

Inflatiebestendige pensioenen: fata morgana of realistisch doel?

1. DIVERSIFICATIE VOORDELEN

De rendementen op index-linked staatsobligaties (hierna: Inflation Linked Bonds ofwel ILB) zijn de laatste jaren lager geweest dan die van nominale staatsobligaties (hierna: NS), onder meer vanwege de relatief lage inflatie en hoge ex ante inflatieverwachtingen¹:

	Frankrijk ILB	Euro ILB	Frankrijk NS	Euro NS	Euro 600 aandelen	Euro 50 aandelen
Gemiddelde	0,15%	0,23%	0,46%	0,34%	0,54%	0,48%
Standaarddeviatie	1,61%	1,50%	2,80%	1,19%	3,70%	3,54%

Tabel 1: Gemiddeld rendement en standaarddeviatie van aantal belegging categorieën (31-10-2012 – 28-2-2020)

Ook is de ILB markt minder liquide dan de nominale staatsobligatie markt², maar dit hoeft voor pensioenfondsen geen issue te zijn omdat deze langetermijnbeleggers zijn.

Vanwege diversificatievoordelen kan het toevoegen van een risicovollere belegging juist leiden tot een lager risico voor de beleggingsmix in zijn geheel.

	NS	ILB
Rendement	5%	2%
Standaarddeviatie	10%	5%

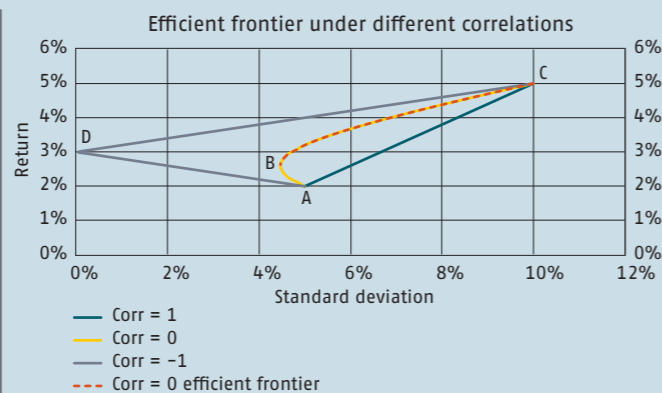
Tabel 2: Risico en rendement voor NS en ILB obligaties (voorbeeld)³

Op basis van verschillende correlatieaannames leidt dit tot de verschillende uitkomsten van rendement en risico voor de beleggingsmix.

Drs. S. Houben AAG, FIA, CFA, FRM (links) is Senior Manager bij EY Actuarissen in Nederland.



Dr. R. Ketellapper was voor zijn pensionering directielid bij Guardian Group Fatum in Curacao.



Figuur 1: efficient frontier voor verschillende correlatie aannames

Punt A representeert een mix die voor 100% uit ILB bestaat, terwijl punt C de mix met 100% staatsleningen weergeeft. Zolang de correlatie maar niet gelijk is aan 1, leidt het toevoegen van risicovolle beleggingen vanaf punt A tot een hoger rendement gecombineerd met een lager risico.

Er bestaat geen eenduidig beeld over de correlatie tussen rente en inflatie zodat de aanname dat er diversificatievoordelen bestaan niet ongegrond is. Dit impliceert dat het toevoegen van ILB alleen al vanuit een risicorendementsoogpunt aantrekkelijk kan zijn vanwege de hierdoor ontstane risicoreductie, wat ook blijkt uit historische correlaties:

	Frankrijk ILB	Euro ILB	Frankrijk NS	Euro NS	Euro 600 aandelen	Euro 50 aandelen
Frankrijk ILB	1,00	0,91	0,61	0,78	0,49	0,46
Euro ILB		1,00	0,53	0,82	0,54	0,51
Frankrijk NS			1,00	0,73	0,14	0,16
Euro NS				1,00	0,22	0,22
Euro 600 aandelen					1,00	0,98
Euro 50 aandelen						1,00

Tabel 3: Correlaties tussen een aantal beleggingscategorieën (2012-2020)

Uit tabel 3 blijkt dat tussen ILB en andere belegging categorieën diversificatievoordelen te behalen zijn zodat ILB ook vanuit het oogpunt van risicobeperking en beheersing een aantrekkelijk alternatief is.

2. BEHAVIORAL FINANCE – RISK AVERSION

De efficient frontier is gebaseerd op een rationele afweging tussen risico en rendement terwijl in de praktijk ook emoties onze financiële keuzes beïnvloeden (behavioral finance). Waar het CPB-onderzoek uitgaat van rendementen, gaat behavioral finance uit van 'utility' ofwel nut.

'Behavioral Finance' toont aan dat mensen niet altijd rationele keuzes maken als het gaat om de afwegingen van alternatieven indien die onderhevig zijn aan risico's en onzekerheden. Verliezen wordt bijvoorbeeld als pijnlijker ervaren dan winnen ('loss aversion') en het is verder lastig om consistentie te behouden bij het maken van keuzes. Mensen hebben te maken met diverse menselijke 'biases' en heuristische overtuigingen die onze inschattingen en besluiten beïnvloeden en zorgen voor irrationeel gedrag. Een voorbeeld van irrationeel gedrag dat Kahneman en Tversky⁴ geven is het volgende:

Scenario 1: Participanten beginnen met een startkapitaal van \$1000. Ze kunnen kiezen tussen deze opties:

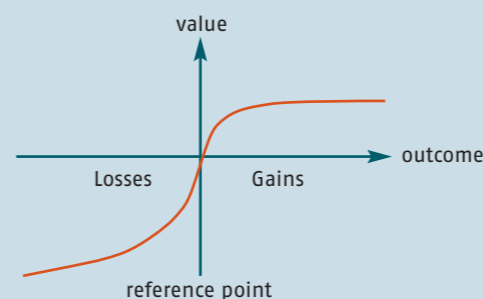
- A. Winnen van \$1000 met 50% kans en winnen van \$0 met een kans van 50%, of
- B. Krijgen van \$500 met zekerheid.

Scenario 2: Participanten hebben een startkapitaal van \$2000. Ze kunnen kiezen tussen de volgende opties :

- C. Verliezen van \$1000 met 50% kans en verliezen van \$0 met 50% kans, of
- D. Verliezen van \$500 met zekerheid.

Hoewel de verwachte uitkomsten van beide scenario's identiek zijn, blijkt dat mensen in het eerste scenario vaker kiezen voor optie B, terwijl zij voor optie C kiezen in het tweede scenario.

De S-curve weerspiegelt de risicoaversie die de meeste mensen ondervinden waarbij verliezen meer nutsverlies betekenen dan even hoge winsten bijdragen aan toename van het nut:



Figuur 2: S-shaped value/utility curve

Ook vanuit pensioenperspectief kan toepassing van de S-curve tot betere keuzes leiden: omdat mensen risicoavers zijn, prefereren ze een zeker waardevast pensioen ten opzichte van een onzeker nominaal pensioen, wat weer een argument is om (een gedeelte van) beleggingen inflatiebestendig te maken.

Dus zowel vanuit de klassieke risicorendementtheorie als de nieuwe behavioral finance theorie kan het toevoegen van ILB leiden tot betere rendementen en een hoger nut.

3. INFLATIE BESTENDIGE BELEGGINGEN

Naast ILB's zijn er andere beleggingen waarvan de opbrengsten meebewegen met de inflatie en die daarom in beginsel geschikt zijn als

belegging tegenover inflatiebestendige pensioenaanspraken. We noemen hier onroerend goed, grondstoffen en infrastructuur. Ook aandelen of ETF's van deze beleggingen komen in aanmerking. Onderstaand geven we enkele voor- en nadelen van deze beleggingen.

	Voordelen	Nadelen
Infrastructuur	Historisch goed rendement met stabiele kasstroom	Beperkte liquiditeit
	Inflatiebestendige opbrengst	Relatief hoge kosten
		Complexiteit, ondoorzichtigheid
Grondstoffen	Schaarste geeft waarde	Volatiliteit
	Correlatie met inflatie	Beperkte liquiditeit
Onroerend Goed	Inflatiebestendige opbrengst	Liquiditeit beperkt
	Relatief stabiele waarde	

Naast de genoemde voor- en nadelen van inflatiegelinke beleggingen, is bekend dat de markt voor ILB's beperkt is. De Nederlandse overheid geeft bij voorbeeld geen inflatiegerelateerde leningen uit. Wij denken dat ILB's voor pensioenuitvoerders waardevol zijn omdat hieraan niet de nadelen zijn verbonden die andere inflatiegelinke beleggingen kenmerken.

4. BELEMMERINGEN BIJ TRANSITIE VAN NOMINAAL NAAR WELVAARTSVAST PENSIOEN

In het eerste deel van dit artikel hebben wij aangegeven onder welke condities een dergelijke transitie kan plaatsvinden. Een korting van de aanspraken is voor de meeste fondsen onvermijdelijk omdat hun reële dekkingsgraad minder dan 100% bedraagt. Daarbij zijn inflatiebestendige beleggingen nu nog beperkt beschikbaar. Omdat koopkrachtzekerheid zeker bij hogere inflatieniveaus belangrijk is voor deelnemers aan pensioenregelingen, verdient het aanbeveling in het nieuwe stelsel inflatiebestendige pensioenen als doel te definiëren. Dit geldt ook voor beschikbare premieregelingen.

Wij pleiten ervoor dat pensioenfondsen een transitie naar een (gedeeltelijk) waardevast pensioen overwegen. De Nederlandse staat kan hierin faciliteren door zelf ILB leningen aan te bieden zodat de koopkrachtwijzigingen van de pensioendeelnemer zo veel mogelijk overeenkomen met de wijzigingen in waarde van beleggingen.

Aan de vooravond van een nieuw pensioencontract is dit volgens ons een uitgelezen moment om inflatiebestendigheid als expliciete doelstelling mee te nemen. De beleggingsportefeuille van de life cycle zou in de periode voorafgaand aan pensionering geleidelijk moeten migreren naar een portefeuille van een inflatiebestendig direct ingaand pensioen in plaats van een nominaal direct ingaand pensioen. Ook inflatiebestendig doorbeleggen gedurende de uitkeringsperiode zou dan mogelijk moeten worden gemaakt. ■

1 – Bloomberg namen: Fr Gov ILB EUR Infl 2, Fr Gov ILB EUR Infl 4, Iboxx EUR Sovereigns 15+, Iboxx EUR Sovereigns, Stoxx EUR 600, Stoxx EUR 50

2 – Zie ook CPB-Discussion-Paper-344-The-role-of-inflation-linked-bonds.

3 – Dit voorbeeld is slechts ter illustratie; de tabelwaarden zijn fictief.

4 – https://en.wikipedia.org/wiki/Prospect_theory