

Alleen voor professionele beleggers - Juni 2020

DE GEVOLGEN VAN DE CORONACRISIS VOOR NEDERLANDSE PENSIOENFONDSEN



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

De vermogensbeheerder
voor een wereld
in verandering

INHOUDSOPGAVE



1. INTRODUCTIE	3
2. DRIE TOEKOMSTSCENARIO'S	4
I. Een U-vormig herstel	
II. Een diepe en langdurige recessie	
III. Een 'goede' reflatie	
3. KIJKEN IN DE TOEKOMST: RENDEMENTSONTWIKKELING DIVERSE BELEGGINGSCATEGORIEËN	5
I. Euro staatsobligaties	
II. Investment Grade bedrijfsobligaties	
III. Aandelen	
4. DE IMPACT VAN DE SCENARIO'S OP DE DEKKINGSGRAAD VAN HET GEMIDDELDE NEDERLANDSE PENSIOENFONDS	7
5. DEKKINGSGRAAD IMPLICATIES IN DE SCENARIO'S	9
I. Een U-vormig herstel	
II. Een diepe en langdurige recessie	
III. Een 'goede' reflatie	
6. CONCLUSIE	10



1. INTRODUCTIE

De gevolgen van de Coronacrisis voor pensioenfondsen

Ondanks alle onzekerheden rond de ontwikkeling van de Coronacrisis lijkt als een paal boven water te staan dat de gevolgen op economisch vlak ingrijpend zullen zijn. Ook pensioenfondsen in Nederland zullen hier niet aan ontkomen. Het verkrijgen van inzicht in de toekomstige situatie — hoe lastig ook in de huidige fase — is essentieel om eventueel te treffen maatregelen in kaart te brengen.

Ook wij kunnen geen zekerheid bieden maar wel helpen dat inzicht te verkrijgen. Met het oog daarop beschrijven wij in deze brochure:

- drie mogelijke scenario's voor de komende periode van circa twee jaar
- de impact hiervan op de dekkingsgraad van het gemiddelde Nederlandse pensioenfonds



2. DRIE TOEKOMSTSCENARIO'S

De grote uitdaging voor zowel beleggers als analisten is om de volatiliteit die wij momenteel op de markten zien, te combineren met verwachtingen omtrent de economie als gevolg van de Coronacrisis. Die verwachtingen zijn moeilijk in te schatten. Een methode om toch wat te kunnen zeggen over deze onzekere toekomst en de gevolgen voor beleggingsportefeuilles is het werken met scenario's. In deze brochure beschrijven wij drie economische scenario's voor de komende periode van circa twee jaar en vertalen deze naar verwachte rendementsontwikkeling voor de diverse asset categorieën. Toegepast op het gemiddelde Nederlandse pensioenfonds illustreren wij de gevolgen voor de dekkingsgraad.

I. Scenario 1: een U-vormig herstel

Dit scenario gaat uit van een herstel van markten in 2021 na de aanzienlijke terugval als gevolg van het uitbreken van het Coronavirus. Na een periode van volatiliteit, volgt een stabielere periode, waarna de markten volgend jaar de weg omhoog weer zullen vinden. Dit herstel is wel aan een aantal voorwaarden onderhevig.

1. De monetaire en fiscale maatregelen zoals ze nu genomen worden door de Centrale Banken en de diverse overheden zijn voldoende om een langdurige recessie te voorkomen;
2. Na de huidige periode van "lock-down" in de diverse landen worden de maatregelen langzamerhand versoepeld en volgt geen nieuwe periode van langdurige lock-down in de loop van het jaar of 2021. M.a.w. het virus blijft onder controle.

Samenvattend, 2020 zal in alle opzichten een moeilijk jaar blijken te zijn, met flink negatieve globale groei, maar 2021 zal een meer duurzaam herstel laten zien.

We schatten de kans op dit scenario in de periode van een jaar vanaf het vierde kwartaal van 2020 op 45-50%.

II. Scenario 2: een diepe en langdurige recessie

Dit is ons meer negatieve scenario. Het Coronavirus blijkt niet onder controle gehouden te kunnen worden en intensificeert met enige regelmaat in de diverse regio's van de wereld. Dit heeft tot gevolg dat van een echt herstel van de wereldeconomie geen sprake is en dat grote delen van de wereld in een economische recessie terecht komen. Daarnaast blijken de diverse steunmaatregelen van de Centrale Banken en overheden niet voldoende te zijn om de economie voor langere tijd overeind te houden. Met name in de Eurozone blijkt het moeilijk om tot een coherent en de markten overtuigend pakket van maatregelen te komen. Dit betekent ook dat 2021 wederom voor diverse asset categorieën een slecht jaar in termen van rendement wordt. Daarnaast zal de EUR rente verder zakken. In totaliteit betekent dit dalende dekkingsgraden voor Nederlandse pensioenfonds.

We schatten de kans op dit scenario op 15-20%.

III. Scenario 3: een 'goede' reflatie

Dit is een positief scenario, waarbij de wereldeconomie sneller herstelt dan verwacht door de diverse marktpartijen. Doordat de centrale banken en overheden de economie blijven steunen, meer dan noodzakelijk wellicht, krijgen we stijgende rentes, maar ook snel herstellende aandelenmarkten. Ook in dit scenario blijft het virus onder controle en ontstaan geen nieuwe grote uitbraken. De inflatie trekt eind 2021 aan door een (te) lang doorgevoerd soepel monetair beleid. We hebben hier een 'goede reflatie'-uitkomst gemodelleerd (hogere inflatie en output, dit is een positief scenario), maar het risico bestaat dat de capaciteit van de economie ernstig wordt geschaad en een onevenredig groot deel van de stimulans gaat naar de inflatie in plaats van naar de output, zodat een 'slechte reflatie' ontstaat.

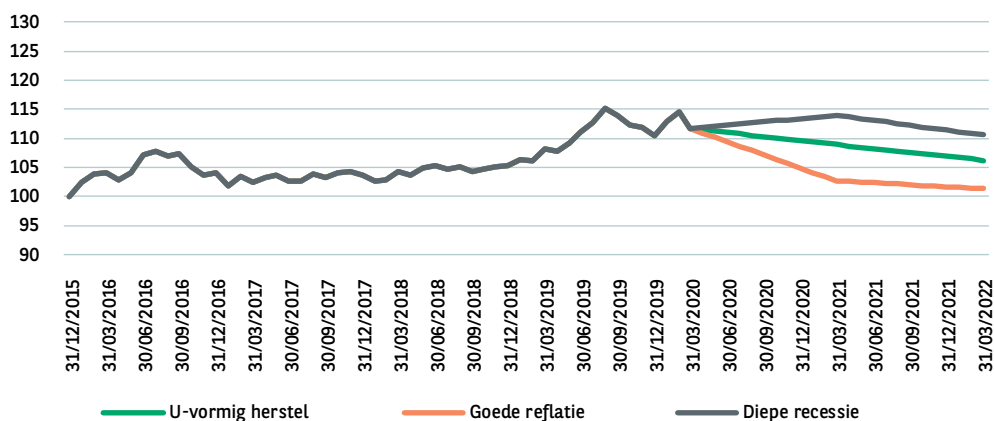
We schatten de kans op dit scenario op 20-25%.

De scenario's hebben wij vertaald naar de rendementsontwikkeling van de diverse beleggingscategorieën. In het volgende hoofdstuk zullen we grafisch laten zien, hoe wij denken dat een aantal relevante categorieën zich zal ontwikkelen in de drie beschreven scenario's.

3. KIJKEN IN DE TOEKOMST: RENDEMENTSONTWIKKELING DIVERSE BELEGGINGSCATEGORIEËN

I. Euro staatsobligaties

Grafiek 1: ontwikkeling Euro staatsobligaties in de verschillende scenario's



Bron: BNP Paribas Asset Management, mei 2020

Over het algemeen zijn staatsobligaties alleen aantrekkelijk in het recessiescenario, waarin een rentedaling van 50 tot 75 basispunten is voorzien, vooral in het eerste jaar met een klein herstel in de periode daarna.

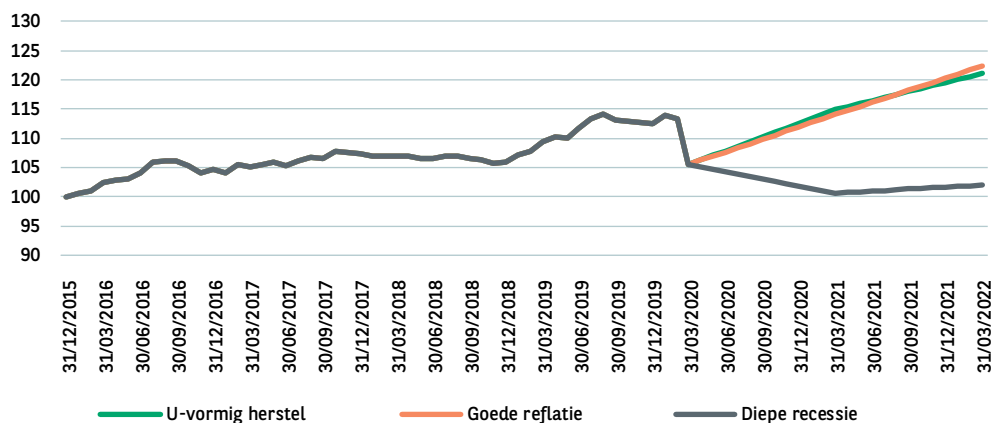
Het U-vormige herstel zal leiden tot een beperkte stijging van de rente, voornamelijk aan het einde van de curve.

Het 'goede reflatie' scenario zal een stijging van zowel rente als inflatie laten zien, die zich ook hier voornamelijk voordoet aan het eind van de curve.

Hoewel we hier staatsobligaties laten zien, voorzien wij een vergelijkbare ontwikkeling voor renteswaps. De op de swapmarkt gebaseerde DNB-UFR curve wordt gebruikt om de verplichtingen te waarderen. De impact op de verplichtingen zit met name in het positieve scenario (stijgende rentes, dalende waarde van de verplichtingen) en het recessie scenario (dalende rentes, stijgende waarde van de verplichtingen).

II. Investment Grade bedrijfsobligaties

Grafiek 2: ontwikkeling Investment grade bedrijfsobligaties in de verschillende scenario's



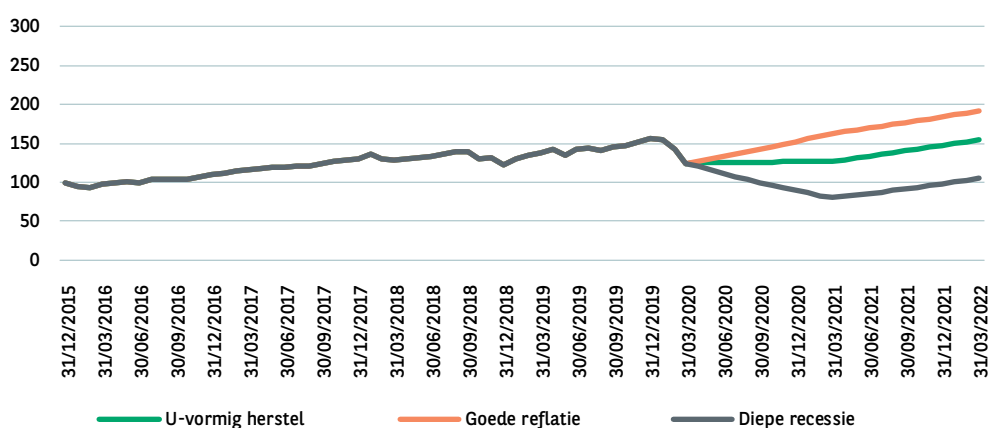
Bron: BNP Paribas Asset Management, mei 2020

Bedrijfsobligaties lijken een logische keuze voor het heralloceren van de assets in een portefeuille: de koersen worden ondersteund door opkoopprogramma's van centrale banken en door de wens van overheden om hun economieën draaiend te houden door bedrijven te laten overleven.

Zelfs in het recessiescenario zullen de verliezen relatief beperkt blijven, doordat de impact van stijgende spreads deels teniet wordt gedaan door dalende staatsrentes. In de andere scenario's (U-vormig herstel en 'goede' reflatie) zal de daling van spreads bijdragen aan een positief rendement voor de komende periode.

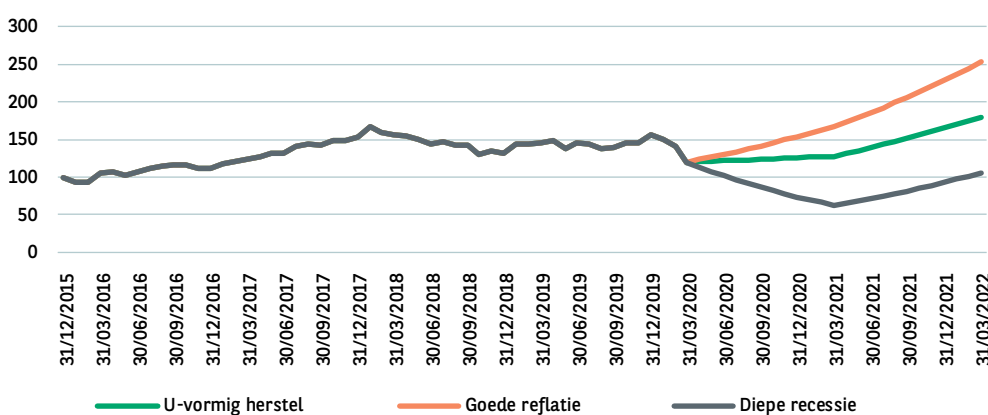
III. Aandelen

Grafiek 3: ontwikkeling wereldwijde aandelen ontwikkelde markten in de verschillende scenario's



Bron: BNP Paribas Asset Management, mei 2020

Grafiek 4: ontwikkeling wereldwijde aandelen opkomende markten in de verschillende scenario's

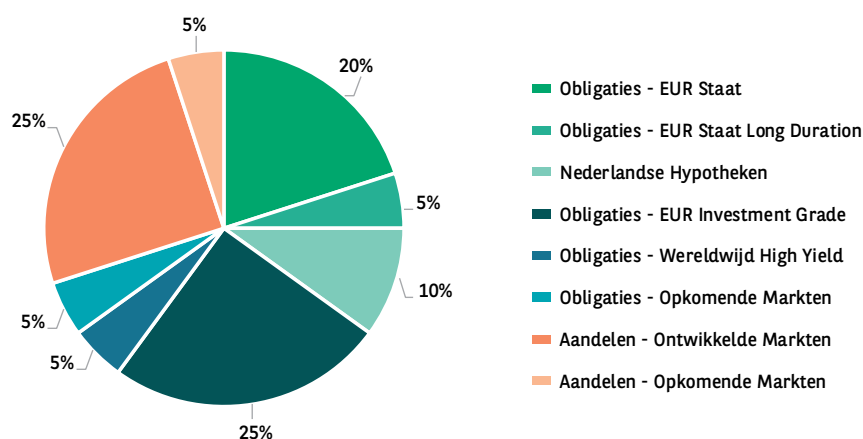


Bron: BNP Paribas Asset Management, mei 2020

Historisch gezien bieden aandelen vaak de beste (of noodzakelijke) mogelijkheid tot herstel voor institutionele beleggers. In het scenario van U-vormig herstel wordt het eerste deel van de periode gekenmerkt door een relatief vlak verloop van aandelenmarkten, gevolgd door een herstel in het tweede deel van de periode. In geval van 'goede' reflatie zullen aandelenmarkten zich eerder en sneller herstellen. In het recessie scenario zullen bedrijven het langer moeilijk hebben wat zich vertaalt in verder dalende aandelenkoersen. Het herstel zal zich pas in het tweede deel van de periode voordoen. Indien het verlies in het eerste deel beperkt blijft kan het cumulatieve rendement nog steeds aantrekkelijk zijn.

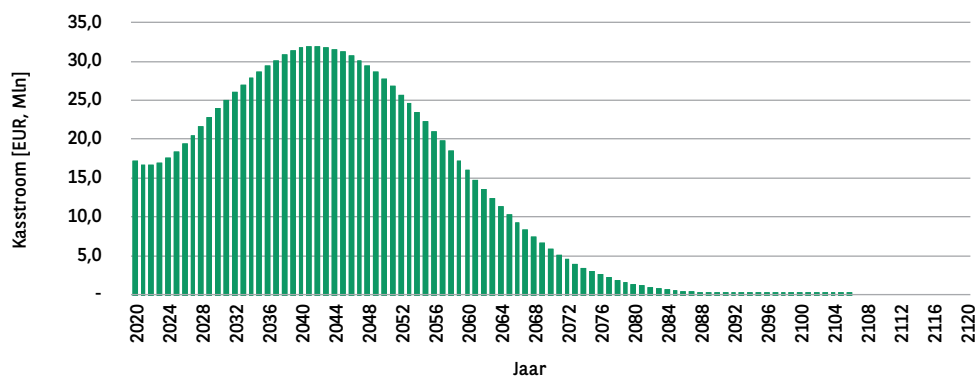
4. DE IMPACT VAN DE SCENARIO'S OP DE DEKKINGSGRAAD VAN HET GEMIDDELD NEDERLANDSE PENSIOENFONDS

Grafiek 5: aanname beleggingsportefeuille gemiddeld Nederlands pensioenfonds



Bron: BNP Paribas Asset Management, mei 2020

Grafiek 6: aanname kasstromen pensioenverplichtingen gemiddeld Nederlands pensioenfonds



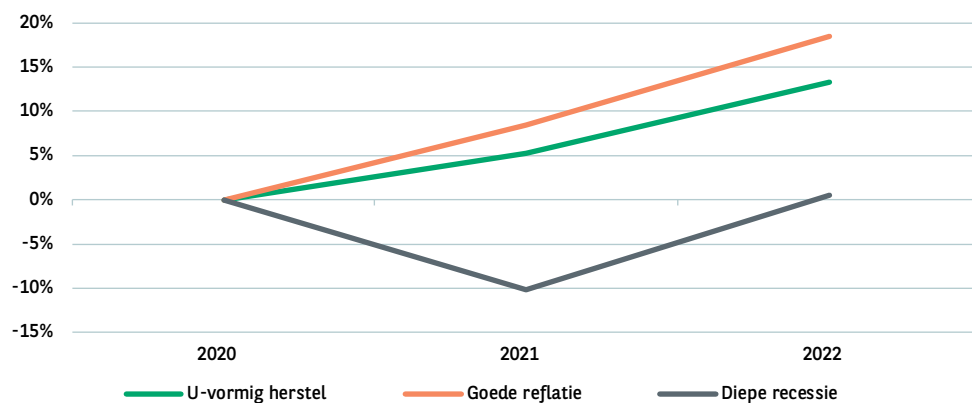
Bron: BNP Paribas Asset Management, mei 2020

Om de impact te kunnen beschrijven zijn wij uitgegaan van een gemiddeld Nederlands pensioenfonds met de volgende karakteristieken:

- Dekkingsgraad op basis van marktwaarde: 90%
- Beleggingsportefeuille (zie grafiek 5):
 - 60% matching portefeuille (staatsobligaties, bedrijfsobligaties en hypotheek)
 - 40% rendementsportefeuille (vastrentende waarden met hoge spread en zakelijke waarden)
- Het renterisico van de verplichtingen (zie grafiek 6) wordt voor 50% afgedekt op basis van marktwaarde
- Het valutarisico wordt voor 50% afgedekt

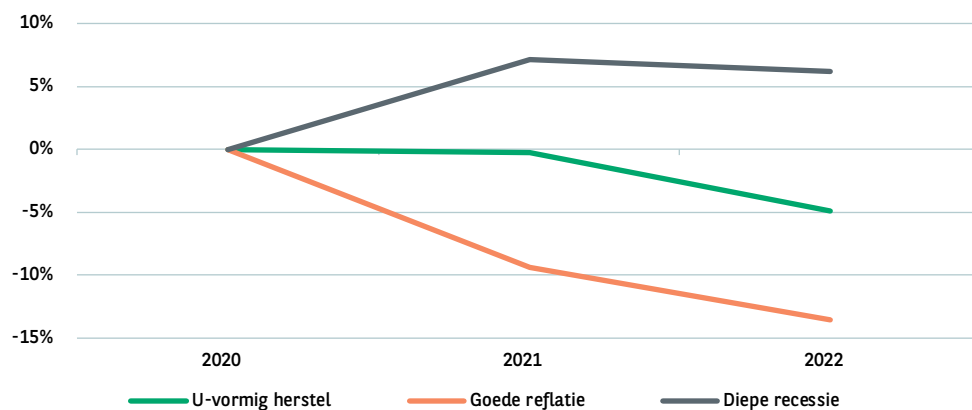
De volgende stap is om te kijken hoe in de verschillende scenario's het cumulatief beleggings- en verplichtingenrendement zich ontwikkelt en als gevolg daarvan, de dekkingsgraad. Dit is weergegeven in de grafieken 7, 8 en 9 en beschreven in de tekst daaronder.

Grafiek 7: ontwikkeling cumulatief beleggingsrendement in de verschillende scenario's



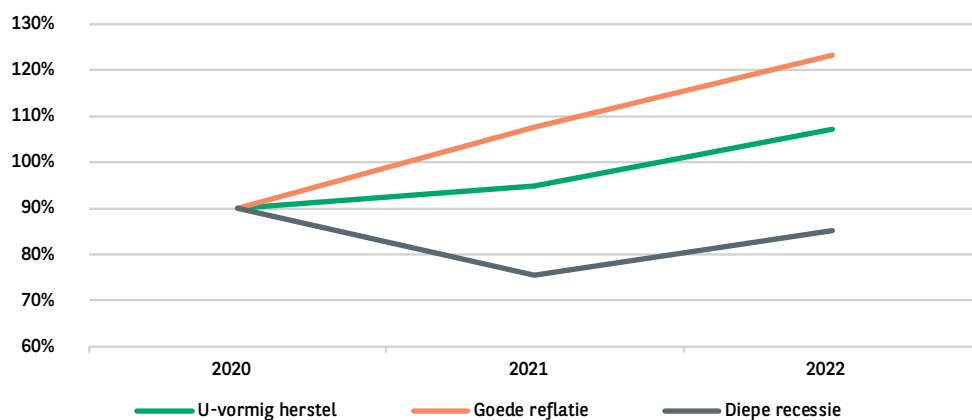
Bron: BNP Paribas Asset Management, mei 2020

Grafiek 8: ontwikkeling cumulatief verplichtingenrendement in de verschillende scenario's



Bron: BNP Paribas Asset Management, mei 2020

Grafiek 9: ontwikkeling dekkingsgraad (marktwaarde) in de verschillende scenario's



Bron: BNP Paribas Asset Management, mei 2020

5. DEKKINGSGRAAD IMPLICATIES IN DE SCENARIO'S

I. Scenario 1: een U-vormig herstel

In geval van een U-vormig herstel zal de dekkingsgraad aanvankelijk licht stijgen, met name door de positieve bijdrage van de spread-beleggingen, zowel in de matching- als in de rendementsportefeuille. In het tweede deel van de periode herstelt de dekkingsgraad verder. De waarde van de beleggingen stijgt door de positieve bijdrage van zowel spread-beleggingen als zakelijke waarden, terwijl de waarde van de pensioenverplichtingen daalt door een lichte stijging van de verdisconteringsrente. In dit scenario ligt de waarde van de dekkingsgraad aan het eind van de periode rond de grens van het dekkingstekort. Discussies omtrent het korten van nominale pensioenaanspraken blijven in dit scenario bij de bestaande regelgeving actueel.

II. Scenario 2: een diepe en langdurige recessie

Wanneer het scenario van een diepe en langdurige recessie zich voordoet zal de dekkingsgraad in de eerste periode nog aanzienlijk verder dalen tot ca. 75%. Zowel de sterke waardedaling van de beleggingen als een verdere stijging van de pensioenverplichtingen door een verder dalende rente dragen hieraan bij. In het tweede deel van de periode zal de dekkingsgraad zich enigszins herstellen met name door de positieve bijdrage van zakelijke waarden. In dit scenario ligt de waarde van de dekkingsgraad aan het eind van de periode nog onder het aanvangsniveau van 90% en zullen aanzienlijke kortingen onvermijdelijk zijn bij handhaving van de huidige spelregels.

III. Scenario 3: 'goede' reflatie

In geval van 'goede' reflatie zal de dekkingsgraad zich al herstellen in het eerste deel van de periode. Een positief beleggingsrendement op spread-beleggingen en zakelijke waarden draagt hieraan bij, maar ook de daling van de pensioenverplichtingen door een stijgende rente heeft een positieve impact. Het herstel van de dekkingsgraad zet zich voort in het tweede deel van de periode. Hoewel de pensioenverplichtingen nog wat verder in waarde dalen, draagt met name het beleggingsrendement positief bij aan het herstel. De dekkingsgraad aan het eind van de periode ligt rond de grens van het reservetekort. Discussies omtrent het korten van aanspraken worden in dit positieve scenario weliswaar minder actueel maar herstelplannen blijven in dit scenario nog wel een vereiste.

6. CONCLUSIE

Het moge duidelijk zijn dat elk van de beschreven scenario's kan leiden tot specifiek te nemen maatregelen. Daarbij speelt een rol dat veel pensioenfondsen niet in de situatie verkeren dat zij risico mogen toevoegen aan hun portefeuille. Wil het pensioenfonds wijzigingen doorvoeren dan zal zij eventueel risico's moeten uitruilen. Kijkend naar de beschreven scenario's en hun consequenties lijkt een verhoging van het exposure naar bedrijfsobligaties een goede keuze te zijn. Gaat dit gepaard met een afbouw van bijvoorbeeld staatsobligaties, dan is dit risico verhogend en zal ergens anders in de portefeuille risico moeten worden teruggenomen. Dit kan bijvoorbeeld door ook een (klein) deel van de aandelenpositie te verkopen. Een andere mogelijkheid is om het risico binnen de portefeuilles terug te brengen via derivaten, bijvoorbeeld door het gebruik van opties waarmee een deel van het aandelenrisico wordt verminderd. Uiteindelijk maakt het pensioenfonds de finale afweging op basis van het te nemen risico en de kansen die zij zelf toedicht aan bepaalde scenario's. Onze overtuiging is dat dit 'scenario denken' kan helpen om een goed doordachte strategie te implementeren.



Multi Asset, Quantitative & Solutions (MAQS) investment groep van BNP Paribas Asset Management.
De afdeling voor maatwerkoplossingen voor pensioenfondsen, bedrijven en verzekeraars.

AUTEURS



Anton Wouters

Head of Solutions & Client Advisory - Multi Asset, Quantitative & Solutions (MAQS) investment groep van BNP Paribas Asset Management

Anton is Head of Solutions & Client Advisory voor de MAQS investment groep en daarmee verantwoordelijk voor alle maatwerkoplossingen voor pensioenfondsen, bedrijven en verzekeraars. Hij bekleedt deze positie sinds 2017.

Anton startte zijn carrière na een studie wiskunde aan de Technische Universiteit Delft in 1984 als quant consultant op de afdeling econometrie van Amro Bank.

In 2004 werd hij verantwoordelijk voor liability-driven investments (LDI) en fiduciair management bij ABN AMRO Asset Management, een voorganger van BNP Paribas Asset Management. In deze rol heeft hij het volledige LDI-productgamma en risicomanagement opgezet. Anton legde daarmee de basis voor een allesomvattende afdeling voor LDI en fiduciair beheer.

anton.wouters@bnpparibas.com



Maurice Kraaijenbrink

Head of Portfolio Design in Solutions & Client Advisory - Multi Asset, Quantitative & Solutions (MAQS) investment groep van BNP Paribas Asset Management

Maurice is sinds 2019 hoofd van Portfolio Design en verantwoordelijk voor strategisch beleggingsadvies aan pensioenfondsen, verzekeraars en bedrijven.

In 2000 startte Maurice bij ABN Amro Bank en bekleedde hij diverse functies.

Sinds 2004 is Maurice werkzaam op het vakgebied van LDI en fiduciair management. In deze rol was Maurice verantwoordelijk voor het beheer van LDI portefeuilles en het geven van strategisch advies op balansniveau.

maurice.kraaijenbrink@bnpparibas.com





VRAGEN?

Joost Höppener, Head of Sales Netherlands

joost.hoppener@bnpparibas.com

T: 31-20-5275 223

BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT Nederland N.V. (adres: Postbus 71770, 1008 DG Amsterdam) ("BNPP AM NED"), is een (vermogens)beheerder geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten.

Dit materiaal dient enkel ter informatie en kan niet worden aangemerkt als:

1. een voorstel of aanbod tot het aankopen of verhandelen van de financiële instrumenten hierin beschreven, en
2. een (geïndividualiseerd) beleggingsadvies.

BNPP AM NED heeft alle redelijkerwijs mogelijke zorg besteed aan de juistheid van dit materiaal, echter aanvaardt geen aansprakelijkheid voor drukfouten. De in dit materiaal opgenomen opinies zijn het oordeel van BNPP AM NED op een specifiek moment en kunnen worden gewijzigd zonder voorafgaand bericht. BNPP AM NED is niet verplicht de hierin opgenomen informatie en opinies te actualiseren of te wijzigen.

De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De waarde van de beleggingen fluctueert met de koerswijzigingen van de effecten waarin wordt belegd. De mogelijkheid bestaat dat uw belegging in waarde stijgt; het is echter ook mogelijk dat uw belegging weinig tot geen inkomsten zal genereren en dat uw inleg bij een ongunstig koersverloop geheel of ten dele verloren gaat. Bij aan- en verkopen worden kosten in rekening gebracht.



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

**De vermogensbeheerder
voor een wereld
in verandering**