

# Inflatie en de pensioenportefeuille

Door de opgelopen inflatie in de afgelopen maanden neemt de koopkracht van pensioenen steeds verder af. Wat zijn de gevolgen voor de beleggingsportefeuille en is inflatiebescherming mogelijk?

Door *Huub Ten Holter*



**Huub Ten Holter**

Investment Leader,  
Mercer Nederland

Niemand weet hoe lang de oorlog in Oekraïne nog gaat duren en wat de mogelijke gevolgen zijn voor bijvoorbeeld de energieprijzen. We hebben dit jaar al de nodige prijsstijgingen gezien: benzine en elektriciteit werden fors duurder. Tegelijkertijd is de consensus dat de inflatie voorlopig hoog blijft. Dit kan tot een recessie leiden. En van een recessie gaan we in een open economie als Nederland snel gevolgen ondervinden. Traditionele portefeuilles, met voornamelijk aandelen en obligaties, deden het dit afgelopen decennium uitzonderlijk goed. Maar in een omgeving waarin de inflatie beweeglijker is en bovendien op een hoger niveau ligt, is het nog maar de vraag of dat zo blijft.

## Wie voorspelt de toekomst?

Door de manier waarop Nederlandse pensioenfondsen moeten rekenen, kunnen zij nu voor het eerst sinds lange tijd hun uitkeringen verhogen. Dat komt door een nominale verbetering aan de verplichtingenkant. Maar die staat volledig



haaks op het feit dat het vermogen van de fondsen in reële zin hard achteruit gaat. De inflatie is de boosdoener.

Veel portefeuilles zijn samengesteld op basis van analyses waarbij is uitgegaan van een gemiddeld lage inflatie (rond de 2%). Hierbij kreeg de efficiëntie van de portefeuille een steuntje in de rug door de negatieve correlatie tussen aandelen en obligaties, die zich vooral in rustige periodes voordeed. Het toevoegen van een minder voorspelbare inflatieomgeving maakt portefeuilleconstructie nu complexer, omdat er nagedacht moet worden over inflatiegevoeligheid, en niet alleen meer over groeigevoeligheid.

## De gevolgen van inflatie voor DC-regelingen

Sinds begin dit jaar zijn de rendementen op de meeste beleggingen negatief en dat betekent ook een lager bedrag in het persoonlijke potje. Afhankelijk van het moment van inkopen, kan de hogere rente gunstig uitpakken. Inflatie zie je

hier niet direct terugkomen in de uitkeringen, behalve als die deels variabel zijn. Het afdekken van inflatie (met traditionele instrumenten) heeft niet goed uitgepakt in 2022. De rente is in veel gevallen fors gestegen dan de verwachte inflatie, waardoor dit soort instrumenten per saldo in waarde zijn gedaald.

Over het algemeen betekenen de liquiditeitsvereisten voor DC-plannen dat het moeilijk is om te beleggen in assets die zowel aantrekkelijke rendementen bieden als een hedge realiseren tegen stijgende inflatie. Inzicht in welk deel van de deelnemers het meest kwetsbaar is voor een periode met hoge inflatie kan bestuurders helpen om een strategie te formuleren. Gepensioneerden en bijna-gepensioneerden zijn groepen die als eerste merken dat de uitkeringen uit de pas lopen met de inflatie.

## De gevolgen van inflatie voor DB-regelingen

Als de rente stijgt, stijgt ook de dekkingsgraad, wat tot

gevolg heeft dat er (gedeeltelijke) indexatie mogelijk is. Gepensioneerden merken het direct wanneer pensioenen niets of slechts gedeeltelijk worden gecorrigeerd voor inflatie. Zij zijn de groep die reeds pensioen genieten. Niet-gepensioneerden zien het effect alleen terug in hun portal of op het UPO. Nu staan de dekkingsgraden wel onder druk door de hoge inflatie: 10% indexatie-toeslag verlenen betekent dat de dekkingsgraad van je fonds ook met ongeveer dat percentage daalt.

Bij DB-regelingen zien we dat deelnemers en het fonds ogenschijnlijk voordeel hebben van de nominale rekenmethode. Het lijkt of het totale pensioenvermogen stijgt, maar uiteindelijk slinkt het in reële termen.

## De invloed van inflatie en inflatieverwachtingen

Vaak zijn pensioenpremies gekoppeld aan salarissen. Over het algemeen wordt verwacht dat de pensioengevende loongroei op de lange termijn groter zal zijn dan de inflatiegroei. En dus betekent hoge inflatie een toename in salarisverhogingen. Zonder gegarandeerde inflatiecorrectie kan er meer druk ontstaan op werkgevers om verhogingen op discretionaire basis toe te kennen.

Hoeveel invloed inflatieverwachtingen hebben op de verplichtingen, hangt ook af van aannames over salarissen uitkeringsverhogingen. Hoewel de marktverwachting van de inflatie een belangrijke overweging is bij het bepalen van deze aannames, zijn economische langetermijnprognoses ook relevant, evenals de visie van de werkgever op toekomstige salarisgroei en andere arbeidsvoorwaarden.

## Impact van inflatie verkleinen

Hedgen is een manier voor pensioenfondsen om de invloed van inflatie te beperken. In de beleggingsportefeuille kan worden gekozen voor beleggingscategorieën als grondstoffen en/of infrastructuur.

Waar maar weinig portefeuilles goed voor gepositioneerd zijn, is stagflatie. Rendementen komen in dit scenario vaak uit langetermijnbeleggingen zoals grondstoffen. Stagflatie wordt vaak geassocieerd met kostengedreven inflatie, waarvan grondstoffeprijzen meestal een belangrijke aanjager zijn.

Sommige pensioenfondsen zullen in de praktijk beter beschermd zijn. Het is de vraag of er inflatiegerelateerde obligaties/swaps,

commodities of ABS in de portefeuille zijn opgenomen, of bijvoorbeeld private debt met een variabele rente. Als fondsen belegd zijn in inflatiegerelateerde obligaties, ontstaat daardoor een zekere hedge tegen een hoge inflatie. Hierbij is een pensioenfonds wel afhankelijk van de werking van de instrumenten, die sterk reageren op renteveranderingen. Als we bijvoorbeeld kijken naar de rendementen van inflatiegerelateerde obligaties dit jaar, dan zien we dat deze negatief gereddeerd hebben, terwijl de inflatie gestegen is. Daarentegen is de rendementsverwachting van commodities (bijvoorbeeld metalen) en aandelen van bedrijven in natural resources positief.

## Conclusie

De huidige hoge inflatie stelt pensioenfondsen voor een uitdaging. Ondanks dat er sprake is van een nominaal kader, wordt vaak gekeken naar de koopkracht van het pensioen. Logisch ook, want van 100 euro kon je vijftien jaar geleden meer kopen dan vandaag de dag. Als pensioenen niet worden geïndexeerd, dan holt de koopkracht achteruit. In traditionele portefeuilles – waar het gros uit aandelen en vastrentende waarden bestaat – is de bescherming

tegen een hoge inflatie beperkt.

Maar er is wel wat te doen aan het koopkrachtverlies van de portefeuille. Daarbij kun je denken aan de meest voor de hand liggende categorieën, zoals inflatiegerelateerde obligaties en swaps. Nadeel hierbij is wel dat deze per saldo renterisico in zich dragen. Dat had dit jaar tot gevolg dat deze categorieën teleurstellende rendementen lieten zien: de rente heeft zich anders ontwikkeld dan de inflatie. Andere categorieën als grondstoffen, private debt en infrastructuur vertonen doorgaans ook relatief goede rendementen ten tijde van hoge inflatie. Door een goede spreiding in de portefeuille en het toevoegen van de genoemde beleggingscategorieën is een pensioenfonds al gauw beter beschermd tegen een periode van hoge inflatie. ■

## IN HET KORT

Traditionele portefeuilles met veelal aandelen en obligaties beschermen beperkt tegen inflatie.

Inflatiegerelateerde obligaties leveren door hun waardering op basis van de marktrente en de inflatieverwachtingen niet altijd de gewenste bijdrage aan het beschermen van de portefeuille tegen inflatie.

De beste inflatiebescherming wordt bereikt door het verder diversifiëren van de portefeuille met onder andere grondstoffen, private debt en infrastructuur. Een goede spreiding van de portefeuille zorgt ervoor dat de portefeuille beschermd is in meerdere inflatiescenario's.

TABEL 1: RENDEMENTSVERWACHTING PER ASSET CLASS

Asset class / scenario	Gebalanceerde groei	Financiële repressie	Harde landing	Goldlocks	Stagflatie	Oververhitte economie
Wereldwijde aandelen	Green	Green	Red	Green	Red	Red
Aandelen opkomende landen	Green	Green	Red	Green	Red	Red
Staatsobligaties	Green	Green	Red	Green	Red	Red
Bedrijfsobligaties	Green	Green	Red	Green	Red	Red
High yield	Green	Green	Red	Green	Red	Red
Emerging Market Debt	Green	Green	Red	Green	Red	Red
Structured credit	Green	Green	Red	Green	Red	Red
Inflatiegerelateerde obligaties	Green	Green	Red	Green	Red	Red
Private debt	Green	Green	Red	Green	Red	Red
Grondstoffen (exclusief goud)	Green	Green	Red	Green	Red	Red
Goud	Green	Green	Red	Green	Red	Red
Grondstofaandelen	Green	Green	Red	Green	Red	Red
Direct vastgoed	Green	Green	Red	Green	Red	Red
Beursgenoteerde ondernemingen actief in infrastructuur	Green	Green	Red	Green	Red	Red
	Slechtste					Beste

Bron: Mercer Nederland, 2022.