uitkeringen met een hogere rekenrente. Voor de *nominale pensioenen* schrijft het FTK de *UFR-rekenrente* voor. Voor de indexatie uitkeringen (de roze balken in figuur 5) is de rekenrente gelijk aan het verwacht rendement op aandelen.
- 2) Andere uitkeringen: Voor het bepalen van de toekomstbestendige indexatiegrens schrijft het FTK voor dat pensioenfondsen gebruik moeten maken van de *aanname dat de inflatie in de toekomst 2% is*. De benodigde dekkingsgraad van 175%, is bepaald op basis van de *verwachte inflatie* in de markt². In hoofdstuk 8 *Instrumenten om inflatierisico in de pensioenbalans te beheersen* verderop in deze reader, zien we dat de verwachte inflatie uit de markt is af te lezen. Wanneer de verwachte inflatie stijgt, nemen ook de geïndexeerde uitkeringen toe.

FIGUUR 6 INDEXATIE BIJ EEN VOORWAARDELIJK INDEXATIEBELEID



² Verwachte prijsinflatie in de eurozone

6 Wat is inflatierisico?

Inflatierisico is ten eerste het risico dat de werkelijke inflatie hoger uitvalt dan verwacht. Een pensioenfonds dat verwacht dat de inflatie 2% per jaar is, loopt het risico dat de werkelijke inflatie in een bepaald jaar op 3% uitkomt.

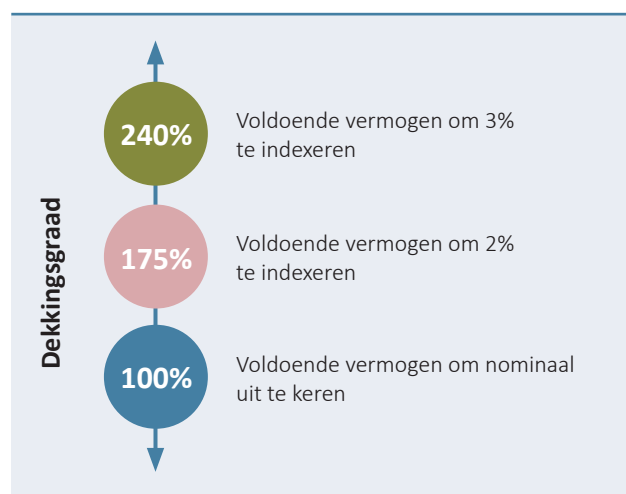
Inflatierisico is ten tweede ook het risico dat de inflatieverwachting stijgt. De inflatieverwachting is de gemiddelde inflatie die een pensioenfonds op de lange termijn verwacht. Een pensioenfonds dat de inflatieverwachting op 2% inschat, loopt het risico dat het de inflatieverwachting naar boven moet bijstellen, naar bijvoorbeeld 3%. Dit kan gebeuren als marktpartijen een structureel hogere inflatie inschatten of de inflatiedoelstelling van centrale banken in twijfel trekken. In dit hoofdstuk kijken we naar de impact als de inflatieverwachting stijgt van 2% naar 3%.

Benodigd vermogen stijgt om met zekerheid te indexeren

Een stijging van de inflatieverwachting van 2% naar 3% heeft een grote impact op de contante waarde van de geïndexeerde pensioenen. Eerder in deze reader hadden we gezien dat de waarde van de geïndexeerde pensioenen bij een inflatieverwachting van 2% ongeveer 75% hoger is dan de waarde van de nominale pensioenen. Wanneer de inflatieverwachting

niet 2% maar 3% is, is de waarde van de geïndexeerde pensioenen zelfs 140% hoger. De dekkinggraad van een pensioenfonds met voorwaardelijke indexatie moet dus 240% zijn om met grote zekerheid te kunnen indexeren. Een forse stijging dus.

FIGUUR 7 BENODIGDE DEKKINGSGRAAD OM MET GROTE ZEKERHEID TE KUNNEN INDEXEREN³

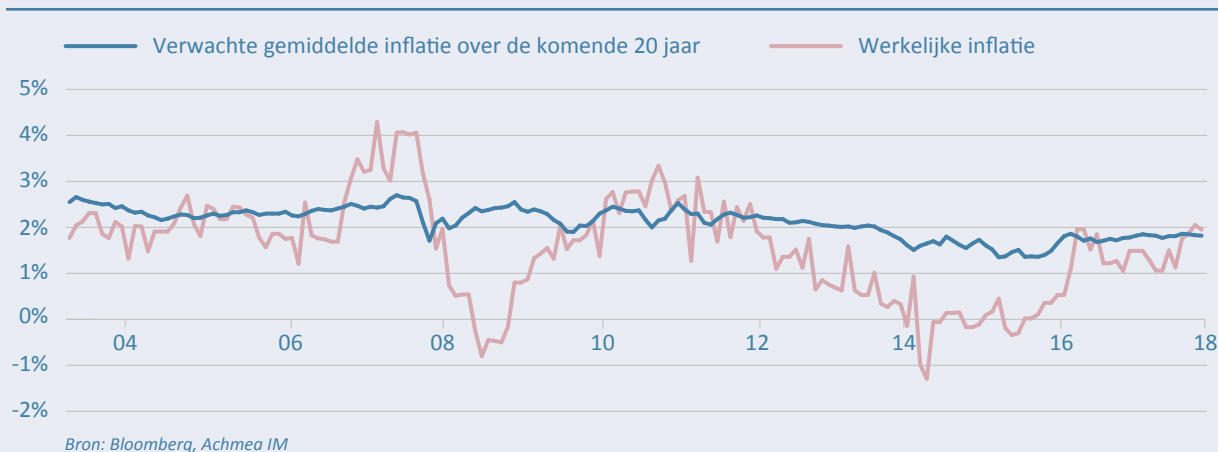


Werkelijke inflatie versus de inflatieverwachting

De waarde van de geïndexeerde pensioenen is sterk afhankelijk van de aanname over de inflatieverwachting. In dit hoofdstuk kijken we naar het voorbeeld dat de lange-termijn inflatieverwachting stijgt van 2% naar 3%. Dit betekent dat we verwachten dat de *gemiddelde inflatie de komende jaren structureel* 1% hoger ligt. Dit is anders dan dat de *werkelijke inflatie in een bepaald jaar* met 1% stijgt.

De werkelijke inflatie is bewegelijker dan de verwachte inflatie (zie figuur 8). De afgelopen jaren varieerde de werkelijke inflatie in de eurozone tussen -1% en 4,3%. De lange-termijn verwachte inflatie in de eurozone voor de komende 20 jaar vooruit varieerde tussen 1,3% en 2,7%. De werkelijke inflatie kan dus in een bepaald jaar sterk stijgen terwijl de lange-termijn verwachte inflatie nauwelijks toeneemt.

FIGUUR 8 WERKELIJKE INFLATIE VERSUS DE LANGE-TERMIJN VERWACHTE INFLATIE



³ De dekkinggraad is gelijk aan de actuele dekkinggraad die wordt bepaald aan de hand van de UFR-rekenrente

Nominale dekkingsgraad blijft gelijk

Een stijging van de verwachte inflatie in de markt zien we niet terug in de dekkingsgraden van pensioenfondsen met een voorwaardelijk indexatiebeleid. Zij waarderen hun pensioenen namelijk op basis van de nominale uitkeringen. Een stijging van de inflatieverwachting in de markt van 2% naar 3%, heeft geen effect op de hoogte van de nominale pensioenuitkeringen.

Overigens kan een stijging van de verwachte inflatie resulteren in een hogere nominale rente omdat inflatie en rentes positief met elkaar gecorreleerd zijn. Hierdoor stijgt de rekenrente en daalt de waarde van de nominale pensioenen. Hier komen we later in deze reader op terug.

Benodigd rendement neemt toe

Een pensioenfonds met een voorwaardelijk indexatiebeleid en een dekkingsgraad van 100% heeft precies voldoende vermogen om de nominale pensioenen te betalen. Om toch jaarlijks 2% te kunnen indexeren, moet het pensioenfonds een rendement halen dat 2% hoger ligt dan de rekenrente. Wanneer de verwachte inflatie stijgt van 2% naar 3% moet het pensioenfonds een hoger rendement behalen om de uitkeringen met de inflatie te verhogen.

Waarom is de inflatiedoelstelling rond de 2%?

De inflatiedoelstelling van de ECB is *close but below* 2%. Waarom is gekozen voor deze doelstelling?

In het verleden was het doel van het monetaire beleid van centrale banken om de wisselkoers te stabiliseren, de werkgelegenheid te vergroten en de economische groei te sturen. Voor centrale banken bleek het lastig om tegelijkertijd op deze verschillende doelstellingen te sturen. In de jaren '90 stapten veel centrale banken daarom over naar een inflatiedoelstelling. Economen gaan er namelijk van uit dat de inflatie de staat van de economie goed weergeeft. Ook de Fed heeft sinds 2012 een officiële inflatiedoelstelling van rond de 2%.

Bij het vaststellen van de inflatiedoelstelling gaan centrale banken ervan uit dat een hoge inflatie slechter voor de economie is dan een lage inflatie. Ze weten echter ook dat een lage inflatie niet zonder risico's is. Bij een lage inflatie is het voor bedrijven namelijk lastig om de loonkosten omlaag te brengen. Daarnaast gaat een lage inflatie vaak samen met een lage rente. Wanneer de inflatie laag is, is het voor een centrale bank lastig om de rentetarieven sterk te verlagen, omdat de rente dan negatief wordt. Veel centrale banken hebben inflatiedoelstellingen van rond de 2% vastgelegd, omdat rentes dan zelden negatief worden. De afgelopen jaren bleek het toch nodig om de rentes te verlagen tot onder de 0%



7 Instrumenten om het inflatierisico in de pensioenbalans te beheersen

Veel pensioenfondsen hebben de ambitie om de pensioenen jaarlijks te indexeren met de inflatie. De dekkingsgraden van veel pensioenfondsen zijn lager dan de 175% uit het voorbeeld in het eerdere hoofdstuk om te kunnen blijven indexeren. Het is daarom noodzakelijk voor pensioenfondsen om *voldoende rendement* te halen om de indexatie ambitie waar te maken. Een pensioenfonds belegt daarom bijvoorbeeld in aandelen.

Pensioenfondsen kiezen veelal naast hun aandelenbeleggingen om de rendementsdoelstelling te realiseren, ook voor inflatiegevoelige beleggingen om het inflatierisico te beheersen. In dit hoofdstuk kijken wij naar inflatiegevoelige beleggingen. Deze zorgen voor een positief rendement wanneer de werkelijke of verwachte inflatie hoger uitvalt dan eerder gedacht. Het positieve rendement compenseert dan de hogere uitkering of de waardevermindering van de geïndexeerde pensioenen.

In deze reader onderscheiden we drie alternatieven om het inflatierisico te beheersen:

- A. inflatiegevoelige beleggingen zoals vastgoed en grondstoffen
- B. het verlagen van het nominale renteafdekking
- C. inflatieswaps

De alternatieven worden hierna uitgewerkt. In de laatste paragraaf vergelijken we de alternatieven met elkaar.

A. Inflatiegevoelige beleggingscategorieën

Het eerste alternatief om het inflatierisico te beheersen, is door beleggingscategorieën in de portefeuille op te nemen waarvan het rendement een (sterk) verband heeft met inflatie. Voorbeelden zijn vastgoed en grondstoffen. Voor vastgoed is dit verband te verklaren doordat de huuropbrengsten vaak gekoppeld zijn aan inflatie. Bij grondstoffen geldt dat een stijging van de olie-, metaal- en voedselprijzen zich meestal vertaalt in een hogere prijsinflatie voor consumenten. Aandelen hebben ook een beperkte blootstelling (exposure) naar inflatie doordat de omzetten en winsten van bedrijven vaak toenemen bij een hogere inflatie. De exposure van aandelen naar inflatie is zwak. Daarom nemen wij aandelen niet mee als inflatiegevoelige beleggingscategorie.

Voor- en nadelen van inflatiegevoelige beleggingen

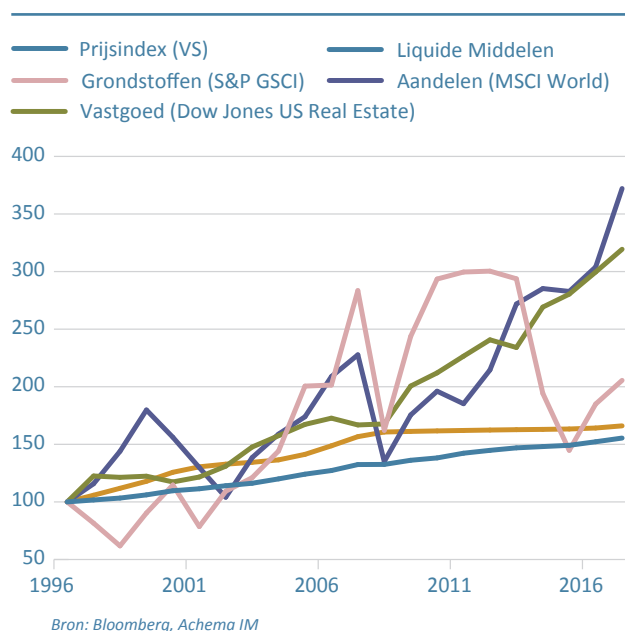
+ Risicopremie op vastgoed en grondstoffen

Veel pensioenfondsen hebben een te lage dekkingsgraad om met zekerheid in de toekomst te indexeren. Dit betekent dat ze een risicopremie moet verdienen. Op vastgoed en grondstoffen verdienen pensioenfondsen naar verwachting een vergoeding voor het risico dat ze lopen. Op grondstoffen komt deze risicopremie voor een groot gedeelte door actief beheer.

- Beperkte link met inflatie

De exposure van de verschillende beleggingscategorieën naar de inflatie is zwak. Dit lichten we toe aan de hand van figuur 9. Hierin is de Amerikaanse inflatie en het rendement op verschillende beleggingscategorieën weergegeven. We laten hier de Amerikaanse inflatie zien omdat er nog geen lange historische reeksen in de eurozone aanwezig zijn. Wat opvalt is dat het verband tussen vastgoed en grondstoffen en de inflatie matig is. Dit komt omdat er veel andere factoren zijn die het rendement op vastgoed en grondstoffen bepalen, zoals de economische cyclus en geopolitieke ontwikkelingen (met name bij grondstoffen). Voor aandelen is het verband met de inflatie zeer zwak.

FIGUUR 9 INFLATIE EN RENDEMENT OP VASTGOED, GRONDSTOFFEN EN AANDELEN IN DE VERENIGDE STATEN



- Exposure naar wereldwijde inflatie in plaats van Nederlandse inflatie

Nederlandse pensioenfondsen hebben vaak de ambitie om de pensioenen te verhogen met de Nederlandse prijs- of looninflatie. Pensioenfondsen beleggen vanuit diversificatie oogpunt wereldwijd, waardoor er exposure bestaat naar wereldwijde inflatie. Nederlandse inflatie en wereldwijde inflatie kennen een mismatch. Veel pensioenfondsen beleggen in Nederlands vastgoed, waardoor de portefeuille toch een hoge exposure krijgt naar de Nederlandse prijsinflatie.

- *Exposure naar werkelijke inflatie in plaats van lange-termijn verwachte inflatie*

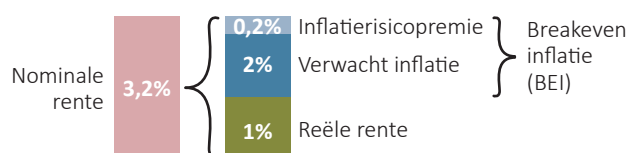
De waarde van de geïndexeerde pensioenen wordt vooral bepaald door de lange-termijn verwachte inflatie. Inflatiegevoelige beleggingscategorieën hebben echter vooral exposure naar de werkelijke inflatie en in minder mate naar de lange-termijn verwachte inflatie. Wanneer de lange-termijn verwachte inflatie stijgt, neemt de waarde van de geïndexeerde pensioenen sterk toe terwijl de grondstoffen- en vastgoedprijzen niet altijd in waarde meestijgen.

B. Verlagen van de nominale renteafdekking

Het tweede alternatief is het verlagen van de nominale renteafdekking. De reden is dat inflatie en nominale rente vaak gelijk bewegen.

De econoom Irving Fisher stelt dat de nominale rente is opgebouwd uit de reële rente, verwachte inflatie en de inflatierisicopremie. De verwachte inflatie en de inflatie risicopremie vormen samen de *breakeven inflatie (BEI)*.

FIGUUR 10 OPBOUW VAN DE NOMINALE RENTE

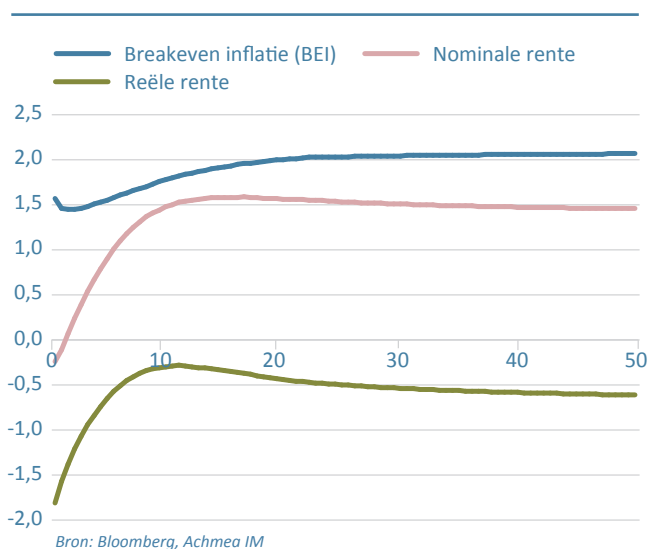


De nominale rente, breakeven inflatie en reële rente zijn uit de markt af te lezen. De verwachte inflatie en de inflatierisicopremie zijn niet afzonderlijk uit de markt af te leiden. Alleen van de breakeven inflatie - het totaal van deze twee componenten - is marktdata beschikbaar. De rentes en breakeven inflatie verschillen per looptijd. In figuur 11 zijn de curves per eind september 2018 weergegeven.

Verlagen van nominale renteafdekking werkt goed als de breakeven inflatie en nominale rente gelijk bewegen

Het verlagen van de nominale renteafdekking is een goed alternatief om het inflatierisico te beheersen *als* de breakeven inflatie en de nominale rente gelijk bewegen. Als dit niet het geval is, is het verlagen van de nominale renteafdekking geen effectieve manier om het inflatierisico te beheersen. Dit lichten we toe met twee voorbeelden:

FIGUUR 11 HOOGTE VAN DE BREAKEVEN INFLATIE, NOMINALE EN REËLE RENTE PER LOOPTIJD



Voorbeeld 1: Breakeven inflatie en nominale rente stijgen allebei (afdekking is effectief)

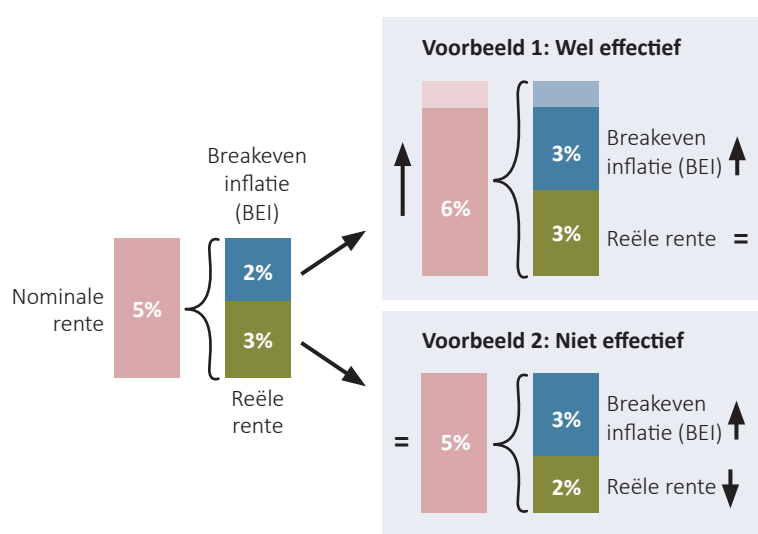
We maken de aanname in dit voorbeeld dat breakeven inflatie 2% en de nominale rente 5% is. De reële rente is dus 3% zoals weergegeven in figuur 12. Wanneer de breakeven inflatie stijgt van 2% naar 3% nemen de geïndexeerde uitkeringen toe. Echter, wanneer de nominale rente tegelijkertijd ook met 1%-punt stijgt naar 6%, mogen deze geïndexeerde uitkeringen met een hogere rekenrente worden verdisconteerd. Per saldo blijft de waarde van de geïndexeerde pensioenen dus gelijk. De waarde van de beleggingen blijft ook gelijk wanneer het nominale renterisico niet is afgedekt.

Een pensioenfonds kan het inflatierisico dus beheersen door het nominale renterisico niet af te dekken. Dit betekent dat pensioenfondsen die het nominaal renterisico al hebben afgedekt, het nominaal renteafdeckingspercentage verlagen om het inflatierisico te beheersen. In de praktijk zien we dat veel pensioenfondsen een nominaal renteafdeckingspercentage hanteren van minder dan 100%.

Voorbeeld 2: Breakeven inflatie stijgt maar nominale rente blijft gelijk (afdekking is niet effectief)

In dit voorbeeld stijgt de breakeven inflatie naar 3% maar blijft de nominale rente 5%. Dit resulteert in een hogere waarde van de geïndexeerde pensioenen omdat de hogere uitkeringen tegen dezelfde rente verdisconteerd worden. Een pensioenfonds die het inflatierisico denkt te beheersen door het nominale renteafdekking *niet af te dekken*, ziet dat de afdekking in dit scenario *niet* effectief is. De geïndexeerde uitkeringen stijgen namelijk in waarde maar deze stijging wordt niet gecompenseerd door een stijging van de waarde van de beleggingen. De nominale rente blijft immers gelijk.

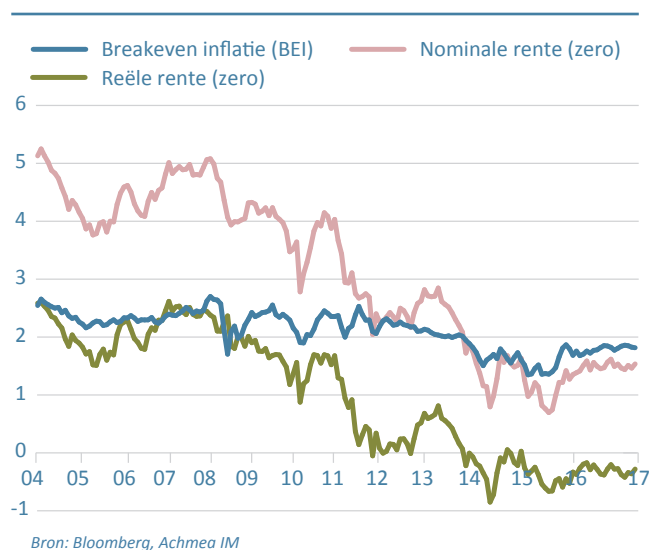
FIGUUR 12 OPBOUW EN VERANDERING VAN DE NOMINALE RENTE



Afgelopen jaren werkte het verlagen van de nominale renteafdekking minder goed

De afgelopen jaren is de nominale rente sterk gedaald terwijl de breakeven inflatie minder sterk daalde (zie figuur 13). De geïndexeerde uitkeringen zijn dus ongeveer gelijk gebleven, maar de rekenrente waartegen deze uitkeringen verdisconteerd worden is gedaald. Hierdoor is de waarde van de geïndexeerde pensioenen toegenomen. Het afbouwen van de nominale renteafdekking om geïndexeerde pensioenen af te dekken, heeft daarom niet gewerkt.

FIGUUR 13 ONTWIKKELING VAN DE 20-JAARS BREAKEVEN INFLATIE, NOMINALE EN REËLE RENTE



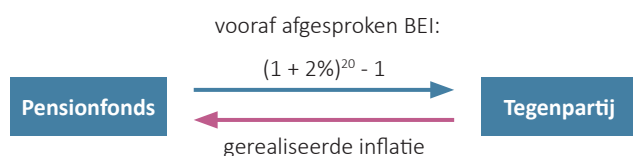
C. Inflatieswaps

In deze paragraaf leggen we uit wat een inflatieswap is. Daarnaast kijken we naar de voor- en nadelen van deze instrumenten om het inflatierisico te beheersen.

Wat is een inflatieswap?

Een inflatieswap is een derivaat waarbij aan het einde van de looptijd de gerealiseerde inflatie wordt uitgewisseld tegen een vooraf afgesproken prijs. Een pensioenfonds kan bijvoorbeeld een 20-jaars inflatieswap afsluiten tegen 2% met een onderliggende waarde van 1 miljoen euro. Het pensioenfonds ontvangt dan aan het einde van de looptijd de gerealiseerde prijsinflatie over de afgelopen 20 jaar en betaalt een vast percentage van 2% per jaar. Dit vaste percentage noemen we de break-even inflatie (BEI). In figuur 14 zijn de uit te wisselen kasstromen weergegeven. Er vindt één kasstroom plaats aan het einde van de looptijd.

FIGUUR 14 KASSTROMEN VAN EEN INFLATIESWAP



Wanneer de gerealiseerde inflatie over 20 jaar gemiddeld 1% is, is de gerealiseerde inflatie 22% $(= (1 + 1\%)^{20} - 1)$. Het pensioenfonds ontvangt op een inflatieswap met een onderliggende waarde van 1 miljoen euro daarom 220.000 euro $(22\% \times 1 \text{ miljoen euro})$. Aan de andere kant moet het pensioenfonds de break-even inflatie van 2% per jaar betalen. Deze is gelijk aan 50% $(= (1 + 2\%)^{20} - 1)$ waardoor het te betalen bedrag 500.000 euro is. Per saldo moet het pensioenfonds een bedrag van 280.000 euro betalen aan de tegenpartij. Dit is het verschil tussen 500.000 euro en 220.000 euro.

De reden dat het pensioenfonds een verlies leidt op de inflatieswap is dat de gerealiseerde inflatie gemiddeld lager is dan het vooraf afgesproken percentage van 2%. Wanneer de gerealiseerde inflatie hoger uitvalt dan 2%, is het resultaat op de inflatieswap positief.

Inflatieswaps zorgen er niet voor dat een pensioenfonds kan indexeren

Een pensioenfonds met een dekkingsgraad van 100% dat een inflatieswap afsluit, kan niet met zekerheid indexeren. Het pensioenfonds moet namelijk eerst nog voldoende rendement verdienen om überhaupt te kunnen indexeren. Dit kan door bijvoorbeeld in aandelen te beleggen. De inflatieswap helpt alleen als de inflatie hoger uitvalt dan verwacht.

Waarde van een inflatieswap gedurende de looptijd

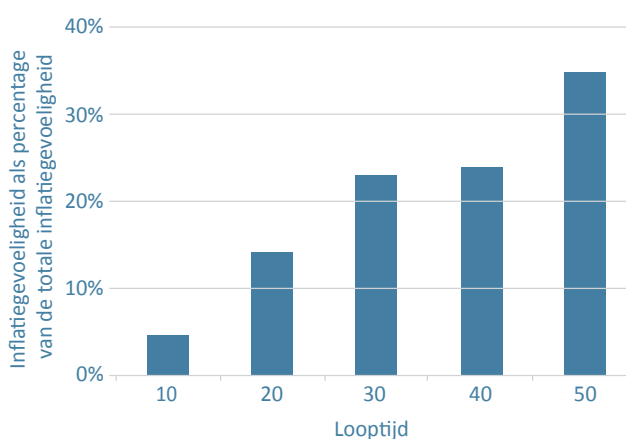
Op het moment van afsluiten van een inflatieswap is de waarde gelijk aan nul. Dit komt omdat de kasstroom die het pensioenfonds op het einde van de looptijd moet betalen gelijk is aan de kasstroom die op het einde van de looptijd wordt ontvangen. Gedurende de looptijd heeft een inflatieswap wel waarde indien de gerealiseerde inflatie anders is dan verwacht of indien de break-even inflatie verandert. Stel dat een pensioenfonds een 20-jaars inflatieswap afsluit met een break-even inflatie van 2%. Direct na het afsluiten van de swap stijgt de break-even inflatie naar 3%. De inflatieswap stijgt dan fors in waarde omdat de markt verwacht dat de gerealiseerde inflatie over 20 jaar hoger is dan de vooraf afgesproken 2% per jaar. Het pensioenfonds behaalt dus direct een positief resultaat terwijl de uitbetaling van de verwachte winst pas over 20 jaar plaatsvindt.

Voor- en nadelen van inflatieswaps

+ Keuze in looptijd van de inflatieswap

Bij het aangaan van een inflatieswap kiest een pensioenfonds zelf de gewenste looptijd. Door de looptijd van de inflatieswap aan te sluiten bij de looptijd van de geïndexeerde pensioenen, kan het inflatierisico nauwkeurig worden afgedekt. In figuur 15 is de inflatiegevoeligheid van de geïndexeerde verplichtingen weergegeven. Hieruit is af te lezen dat de geïndexeerde pensioenen vooral gevoelig zijn voor langlopende inflatieverwachtingen. Een stijging van de break-even inflatie met 1 basispunt (0,01%) op de looptijden 30, 40 en 50 jaar zorgt voor een forse stijging van de waarde van de geïndexeerde pensioenen. Met inflatieswaps kan een portefeuille worden samengesteld die dezelfde inflatiegevoeligheid heeft. Er kan uiteraard ook worden gekozen om het inflatierisico over bijvoorbeeld de komende 10 jaar af te dekken.

FIGUUR 15 INFLATIEGEOVOELIGHEID VAN DE GEÏNDEXEERDE PENSIOENEN OVER VERSCHILLENDE LOOPTIJDEN



Bron: Bloomberg, Achmea IM

- **Mismatch tussen de Nederlandse loon- en prijsinflatie en de prijsinflatie in de eurozone**

De index waarmee pensioenfondsen hun uitkeringen willen indexeren is meestal gerelateerd aan de prijsinflatie in Nederland of de loonstijging in een bepaalde sector. Deze inflaties zijn niet goed af te dekken. In de markt zijn namelijk vrijwel alleen inflatieswaps en inflatiegerelateerde obligaties verkrijgbaar waarvan de inflatie is gekoppeld aan de prijsinflatie in de *eurozone*, *Verenigde Staten* of *Verenigd Koninkrijk*. Hoewel de prijsinflatie in de eurozone een sterk verband heeft met de Nederlandse prijs- en looninflatie is er sprake van mismatch risico.

- **Lage liquiditeit**

De liquiditeit van inflatieswaps is beperkt. Dit komt door de lage vraag en het nog beperktere aanbod. Er is weinig vraag omdat maar weinig partijen inflatierisico afdekken. Het aanbod is laag omdat er weinig 'natuurlijke' partijen zijn die inflatie willen betalen.

Met name langlopende inflatieswaps zijn illiquide. Dit betekent dat een pensioenfonds hoge transactiekosten moet betalen om een inflatieswap aan te gaan of een bestaand contract te ontbinden.

- **Betalen van de inflatierisicopremie**

De breakeven inflatie bestaat uit de verwachte inflatie en de inflatierisicopremie. Het begrip inflatierisicopremie leggen we met een voorbeeld uit:

Een pensioenfonds verwacht dat de gemiddelde inflatie over de komende 30 jaar 2% is terwijl de breakeven inflatie 2,2% is. Het pensioenfonds dat het inflatierisico wil afdekken, moet daarom 2,2% per jaar betalen om de werkelijke inflatie te ontvangen. Het pensioenfonds betaalt dus een inflatierisicopremie voor het afdekken van het inflatierisico van 0,2% per jaar. Dit betekent dat er een negatief resultaat wordt behaald op de inflatieswap indien de verwachting van het pensioenfonds van 2% uitkomt. De hoogte van de inflatierisicopremie is niet te meten in de markt omdat alleen de BEI bekend is in de markt en niet de verwachte inflatie.

De inflatierisicopremie is te verklaren doordat weinig partijen bereid zijn om de verwachte inflatie te betalen en er meer partijen zijn die de verwachte inflatie willen ontvangen (onder andere pensioenfondsen en verzekeraars). Partijen die de verwachte inflatie betalen, verlangen in de praktijk dus een extra vergoeding om deze transactie aan te gaan.

De rol van inflation-linked bonds

Inflation-linked bonds (ILBs) zijn obligaties waarvan de uitbetaling gekoppeld is aan de hoogte van de inflatie. Verschillende overheden geven ILBs uit. De Nederlandse overheid overigens niet. Veel van de ILBs die zijn uitgegeven door Duitsland, Frankrijk, Italië en Spanje zijn gekoppeld aan de inflatie in de eurozone.

In deze reader onderscheiden we drie alternatieven om inflatierisico te beheersen: 1) inflatiegevoelige beleggingen, 2) verlagen nominale renteafdekking en 3) inflatieswaps. ILBs zijn inflatiegevoelige beleggingen (alternatief 1) en hebben net als inflatieswaps directe exposure naar inflatie (alternatief 3). ILBs zijn dus een hybride categorie.

ILBs zijn inflatiegevoelige beleggingen omdat het rendement van ILBs gecorreleerd is met de inflatie. De correlatie is over het algemeen hoger dan bij vastgoed en grondstoffen. De risicopremie op ILBs is overigens lager dan bij vastgoed en grondstoffen.

Een belegger die een ILB aankoopt, koopt een obligatie waarvan de reële rente bij aanvang vastligt. De reële rente is het verschil tussen de nominale rente en de verwachte inflatie. Per saldo koopt de belegger dus een instrument met directe exposure naar nominale rente én de verwachte inflatie. Een ILB heeft daarom dezelfde risico's als een nominale renteswap én een inflatieswap.

D. Vergelijking tussen alternatieven

In de laatste paragraaf van dit hoofdstuk vergelijken we de drie alternatieven om een pensioenfonds te beschermen tegen inflatierisico. Dit doen we aan de hand van 4 punten:

1. Mismatch Nederlandse inflatie
2. Risicopremie
3. Exposure naar werkelijke of lange-termijn verwachte inflatie
4. Toename vereist eigen vermogen

FIGUUR 14 KASSTROMEN VAN EEN INFLATIESWAP
Mismatch met Nederlandse inflatie

	Inflatiegevoelige beleggings-categorieën	Verlagen nominale renteafdekking	Inflatieswaps
Mismatch met Nederlandse inflatie	Hoog	Midden	Laag
Risicopremie	Hoog	Geen ⁴	Geen of negatief ⁵
Exposure naar werkelijke of lange-termijn verwachte inflatie	Korte termijn inflatie	Korte en lange termijn inflatie	Korte en lange termijn inflatie
Toename vereist eigen vermogen	Hoog	Midden	Laag

Van de drie alternatieven hebben inflatieswaps de sterkste link met de Nederlandse prijs- en looninflatie. Bij het verlagen van de nominale renteafdekking neemt het mismatch risico met de Nederlandse prijs- en looninflatie toe. Een stijging van de verwachte inflatie in Nederland hoeft namelijk niet samen te gaan met een stijging van de nominale rente.

Door het toevoegen van inflatiegevoelige beleggingscategorieën neemt het mismatch risico nog verder toe. Er zijn naast inflatie namelijk veel andere factoren die het rendement op vastgoed en grondstoffen beïnvloeden.

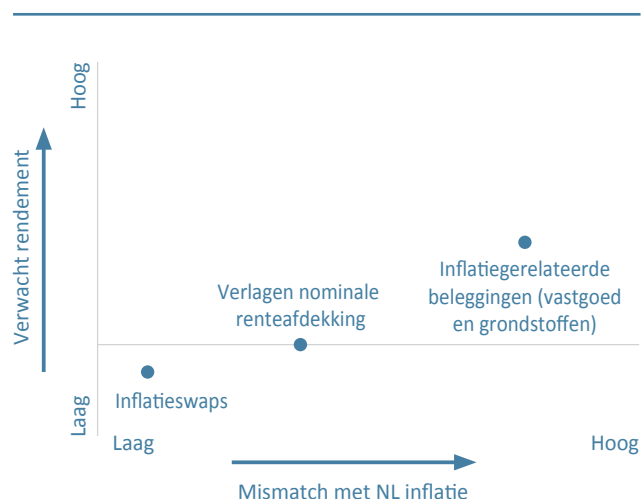
Risicopremie

Grondstoffen en vastgoed hebben het hoogste verwachte rendement. Dit komt omdat er naar verwachting een risicopremie wordt verdiend op deze beleggingscategorieën. Bij grondstoffen is deze risicopremie te verdienen door actief rendement.

Bij het verlagen van de nominale renteafdekking is het verwachte rendement gelijk aan nul wanneer je ervan uitgaat dat de rente op basis van de marktverwachting beweegt.

Het verwacht rendement op inflatieswaps is het laagst. Bij inflatieswaps is er zelfs sprake van een negatieve risicopremie doordat de breakeven inflatie hoger ligt dan de verwachte inflatie. Indien de verwachte inflatie uitkomt, betaalt het pensioenfonds de inflatierisicopremie.

FIGUUR 17 VERGELIJKING TUSSEN ALTERNATIEVEN OP BASIS VAN HET VERBAND MET DE INFLATIE EN HET VERWACHTE RENDEMENT



Exposure naar korte en/of lange-termijn verwachte inflatie

Een ander verschil tussen de drie alternatieven is de link met de korte en lange-termijn inflatieverwachting. De *geïndexeerde pensioenen* zijn vooral gevoelig voor lange-termijn inflatieverwachtingen. Inflatie- en nominale renteswaps kennen exposure naar de korte én lange-termijn inflatieverwachting. Dit hangt af van de looptijd van de swaps die worden afgesloten. Een pensioenfonds is flexibel om de looptijd van de swaps te kiezen. Vastgoed en grondstoffen zijn vooral gevoelig voor veranderingen van de korte-termijn inflatieverwachting.

Toename vereist eigen vermogen (VEV)

Bij alle drie de alternatieven stijgt het VEV. Dit komt omdat de kans op nominaal korten toeneemt. Bij het vergelijken van de omvang van de stijging van het VEV kijken we naar dezelfde onderliggende waarde van de drie alternatieven. We vergelijken dus het verhogen van de allocatie van vastgoed met 10% met het afsluiten van inflatie- of renteswaps met een onderliggende waarde van 10% van de portefeuille.

De stijging van het VEV is het kleinst bij het toevoegen van de inflatieswaps. In het standaard model gaat DNB ervan uit dat een stijging van de nominale rente van 1% zorgt voor een stijging van de breakeven inflatie van 0,5%. Bij het verlagen van de nominale renteafdekking neemt het VEV verder toe. Het opnemen van vastgoed en grondstoffen zorgt voor de grootste toename van het VEV. Het verhogen van het VEV is overigens niet zonder meer toegestaan voor pensioenfonds met een herstelplan.

⁴ Geen als de belegger geen visie heeft op rente

⁵ Negatief als er sprake is van een inflatierisicopremie

9 Tot slot

In de praktijk gebruiken pensioenfondsen meerdere alternatieven om de indexatie ambitie te realiseren. Vrijwel alle pensioenfondsen hebben aandelen in hun portefeuilles om rendement te verdienen om de indexatie ambitie waar te maken. Daarnaast hebben veel pensioenfondsen vastgoed en grondstoffen in de portefeuille vanwege hun rendementsdoelstelling en het verband met inflatie. Voor de rente- en inflatieafdekking zien we dat veel pensioenfondsen het nominale renterisico voor minder dan 100% afdekken. Een relatief klein deel van de Nederlandse pensioenfondsen maakt gebruik van inflatieswaps.

Op welke manier het inflatierisico in de portefeuille het best kan worden beheerst blijkt uit een ALM-studie. Er is niet op voorhand te zeggen welk alternatief de beste keuze is. Dit hangt onder andere af van de indexatie ambitie, economische verwachtingen, risicohouding en financiële positie van het pensioenfonds. Een pensioenfonds met een hoge dekkingsgraad zal bijvoorbeeld eerder geneigd zijn om het inflatierisico af te dekken.

Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. (Achmea IM) geeft aan u ter uitvoering van haar vermogensbeheerdienstverlening bepaalde adviezen. De in dit document ingenomen informatie betreft een dergelijk advies.

Achmea IM heeft de in dit document opgenomen informatie met zorg samengesteld. Deze informatie wordt aan u ter beschikking gesteld in uw hoedanigheid van gekwalificeerde belegger en/of professionele belegger 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 (in de zin van 1:1 Wft), (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies (in de zin van 1:1 Wft), en (iii) geen juridisch of fiscaal advies. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch of fiscaal adviseur. Achmea IM raadt u af een (beleggings)beslissing uitsluitend te baseren op de in dit document opgenomen informatie. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van een dergelijke (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 ontleen. 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. De informatie in dit document is gebaseerd op door Achmea IM gemaakte aannames. Het is mogelijk dat andere aannames worden gemaakt dan de door Achmea IM gemaakte aannames. De door Achmea IM getrokken conclusies zijn daarom niet noodzakelijkerwijs juist en/of volledig.

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.

Uitgegeven door: Achmea Investment Management B.V., statutair gevestigd te Zeist en kantoorhoudende te Zeist (Handelsregister nr. 18059537). Achmea IM is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten (AFM) in Amsterdam als een beheerder van beleggingsinstellingen als bedoeld in artikel 2:65a Wft en is onder deze vergunning bevoegd tot het verlenen van de beleggingsdiensten als opgenomen in het door de AFM gehouden register.



Achmea Investment Management