

# Inflatie en pensioenen: Wat mogen we verwachten?



**OKTOBER 2022**

Marketing communicatie



# Beknopte samen-

## Beknopte samenvatting.

**“Inflatie is als tandpasta. Eens ze eruit is, krijg je het er bijna niet meer in. Het beste is dus om niet te hard in de tube te knijpen.”**

**Karl-Otto Pöhl**, hoofd van de Duitse Bundesbank van 1980 tot 1991, benadrukt dat inflatie moeilijk onder controle te krijgen is, ook wanneer centrale banken proberen hoge overheidsschulden weg te pompen.

De hardnekkige inflatie is nu al een uitdaging voor de economieën wereldwijd en voor particulieren, bedrijven en instellingen.

Gepensioneerden zijn het meest kwetsbaar voor de gevolgen van de inflatie, aangezien de prijzen van goederen en diensten steeds onbetaalbaarder

worden in verhouding tot hun pensioenen, die vaak achterblijven bij de stijgende inflatie. De stijging van de pensioenuitkeringen loopt vaak achter op de stijging van de prijzen van goederen en diensten, terwijl de prijsindexering van de uitkeringen aan de inflatie de pensioenfondsen onder druk kan zetten.

### Mogelijke oplossingen

Er zijn echter verschillende soorten beleggingen die specifiek het effect van inflatie op een particuliere of institutionele portefeuille kunnen verzachten. Inflatiegekoppelde obligaties zijn bedoeld als afdekking tegen onverwachte stijgingen van de inflatie. Activa die inkomsten opleveren, zoals vastgoed en infrastructuur, kunnen de gevolgen van de inflatie op korte termijn althans enigszins verzachten en op lange

termijn ruimschoots compenseren. Wat aandelen betreft, is de inflatie historisch gezien niet altijd nadelig geweest voor de langetermijnprestaties van aandelen, op voorwaarde dat ze niet uit de hand liep.

Al met al moet in dit marktklimaat een voorzichtige en langetermijnaanpak worden gevolgd bij de financiering van pensioenen.

## Wereldwijde stijging van de inflatie 4

---

De hoogste inflatie in 40 jaar 4

---

Eurozone: geen gelijk speelveld voor inflatie 7

---

Gevolgen voor de financiële markten 8

---

## Gevolgen voor pensioenen en pensioenstelsels 9

---

Pensioenvervangingspercentages en inflatiebescherming per land 11

---

Afnemende reële waarde/  
koopkracht: wie lopen er risico? 12

---

Gevolgen voor inrichters van pensioenregelingen 14

---

## Beleggingsoplossingen voor een tijdperk van hogere inflatie 16

---

Inflatiegekoppelde obligaties en swaps: beperking van het inflatierisico 16

---

Reële activa: aan inflatie gekoppelde inkomsten 19

---

Beleggingen in aandelen: wat kan de inflatie temperen en extra rendement opleveren? 20

---

## Er is geen standaard oplossing. Maar we hebben de tools. 22

---



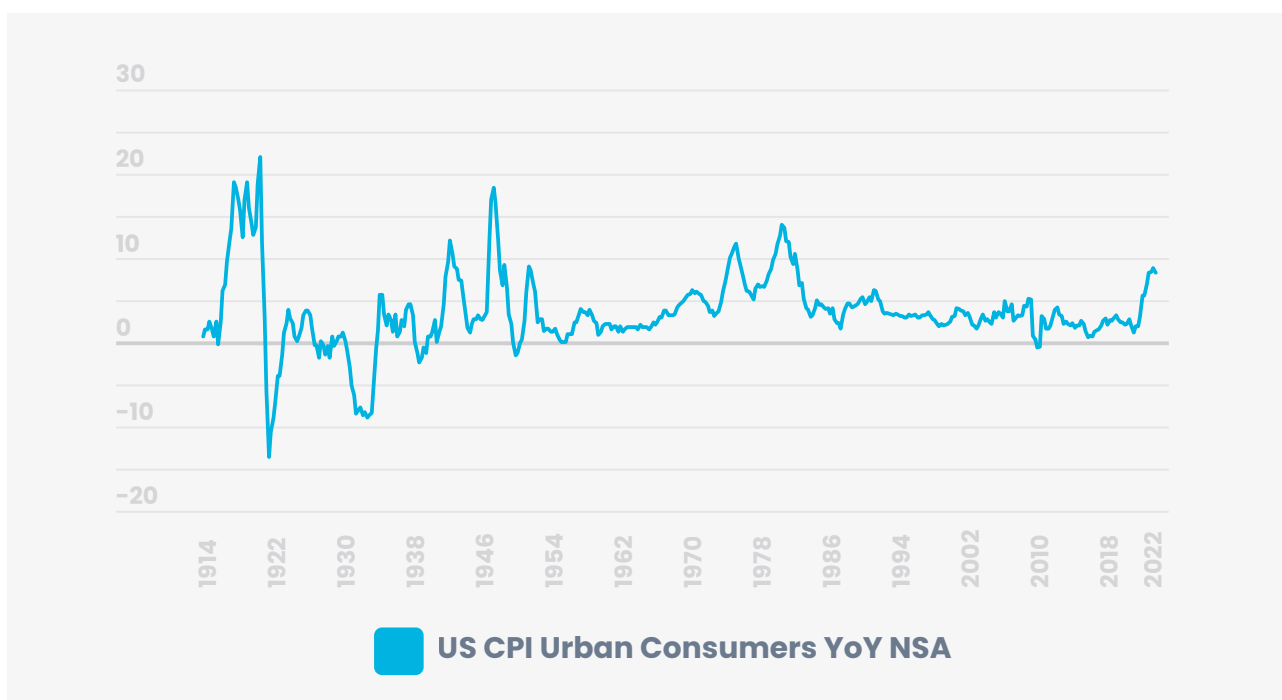
# Wereldwijde stijging van de inflatie.

## De hoogste inflatie in 40 jaar

Medio 2022 heeft de prijsinflatie een niveau bereikt dat in meer dan 40 jaar niet meer is voorgekomen. Zelfs over een periode die de Eerste en Tweede Wereldoorlog

omspande, lijkt de omvang van de recente inflatiestijging aanzienlijk (zie afbeelding 1).

### Afbeelding 1: US CPI Stedelijke consumenten, jaar op jaar, niet voor seizoensinvloeden gecorrigeerd.



Bron: Bloomberg, Bureau of Labour Statistics as at 09.09.2022

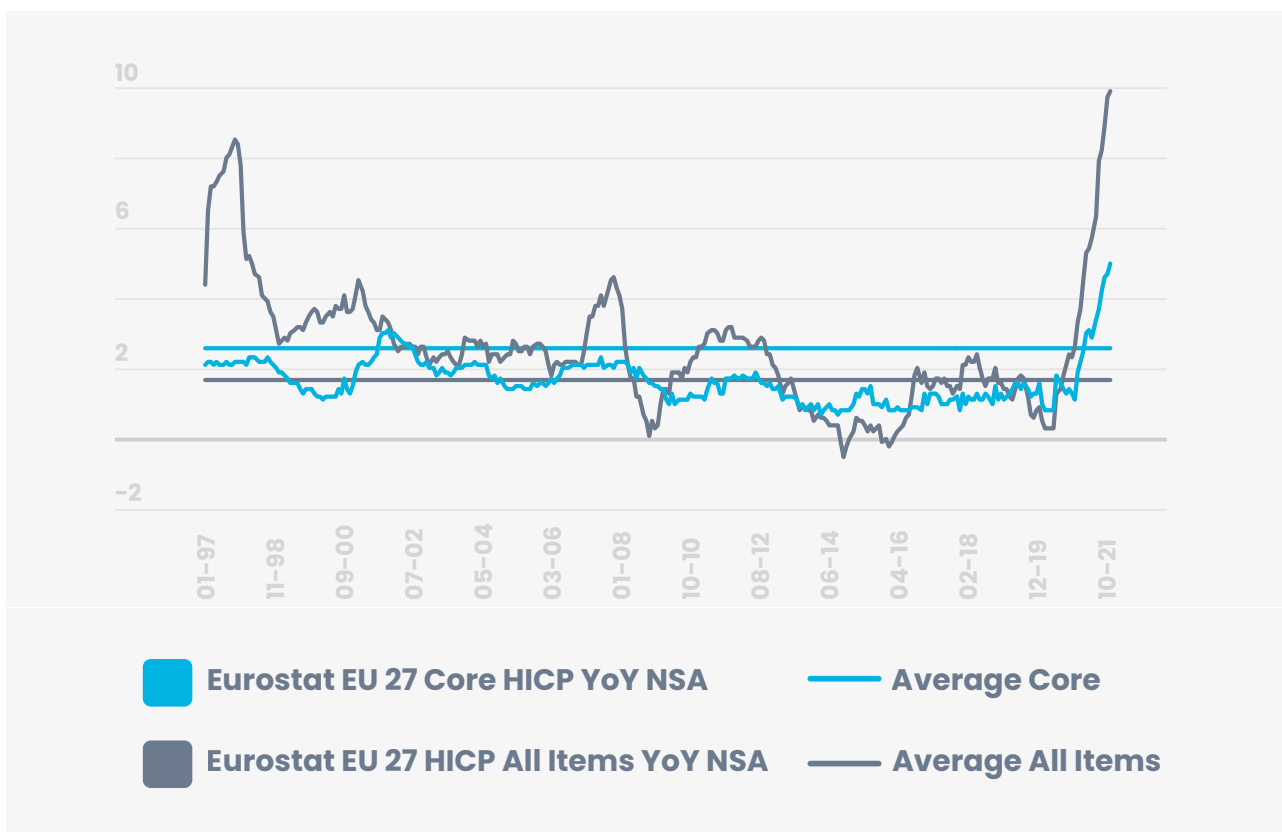
Deze wereldwijde stijging wordt voornamelijk veroorzaakt door de stijgingen van de energie- en voedselprijzen, die op hun beurt grotendeels zijn veroorzaakt door:

- budgettaire en monetaire stimuli die enorme hoeveelheden liquiditeit in de economieën hadden gepompt
- bottlenecks in de toeleveringsketen in verband met de-globaliseringstendensen, versneld door de Covid-crisis, de Russische inval in Oekraïne en het zero-COVID-beleid in China.

Tegen medio 2022 heeft de inflatiedruk zich uitgebreid tot de sectoren die in het begin van het jaar weinig of niet werden getroffen. Nu hebben zowel de algemene inflatie als de kerninflatie (inflatie exclusief energie, voedsel,

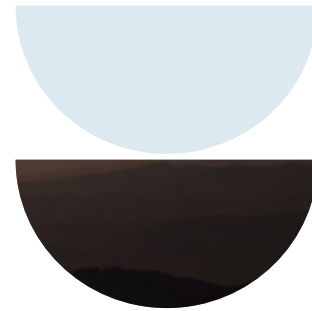
alcohol en tabak) hun historisch gemiddelde niveau overschreden, terwijl ook de loonstijgingen in sommige landen versnellen. Al met al kunnen de inflatoire spanningen nog enige tijd aanhouden.

## Afbeelding 2: Energie en voedsel stuwen prijsstijgingen. De kerninflatie is ook gestegen.

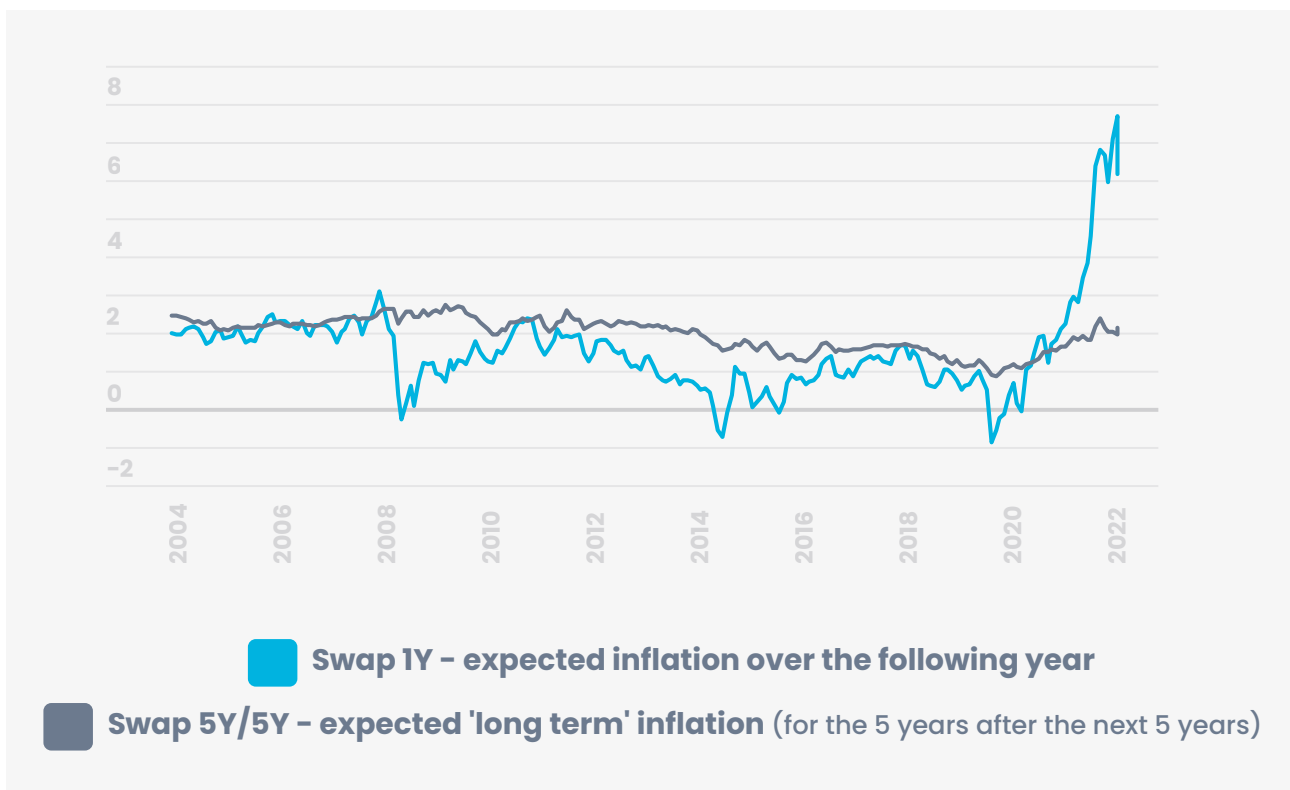


Bron: Candriam, Bloomberg and Eurostat as at 09.09.2022

Wat is dan het meest waarschijnlijke inflatiescenario? De huidige marktverwachtingen wijzen er niet op dat de inflatie uit de hand loopt, maar eerder enige tijd boven de recente hoogtepunten blijft. Vanaf een pre-Covid niveau tussen 1% en 1,5% in de eurozone rekent de markt op een stabilisatie van de inflatie op middellange tot lange termijn van iets meer dan 2%.



### Afbeelding 3: Hoe hoog zal de inflatie oplopen?



Bronnen: Bloomberg, Candriam - verwachtingen gebaseerd op de zero coupon inflatieswaps van de eurozone per 09.09.2022.

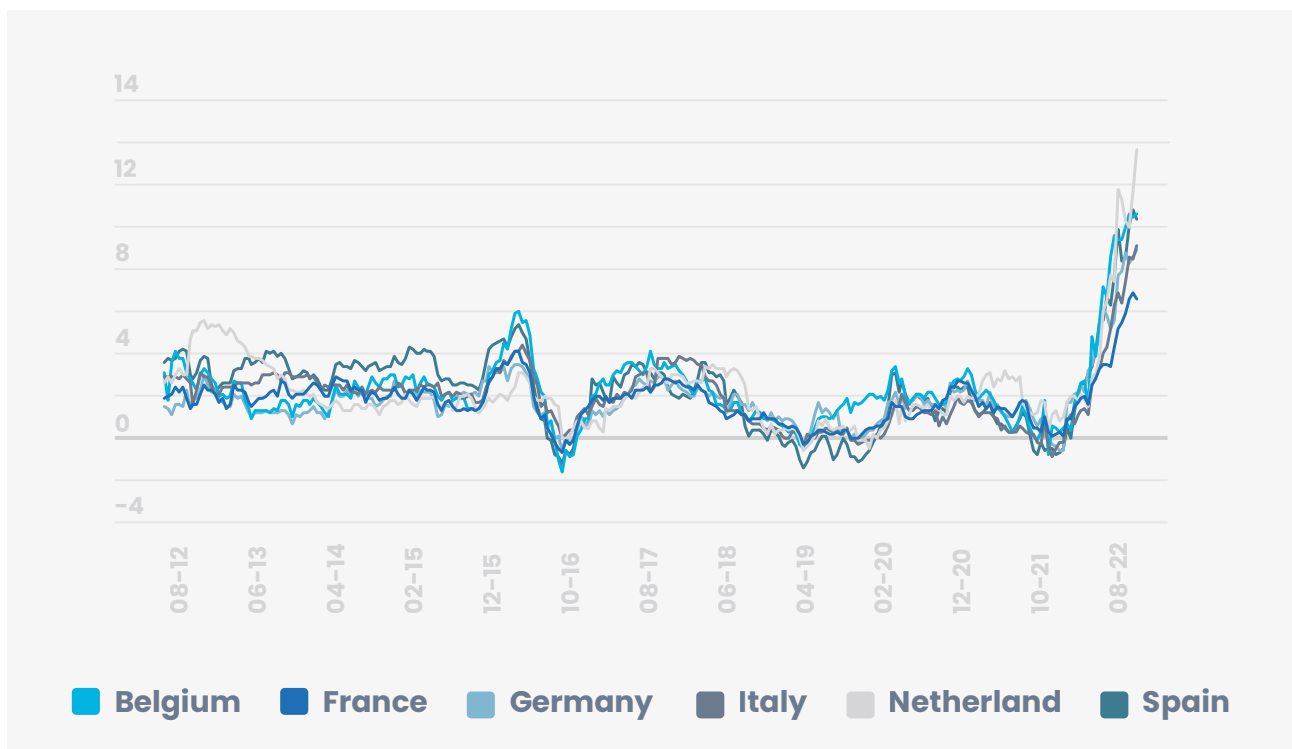
# Eurozone: geen gelijk speelveld voor inflatie

De stijgende inflatie voelen mensen over de hele wereld aan den lijve, maar sommigen zullen er meer last van hebben dan anderen. Dat zal afhangen van het inflatieniveau in het land van verblijf en of het een effectief sociaal vangnet heeft.

Het niveau van de prijsinflatie varieert aanzienlijk tussen de landen van de eurozone: in Nederland bedraagt de inflatie meer dan 12%, terwijl deze in Frankrijk nog steeds rond de 6% ligt. De belangrijkste reden voor dit verschil is de grote afhankelijkheid van sommige Europese landen van buitenlandse (Russische) energie en geïmporteerd voedsel.



**Afbeelding 4: Hoge inflatie treft de eurozone...  
erger in landen die sterk afhankelijk zijn van ingevoerde energie en voedsel**



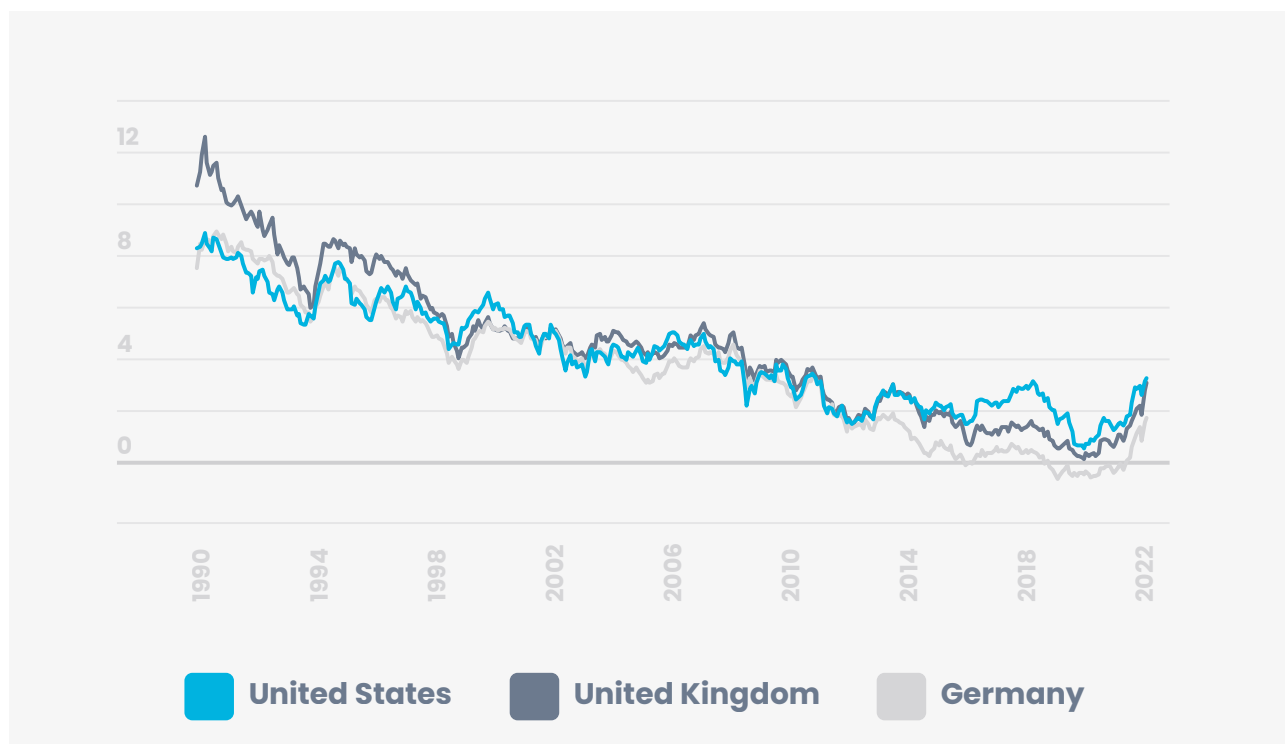
Bronnen: Candriam, Bloomberg, Eurostat, per 09.09.2022

## Gevolgen voor de financiële markten

Door de inflatieopstoot hebben de meeste centrale banken hun monetair beleid verstrakt, met eerst een reeks renteverhogingen. De rente is wereldwijd sterk gestegen en heeft het hoogste niveau in minstens tien jaar bereikt.

Op zoveel onzekerheid hebben de financiële markten zwaar negatief gereageerd, waarbij alle activaklassen in de eerste helft van 2022 daalden.

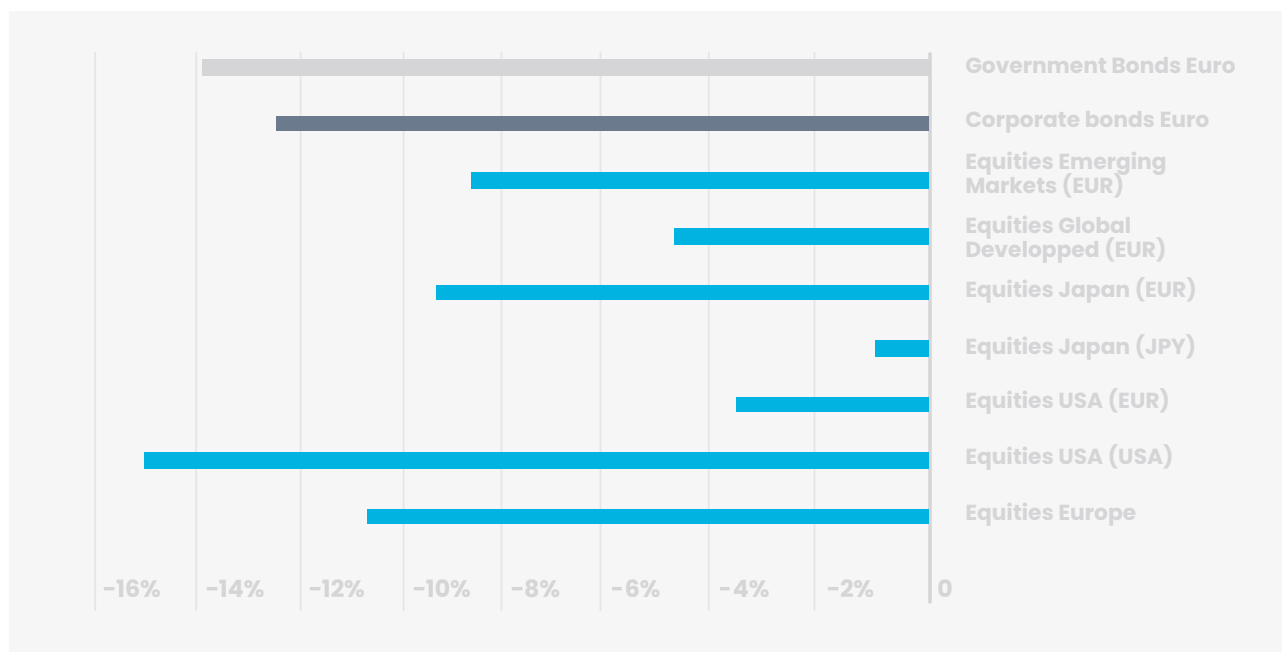
**Afbeelding 5: De rentevoeten stijgen: 10-jarige Bunds, Gilts en Treasuries**



Bron: Candriam en Bloomberg, per 09.09.2022. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.



## Afbeelding 6: Prestaties van de activaklassen in 2022



Bron: Candriam, Bloomberg, MSCI Indexen voor aandelen, JP Morgan Government Bond EMU Index, Iboxx Euro Corporate Bond Index, Netto Total return prestaties van 31.12.2021 tot 09.09.2022. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

**Al deze elementen vormen een uitdaging voor de financiële markten en de samenleving en hebben verstrekende gevolgen voor de pensioenen op verschillende niveaus.**

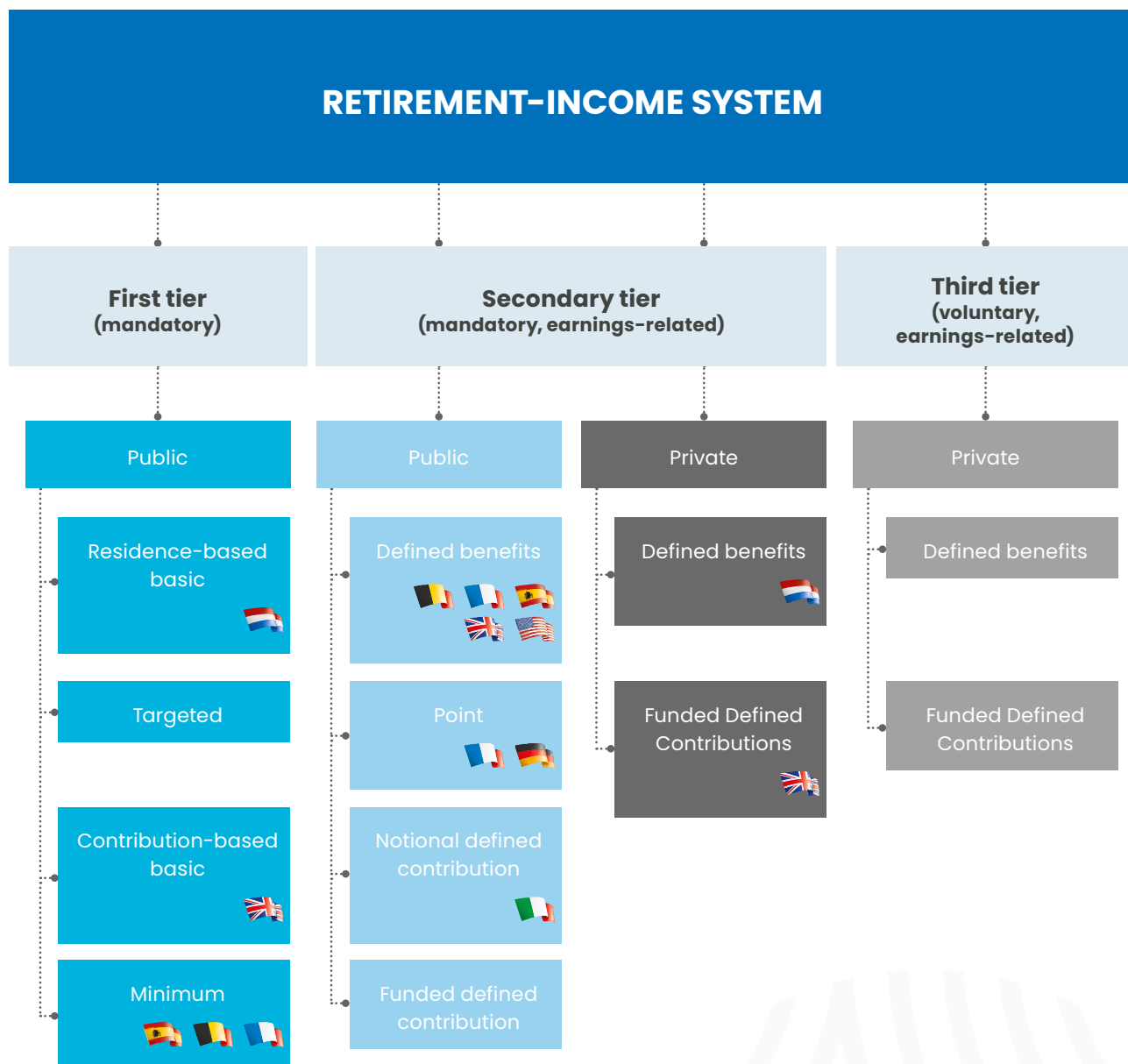
# Gevolgen voor pensioenen en pensioenstelsels.

De organisatie van de pensioenstelsels verschilt sterk van land tot land. Ze dragen allemaal hun eigen stempel van nationale/regionale geschiedenis, cultuur en tradities, en zijn door opeenvolgende regeringen voortdurend gewijzigd om hun politieke, economische en demografische doelstellingen te verwezenlijken. Sommige soorten pensioenfondsen, voornamelijk overheidspensioenen, worden betaald door bijdragen van mensen die momenteel werken. Aan de andere kant zijn particuliere (bedrijfs)pensioenvoorzieningen gewoonlijk gebaseerd

op bijdragen die vóór uw pensionering in uw fonds zijn gestort, en op hoe goed dit fonds heeft belegd.

In bijna alle gevallen leidt pensionering echter tot een daling van het inkomen en dus van de levensstandaard. Dit effect kan cruciaal zijn voor gepensioneerden met een lager inkomen, aangezien deze groep het minst waarschijnlijk over extra spaargeld beschikt dat kan worden aangesproken om de kosten van levensonderhoud te dekken.

Afbeelding 7: Taxonomie van de OESO inzake pensioenvoorzieningen



Bron: OECD<sup>1</sup>

<sup>1</sup> [https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-pensions-at-a-glance\\_19991363](https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-pensions-at-a-glance_19991363)

# Pensioenvervangingspercentages en inflatiebescherming per land

Zowel in de VS als in het VK dekken overheidspensioenen een minimuminkomen om ervoor te zorgen dat gepensioneerden niet in armoede leven. Dat inkomen wordt dan meestal aangevuld met private pensioenen of individueel spaargeld. In het Verenigd Koninkrijk bedroeg het volledige staatspensioen medio 2022 185 GBP per week. In de VS hangt de omvang van de staatspensioenen af van de hoogte van het inkomen vóór de pensionering. Iemand die bijvoorbeeld 1 250 USD per maand verdient, zou een staatspensioen van 731 USD ontvangen, iemand die 3 000 USD verdient zou 1 179 USD krijgen en iemand die 6 000 USD verdient zou 1 805 USD krijgen. In het Verenigd Koninkrijk profiteren de werknemers van de automatische inschrijving in een bedrijfspensioenregeling, terwijl in de VS particuliere werkgevers niet verplicht zijn om aanvullende pensioenen te voorzien.

In Frankrijk, Duitsland, Italië en Spanje wordt het grootste deel van het inkomen van gepensioneerden verstrekt door staatspensioenen. In sommige landen kunnen werkgevers aanvullende pensioenen voor hun werknemers opzetten. Dit is bijvoorbeeld historisch het geval geweest bij grote werkgevers in Duitsland.

In Nederland bedraagt de hoogte van de AOW<sup>2</sup> in juli 2020 € 1271 per maand vóór belasting, wat net als in het Verenigd Koninkrijk het vaste niveau is ongeacht de hoogte van het inkomen tijdens de actieve carrière, maar het grootste deel van de bevolking valt onder een bedrijfs- of sectorale particuliere pensioenregeling.

## Afbeelding 8: Pensioenvervangingspercentage ten opzichte van inkomen (in %) per land

% individuele inkomsten tot gemiddelde	Bruto vervanging (verplichte pensioenen)			Netto vervanging (verplichte pensioenen)			Netto vervanging (verplicht + vrijwillig)		
	50%	100%	200%	50%	100%	200%	50%	100%	200%
België	67.5	43.4	29.2	70.9	52.2	51.9	86.8	74.2	81.3
Frankrijk	60.2	60.2	51.9	71.3	74.4	64.5			
Duitsland	46.5	41.5	33.0	57.9	52.9	41.9	75.0	70.2	58.3
Italië	74.6	74.6	74.6	78.4	81.7	84.6			
Nederland	73.1	69.7	68.0	84.7	85.3	81.0			
Spanje	73.9	73.9	67.0	80.1	80.3	74.7			
VK	70.6	49.0	38.2	79.2	58.1	47.7			
VS	49.6	39.2	27.9	61.0	50.5	39.0	111.7	95.8	83.2

Bron: Pensions at a glance 2021, OECD

**Hoe deze tabel te lezen (cijfers in blauw):** In de VS bedraagt het vervangingspercentage van de verplichte pensioenen (exclusief belastingen) voor werknemers met een gemiddeld inkomen (100% van het gemiddelde inkomensniveau in het land) 50,5% van zijn salaris, terwijl het in Frankrijk 74,4%

bedraagt. Voor iemand die 50% van het gemiddelde inkomen in Nederland verdient (mensen met lagere inkomens) bedraagt het pensioenvervangingspercentage bruto van de belasting in verband met verplichte pensioenen 73,1% van zijn salaris.

<sup>2</sup> Het AOW-pensioen is een basispensioen van de Nederlandse overheid voor mensen die de AOW-leeftijd hebben bereikt. AOW is de afkorting van Algemene Ouderdomswet. U krijgt het als u verzekerd bent geweest voor de Nederlandse AOW. <https://www.netherlandsworldwide.nl/aow-pension-abroad/what-is-aow>

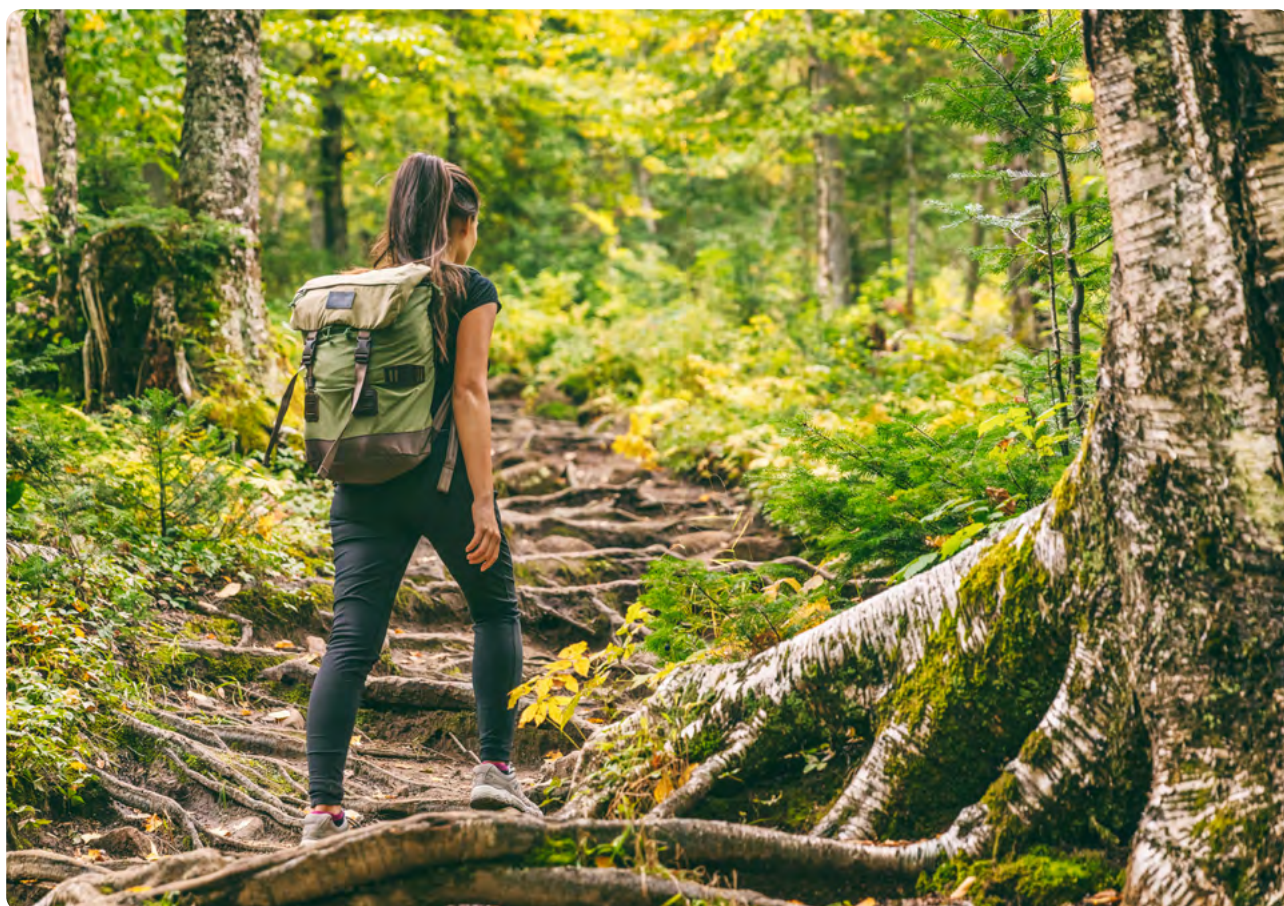
# Afnemende reële waarde/koopkracht: wie lopen er risico?

## Publieke pensioenen

De meeste bescherming tegen de gevolgen van inflatie (inflatiekoppeling) komt van staatspensioenen. Vervolgens zijn de mensen in landen waar de overheidspensioenen klein zijn, zoals België, Duitsland, het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten, het kwetsbaarst voor inflatie en wordt van hen verwacht dat zij deze aanvullen met het inkomen uit bedrijfspensioenen om de kosten van levensonderhoud bij pensionering te dekken.

In de landen waar de verplichte overheidspensioenen gemiddeld het grootste deel van de inkomsten van de gepensioneerden uitmaken, is de koppeling aan de inflatie ook onderworpen aan andere criteria in verband met het huidige of toekomstige tekort van het stelsel. Zo zijn in Frankrijk sinds 2013 de overheidspensioenbetalingen (op brutobasis) achtergebleven bij de inflatie, zowel voor het algemene pensioenstelsel (CNAV) als voor de aanvullende beroepsstelsels (AGIRC, ARRCO).

**De inflatie vormt een grote bedreiging voor de inkomsten van gepensioneerden wanneer de uitkeringen niet aan de inflatie worden geïndexeerd. Zoals gezegd bieden verplichte pensioenen echter meestal een vorm van inflatiebescherming, zoals blijkt uit onderstaande tabel.**



## Afbeelding 9: Publieke en verplichte pensioenen met vaste uitkeringen

### Indexering van overheidspensioenen (en beroepspensioenen in Nederland)

<b>België</b>	Prijzen
<b>Frankrijk</b>	Prijzen voor algemene pensioenen (CNAV), prijzen en lonen aangepast voor de houdbaarheid van het pensioenstelsel vanaf 2023 voor aanvullende pensioenen (AGIRC ARRCO)  Van 1948 tot 1987 werden de pensioenen geïndexeerd aan het gemiddelde loon. Sindsdien heeft de uitvoerende macht er herhaaldelijk voor gekozen de pensioenen niet langer te indexeren om geld te besparen.
<b>Duitsland</b>	Lonen aangepast aan de houdbaarheid van het pensioenstelsel
<b>Italië</b>	Prijzen
<b>Nederland</b>	AOW: geïndexeerd met het minimumloon  Bedrijfspensioenen streven naar prijsindexering, maar volledige indexering hangt af van de verhouding activa/passiva.
<b>Spanje</b>	[0,25%; prijs +0,5%], afhankelijk van de financiële gezondheid van het stelsel
<b>VK</b>	Triple Lock mechanisme <sup>3</sup> : Max (prijzen, lonen, 2,5%) voor basispensioen
<b>VS</b>	Prijzen

Bron: Pensions at a glance 2021, OESO; Panorama des systemes de retraites en France et à l'étranger, 2020, Conseil d'Orientation des Retraites

## Privépensioenen

De bedrijfspensioenregelingen die de afgelopen decennia zijn opgezet, bieden veel minder voordelen dan voordien. Bovendien is de verschuiving van vaste uitkeringen naar vaste bijdragen nu ver gevorderd en zijn de toekomstige inkomsten van gepensioneerden eerder gekoppeld aan de marktprestaties dan aan de veranderingen in de kosten van levensonderhoud.

Zelfs buiten regelingen met vaste bijdragen is de inflatiebescherming niet 100% perfect. De meeste

Nederlandse pensioenregelingen hebben toestemming gekregen om de indexering van de uitkeringen te bevriezen om ze solvabel te houden en blijkbaar om het evenwicht tussen de generaties te bewaren in de context van lage rentevoeten en demografische veranderingen. Britse toegezegd-pensioenregelingen indexeren de pensioenen gewoonlijk aan de index van de kleinhandelsprijzen (RPI), met een maximum van 5% per jaar of minder. Dat betekent dat de activa van het pensioenfonds in een jaar met 6% afnemen wanneer de RPI met 11% stijgt.

<sup>3</sup> In 2010 werd een drievoudige vergrendeling ingevoerd voor het Britse staatspensioen. Het was een garantie dat het staatspensioen in reële termen geen waarde zou verliezen en dat het ten minste met de inflatie zou stijgen. Het omvatte drie afzonderlijke maatstaven voor de inflatie ("triple lock").

# Gevolgen voor inrichters van pensioenregelingen.

## Publieke pensioenen

Zoals gezegd, worden overheidspensioenregelingen gewoonlijk gefinancierd door bijdragen van mensen die momenteel aan de slag zijn. Aangezien de premies evenredig zijn met de lonen, kan een stijging van de premies de stijging van de uitkeringen compenseren indien de loonstijgingen de inflatie volgen. Verschillende mechanismen kunnen deze “natuurlijke” afdekking echter in het gedrang brengen:



- Loonaanpassingen aan de inflatie kunnen enige tijd op zich laten wachten
- De pensioenbijdragen worden niet altijd berekend over het volledige salaris
- Inflatieschokken kunnen de arbeidsmarkt negatief beïnvloeden en het totale bedrag van de opgehaalde pensioenbijdragen beïnvloeden
- De bijdragen van ondernemingen kunnen bij een politiek besluit worden bevroren in geval van economische neergang om de druk op de ondernemingen te verlichten
- De reserves van de overheidspensioenen zijn belegd in activaklassen die niet genoeg rendement opleveren om de inflatie te compenseren

## Privé pensioenregelingen

De inflatiebescherming die pensioenfondsen met vaste uitkeringen bieden, moet worden gefinancierd via een succesvolle beleggingsstrategie of door de inrichter van het stelsel, die twee vormen kan aannemen:

- Extra bijdragen aan het pensioenfonds ter compensatie van het effect van de toegenomen verplichtingen
- Verhoogde nettoverplichting van de inrichter aan het pensioenfonds, eventueel gedekt door activa van de onderneming

Het verhogen van de cashbijdragen is niet de voorkeursoptie, aangezien de ondernemingen de cash over het algemeen willen gebruiken voor hun activiteiten. We verwachten niet dat dit zal veranderen in de context

van 2022, wanneer hun kostenbasis ook zwaar is aangetast door de hoge inflatie. De bijdragen worden ook gespreid in de tijd en vertalen zich niet onmiddellijk in een compensatie van de verhoogde verplichting van het pensioenfonds aan zijn leden.

De nettoverplichting van de inrichter van het pensioenfonds is het verschil tussen de voor het pensioenfonds beschikbare activa en de verplichtingen jegens de houders van de regelingen (betalingen). Volgens de IAS 19-beginselen<sup>4</sup> zou de waarde van deze nettoverplichting van de inrichter kunnen zijn gedaald vanwege het overweldigende belang van de discontovoeten, die tussen eind december 2021 en eind juni 2022 met ongeveer 2% zijn gestegen.

4 De standaard legt het beginsel vast dat de kosten voor de verstrekking van personeelsvoordelen moeten worden opgenomen in de periode waarin de beloning door de werknemer is verdiend, in plaats van wanneer deze is betaald of verschuldigd is, en geeft aan hoe elke categorie van personeelsbeloningen moet worden gewaardeerd, waarbij met name gedetailleerde leidraden worden verstrekt voor voordelen na het pensioen. [https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias19\\_1998](https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias19_1998)

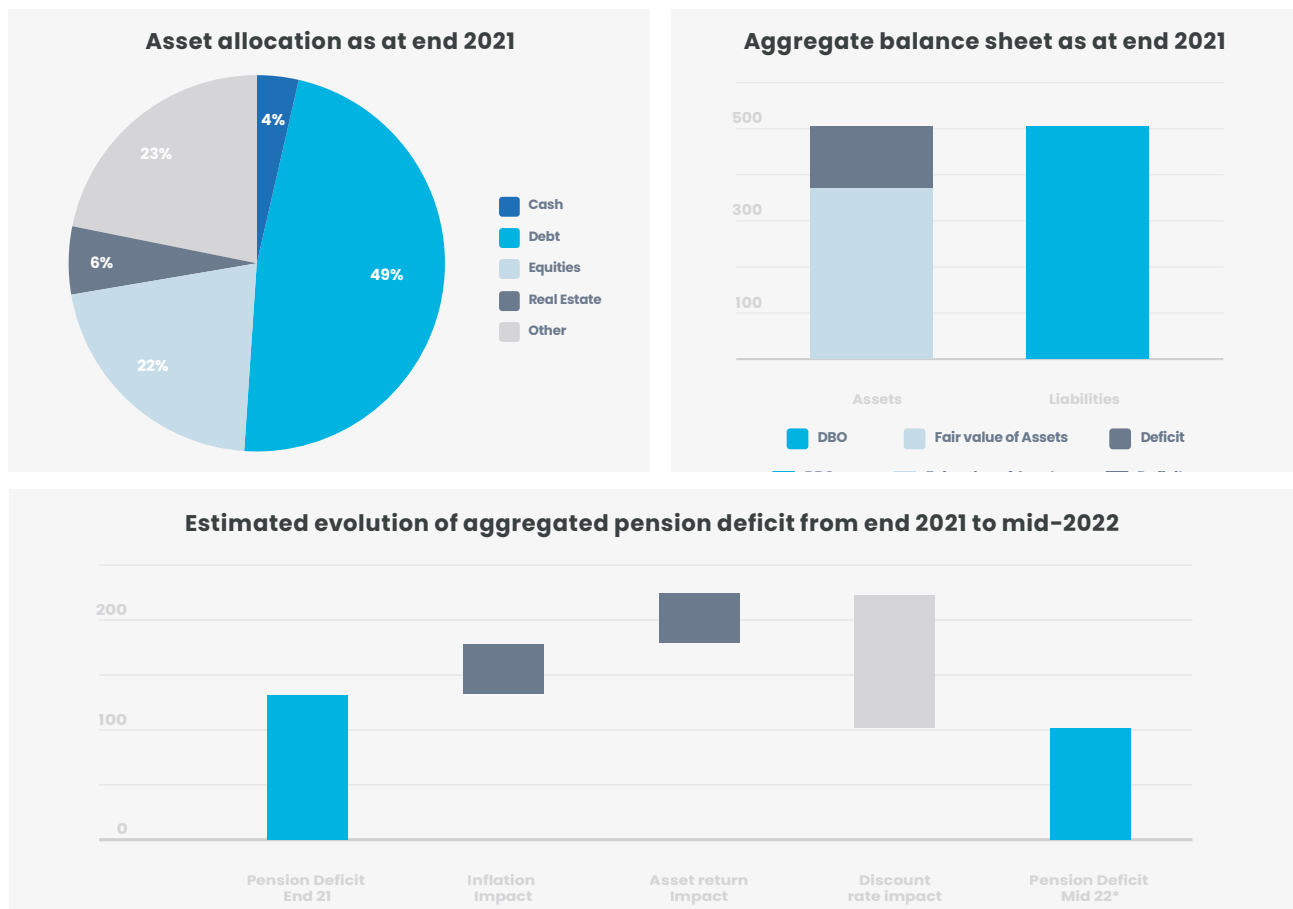
## Europese bedrijfspensioenen: Hoe zijn de verplichtingen uit hoofde van toegezegd-pensioenregelingen veranderd? (Van het begrotingsjaar 2021 tot medio 2022)

Hier wilden wij het potentiële probleem voor Europese bedrijfspensioenregelingen in kaart brengen. Laten we eens kijken naar de totale waarde van het tekort aan uitkeringen na pensioen volgens IAS 19 van alle ondernemingen in de Eurostoxx 50-index. In het boekjaar 2021 bedroeg het ongeveer 130 miljard euro, verdeeld over een totale toegezegd-pensioenverplichting van 500 miljard euro en een totale activawaarde van 370 miljard euro.

Op basis van de jaarverslagen van de ondernemingen die deel uitmaken van de Eurostoxx50 Index, bedragen de gemiddelde aannames voor de langetermijninflatie momenteel 1,8% voor de eurozone, 2,3% voor de VS en 3,3% voor de Britse RPI in 2021. Als we uitgaan van een scenario, dat momenteel de marktdeelnemers momenteel als zeer onwaarschijnlijk beschouwen, dat de inflatie voor elk van deze drie markten in feite met 75 basispunten stijgt, waardoor een schok op de gerealiseerde inflatie en de prestaties van de activa ontstaat, neemt het totale tekort met 90 miljard euro toe.

Als we echter ook de discontovoet van de verplichtingen aanpassen (financiering versus waarde), zal het tekort met 120 miljard euro afnemen. Uiteindelijk zou het positieve effect van een hogere rente alle andere negatieve gevolgen kunnen compenseren. Dit kan echter aanzienlijk variëren, afhankelijk van de nationale pensioenregels en -voorschriften in de verschillende landen en de regels van de individuele regelingen.

### Afbeelding 10: Eurostoxx 50 bedrijfspensioenregelingen: totaaloverzicht



\* Exclusief servicekosten, nettorentekosten en activaplafond  
Bron: Candriam, Bloomberg, samenvoeging van de jaarverslagen van de onderneming op 09.09.2022

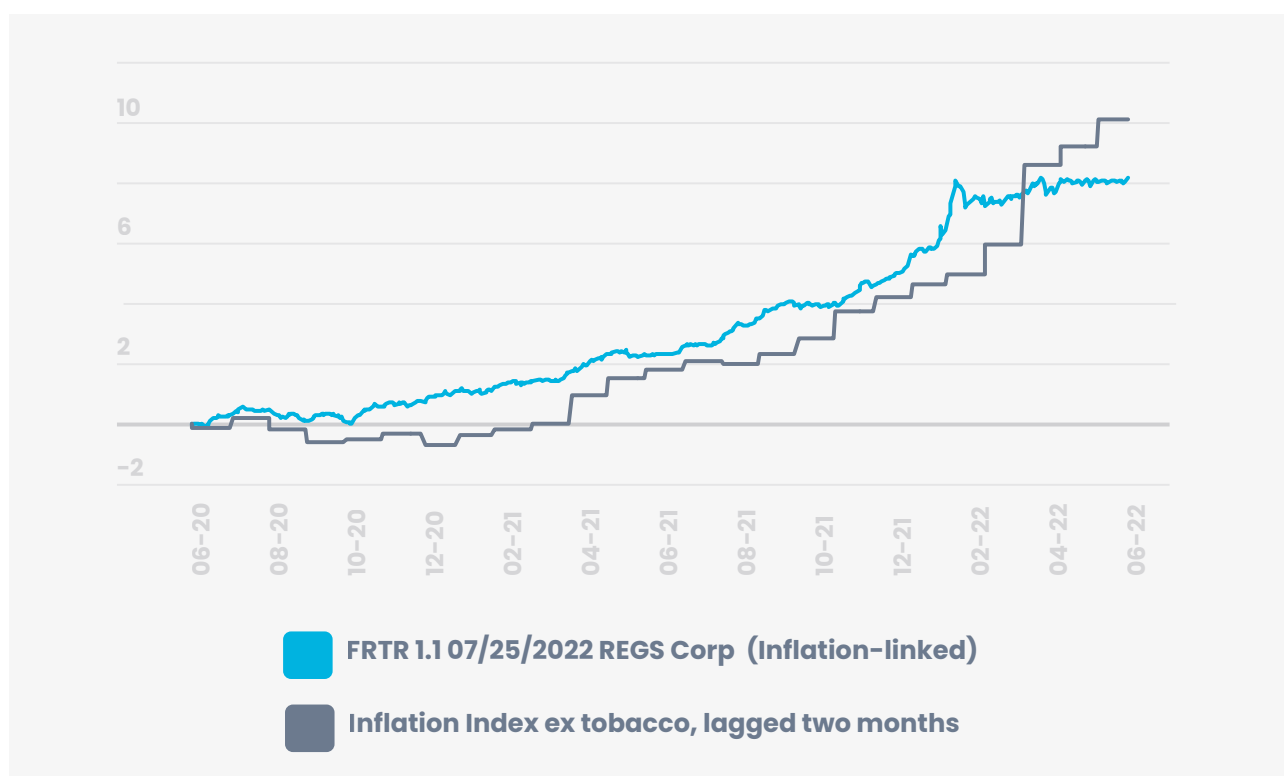
# Beleggingsoplossingen voor een tijdperk van hogere inflatie.

## Inflatiegekoppelde obligaties en swaps: beperking van het inflatierisico

Wij menen dat in het huidige marktklimaat de beste afdekking tegen onverwachte inflatiestijgingen bestaat uit aan inflatie gekoppelde obligaties, bij voorkeur aan het korte eind van de rentecurve. Hun coupons en nominale waarde worden in de loop der tijd aangepast aan een referentie-index voor de inflatie, zodat de belegde activa worden beschermd tegen inflatiestijgingen wanneer deze de marktverwachtingen overtreffen. De meeste van deze

obligaties zijn staatsobligaties, met een laag risico op wanbetaling. Inflatieswaps bieden hetzelfde type bescherming door de blootstelling van een beleggingsportefeuille aan inflatie als hefboom te gebruiken. Al bij al denken wij dat deze beleggingen kunnen worden gebruikt als een doeltreffend instrument tegen plotselinge stijgingen van de inflatie, hoewel zij een beperkt potentieel voor overrendement bieden.

### Afbeelding 11: Aan de inflatie gekoppelde Franse staatsobligaties op korte termijn: volgen van de inflatie-index



Bronnen. Candriam, Bloomberg, Eurostat, per 09.09.2022. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.



Hoewel dit soort financiële instrumenten verreweg de meest doeltreffende en "zuiverste" manier is om het inflatierisico te beperken, hebben ze ook hun beperkingen. Ten eerste **is het gewoonlijk te laat (te duur) om een inflatie-afdekking te kopen wanneer de markt de hoge inflatieverwachtingen al heeft ingeprijsd, en de daaropvolgende vraag naar inflatiegekoppelde obligaties en swaps al in hun (hoge) prijzen tot uiting komt. Bovendien kan dit type afdekking veel minder**

**efficiënt zijn als het algemeen verwachte inflatieniveau over enkele jaren hoger blijkt te zijn dan de gerealiseerde inflatie.** Ten tweede is het hun gevoeligheid voor andere risicofactoren, die kan leiden tot een wanverhouding tussen de blootstelling van beleggers aan de binnenlandse inflatie en de geringere diepte van de markt. Op korte termijn kan het rendement van inflatiegekoppelde obligaties ook sterk afwijken van de inflatie.

## Inflatiegekoppelde obligaties

**Inflatiegekoppelde obligaties worden gewoonlijk uitgegeven door overheden. In Europa en in de Verenigde Staten vertegenwoordigen zij een klein deel van de totale uitstaande overheidsschuld, maar in absolute termen gaat het nog steeds om een groot bedrag.**

		Outstanding inflation-linked bonds issuance, in local currency as of June 2022	% Inflation-linked to total sovereign issues as of June 2022	Retirement Savings plan Assets as end 2020
Eurozone € miljard	Duitsland	57	4,5%	
	Spanje	61	5,9%	
	Frankrijk	200	10,8%	
	Italië	137	8,2%	
	Overige			
	<b>Totaal</b>	<b>456</b>	<b>6,2%</b>	<b>3.051</b>
Verenigd Koninkrijk £ mrd		<b>367</b>	<b>19,4%</b>	<b>2.679</b>
Verenigde Staten USD mrd		<b>1.356</b>	<b>8,3%</b>	<b>35.491</b>

Bron: Candriam, Bloomberg en OESO

Een belangrijke opmerking op dit punt is dat het huidige volume van aan de inflatie gekoppelde obligaties niet volstaat om de blootstelling van alle pensioenen aan de inflatie af te dekken. In het Verenigd Koninkrijk werd de bereidheid van pensioenfondsen

om het risico te verminderen vaak beschreven als een bron van prijs- en liquiditeitsverstoring voor de aan inflatie gekoppelde obligaties, waardoor deze duurder werden vanwege hun afdekkingskenmerken.

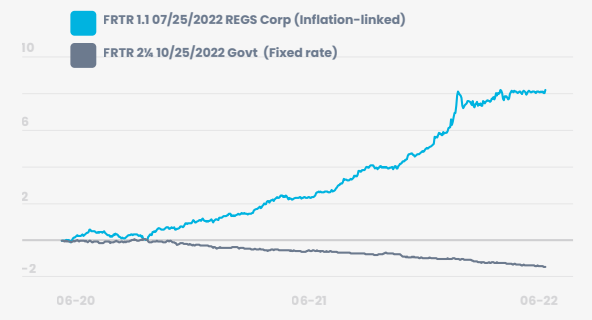
Wiskundig gezien kan de prijs van een inflatiegekoppelde obligatie op datum  $t$ , die vervalt per jaar  $t_N$  en een reële coupon  $c$  als volgt worden voorgesteld  $B^{IL}(t, t_N) = I(t) \times B^r(t, t_N)$ , met

- $I(t)$  als inflatieverhouding, d.w.z. de verhouding tussen de inflatie-indexwaarde op datum  $t$  en de indexwaarde op de datum van uitgifte
- $B^r(t, t_N) = \sum_{i=1}^N \frac{c}{(1+r(t, t_i))^{t_i-t}} + \frac{1}{(1+r(t, t_N))^{t_N-t}}$  de som van de toekomstige reële coupons en de hoofdsom, verdisconteerd tegen de reële rentecurve op datum  $t$ ,  $\{r(t, t_i); i = 1, \dots, N\}$

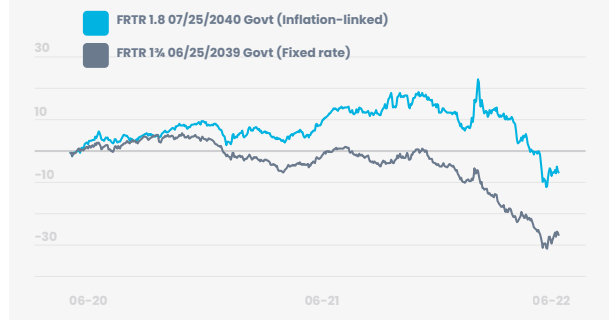
We zien hier dat de prijs van inflatiegekoppelde obligaties ook gevoelig is voor andere prestatiebepalende factoren dan inflatie, namelijk de reële rente en de spreads voor staatsobligaties uit de eurozone. Een snelle stijging van de inflatie zou ook gevolgen hebben voor deze aanjagers, wat op korte termijn schokkende prijs-schommelingen van deze vastrentende effecten zou

kunnen veroorzaken, meer dan een verandering in het inflatieniveau. Het is mogelijk de correlatie met de gerealiseerde inflatie te verbeteren door te beleggen in obligaties met een kortere looptijd, maar het is dan complexer om een activa/passiva op te zetten die zowel de inflatiegevoeligheid als de kasstromen per looptijd matcht.

### Performance of short term bonds



### Performance of long term bonds

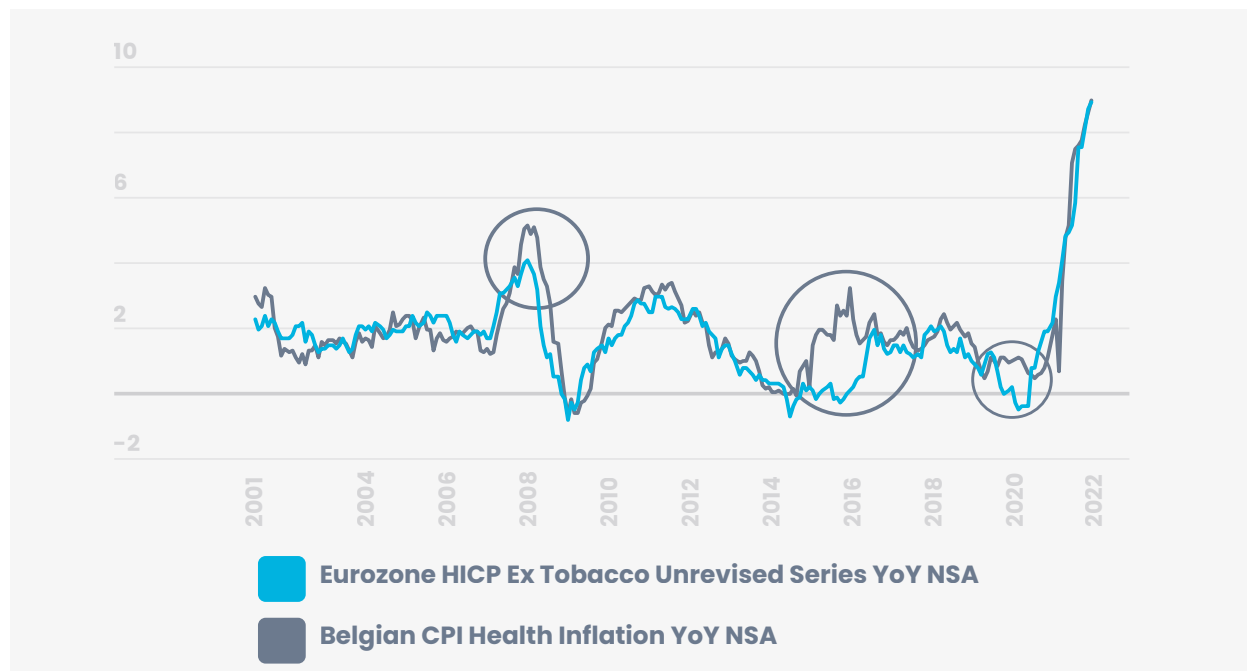


Bron: Bloomberg, juli 2022. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

Daarnaast is er het basisrisico (van een mismatch) tussen de inflatie-index waaraan deze vastrentende instrumenten zijn gekoppeld en de inflatieblootstelling van de pensioenfondsen.

In het Verenigd Koninkrijk bijvoorbeeld zijn inflatiegekoppelde instrumenten gekoppeld aan de consumentenprijsindex (RPI), terwijl sommige pensioenen nu worden geïndexeerd aan de consumentenprijsindex (CPI). In de eurozone zijn zij meestal gekoppeld aan de

Euro HICP ex Tobacco en sommige Franse en Italiaanse obligaties aan hun binnenlandse consumptieprijzenindex. Bovendien zijn in België alle lonen en sommige pensioenen gekoppeld aan de Belgische gezondheidsindex, die soms sterk afwijkt van de Euro consumptieprijzenindex. Hoewel de afdekking door inflatiegekoppelde obligaties dus doeltreffend blijft, is zij onvolmaakt vanwege de verschillen in de door de verschillende regeringen gebruikte inflatiemetingen.



Bron: Bloomberg, Eurostat, Belgisch Instituut voor de Statistiek per 09.09.2022. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

# Reële activa: aan inflatie gekoppelde inkomsten

Reële activa, met name vastgoed en infrastructuur, bieden een gedeeltelijke afdekking tegen inflatie omdat een deel van hun inkomsten direct of indirect gekoppeld is aan de inflatie. De prijs van deze activa is echter ook gekoppeld aan andere factoren zoals de rente, die de stijging van de inkomsten als gevolg van de inflatie kunnen compenseren. Maar al met al zullen deze activa naar verwachting gedurende de economische cyclus een hoger rendement opleveren dan de inflatie.

## Vastgoed

Op de meeste Europese markten worden de meeste huurovereenkomsten geïndexeerd, zodat elke stijging van de inflatie normaal gesproken automatisch wordt weerspiegeld in de huurgelden en de netto-exploitatieopbrengsten, in de meeste gevallen op jaarbasis, wat een directe afdekking biedt.

Bovendien is de aard van de beleggingsstijl Core Plus<sup>5</sup> goed aangepast aan de inflatie, aangezien:

- Het maakt het mogelijk het risico te concentreren op het verhuren van leegstand en het verlengen van huurovereenkomsten – dit geeft een operationele hefboomwerking en de mogelijkheid om de huurgelden snel te verhogen wanneer deze stijgingen het gevolg zijn van inflatie. Dit verbetert de doeltreffendheid van de inflatieafdekking.

## Infrastructuur

Infrastructuur omvat een reeks investeringen zoals energie, vervoer en nutsvoorzieningen die worden gekenmerkt door, in veel gevallen, gereguleerde en voorspelbare inkomstenstromen en hoge toetredingsdrempels. Dergelijke beleggingen kunnen een zekere bescherming bieden tegen inflatie.

In veel landen zijn de tolgelden bijvoorbeeld op de een of andere manier gekoppeld aan de inflatie. De inkomsten van gereguleerde water- en energienutsbedrijven zijn vaak wettelijk gekoppeld aan de inflatie. Niet alle infrastructuurapparatuur profiteert echter van deze voorwaarden. In sommige gevallen hebben de infrastructuurbeheerders voldoende prijszettingsvermogen om de inflatie aan hun consumenten door te berekenen, maar sommige prijzen kunnen ook door een politiek besluit worden bevroren. Andere subsectoren houden zeer weinig verband met de inflatie.

- Deze benadering zoekt naar activa met geringe leasewaardeverminderingen waarvan de prijs de mate van onzekerheid rond leasing weerspiegelt. Daarom richt hij zich op panden die meer opbrengen dan panden met een stabiele huur. Deze opbrengsten gaan omhoog wanneer de beheerders ruimte verhuren en de huurgelden marktconform maken. Het gecombineerde effect van een hoger aanvangsrendement en een hoger nettobedrijfsresultaat (NOI)<sup>6</sup> biedt de beleggingsbeheerder dan een aanzienlijke «veiligheidsmarge» ten opzichte van het kernrendement en zorgt voor een grotere rentedekking. Dit biedt vaak bescherming tegen ongunstige stijgingen van de rente en het inflatierisico.



<sup>5</sup> Core Plus is een stijl van beleggingsbeheer waarbij beheerders een basis van kernposities kunnen aanvullen met instrumenten met een groter risico maar een hoger potentieel rendement.

<sup>6</sup> een formule die vastgoedprofessionals gebruiken om snel de winstgevendheid van een bepaalde investering te berekenen. Het bepaalt de inkomsten en de rentabiliteit van geïnvesteerd vastgoed na aftrek van de noodzakelijke exploitatiekosten.



## Beleggingen in aandelen: wat kan de inflatie temperen en extra rendement opleveren?

Hoewel het hoge inflatieregime tussen de tweede helft van 2021 en 2022 gepaard ging met correcties op de aandelenmarkten menen wij dat een matige inflatie niet noodzakelijk schadelijk is voor de aandelenrendementen indien deze de huidige verwachtingen niet overschrijdt.

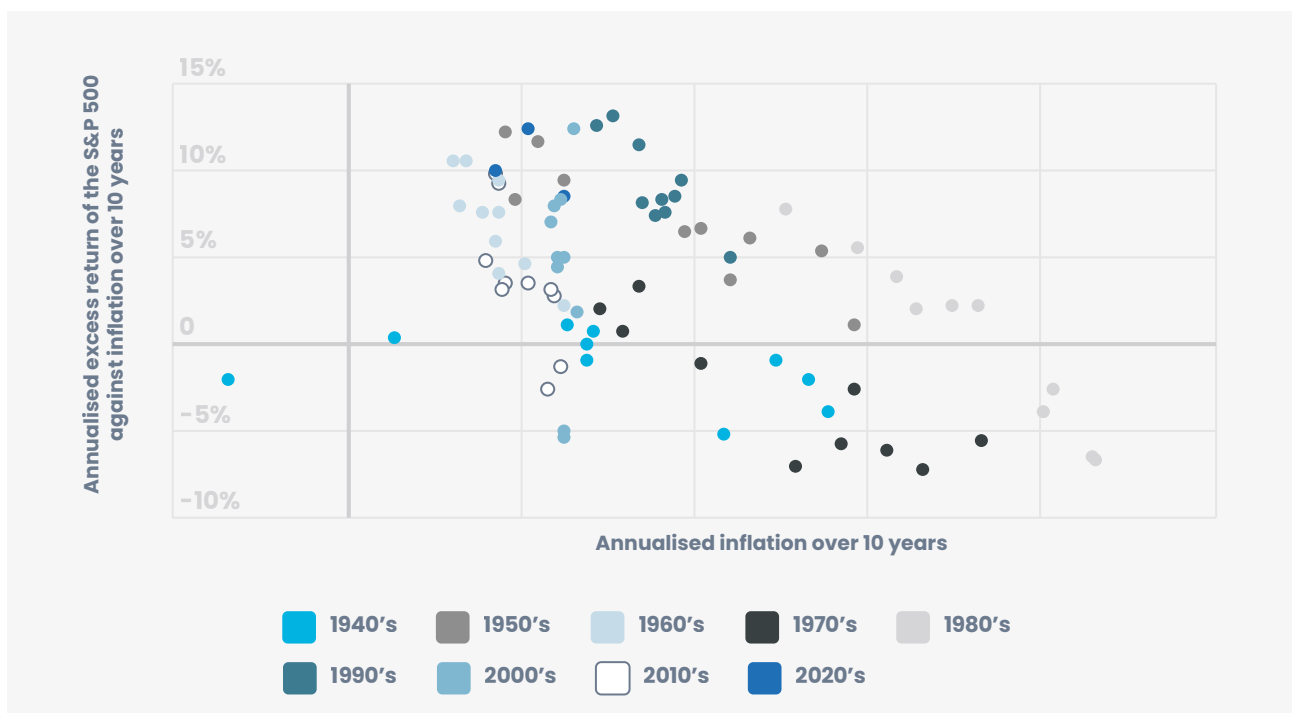
Allereerst moet worden opgemerkt dat het evenwicht tussen bijdragen, uitkeringen en beleggingsopbrengsten moet worden bereikt op lange termijn, d.w.z. planning over een gemiddeld mensenleven.

Met een dergelijke tijdshorizon is het zinvol risico's te nemen en te beleggen in activaklassen met een hoger verwacht rendement, zoals aandelen. In de afgelopen eeuw heeft de S&P 500 index gemiddeld ongeveer 6% per jaar

opgeleverd, zonder rekening te houden met uitgekeerde dividenden. In dezelfde periode bedroeg de inflatie bijna 3%. Op lange termijn zou het rendement op aandelen hoger moeten zijn dan de prijsinflatie, omdat bedrijven hun eigen prijzen aanpassen om winstgevend te blijven en te profiteren van productiviteitswinst en innovatie.

Het meerrendement van aandelen ten opzichte van de inflatie is echter niet constant in de tijd en in alle inflatieregimes, zoals blijkt uit onderstaande grafiek. Wanneer de inflatie gemiddeld over een decennium meer dan 4% bedraagt, daalt het meerrendement van aandelen ten opzichte van de inflatie sterk, maar onder de 4% jaarlijkse inflatie blijft het meerrendement over het algemeen sterk positief.

**Afbeelding 12: Geannualiseerde aandelenprestaties na aftrek van inflatie over 10 jaar (verticale as) uitgezet tegen de geannualiseerde inflatie. 10 punten per decennium, waarbij elk punt staat voor één jaareinde in het decennium**



Bron: Bloomberg, S&P, US Bureau of Labor Statistics, Candriam per 09.09.2022. <https://bondvigilantes.com/>

Zolang het huidige inflatieregime niet ontspoord zoals in de jaren zeventig en tachtig<sup>7</sup>, zouden aandelen, gecorrigeerd voor inflatie, aantrekkelijke rendementen moeten blijven bieden. En gedurende deze twee decennia waren de prestaties van obligaties en aandelen ongeveer vergelijkbaar, zodat geen enkele algemene standaard activaklasse een aanzienlijk rendement boven de inflatie kon genereren.



<sup>7</sup> <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1109.pdf>



# **Er is geen standaard oplossing. Maar we hebben de tools.**

**De inflatie en de rente zijn gestegen tot een niveau dat in 40 jaar niet meer is voorgekomen. Daarom is het zinloos om naar pasklare oplossingen te zoeken – die zijn er niet.**

**Daarom staan pensioenfondsen nu voor de dringende taak om voorzichtige, gediversifieerde en flexibele beleggingsstrategieën vast te leggen, die gemakkelijk kunnen worden aangepast aan de marktomstandigheden en hun financieringsniveaus. Veel beleggers met een grote blootstelling aan obligaties in hun pensioenportefeuilles moeten wellicht ook hun asset en liability matching herzien in termen van duration en inflatiegevoeligheid.**

**Een woord van waarschuwing is echter gepast hier. Zelfs met de meest briljante beleggingskeuze is het belangrijkste aspect van een betrouwbare pensioenvoorziening de financieringsstrategie op lange termijn, gebaseerd op veronderstellingen die een redelijke mate van voorzichtigheid weerspiegelen. Goede beleggingsresultaten zijn belangrijk, maar kunnen zelden een ontoereikende pensioenbijdrage in verhouding tot de verwachte uitkeringen compenseren.**





**143 miljard €**

activa in beheer  
op juni 2022



**600**

experten  
tot uw dienst



**25 jaar**

Koploper in  
duurzaam beleggen

**Dit document wordt louter ter informatie verstrekt. Het vormt geen aanbod tot aan- of verkoop van financiële instrumenten en houdt geen beleggingsadvies in. Het bevestigt ook geen enkele vorm van transactie, tenzij dit uitdrukkelijk werd overeengekomen.** Hoewel Candriam de gebruikte gegevens en bronnen met veel zorg selecteert, kunnen fouten of weglatingen niet a priori worden uitgesloten. Candriam kan niet aansprakelijk worden gesteld voor enig direct of indirect verlies als gevolg van het gebruik van dit document. De intellectuele eigendomsrechten van Candriam dienen te allen tijde nageleefd; de inhoud van dit document mag niet worden gereproduceerd zonder voorafgaande schriftelijke goedkeuring.

**Waarschuwing:** In het verleden behaalde resultaten van een bepaald financieel instrument, een financiële index of een beleggingsdienst of- strategie, of simulaties van in het verleden behaalde resultaten of voorspellingen van toekomstige resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Brutoresultaten kunnen beïnvloed worden door provisies, kosten en andere lasten. Resultaten die in een andere valuta luiden dan die van de lidstaat waarin de belegger woonachtig is, kunnen onderhevig zijn aan valutaschommelingen waardoor het rendement hoger of lager kan uitvallen. Indien in deze publicitaire mededeling wordt verwezen naar een bepaalde fiscale behandeling, hangt dergelijke informatie af van de individuele omstandigheden van elke belegger en kan zij aan wijzigingen onderhevig zijn.

In verband met geldmarktfondsen dient de investeerder zich van bewust te zijn dat een belegging in een geldmarktfonds verschillend is van een belegging in deposito's en dat het oorspronkelijk geïnvesteerde kapitaal in de belegging kan fluctueren. Het fonds doet geen beroep op externe ondersteuning om zijn liquiditeit te garanderen of zijn netto-inventariswaarde per deelbewijs of aandeel te stabiliseren. Het risico van verlies van het oorspronkelijk geïnvesteerde kapitaal wordt gedragen door de investeerder.

Candriam raadt beleggers aan om op zijn website [www.candriam.com](http://www.candriam.com) het document "Essentiële Beleggersinformatie", de prospectus en alle overige relevante informatie te raadplegen alvorens te beleggen in een van zijn fondsen, met inbegrip van de netto inventariswaarde. Inzake de rechten van investeerders en klachtenprocedures, verwijzen we naar de relevante webpagina's op <https://www.candriam.nl/nl/professional/legal-and-disclaimer-candriam/reglementaire-informatie/>. Deze informatie is beschikbaar in het Engels of in een plaatselijke taal van elk land waar het fonds verhandeld mag worden.

Informatie over duurzaamheidsaspecten: de informatie over duurzaamheidsaspecten in deze mededeling is beschikbaar op de webpagina van Candriam <https://www.candriam.com/en/professional/market-insights/sfdr/>. Bij de beslissing om in het gepromote product te beleggen moet rekening worden gehouden met alle kenmerken of doelstellingen van het gepromote product zoals beschreven in het prospectus of in de informatiedocumenten die overeenkomstig de toepasselijke wetgeving aan de beleggers moeten worden verstrekt.



**CANDRIAM. INVESTING FOR TOMORROW.**  
[WWW.CANDRIAM.COM](http://WWW.CANDRIAM.COM)

**CANDRIAM**   
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY