

Inflatie en pensioenfondsen

Op welke manier beïnvloedt prijsinflatie de vermogenspositie en het beleggingsbeleid van pensioenfondsen? Bij het beantwoorden van deze vraag wordt onderscheid gemaakt tussen de nominale en de reële dekkingsgraad. De nominale dekkingsgraad beschrijft de verhouding tussen de bezittingen en de nominale verplichtingen. De reële dekkingsgraad is gebaseerd op reële aanspraken die rekening houden met toekomstige prijs- en/of looninflatie. Het effect van inflatie op de pensioenpremie en de indexatie is op voorhand niet eenduidig, aangezien dit sterk afhankelijk is van de vraag of pensioenfondsen op de nominale of reële dekkingsgraad koersen.

Inflatie beïnvloedt de nominale dekkingsgraad zowel via de bezittingen als de verplichtingen. Het financieel toetsingskader (FTK) schrijft voor dat onvoorwaardelijke toezeggingen gedekt moeten worden. In de praktijk vallen deze toezeggingen veelal samen met nominale aanspraken. Pensioenfondsen met een indexatie-ambitie zijn wettelijk overigens wel verplicht het premiebeleid daarop af te stemmen. Een toename in de inflatie(verwachting) leidt tot een hogere nominale rente. Inflatie is dan gunstig voor de nominale dekkingsgraad, omdat de marktwaarde van de verplichtingen daalt. Daar staat tegenover dat bij een hogere rente ook de vastrentende beleggingen minder waard worden, wat een negatief effect heeft op de dekkingsgraad. Het uiteindelijke effect op de nominale dekkingsgraad wordt bepaald door het verschil in rentegevoeligheid van verplichtingen en bezittingen. Omdat voor de meeste fondsen de verplichtingen een langere gemiddelde looptijd hebben dan de bezittingen, is de rentegevoeligheid van de verplichtingen vaak groter. Een hogere inflatie verbetert dan de nominale dekkingsgraad.

Voor zover inflatie geen effect heeft op de reële rente, leidt een inflatiemutatie niet tot een verandering in de marktwaarde van de reële verplichtingen. Een inflatiestijging beïnvloedt de reële dekkingsgraad dan uitsluitend via een waardedaling van de nominale bezittingen. Dat betekent, in tegenstelling tot de nominale dekkingsgraad, dat de reële dekkingsgraad verslechtert als de inflatie toeneemt.

Om een gevoel te krijgen voor de effecten van een inflatieschok op de nominale en reële dekkingsgraad, wordt een representatief pensioenfonds geanalyseerd waarvan het vermogen voor de helft is belegd in nominale obligaties en voor de helft in aandelen. Er wordt aangenomen dat het aandelenvermogen volledig gecorreleerd is met inflatie en dat inflatiemutaties één-op-één doorwerken in de nominale rente. De reële rente is dus ongevoelig voor inflatie. De gemiddelde looptijd van de verplichtingen wordt gesteld op 15 jaar. Gangbare obligatiebeleggingen van een pensioenfonds kennen een gemiddelde looptijd van ongeveer 5 jaar. Uitgaande van deze veronderstellingen en een initiële dekkingsgraad van 135% nominaal (wat overeenkomt met 95% reëel), leidt een permanente inflatieschok van 1%-punt tot een stijging van de nominale dekkingsgraad van circa 20%-punt. De reële dekkingsgraad daalt daarentegen, met slechts 2%-punt. Vergeleken met de nominale dekkingsgraad is dit effect beperkt omdat de waarde van de reële verplichtingen ongevoelig is voor inflatie.

Een pensioenfonds kan de fluctuaties in de nominale dekkingsgraad beperken door met behulp van derivaten de rentegevoeligheid van de beleggingen op te voeren. In het meest extreme geval waarin de rentegevoeligheid van het pensioenvermogen en de nominale verplichtingen gelijk zijn, is de nominale dekkingsgraad ongevoelig voor inflatiemutaties. De nadelige consequentie is alleen dat de volatiliteit van de reële dekkingsgraad dan toeneemt. In dit geval leidt een inflatieschok van 1%-punt tot een daling in de reële dekkingsgraad van 95% naar 81%.

Doordat de nominale en reële dekkingsgraad tegengesteld reageren op een inflatieschok, ontstaat voor het beleggingsbeleid een spanningsveld tussen de wens om te voldoen aan de nominale eisen van het toezichtregime en de wens om een geïndexeerd pensioen aan te kunnen bieden. Vanwege de nominale toezichteisen zal het kortetermijnbeleid gericht zijn op het afdekken van renterisico's in de nominale dekkingsgraad. Maar omdat een nominale beleggingsstrategie geen goede verzekering biedt voor het inflatierisico, kan dit beleid op de lange termijn gaan wringen met een ambitie om volledig te indexeren. Een pensioenfonds dat streeft naar volledige indexatie is dus genoodzaakt een balans te vinden tussen het afdekken van renterisico's door nominale beleggingen op de korte termijn en het extra inflatierisico op de lange termijn.