

Inflatie

in het kader van een
Nederlands pensioenfonds



First Investments

Nederlandse pensioenfondsen en inflatie

Het doel van deze uitgave is achtergrondinformatie te geven over wat inflatie nu precies is, hoe dit gemeten wordt en wat de oorzaak is. Verder kijken we naar het verloop van inflatie over de jaren en ook laten we ons licht schijnen op de ontwikkelingen van de inflatieverwachtingen.

Inflatie betreft de stijging van het algemeen prijspeil, ofwel de waardevermindering van het geld. Door inflatie is er sprake van koopkrachtdaling. Er zal minder aangeschaft kunnen worden met dezelfde hoeveelheid geld. Deze koopkrachtdaling vermindert de reële waarde van een pensioen zonder indexatie. Wij zullen in deze gids daarom de invloed van inflatie op pensioenfondsen behandelen, evenals het onderwerp indexatie, aangezien zonder indexatie het zorgvuldig opgebouwde pensioen aan waarde kan verliezen door inflatie.

Tot slot geven wij inzicht in de mogelijke beleggingsoplossingen die het pensioenfonds ten dienste staan om het risico van inflatie op de dekkingsgraad af te dekken.



Inflatie betreft de stijging van het algemeen prijspeil, ofwel de waardevermindering van het geld. Goederen en diensten worden duurder, waardoor je met hetzelfde bedrag minder kunt kopen. Dit wordt ook wel aangeduid als geldontwaarding of koopkrachtdaling. Inflatie heeft betrekking op de consumptieve bestedingen aan goederen en diensten. Indien, bijvoorbeeld, aandelenkoersen of huizenprijzen stijgen, dan wordt dit niet als inflatie opgevat.

Oorzaken inflatie Over een breed front stijgende prijzen van goederen en diensten, kan verschillende oorzaken hebben. Het kan beïnvloed worden door het aanbod van goederen of diensten, maar ook door de vraag naar deze goederen of diensten. Inflatie veroorzaakt door de aanbodkant wordt meestal omschreven als kosteninflatie en inflatie beïnvloed door toenemende vraag wordt meestal omschreven als bestedingsinflatie.

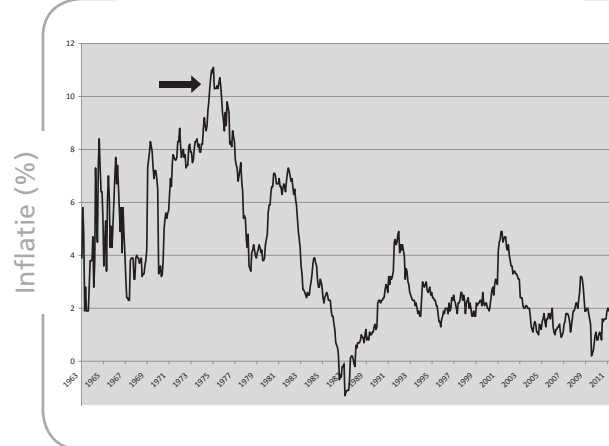
Er is sprake van kosteninflatie wanneer stijgende productiekosten resulteren in prijsstijgingen die bedrijven aan de consument doorberekenen om de winstmarge in stand te houden. Denk hierbij aan de stijging van de grondstofprijzen, hogere loonkosten of aan een verhoging van de indirecte belastingen door de overheid (bijvoorbeeld verhoging van de BTW).

Bestedingsinflatie kan omschreven worden door prijsstijging als gevolg van een stijging van de vraag

bij een onveranderd aanbod en bij volledige benutting van de productiecapaciteit. Dit kan veroorzaakt worden door een daling van de wisselkoers (stijging import prijzen), een reductie in belastingen, snelle groei van de kredietverlening of stijgende exporten door een hogere economische groei in andere landen.

Inflatieverleden We hebben in het verleden perioden gezien met langdurige hoge inflatie. In de jaren '70 zorgde de oliecrisis (1973) voor stagflatie (stagnatie van de economie in combinatie met inflatie). De inflatie in Nederland liep zelfs op tot 10%!

Historische Nederlandse inflatie



Sedert de start van de Euro in 1998 hebben we in de Eurozone een periode gehad van relatief lage inflatie. Deze bewoog zich rond 2%. Door nieuwe internationale verdragen en de opkomst van de economieën in lagelonenlanden zijn de productiekosten van veel goederen laag gebleven of zelfs gedaald. Recentelijk hebben we echter gezien dat door aanhoudende stijging van de olieprijs de effecten van de globalisering op de inflatie niet meer uitsluitend positief zijn.

De lagelonenlanden zijn exporteurs geworden van inflatie in plaats van deflatie. Door hogere productiekosten zullen zij meer en meer bijdragen aan een stijgende inflatie.

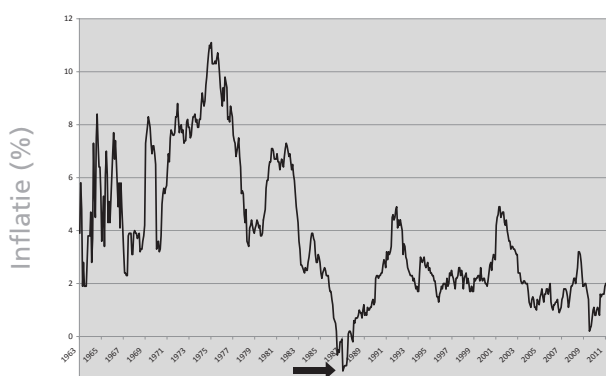


Deflatie Deflatie moet men niet verwarren met het begrip desinflatie. Desinflatie betekent een daling van het inflatiepeil (als prijzen niet met 3%, maar met 2% per jaar stijgen). Deflatie, echter, betekent een daling van het gemiddelde prijspeil van goederen en diensten en dus waardevermeerdering van het geld en dus koopkrachtstijging. Oorzaken van deflatie kunnen aanbodoverschotten zijn, maar ook kostendalingen die de ondernemingen weer doorberekenen in hun prijzen.

Zoals bij inflatie geldt dat uitstel van aankopen resulteert in het betalen van een hogere prijs, geldt bij deflatie het omgekeerde. Uitstel van aankopen betekent in dit geval het in de toekomst betalen van een lagere prijs. Dit heeft een neerwaartse spiraal in de economie tot gevolg: verder daling van de vraag, meer druk op de prijzen en ook een neerwaartse druk op de werkgelegenheid.

Nederland heeft maar één korte periode van deflatie gekend.

Historische Nederlandse inflatie



In 1986 bleef het prijspeil constant, maar in 1987 ontstond kortstondig deflatie van gemiddeld 0,7% door onder meer een sterke daling van de aardgas- en grondstofprijzen en de depreciatie van de dollar.

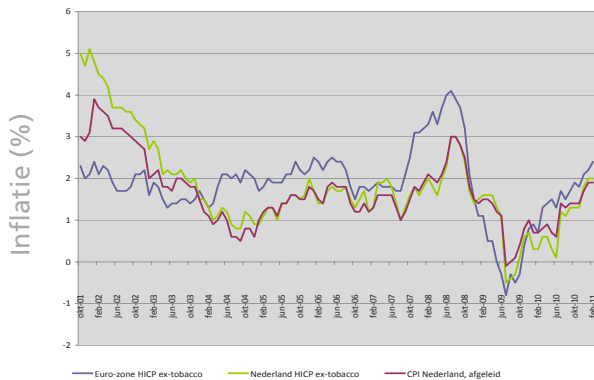
“Tweede ronde” effecten Er is in het nieuws vaak sprake van mogelijke “tweede ronde” effecten en ook de ECB heeft al meerdere malen uitgesproken dat men deze effecten vreest bij prijsstijgingen boven de 2%. Tweede ronde effecten kan men als volgt omschrijven:

In het geval van hoge inflatie - zoals we de laatste tijd hebben gezien door sterke stijging van de prijs van grondstoffen, energie en voedsel - zullen werknemers hogere lonen gaan eisen vanwege de afgenomen koopkracht. Dit betekent hogere kosten voor de onderneming die dit vervolgens weer in de prijzen van de goederen/diensten gaat doorberekenen (loon-prijsspiraal). Inflatie veroorzaakt dus loonindexatie, en deze loonindexatie veroorzaakt op zijn beurt weer inflatie.

Inflatiemeting en indices Inflatie wordt gemeten door van een mandje met goederen en diensten, welke allen een bepaald gewicht hebben, de prijzen te nemen. De berekening wordt geschaald naar een startmoment. Hiermee is een prijsindex gecreëerd. Door voor verschillende momenten de berekening te herhalen ontstaat een tijdreeks. Deze weerspiegelt de ontwikkeling van de inflatie.

Er zijn uiteenlopende instituten die prijsindices berekenen voor uiteenlopende mandjes van goederen en diensten. Om prijsindices in het Euro-gebied te vergelijken worden de prijsstijgingen van vergelijkbare mandjes (die echter wel per lidstaat in gewicht kunnen verschillen) gemeten door Eurostat. Op landelijk niveau berekent bijvoorbeeld het CBS inflatiecijfers. Hierna volgen enkele voorbeelden van specifieke prijsindices en de manier waarop deze gemeten worden.

Historisch verloop inflatie



(Afgeleide) CPI Per land wordt een eigen CPI (Consumer Price Index) berekend. De CPI van Nederland bijvoorbeeld geeft het prijsverloop weer van een pakket goederen en diensten zoals dit gemiddeld wordt aangeschaft door de huishouders in Nederland. Deze CPI is gebaseerd op een boodschappenmandje van goederen en diensten die door het Nederlandse volk wordt gekocht in het gekozen basisjaar. Het bestedingspatroon van de Nederlandse consument is echter niet constant en zal door de tijd veranderen. Wanneer het boodschappenmandje van de CPI niet meer aansluit op het bestedingspatroon zal er een recenter basisjaar gekozen worden. Het was gebruikelijk om elke 5 jaar het basisjaar te verleggen. Vanaf 2007 is de kwaliteit van de CPI verhoogd door jaarlijks deze basis te verleggen. Voor loononderhandelingen en indexaties wordt vaak de "afgeleide" CPI gebruikt. Dit is de CPI minus het effect van veranderingen in de tarieven van accijns op alcohol en tabak, BTW en subsidies.



Gewichten van de CPI

Omschrijving	Verlagjaar 2011	Verlagjaar 2010	Vershil
Totaal	100%	100%	
1 Voedingsmiddelen en alcoholvrije dranken	11,3%	11,3%	0,0%
2 Alcoholhoudende dranken en tabak	3,1%	3,0%	0,1%
3 Kleding en schoenen	4,8%	4,8%	0,0%
4 Huisvesting, water en energie	24,4%	23,9%	0,5%
5 Stofferij en huishoudelijke apparaten	6,1%	6,5%	-0,4%
6 Niet-verzekerde gezondheidszorg	1,0%	1,2%	-0,1%
7 Vervoer	11,4%	10,8%	0,7%
8 Communicatie	3,5%	3,7%	-0,2%
9 Recreatie en cultuur	10,4%	10,8%	-0,5%
10 Particulier onderwijs	0,1%	0,1%	0,0%
11 Hotels, cafés en restaurants	4,4%	4,7%	-0,3%
12 Diverse goederen en diensten	11,2%	11,3%	0,0%
13 Consumptiegebonden belastingen en overheidsdiensten	3,6%	3,4%	0,2%
14 Consumptie in het buitenland	4,6%	4,6%	0,0%

bron: CBS

HICP De Harmonised Index of Consumer Prices (HICP) is een prijsindex die wordt berekend volgens EU-richtlijnen. Omdat deze richtlijnen gestandaardiseerd zijn, kan een vergelijking worden gemaakt tussen inflatieontwikkelingen van de verschillende EU-landen. Deze HICP is dé inflatiemaatstaf voor de lidstaten van de EU en wordt berekend door Eurostat. CPI is niet geschikt voor een eenduidige vergelijking aangezien de berekeningsmethoden van de verschillende lidstaten verschillen en ook de boodschappenmandjes een andere inhoud hebben.

Hierna volgen de wegingen van de goederen en diensten zoals die voor de eurozone zijn berekend. In de tabellen ziet men dat deze wegingen op jaarbasis veranderen door veranderingen in het bestedingspatroon van de inwoners van de lidstaten.

HICP

Classification	Breakdown by 2011	Breakdown by 2010	Difference
Total	100%	100%	
1 Processed food incl. alcohol and tobacco	11,9%	11,9%	0,0%
2 Unprocessed food	7,4%	7,3%	0,1%
3 Industrial goods excluding energy	28,9%	29,3%	-0,4%
4 Energy	10,4%	9,6%	0,8%
5 Housing services	10,1%	10,2%	-0,1%
6 Transport services	6,5%	6,6%	-0,1%
7 Communication services	3,2%	3,3%	-0,1%
8 Recreation and personal services	14,6%	14,8%	-0,2%
9 Miscellaneous services	7,0%	7,1%	-0,1%

source: ECB



Aangezien het nu mogelijk is om inflaties tussen de verschillende lidstaten te vergelijken door middel van deze HICP is het ook interessant om de verschillen tussen de lidstaten onderling en met de eurozone weer te geven. We kunnen dan zien waarom inflatie per lidstaat verschilt.

In de volgende tabel wordt een vergelijking gemaakt tussen de weging van de goederen en diensten van de HICP op het niveau van de eurozone en op het niveau van Nederland. Deze vergelijking kan nu gemaakt worden, aangezien beide inflatiecijfers volgens dezelfde maatstaf zijn berekend. Verschillen tussen wegingen worden veroorzaakt door een verschil in bestedingspatroon.

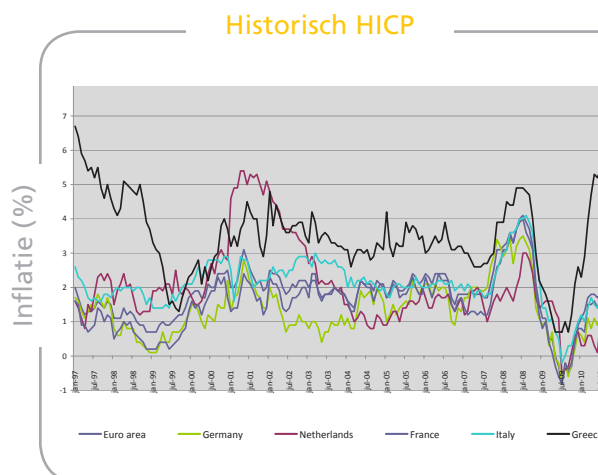
Item weights Euro area vs Netherlands

Item weights for Euro area vs Netherlands - 2011	Euro area	Netherlands
Total	100,0%	100,0%
1 Processed food incl. alcohol and tobacco	11,9%	12,3%
2 Unprocessed food	7,4%	5,6%
3 Industrial goods excluding energy	28,9%	29,6%
4 Energy	10,4%	11,3%
5 Housing services	10,1%	11,0%
6 Transport services	6,5%	5,7%
7 Communication services	3,2%	4,3%
8 Recreation and personal services	14,6%	12,0%
9 Miscellaneous services	7,0%	8,2%

source: ECB

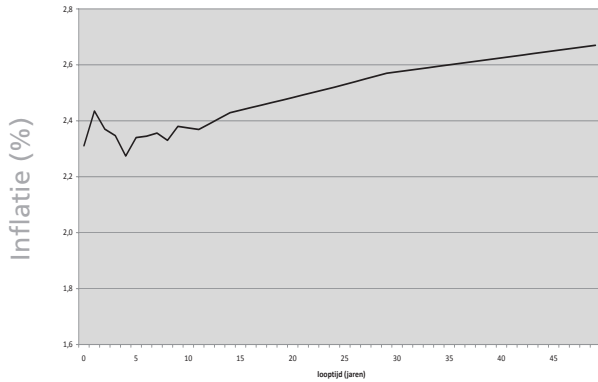
Onder meer door dit verschil in wegingen kan inflatie per land verschillen.

Deze grafiek die het verloop van inflatie weergeeft laat dit duidelijk zien.



Inflatie en verwachtingen Hoewel inflatie moeilijk te voorspellen is, kan men verwachten dat over een langere periode gemeten de gemiddelde inflatie rond de 2% zou liggen. Het mandaat van de ECB is immers het realiseren van prijsstabiliteit met als doel de inflatie onder de 2% te houden. Dit hoeft echter niet te betekenen dat dit doel op korte termijn altijd gerealiseerd kan worden. Om de vraag te beantwoorden wat de financiële markt(en) aan inflatie verwachten, bieden de markten voor inflatieproducten het antwoord. Eén van deze markten is de markt voor inflatiederivaten, de zogenaamde inflatieswapmarkt. Deze markt geeft impliciet de inflatieverwachtingen voor bepaalde looptijden weer, de zogenaamde inflatiecurve. Uit deze impliciete verwachtingen - in hierna volgende grafiek weergegeven voor verschillende looptijden (tot 50 jaar) - valt af te lezen dat de langere termijn inflatieverwachtingen tussen de 2,5% en de 2,7% liggen. Dit betekent dat "de markt" momenteel niet verwacht dat een inflatie van 2% mogelijk zal zijn. Hierbij moet echter wel de kanttekening worden gemaakt dat deze derivatenmarkt, net als iedere markt, sterk wordt beïnvloed door vraag en aanbod.

Inflatieverwachtingen (begin 2011)

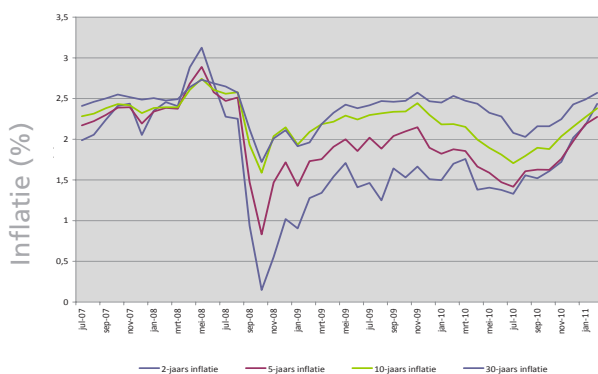


Ontwikkeling verwachte inflatie

Ook de verwachtingen met betrekking tot de inflatie zullen in de tijd fluctueren. De grafiek hieronder laat dit zien. Stijgende energieprijzen hebben bijvoorbeeld een grote invloed op (korte termijn) inflatieverwachtingen. We zien daar dan ook de hevigste fluctuaties.

De volatiliteit in de lange termijn inflatieverwachtingen ligt beduidend lager.

Verloop inflatieverwachtingen



Het doel van dit eerste hoofdstuk van de inflatiegids is meer inzicht te geven in het begrip inflatie, het ontstaan van inflatie, de metingen ervan en de verwachtingen ten aanzien van inflatie. Het is geenszins onze bedoeling om een visie op de toekomstige ontwikkeling van de inflatie te geven.

In de volgende hoofdstukken zal het effect dat inflatie heeft op de beleggingen en de verplichtingen van Nederlandse pensioenfondsen worden uitgelegd en worden de belangrijkste (beleggings)technieken beschreven, waarmee pensioenfondsen de negatieve effecten van inflatie kunnen voorkomen dan wel beheersen.

2

Invloed van inflatie op pensioenen

Koopkrachtdaling vermindert de reële waarde van een pensioen zonder indexatie. Wij zullen daarom de invloed van inflatie op pensioenfondsen behandelen, evenals het onderwerp indexatie, aangezien zonder indexatie het zorgvuldig opgebouwde pensioen aan waarde kan verliezen door inflatie.

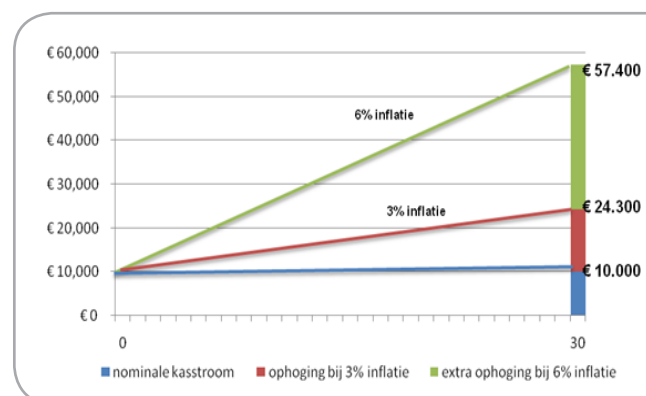
Koopkrachteffect van inflatie De vraag is naar welke inflatie gekeken moet worden om de gevolgen voor pensioenfondsen te analyseren. Er bestaat namelijk niet zoiets als "de Nederlandse inflatie" die een rechtlijnig effect zou hebben op pensioenen. Elk pensioenfonds ondergaat namelijk meerdere inflatie-effecten die in omvang en momentum van elkaar kunnen verschillen. Zo is er bijvoorbeeld een verschil tussen loon- en prijsinflatie die beide voor indexatie gebruikt worden, maar sterk van elkaar af kunnen wijken in omvang.

Deze effecten hebben echter een gemeenschappelijk gevolg: koopkrachtdaling. Dit geldt zowel voor de lange als korte termijn. Vaak gaat langdurige inflatie gepaard met loonstijgingen om de koopkrachtdaling op te vangen (let op het negatieve effect daarvan: loon-prijsspiraal). Maar wat betekent dit nu eigenlijk voor uit te keren pensioenen? Iedereen die een pensioen opbouwt, wordt negatief beïnvloed door inflatie indien er geen sprake is van indexatie of toeslagverlening van pensioenen. Een voorbeeld ter illustratie: een nominale pensioenuitkering / kasstroom van € 10.000 - opgebouwd over een periode van 30 jaar - levert slechts 41% van de uitkering die benodigd is om de deelnemer koopkrachtbehoud te bieden indien de inflatie gemiddeld 3% per jaar is geweest! In het geval van 6% inflatie is er zelfs € 57.400 (!) nodig om dezelfde koopkracht te behouden.

Inflatie en pensioenverplichtingen Hiernavolgend voorbeeld geeft duidelijk aan dat het voor de deelnemers en daarmee voor hun pensioenfonds zeer belangrijk is om behoud van koopkracht na te streven door middel van indexatie / toeslag-



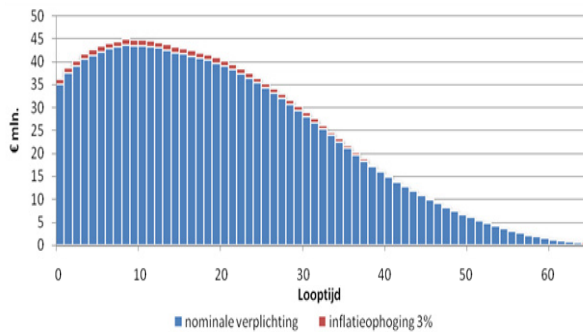
verlening van de pensioenverplichtingen. In Nederland zijn de nominale rechten van de deelnemers nagenoeg gegarandeerd. Er wordt wel gestreefd naar indexatie, maar die wordt alleen toegekend indien de financiële situatie het toelaat (voorwaardelijke indexatie). In het geval dat het pensioenfonds besluit om te indexeren, rijst de vraag hoe hoog deze toeslagverlening moet zijn. Gebruikt men bijvoorbeeld de looninflatie of de prijsinflatie om te indexeren...?



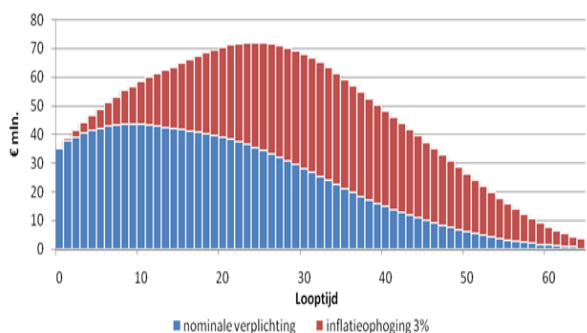
Wijze van indexatie Indexatie wordt uitgevoerd door middel van de ophoging van de kasstromen met de gerealiseerde inflatie. Als een pensioenfonds bijvoorbeeld besluit te indexeren, zal elke kasstroom opgehoogd worden met 3%. Dit geldt dus niet alleen voor de kasstroom die dit jaar vrijvalt, maar ook voor alle toekomstige kasstromen.

Invloed van inflatie op pensioenen

Dit zou er als volgt uitzien:

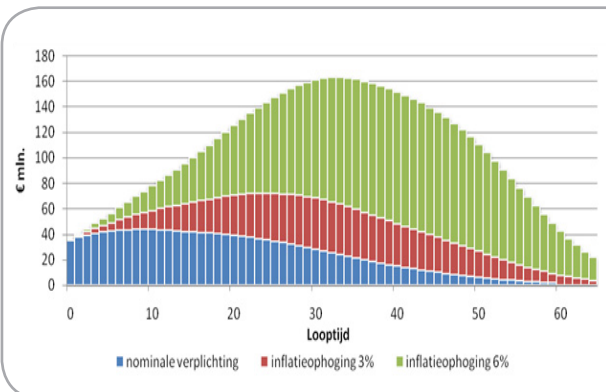


Een pensioenfonds zal echter niet alleen rekening moeten houden met de huidige gerealiseerde inflatie en indexatie, maar ook met de verwachte inflatie en indexatie over de toekomstige nominale kasstromen. Dit betekent bijvoorbeeld dat een nominale kasstroom van € 10.000 die over 30 jaar plaatsvindt bij een verwachte inflatie van 3% per jaar naar verwachting met € 14.300 opgehoogd zal moeten worden. Hieronder een voorbeeld van een kasstromenprojectie van de gezamenlijke uitkeringen van alle deelnemers in een pensioenfonds inclusief de verhoging van deze uitkeringen met een verwacht inflatiepercentage van 3% voor alle toekomstige jaren.



We zien hier dat de omvang van de inflatieophoging een zeer groot en belangrijk deel vormt van de in de toekomst uit te keren kasstromen / pensioenen. Bovenstaand voorbeeld gebruikt een

ophoging van de kasstromen met een verwachte inflatie van 3%. Als de verwachte inflatie 6% per jaar zou zijn, wordt het financiële effect op de benodigde uitkeringen nog duidelijker:



Voorwaardelijke en onvoorwaardelijke indexatie Er is sprake van voorwaardelijke indexatie als het pensioenfonds zich inspant om te indexeren. Er is hierbij de mogelijkheid tot korting of zelfs opschorting van de indexatie bij een eventueel ongunstige financiële situatie. Vaak wordt bij de besluitvorming een indexatiestaffel als leidraad toegepast. Een voorbeeld hiervan:

- Volledige indexatie als de dekkingsgraad groter dan of gelijk aan 125% is;
- Geen indexatie als de dekkingsgraad kleiner of gelijk aan 105% is;
- Gedeeltelijke indexatie (naar rato) als de dekkingsgraad tussen 105% en 125% ligt.

Is er sprake van onvoorwaardelijke indexatie, dan zegt het pensioenfonds absolute zekerheid toe over toekomstige indexatie. Wettelijk moet men dan voldoen aan hogere reservevereisten.

Hoogte indexatie De hoogte van indexatie zal niet voor elk pensioenfonds hetzelfde zijn. Voor verzekerden met een middelloonregeling wordt in het algemeen de loonontwikkeling van de bedrijfstak toegepast zoals de volgende tabel laat zien (Bron: DNB, Statistisch Bulletin maart 2011).



Looninflatie verschilt echter per bedrijfstak en is afhankelijk van afspraken die gemaakt zijn met werknemers (CAO).

Tabel 8.15 Basis voor toeslagverlening voor deelnemers (middelloon), ex ante bepaalde maatstaf (vervolg)

Primocijfers

	Algemene prijsontwikkeling		Algemene loonontwikkeling		Maximum van prijs- en loonontwikkeling		Minimum van prijs- en loonontwikkeling		Loonontwikkeling werkgever		Loonontwikkeling bedrijfstak		Gemiddelde van prijs- en loonontwikkeling		Totaal
	8		9		10		11		12		13		14		15
Aantallen pensioenfondsen / procenten															
2007	114	38,3	41	13,8	6	2,0	1	0,3	74	24,8	58	19,5	4	1,3	298
2008	95	33,9	33	11,8	3	1,1	1	0,4	74	26,4	69	24,6	5	1,8	280
2009															
2010															
Aantallen reglementen / procenten															
2007	170	40,6	59	14,1	9	2,1	1	0,2	99	23,6	77	18,4	4	1,0	419
2008	155	35,9	58	13,4	4	0,9	1	0,2	110	25,5	99	22,9	5	1,2	432
2009	143	31,9	65	14,5	4	0,9	1	0,2	121	27,0	108	24,1	6	1,3	448
2010	122	30,0	58	14,3	2	0,5	4	1,0	125	30,8	92	22,7	3	0,7	406
Aantallen deelnemers in duizenden / procenten															
2007	507	10,5	133	2,7	428	8,8	0	0,0	224	4,6	3.535	72,9	21	0,4	4.849
2008	834	17,7	80	1,7	3	0,1	0	0,0	168	3,6	3.607	76,7	9	0,2	4.701
2009	490	10,2	549	11,5	3	0,1	0	0,0	226	4,7	3.517	73,4	8	0,2	4.793
2010	505	10,2	501	10,1	2	0,0	1	0,0	265	5,4	3.674	74,2	5	0,1	4.953
Technische voorziening in miljoenen euro's / procenten															
2007	32.403	8,1	20.701	5,2	26.357	6,6	29	0,0	37.015	9,2	284.693	70,9	621	0,2	401.819
2008	47.022	12,2	7.879	2,1	582	0,2	27	0,0	57.335	14,9	270.683	70,4	693	0,2	384.221
2009	44.339	9,3	51.082	10,7	701	0,1	32	0,0	38.057	8,0	341.832	71,7	854	0,2	476.897
2010	48.878	9,7	47.752	9,5	676	0,1	108	0,0	32.928	6,6	370.811	73,9	704	0,1	501.857

Inflatie en beleggingen We hebben nu gezien wat het effect van inflatie is op de verplichtingen van pensioenfondsen, nu zijn de beleggingen aan de beurt.

Aandelen

We moeten hier onderscheid maken tussen korte en lange termijn. Op korte termijn leidt een hogere inflatie tot oplopende rente die resulteert in een lager rendement op aandelen en andere zakelijke waarden. Op lange termijn wordt dit negatief effect van inflatie naar verwachting goedgemaakt, aangezien aandelen - in beginsel - aanspraken zijn op reële activa.

Direct vastgoed

Vastgoed is naar verwachting een redelijke inflatie-hedge. Gebouwen zullen in waarde toenemen bij een stijgende inflatie in verband met de stijgende huuropbrengsten, die gekoppeld zijn aan inflatie. Stijgende financieringsrente zal echter een negatief effect hebben.

Nominale obligaties (vastrentende waarden)

De toename van inflatie(verwachtingen) betekent een waardedaling op korte termijn, maar ook een hogere rentevergoeding op langere termijn.

Inflation-linked obligaties

Deze obligaties zijn een goede inflatiehedge. De waarde van deze obligaties zal stijgen bij een stijgende inflatie(verwachting). De coupon en hoofdsom die "gelinked" zijn aan inflatie zullen namelijk de veranderingen in de inflatie volgen.

Hedgefunds

Inflatie heeft een negatieve invloed op de waarde van hedgefunds. Deze financieren zich namelijk met kortlopende leningen, waarvan de rente sterk zal stijgen bij stijgende inflatie.

Men kan hier concluderen dat inflatie een effect zal hebben op alle beleggingen, maar dat uitsluitend

inflatie-linked obligaties een eenduidige relatie hebben met inflatie op zowel korte als lange termijn.

Inflatie(risico) en dekkingsgraad

Vanwege het financiële effect op de omvang van zowel de verplichtingen als de beleggingen van pensioenfondsen heeft inflatie invloed op de dekkingsgraad. Indien een pensioenfonds zich richt op nominale verplichtingen in de toekomst, dan wordt hierbij de zogenaamde nominale dekkingsgraad gehanteerd. Deze dekkingsgraad geeft aan in welke mate de huidige waarde van de bezittingen van het pensioenfonds de contante waarde van de nominale pensioenverplichtingen dekt. Richt het pensioenfonds zich op waarde-vaste verplichtingen in de toekomst, dan wordt hiervoor de zogenaamde reële dekkingsgraad gehanteerd. Deze geeft aan in welke mate de huidige waarde van de bezittingen van het pensioenfonds de contante waarde van de reële (=waarde-vaste) pensioenverplichtingen dekt.

De omvang van reële pensioenuitkeringen is normaliter groter dan die van nominale uitkeringen. De huidige contante waarde is daarom ook groter. Het pensioenfonds heeft daardoor meer vermogen nodig om deze grotere verplichtingen af te dekken. Dit betekent niet dat een reëel pensioen duurder is dan een nominaal pensioen, want de deelnemer krijgt er tenslotte ook meer voor. Wel betekent het natuurlijk dat meer vermogen(sopbouw) vereist is. Dit is ook logisch, gelet op de meerwaarde van de pensioenuitkeringen.

De veranderingen in zowel de omvang als in de contante waarde van de pensioenverplichtingen ten gevolge van veranderingen in de inflatie en het effect van deze waardeveranderingen op de dekkingsgraad van het pensioenfonds, wordt het "inflatierisico" genoemd.

We hebben gezien dat indexatie hogere pensioenuitkeringen en dus een toename van de omvang van de verplichtingen van het pensioenfonds impliceert. De reële dekkingsgraad geeft aan in welke mate het pensioenfonds waarde-vaste pensioenuitkeringen kan nakomen op basis van de aanwezige middelen. De nominale dekkingsgraad geeft aan in welke mate het pensioenfonds nominale uitkeringen kan nakomen. Het financiële risico voor een pensioenfonds dat waarde-vaste pensioenen nastreeft, is een stijging van de inflatieverwachtingen. Hierdoor nemen de gewenste uitkeringen toe, net zoals de omvang van de contante waarde van deze uitkeringen. Dit betekent - in beginsel - een daling van de reële dekkingsgraad.

Deflatie In het eerste hoofdstuk van deze gids, waarin de oorsprong van inflatie wordt besproken, hebben we al aangegeven dat prijsdalingen moeilijker zijn door te voeren dan prijsstijgingen. De reden hiervan is gelegen in het moeilijk kunnen doorvoeren van loonsverlagingen. Langdurige deflatie is daarom niet erg waarschijnlijk. In het geval van perioden van deflatie zal de indexatie van de kasstromen nul bedragen. Negatieve indexatie is slechts beperkt mogelijk. Dit is positief voor pensioengerechtigden, want dit betekent voor hen een (extra) koopkrachtstijging. Deze toename van koopkracht door beperkte mogelijkheden tot negatieve indexatie heeft een negatief effect op de dekkingsgraad.

3

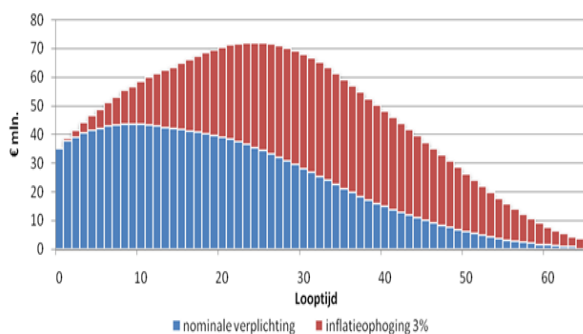
Afdekken van inflatierisico

Pensioentoeslagen en inflatie; mogelijke beleggingsoplossingen

Nederlandse pensioenfondsen hebben in het algemeen de ambitie om, over de langere termijn, toeslagen te verlenen op toekomstige pensioen-uitkeringen. De omvang van de toeslagen wordt jaarlijks door het pensioenfondsbestuur vastgesteld en is onder meer afhankelijk van de dekkingsgraad - de financiële positie - van het fonds. Toeslagen hangen nauw samen met de ontwikkeling van de prijs- en/of de looninflatie. De omvang van de toeslagen en de ontwikkeling van de inflatie hebben daarmee, zoals in onze voorgaande twee hoofdstukken besproken, een effect op de dekkingsgraad van het pensioenfonds en op de waardevastheid van de pensioenen.

In dit hoofdstuk geven wij inzicht in de mogelijke beleggingsoplossingen die het pensioenfonds ten dienste staan om het risico van inflatie op de dekkingsgraad af te dekken.

Een pensioenfonds dat de ambitie heeft waarde- vaste pensioenen uit te keren, zal er goed aan doen om negatieve inflatie-effecten te elimineren. Inflatie zorgt voor een stijging van de uit te keren pensioenen in de toekomst, zoals we al eerder hebben gezien:



Om de dekkingsgraad en de waardevastheid te beschermen wil het pensioenfonds niet geraakt worden door een stijging van de inflatie en oplopende toeslagen. Om dit risico van een stijging van de reeds opgebouwde verplichtingen af te dekken, is een evenredige waardestijging van de beleggingen gewenst. We hebben gezien dat niet alle beleggingen een eenduidige relatie met inflatie hebben. De fysieke belegging die de meest eenduidige relatie met inflatie heeft is de zogenaamde inflation-linked obligatie. Een fysieke belegging in deze obligaties om een volledige afdekking van het inflatierisico op de pensioenverplichtingen te realiseren, is echter niet mogelijk noch wenselijk. Het pensioenfonds zou dan de huidige waarde van alle toekomstige pensioenkastromen in inflation-linked obligaties moeten beleggen, waarbij deze obligaties dan ook nog in de gewenste looptijden beschikbaar zouden moeten zijn. Een alternatief is het afdekken van de verplichtingen voor een stijging van inflatie door middel van inflatie-swaps, al dan niet in combinatie met inflation-linked obligaties.

Hierna bespreken wij deze beleggingsinstrumenten meer in detail.

Inflation-linked obligaties Inflation-linked obligaties zijn obligaties waarvan de hoofdsom gerelateerd is aan een bepaalde prijsindex. Voor de meest gangbare Europese inflation-linked obligaties is dit de HICP¹ ex-tobacco van de eurozone. Door positieve inflatie zal de hoofdsom stijgen en daarmee stijgt de couponbetaling eveneens. De daadwerkelijke ontwikkeling van de inflatie-index (HICP ex-tobacco) is dus bepalend

¹ Harmonised Index of Consumer Prices

voor de daadwerkelijke ontwikkeling van het nominale rendement op deze obligaties. Een stijging van de inflatie betekent een stijging van de te ontvangen coupon en hoofdsom. Daarmee kan een investering in deze obligaties dienen als inflatiehedge voor het pensioenfonds.

Wie geven inflation-linked obligaties uit?

Typische uitgevers van inflation-linked obligaties zijn overheden die, door het uitgeven van deze obligaties in tijden van oplopende inflatie (verwachtingen), de markt laten zien dat ze vertrouwen hebben in de genomen maatregelen om de inflatie te beperken. Verder zijn de inkomsten van overheden vaak afhankelijk van inflatie (denk bijvoorbeeld aan loonbelasting), waardoor het uitgeven van een inflation-linked obligatie inflatiebescherming biedt aan het saldo van inkomsten en uitgaven. In het eurogebied zijn Frankrijk, Italië, Griekenland en Duitsland op dit moment de landen die inflation-linked obligaties uitgeven. Het aantal uitgegeven obligaties is echter nog beperkt en ook zijn er geen obligaties voor alle looptijden. Dit betekent dat de markt van inflation-linked obligaties slechts beperkt kan voorzien in de behoefte van een pensioenfonds dat volledige inflatiebescherming nastreeft. De euro inflation-linked staatsobligatiemarkt heeft een omvang van ongeveer € 250 miljard (Italië circa € 100 mld, Frankrijk circa € 90 mld, Duitsland € 40 mld en Griekenland circa € 20 mld).

Naast overheden zijn er bedrijven die inflation-linked obligaties uitgeven. Denk hierbij onder andere aan nutsbedrijven en aan infrastructuurbedrijven: bedrijven waarvan de inkomsten ook gerelateerd zijn aan inflatie. Een goed voorbeeld hiervan is de Storebaelt Brug in Denemarken. Het toltarief van deze brug wordt jaarlijks met inflatie verhoogd. Indien deze brug gefinancierd zou zijn met de uitgifte van nominale obligaties, dan zouden de inkomsten teruglopen wanneer de inflatie daalt, terwijl de financieringskosten onveranderd blijven. Door te financieren via uitgifte van inflation-

linked obligaties, dalen de financieringskosten mee met de dalende inflatie. Financiering tegen de zogenaamde reële rente leidt dus tot een stabiel resultaat.

Welk risico zit er aan inflation-linked obligaties?

Stijgt de reële rente vanwege, bijvoorbeeld, afnemende inflatie(verwachtingen), dan daalt ook de waarde van inflation-linked obligaties. Dit hoeft in beginsel geen risico voor het pensioenfonds te zijn indien deze de obligaties gebruikt voor het afdekken van (een deel van) het inflatierisico van de pensioenverplichtingen. De toekomstige toeslagen op de pensioenen nemen immers ook af wanneer de inflatie daalt. Een stijgende reële rente leidt daarom tevens tot een daling van de waarde van de pensioenverplichtingen². Wat nu als de inflatie omslaat in deflatie? Is dat dan ook een risico voor het pensioenfonds? Verderop in deze gids - zie 'Deflatie' - wordt hier aandacht aan besteed.

Ook een inflation-linked obligatie, net als iedere obligatie, heeft te maken met kredietrisico. Dit risico weerspiegelt de kredietwaardigheid van de uitgever van de obligatie, voornamelijk nationale overheden. We spreken hier dan ook over het kredietrisico van de uitgevende staten, waarbij Griekenland en Italië gezien worden als landen met een hoger kredietrisico dan Frankrijk of Duitsland.

Inflatieswaps Een inflatieswap is een ruil tussen twee partijen van inflatie over een bepaalde hoofdsom gedurende een vooraf bepaalde periode. Aangezien de hoofdsom niet tussen partijen wordt uitgeruild is er sprake van een derivaat. Een vooraf afgesproken vast jaarlijks inflatiepercentage (break-even inflatie) wordt geruild tegen de jaarlijkse daadwerkelijk gerealiseerde inflatiepercentages. Als het pensioenfonds een inflatieswap afsluit van, bijvoorbeeld, 30 jaar op 2% vast over een nominaal bedrag van € 10 mln., dan betaalt het 30 jaar lang 2% (€ 200.000) per jaar en

² Alleen bij een constant blijvend verschil tussen de (DNB) swaprente en de rente op de onderliggende staatsobligaties voor gelijke looptijden

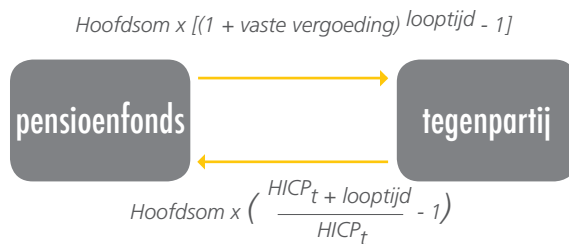


ontvangt het elk jaar de daadwerkelijk gerealiseerde inflatie (gebaseerd op de eurozone HICP ex tobacco en gepubliceerd door Eurostat). Stel: de daadwerkelijke inflatie komt uit op 3% (€ 300.000), dan komt het verschil (€ 100.000) ten goede aan het pensioenfonds. Deze waardeinstijging beschermt de reeds opgebouwde 30-jaars verplichtingen van het pensioenfonds tegen oplopende inflatie.

Wie zijn de aanbieders van inflatie?

Mogelijke aanbieders van inflatie en dus tegenpartijen van een pensioenfonds in een inflatieswap zijn vastgoedbedrijven, woningcorporaties en nutsbedrijven. De inkomsten van deze bedrijven zijn afhankelijk van inflatie, terwijl hun financieringskosten dat niet zijn. Door het ontvangen van het vooraf afgesproken vast jaarlijks inflatiepercentage (break-even inflatie) en het betalen van de jaarlijkse daadwerkelijk gerealiseerde inflatiepercentages in een inflatieswap, beschermen zij de toekomstige inkomsten die gekoppeld zijn aan inflatie. Hedgefonds zijn ook een mogelijke aanbieder van inflatie en proberen door het afsluiten van inflatieswaps geld te verdienen met een visie op inflatie of met inflatiearbitrage tussen de obligatiemarkt en de swapmarkt. Meestal zijn echter investeringsbanken de tegenpartij van een pensioenfonds in een inflatieswap en zullen dan, indien mogelijk, als "tussenpersoon" fungeren door een tegengestelde inflatieswap af te sluiten met bovengenoemde partijen (vastgoedbedrijven, nutsbedrijven, hedgefonds). Zij verdienen dan de "bid/offer spread" (verschil tussen koop en verkoopprijs) in een inflatieswap.

De meest verhandelde inflatieswaps zijn de zogenaamde 'zerocoupon' swaps. Hierbij vindt er geen jaarlijkse betaling van het inflatieverschil plaats. De afrekening vindt in zijn geheel plaats op het einde van de looptijd van het swapcontract en ziet er als volgt uit:



We zien dat op de datum van afrekening het pensioenfonds de werkelijk opgelopen inflatie over de hoofdsom over een periode van 30 jaar ontvangt en dat het pensioenfonds de cumulatieve vaste vergoeding (vastgezette break-even inflatie) betaalt.

Welk risico zit er aan een inflatieswap?

Ook in een inflatieswap is er sprake van kredietrisico. Het swapcontract zal namelijk bij veranderingen in inflatie(verwachtingen) waarde krijgen. Indien de inflatieswap door stijging van de inflatie(verwachtingen) voor het pensioenfonds een positieve waarde krijgt en er zijn geen afspraken gemaakt over het zekerstellen van deze betalingsverplichting door middel van onderpand ('collateral'), dan loopt het pensioenfonds het risico deze waarde te verliezen indien de tegenpartij failliet gaat. Om het kredietrisico te verminderen, is het voor het pensioenfonds dus belangrijk om afspraken te maken over het stellen van onderpand.

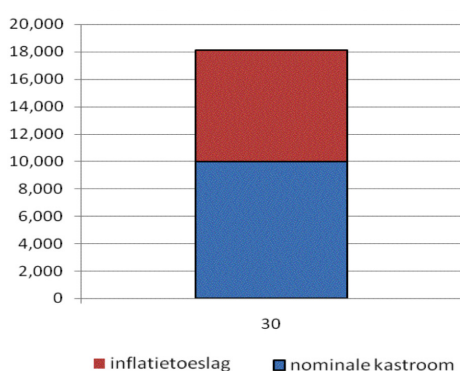
Collateral

Het is gebruikelijk dat partijen aan elkaar onderpand - in vakjargon 'collateral' - verstrekken, indien een derivatencontract zoals een inflatieswap een bepaalde omvang in waarde krijgt. Dit onderpand wordt meestal in de vorm van liquide middelen of van obligaties op een separate rekening gestort. Zo vermindert het kredietrisico op de tegenpartij.

Nadere uitleg hoe een inflatieswap de verplichtingen afdekt tegen inflatiestijging

Pensioenfondsen en hun deelnemers willen zekerheid dat de toekomstige nominale pensioenen - inclusief de ophoging met toeslagen - daadwerkelijk worden uitgekeerd. Deze zekerheid kan moeilijk worden geboden, zolang niet een 100% juiste voorspelling kan worden gegeven van de daadwerkelijke toeslagen over een bepaalde toekomstige looptijd. Ook al sluit het pensioenfonds een inflatieswap af over een toekomstige kasstroom, dan zal de exacte omvang van de uiteindelijk uit te keren pensioenkasstroom - inclusief inflatietoeslag(en) - onzeker blijven. Echter, de stijging van de kasstroom vanwege de gestegen inflatie wordt nu gecompenseerd door de waardevermindering van de afgesloten inflatieswap.

Om dit te verduidelijken nemen we als voorbeeld een kasstroom van nominaal € 10.000 die over 30 jaar waardevast wordt uitgekeerd, dus inclusief de toeslagen voor de jaarlijkse daadwerkelijke inflatie. De huidige inflatiecurve geeft voor de looptijd van 30 jaar een verwachte inflatie van 2%.

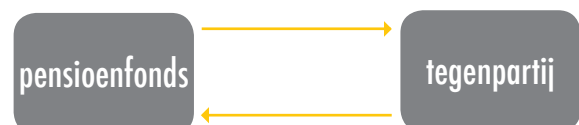


Op basis hiervan zal de huidige nominale kasstroom in 30 jaar, door de opeenvolgende inflatietoeslagen van 2%, aangroeien tot € 18.113. Het pensioenfonds koopt deze totale pensioenkas-

stroom nu in via (zero coupon) obligaties, zodat over 30 jaar € 18.113 wordt ontvangen. Uiteraard is de financiële positie/dekkingsgraad van het pensioenfonds bepalend of het voldoende vermogen heeft om de obligaties, benodigd voor deze grotere kasstroom van bijna 2x de omvang van de nominale kasstroom, te kopen. Heeft het pensioenfonds de totale kasstroom nu ingekocht, dan loopt het nog steeds het risico dat de daadwerkelijke gemiddelde inflatie over de komende 30 jaar afwijkt van de 2% van de curve zoals die nu geldt ten tijde van de berekening. De kans bestaat dus dat er meer of minder dan € 18.113 uitgekeerd moet worden.

Om dit risico af te dekken sluit het pensioenfonds met een tegenpartij een (zero coupon) inflatieswap af over de nominale hoofdsom van € 10.000 van de toekomstige kasstroom. In deze swap wordt door het pensioenfonds afgesproken dat het, over een periode van 30 jaar, de nominale kasstroom met een vaste jaarlijkse 2% aangroei (inflatieophoging) ruilt tegen diezelfde nominale kasstroom met een aangroei met de jaarlijks daadwerkelijk gerealiseerde inflatiepercentages. Omdat dit een zero coupon inflatieswap betreft, vindt de uitwisseling van kasstromen pas plaats aan het einde van de looptijd, in dit geval na 30 jaar. Indien de daadwerkelijk gemiddelde inflatie over die periode van 30 jaar niet is afgeweken van de 2%, dan zal er per saldo geen kasstroom uitgeruild worden. De door het pensioenfonds te ontvangen kasstroom is dan namelijk gelijk aan de te leveren kasstroom. Indien de daadwerkelijke inflatie is afgeweken van de destijds verwachte 2% en deze is, bijvoorbeeld, 4% geweest, dan ziet de uitruil er als volgt uit:

$$10.000 \times [(1,02)^{30} - 1] = 8.114$$



$$10.000 \times [(1,04)^{30} - 1] = 22.434$$



We zien hier dat het pensioenfonds de hogere, daadwerkelijke, inflatie op de kasstroom ontvangt: € 22.434 - € 8.114 = € 14.320. Dit is exact gelijk aan de stijging van de pensioenkasstroom. Deze destijds op 2% ingekochte kasstroom zal door de toegenomen inflatie eveneens met € 14.320 zijn gestegen, ervan uitgaande dat de gemiddelde jaarlijkse toeslagverlening gelijk is geweest aan de gemiddelde gerealiseerde inflatie.

De juridische contracten van de inflatieswap, ISDA/CSA

Alvorens het pensioenfonds een inflatieswap kan 'kopen' bij de tegenpartij dient het eerst met deze tegenpartij een contract te hebben gesloten betreffende derivatentransacties. De 'International Swaps & Derivatives Association (ISDA)' heeft ten behoeve van institutionele marktpartijen een Engelstalige standaardovereenkomst naar Engels/Amerikaans recht ontworpen die door de gehele markt wordt erkend. Deze overeenkomst kan op onderdelen worden aangepast aan de individuele wensen van partijen. Indien partijen besluiten dat er waarborgen dienen te worden gegeven door het uitwisselen van onderpand (collateral), dan wordt tevens een zogenaamde 'Credit Support Annex (CSA)' overeengekomen. Omdat deze overeenkomsten bepalend zijn voor de aansprakelijkheden, voor het werken met onderpand en dus voor het kredietrisico van de aangegane swapovereenkomsten, zijn zij uitermate belangrijk. Het afsluiten van deze ISDA/CSA overeenkomsten is dan ook een precies en, veelal, tijdrovend juridisch proces.

Deflatie Hoewel het inflatierisico onverkort blijft bestaan, zien we dat de afgelopen jaren het onderwerp 'deflatie' ook aan populariteit heeft gewonnen. We zullen hier even kort bij stilstaan.

Zoals eerder beschreven zijn lange(re) perioden van deflatie niet of nauwelijks voorgekomen. In Nederland hebben we slechts één korte periode van

deflatie gekend in 1987. Het is namelijk niet eenvoudig om loonsverlagingen door te voeren. Toch beschrijven we hier wat een periode van deflatie aan effect kan hebben op de beleggingen/verplichtingen van een pensioenfonds. We gaan uit van een pensioenfonds dat de ambitie heeft om, voorwaardelijke, toeslagen te verlenen. Toeslagen die volledig voor inflatie compenseren. Tevens heeft het fonds het inflatierisico volledig afgedekt door middel van inflatieswaps.

Inflatieswaps en deflatierisico

In perioden van deflatie zal de werkelijk gerealiseerde inflatie negatief zijn. Dit betekent dat in de afgesloten inflatieswap de vaste vergoeding (break-even inflatie) betaald wordt en dat er een negatieve gerealiseerde inflatie ontvangen zal worden. Met andere woorden: er wordt nu een vaste vergoeding betaald en ook de gerealiseerde deflatie zal betaald moeten worden. Dit zou geen probleem zijn als er negatief geïndexeerd mag worden, maar omdat negatieve indexering slechts beperkt mogelijk is, resulteert dit dus in deflatierisico.

Deflatie en toeslagenbeleid

Als er in een periode enige tijd deflatie is opgetreden, zal het pensioenfonds daar met het toeslagenbeleid rekening mee moeten houden. Indien, na een periode van deflatie, het pensioenfonds volledige indexatie verleent, heeft dit een negatief effect op de dekkingsgraad.

Een voorbeeld ter illustratie:

Laten we er vanuit gaan dat het pensioenfonds zich volledig heeft ingedekt tegen stijgende inflatie door middel van 5-jaars inflatieswaps. Het fonds betaalt hierbij jaarlijks het inflatiepercentage, zoals de huidige inflatiecurve dat voor de 5-jaars looptijd vaststelt, de zogenaamde verwachte inflatie.

Inflatiepercentages op de huidige inflatiecurve (verwachte inflatie in betreffend jaar):

jaar	1	2	3	4	5
inflatie-percentage	-3%	2%	2%	2%	2%

Dit betekent dat het pensioenfonds over de periode van vijf jaar de huidige totale inflatie - zoals weergegeven door de curve - heeft vastgezet/ingekocht op 5%³. Is de daadwerkelijke inflatie hoger, dan betekent dit een stijging van de verplichtingen. Echter, deze stijging wordt gecompenseerd door eenzelfde waardestijging van de afgesloten inflatieswaps.

Als de inflatie zich gedraagt conform de verwachtingen dan zal er over de periode van 5 jaar dus een inflatie zijn opgetreden van 5%. Als een pensioenfonds volledige indexatie verleent dan zullen, vanwege deflatie in jaar 1, de toeslagen er als volgt uitzien:

jaar	1	2	3	4	5
inflatie-percentage	-3%	2%	2%	2%	2%
volledige indexatie	0%	2%	2%	2%	2%

Dit betekent - in het geval van volledige toeslagen - dat de totale indexatie over deze periode van vijf jaar 8,24%⁴ bedraagt en dus eenzelfde waardestijging van de verplichtingen betekent. De daadwerkelijk gerealiseerde totale inflatie is echter conform de verwachtingen op 5% uitgekomen. Dit betekent een verlies in dekkingsgraad van 3,24%. Het pensioenfonds kan dit - vanuit het oogpunt van waardevastheid onnodige - negatieve effect op de dekkingsgraad desgewenst als volgt tegen gaan. Aangezien er sprake is van voorwaardelijke indexatie kan het fonds na jaar 1 een indexatie van

0% toepassen. Vervolgens kan het na jaar 2 opnieuw rekening houden met het verschil tussen de 3% deflatie en de 0% indexatie van jaar 1, en zal ook dan nog geen toeslagen toekennen.

Ook na jaar 3 zal nog een deel van de deflatie van jaar 1 gecompenseerd worden omdat de verrekking na jaar 2 niet toereikend is geweest:

jaar	1	2	3	4	5	totaal
inflatie-percentage	-3%	2%	2%	2%	2%	5,00%
volledige indexatie	0%	2%	2%	2%	2%	8,24%
voorwaardelijke indexatie	0%	0%	1%	2%	2%	5,08%

In het voorgaande voorbeeld zien we dus dat een korte periode van deflatie binnen een langere periode van inflatie geen probleem hoeft te vormen voor de dekkingsgraad van het pensioenfonds, zolang daar met de toeslagen rekening mee wordt gehouden.

Deflatie en inflation-linked obligaties versus inflatieswaps

Inflation-linked obligaties die zijn uitgegeven volgens het zogenaamde Canadese model bieden ook bescherming tegen deflatie. De coupon en de hoofdsom van deze obligaties worden vermenigvuldigd met de indexratio. Deze indexratio geeft de cumulatief gerealiseerde inflatie weer sinds de uitgifte van de obligatie.

Hoewel de indexratio onder 1.00 kan komen ten gevolge van deflatie en de coupon naar 0% kan dalen is de hoofdsom beschermd tegen deflatie. Deze hoofdsom lost namelijk minimaal op pariteit (100%) af. Het pensioenfonds kan door het kopen van deze inflation-linked obligatie en het gelijktijdig verkopen ("short" gaan) in een staatsobligatie met nagenoeg dezelfde karakteristieken de inflatie uit

³ $(1-3\%)*(1+2\%)*(1+2\%)*(1+2\%)*(1+2\%) = 5\%$

⁴ $(1+0\%)*(1+2\%)^4 = 8,24\%$



de inflation-linked obligatie “strippen”, zodat het beschermd is tegen inflatiestijging en tegelijkertijd impliciet een inflatie Floor⁵ - bescherming tegen deflatie - aanschaf.

Verplichtingenbeheer, vermogensbeheer en inflatie

Een pensioenfonds heeft niet slechts één pensioenkasstroom met één bepaalde looptijd waarmee het rekening moet houden. De reeds opgebouwde verplichtingen zijn een verzameling van vele toekomstige pensioenkasstromen met verschillende looptijden. Al deze kasstromen en hun financiële karakteristieken vormen de enige echte beleggingsbenchmark van het pensioenfonds. Het is dus van groot belang om het rendementrisicoprofiel van deze benchmark goed te kunnen beheren. Inflation-linked obligaties in combinatie met inflatieswaps vormen het optimale vermogensbeheer voor het afdekken van het inflatierisico. Voor het vermogensbeheer betekent dit dat er bij het gebruik van deze instrumenten niet in slechts één inflatie-swap/obligatie wordt belegd met één bepaalde nominale waarde en één looptijd, maar dat in een optimale samenstelling van meerdere inflatieswaps/obligaties wordt belegd, van verschillende looptijden en omvang, afhankelijk van de inflatiekarakteristieken van alle toekomstige pensioenkasstromen. Tevens kan dan bij de keuze uit de beschikbare beleggingsinstrumenten de eventuele inefficiënties in de markt worden benut en kan worden beoordeeld welke obligatie/swap, op termijn, extra rendement oplevert versus de verplichtingen. Deze pensioenverplichtingen dienen rechtstreeks als benchmark voor de beleggingsaanpak. Deze optimale beleggingsaanpak, zoals door First Liability Matching voor haar pensioenfondsklanten wordt toegepast, wordt Integraal Matchingbeheer genoemd. In tegenstelling tot deze integrale aanpak wordt er vaak een bepaalde inflation-linked obligatieindex als surrogaat gebruikt voor de echte benchmark bestaande uit de pensioenverplichtingen. Dit is niet optimaal,

omdat de vermogensbeheerder dan een obligatieportefeuille samenstelt, waarmee hij niet of nauwelijks van deze obligatieindex afwijkt. De ontbrekende inflatiebescherming wordt dan ingekocht via inflatieswaps. Dit aanhouden van een obligatie-index als benchmark biedt geen inzicht in de mogelijkheden tot het benutten van markt-inefficiënties ten opzichte van de echte verplichtingenbenchmark.

Aandachtspunt: de relevantie van de inflatie-index bezien vanuit het pensioenfonds

Zowel Europese inflation-linked obligaties als inflatieswaps zijn gebaseerd op de ‘eurozone HICP ex-tobacco’-inflatie. De vraag wordt dan gesteld of deze inflatie wel goed aansluit op de toeslagenambitie van een Nederlands pensioenfonds. We hebben eerder gezien dat indexatie van pensioenverplichtingen voor actieven vaak wordt gebaseerd op de looninflatie van de bedrijfstak (middenloonregeling). Een perfecte inflatiebescherming is hiervoor niet te vinden en dus niet mogelijk. Ook het beleggen in - nauwelijks liquide - inflatieinstrumenten gebaseerd op de Nederlandse afgeleide CPI biedt hiervoor geen oplossing. Er blijft dan een verschil bestaan tussen de CPI en de looninflatie. Voor het risicobeheer kan het beste gekozen worden voor de liquide instrumenten die gebaseerd zijn op de eurozone HICP ex-tobacco. Hoewel het pensioenfonds ook hier te maken kan krijgen met een verschil in de inflatie, heeft het in ieder geval het financiële voordeel van lage(re) transactiekosten. Op de langere termijn mag het pensioenfonds een verdere harmonisering van het prijspeil in de landen van de eurozone verwachten. De inflatieverschillen tussen de eurolanden onderling zullen dan afnemen en meer rond het Europese gemiddelde bewegen. Het Nederlandse prijspeil beweegt zich op de langere termijn rond het Europese gemiddelde. De kans op een structureel groter wordend verschil tussen Nederlandse inflatie en het Europese gemiddelde wordt dan ook als klein ingeschat.

⁵ Ondergrens, de inflatie die berekend wordt op de hoofdsom zal minimaal 0% zijn, want de obligatie wordt in geval van gemiddelde deflatie over de looptijd op pariteit (100) afgelost.

Uniek en begrijpelijk pensioenbeleggen

First Investments ondersteunt Nederlandse institutionele beleggers - met name pensioenfondsen - om hun deelnemers en sponsors tegen lage kosten een goed pensioen te bieden. Kernwaarden van onze dienstverlening zijn dan ook onafhankelijkheid, begrijpelijkheid, transparantie en lage kosten.

Wij zijn de enige Nederlandse vermogensbeheerder die specifiek is ingericht voor het beleggen volgens de aanpak van LDI (Liability Driven Investments) en Matching & Return. Omdat ieder pensioenfonds unieke verplichtingen heeft, leveren wij professioneel maatwerk aan onze klanten. Bij het afdekken van renterisico en/of van inflatierisico kunt u aangeven welke instrumenten mogen worden gebruikt: obligaties, derivaten (swaps, swaptions) of een combinatie daarvan. Vervolgens stellen wij actief en weloverwogen de gewenste portefeuille samen met als resultaat op de langere termijn een hoger rendement dan de DNB swapcurve. Hierin onderscheidt onze aanpak zich van de werkwijze waarbij obligaties passief in de portefeuille worden opgenomen, louter omdat zij deel uitmaken van een obligatie-index. Indien wij voor uw pensioenfonds in derivaten beleggen, verzorgen wij professioneel en transparant alle werkzaamheden (ISDA/CSA, collateral beheer, cash management, etc.) en dit tegen lage kosten. First Investments staat onder toezicht van DNB en AFM (vergunning vermogensonderneming ex art 2:96 Wft) en werkt met SAS70 gecertificeerde werkprocessen.

First Investments is de vermogensbeheerder van First Liability Matching NV: een uniek Nederlands beleggingsfonds 'voor en door pensioenfondsen'. Met een belegging in dit fonds kan het pensioenfonds op eenvoudige wijze, met weinig risico en tegen lage kosten, de rente- en/of inflatierisico's van de pensioenverplichtingen (kasstromen) afdekken.

Mogen we u en/of uw bestuur dat eens uitleggen? Mail of bel ons en we maken ruim tijd voor u vrij.

info@FirstInvestments.nl | 030 767 0800 | www.FirstInvestments.nl

First Investments



*Drs. Stefan Ormel CFA RBA
is Directeur Vastrentende Waarden
bij First Investments.*

*Hij is onder meer specialist op het
gebied van (het afdekken van) inflatie-
en renterisico's voor pensioenfondsen.*

Inflatie

in het kader van een Nederlands pensioenfonds

Deze editie is een uitgave van:

First Investments BV

Ptolemaeuslaan 58

3528 BP Utrecht

T 030 767 0800

KvK 27291685

www.FirstInvestments.nl

First Investments BV is gereguleerd en geautoriseerd door de
Autoriteit Financiële Markten (AFM).

De tekst in deze brochure is met zorg samengesteld en is
informatief van aard. U kunt er geen rechten aan ontleen.

© juli 2011 First Investments