

Economische crisis, deflatie en inflatie: Uitdagingen voor pensioenbestuurders

Kees Koedijk

EPA Seminar

epa

european pension academy

- Opgericht in 2008, 2009 voor het eerst “live”
- Platform voor pensioenbestuurders:
 - > **Vertalen** nieuwste inzichten
 - > **Toepassen** voor pensioenfondsen
 - > Focus op **Besturen**

- 15:00 – 15:40
Economische crisis, inflatie en deflatie
(Prof. dr. K. Koedijk)
- 15:40 – 16:20
Reële beleggingscategorieën
(Dr L. Swinkels)
- 16:20 – 16:40: Pauze
- 16:40 – 17:20:
Herstelplannen
(Dr O. Steenbeek)
- 17:20 – 18:00:
Ronde tafel discussie
(Dr R. Mahieu)
- 18:00 : Borrel

- Economische crisis
- Inflatie en deflatie: een historisch overzicht
- Hoe raken inflatie en deflatie pensioenfondsen?
- Wat is er tegen te doen?
- Wat zijn de vooruitzichten?

- Er is sprake van een diepe economische crisis sinds midden 2007
- Veel financiële instellingen zijn in de problemen geraakt
- De heftigheid was aanvankelijk vergelijkbaar met de crisis in de jaren 30
- Overheden moesten met substantiële injecties banken en andere financiële instellingen redden (Bear Stearns, Fannie May, Freddie Mac)
- Beurzen zijn in een vrije val terecht gekomen
- Er is sprake van een echte systeemcrisis

“The market can stay irrational longer than you can stay solvent”

John Maynard Keynes

- De reële economie wordt hard geraakt
- De overheid probeert door zowel actieve als passieve stimulering de economie te revitaliseren
- Overheden moeten uit alle macht reële economie redden

- Gevolgen crisis:
 - > Systemcrisis slaat diepe deuk in de reële economie
 - > Economisch herstel laat (nog) op zich wachten
 - > Deze crisis is een “reset” moment
 - > Ook implicaties op korte/lange termijn voor het algemene prijspeil in de economie:

deflatie & inflatie

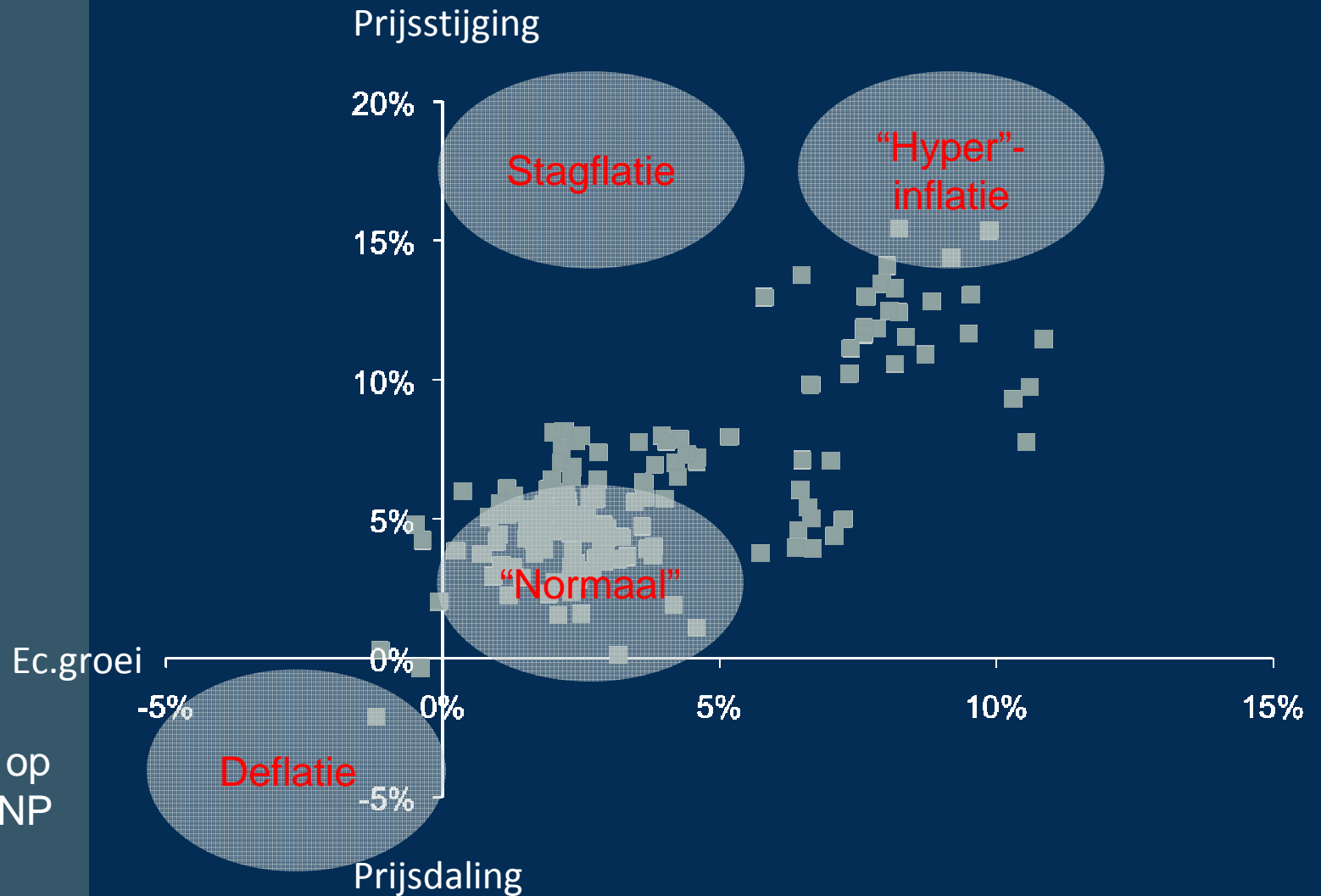


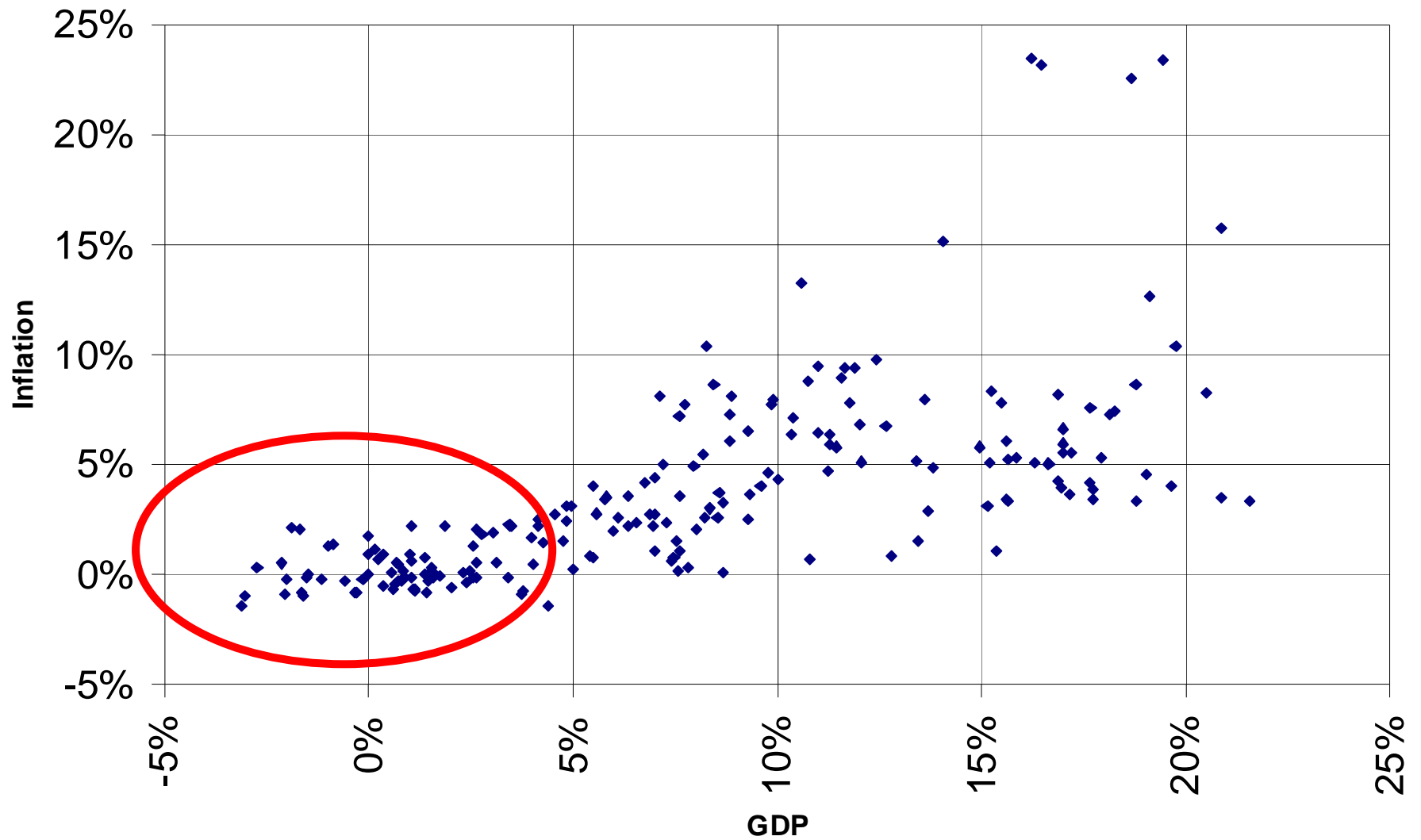
“Inflation is as violent as a mugger, as frightening as an armed robber and as deadly as a hit man.”

Why would you want to stop deflation? It gives the little guy a chance to catch up.

Deflatie

Nederland







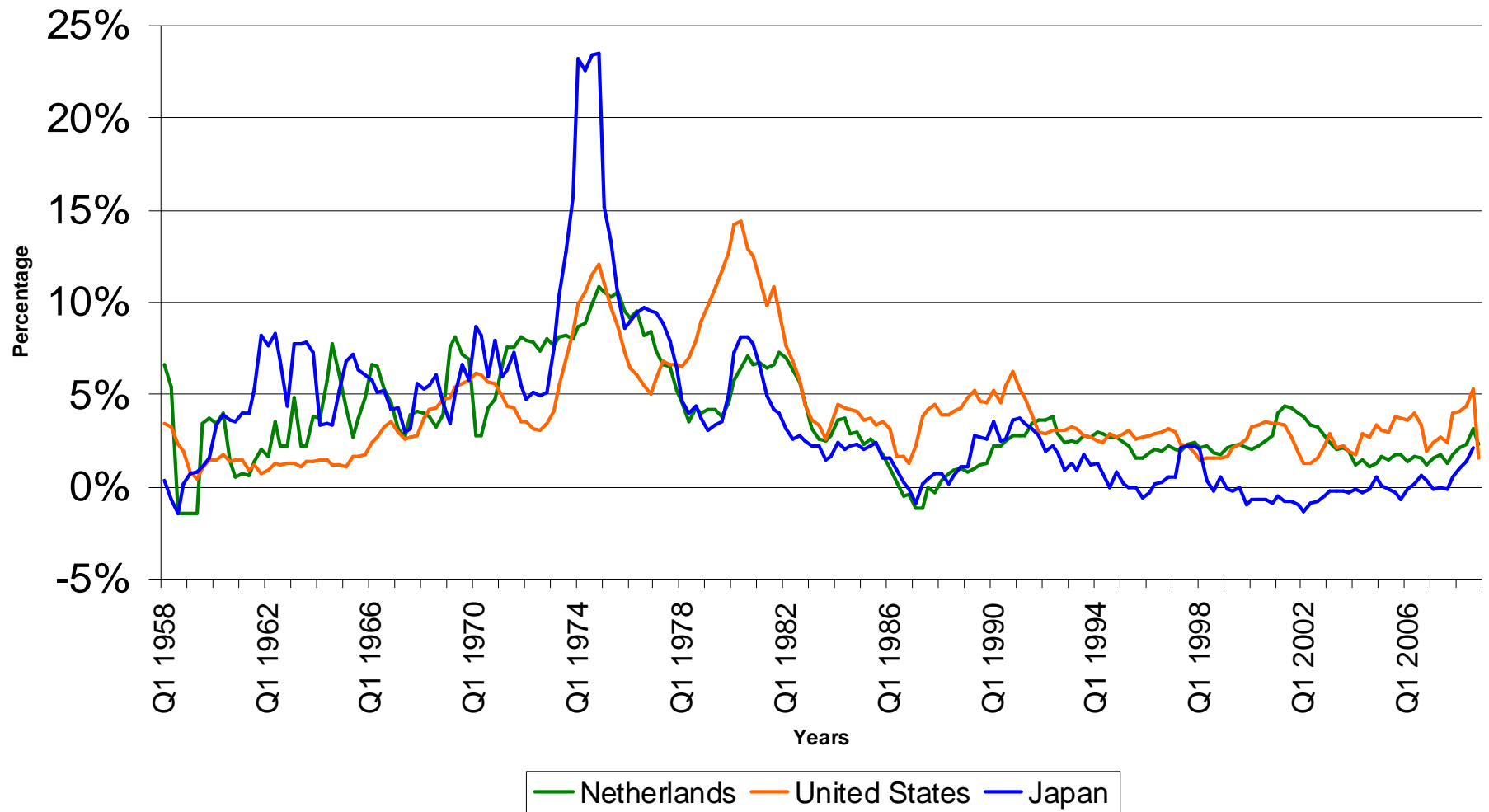
Deflatie is funest bij lage dekkinggraden (negatieve indexatie is onmogelijk / beperkt)

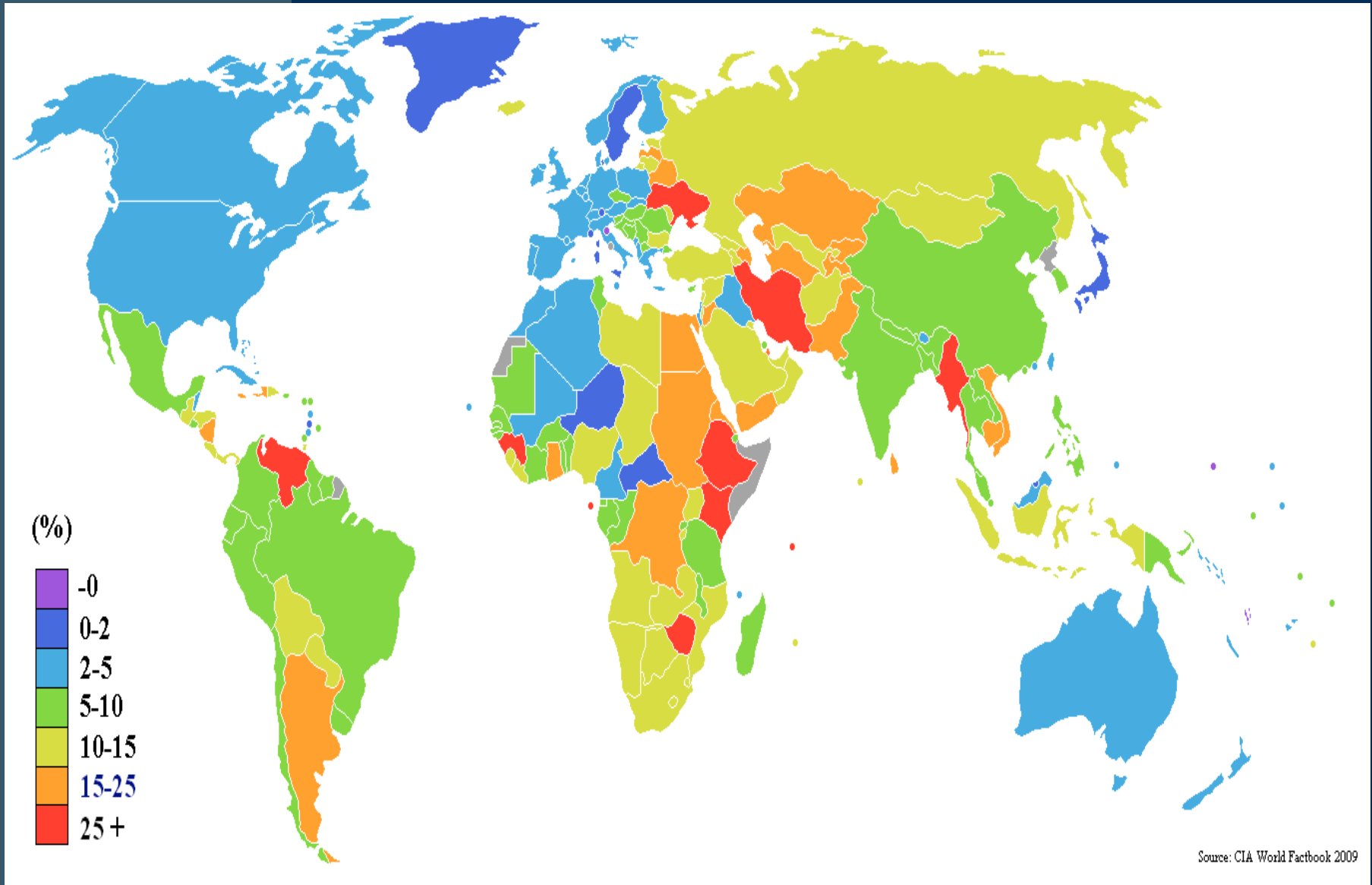
- Herdefiniëren welvaartsvast pensioen: negatieve indexatie i.p.v. afstempelen?
- (Her)verzekeren tegen sponsorrisico?
- Nominale obligaties i.p.v. inflation-indexed obligaties

- Japan: bewustwording *traag*:
pas na 6 jaar in deflatiescenario drong door
→ Grote schade was al aangericht
- Deelnemers: permanent gevoel van onzekerheid
- Governance:
upside van pensioencontract valt veel meer aan deelnemers toe

Inflatie

Inflation 1958 Q1 - 2008 Q3 (annualized)





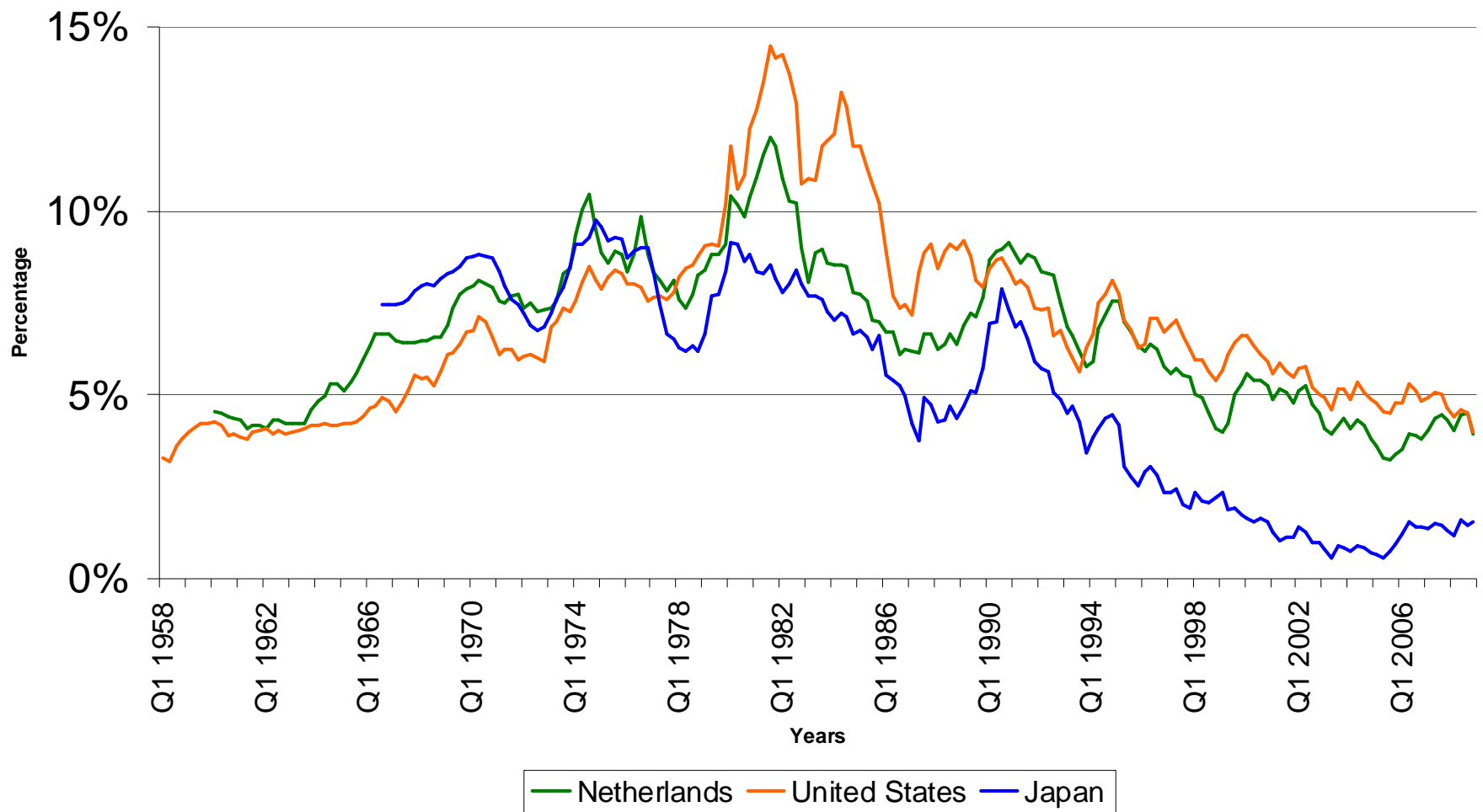
- Waarde van elke vermogenstitel kan berekend worden als de som van de verdisconteerde kasstromen:

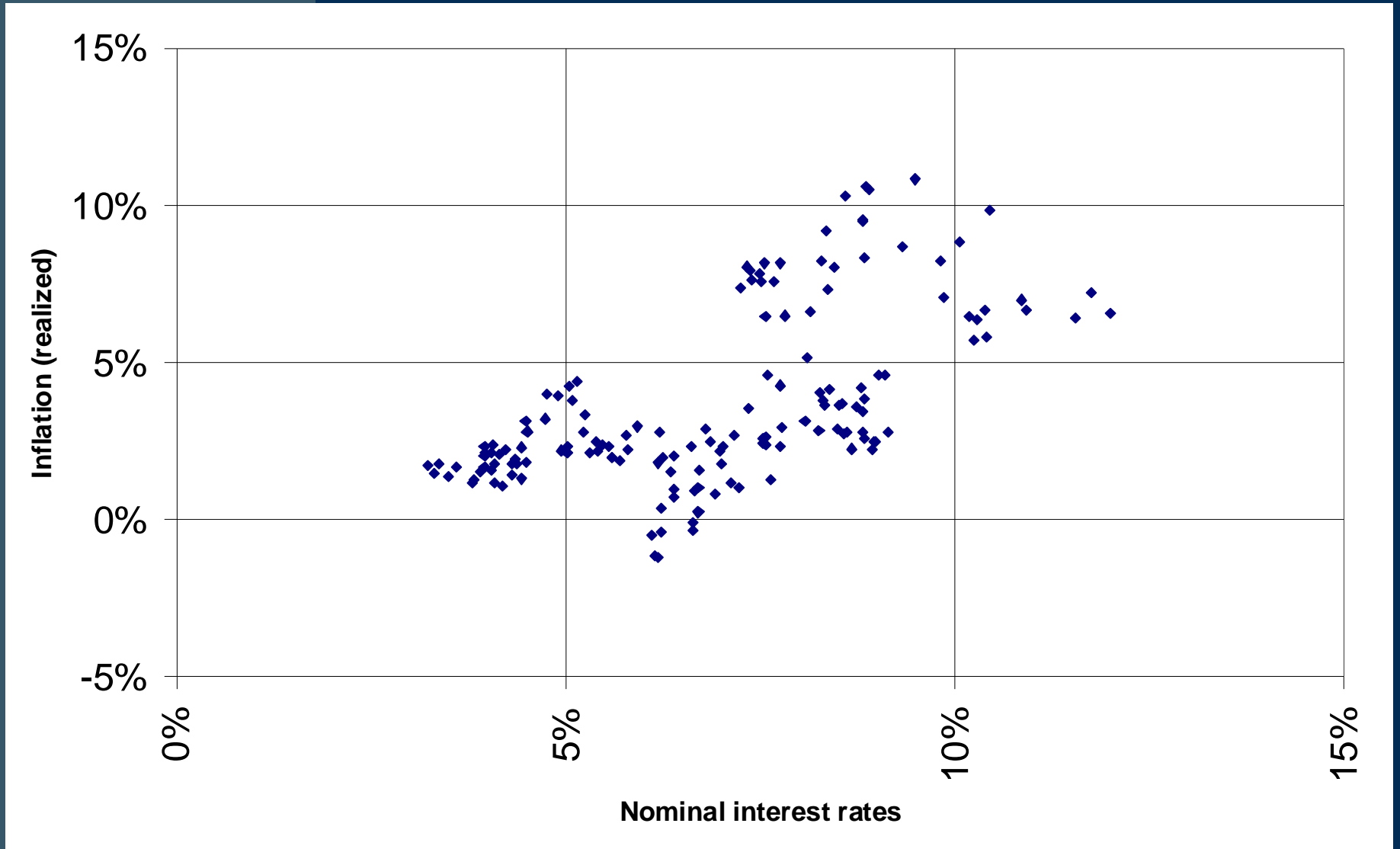
$$P = \sum \frac{\text{Kasstroom}_t}{(1+r_t)^t}$$

- Teller effect: kasstromen
 - > “Sijpelt” inflatie door in kasstromen:
Vraag: is doorberekening van inflatie mogelijk?
- Noemer effect : verdiscontering
 - > In welke mate is inflatie gecorreleerd met lange termijn rente?

- Inflatie en kasstromen financiële titels:
 - > Aandelen: via winsten en kosten (neutraal effect op waardering)
 - > Nominale obligaties: geen invloed op kasstromen (negatief effect)
 - > Inflation-linked bonds: contractueel 1-op-1 (neutraal)
 - > Vastgoed: via huren (neutraal)
 - > Grondstoffen: economische groei (neutraal?)

Nominal interest rates 1958 Q1 - 2008 Q3 (annualized)





Hoe grijpt inflatie in op de verschillende balansposten van een pensioenfonds?

Balans: nominale waarden

Bezittingen	Verplichtingen
<ul style="list-style-type: none"> • Aandelen: neutraal • Obligaties : <ul style="list-style-type: none"> - Nominaal: negatief - Inflation-linked: neutraal • Vastgoed: neutraal <p>Per saldo: nominale bezittingen neutraal/negatief</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Nominale verplichtingen: positief (via indexatie / economische groei) • Afname verplichtingen door hogere verdisconteringsvoet (maar niet 1-op-1!) <p>Per saldo: nominale verplichtingen stijgen</p>

- Marktw waardering verplichtingen ('FTK') 1 januari 2007
- Voorwaardelijke indexatie gepensioneerden en slapers
- Verschuiving Eindloon naar Middelloon met voorwaardelijke indexatie

- Rente-afdekking:
 - > Kleine fondsen gebruiken pools
 - > Middelgrote fondsen externe beheerders met swaps
 - > Grote fondsen gebruiken discretionaire swaps
- Verhoogde aandacht voor beleggen voor inflatiebescherming:
 - > CPI inflatiebescherming: index-linked obligaties en Inflatieswaps

- Inflatie is politiek:
 - > *second guessing* wat centrale bank en overheid doen
- Overheid geeft niet thuis met *inflation-linked* obligaties

Conclusies

- Kan indexatie op lange termijn nog wel worden volhouden?
- Inflatieverwachtingen hoog (zeker na de crisis)
- Maar nekt deflatie pensioenfonds (en sponsor) niet voor die tijd?

- Innovaties/discussies die we nodig hebben:
 - > Nieuwe producten?
(Bijvoorbeeld om risico's die eerder in de inflatie/deflatieketen optreden te beheren)
 - > Meer inflation linked producten – anders houdt overheid upside inflatie voor zichzelf?
 - > Waarom moeten pensioenfondsen effecten neutraliseren? Is er een rol voor de overheid?
- De huidige crisis gaat vooral over “*reset*”