

# De gevolgen van een dalende rente voor ons pensioenvermogen

Wat zijn de gevolgen als de rente weer stijgt?

Rajish Sagoenie  
Martin Wouda



In de weken na 9 maart 2020 zijn de aandelenkoersen gekelderd als nooit tevoren. Toch zijn er nog steeds pensioenfondsen die momenteel meer vermogen hebben dan eind 2019, en op een topje in februari 2020 na, meer vermogen dan ooit tevoren.

Maar hoe leggen bestuurders het aan hun deelnemers uit, die regelmatig opmerken: "Ons pensioenvermogen was nog nooit zo hoog" of "wij hebben nog nooit zoveel rendement gemaakt", dat er toch wordt gesproken over het korten van pensioenaanspraken. Om dat aan de achterban te kunnen uitleggen, gaan wij hierna achtereenvolgens in op:

- De gedaalde rente en de impact op de voorziening pensioenverplichtingen;
- De gedaalde rente en de impact op het vermogen;
- De gedaalde rente en de impact op de dekkingsgraad.

Aansluitend doen wij een scenarioanalyse, waarbij wij illustreren wat er gebeurt met de dekkingsgraad in een drietal scenario's: wat als de rente geleidelijk gaat stijgen, wat als die gelijk blijft en wat als de rente verder daalt.

Tot slot worden conclusies getrokken uit deze analyse. De pensioenfondsbestuurder van vandaag moet aan de deelnemers kunnen uitleggen wat de impact van de renteontwikkeling op de balans van een pensioenfonds is.

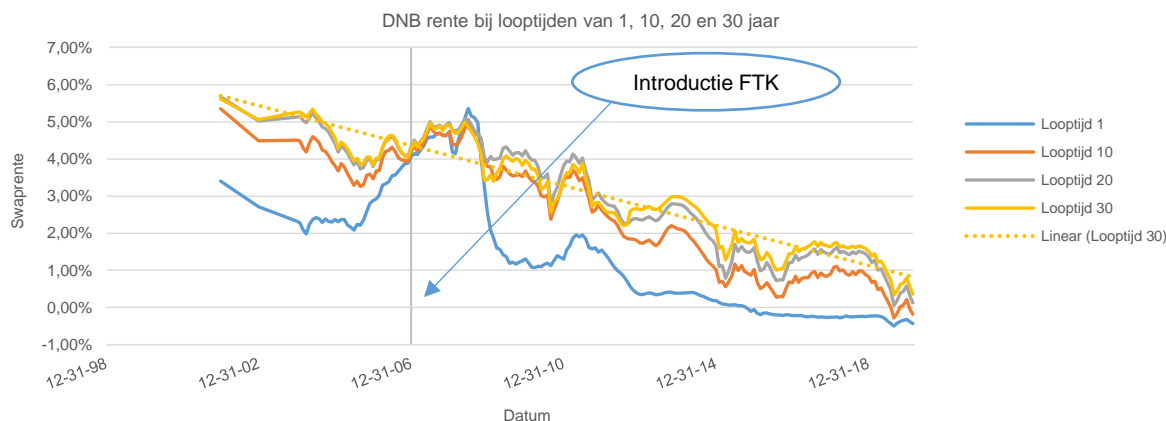
Wij beperken ons daarom tot een gestileerde analyse, waarbij complexe beleggingen buiten beschouwing blijven en waarbij wij ook voorbijgaan aan de impact van de premiestelling.

## Ontwikkeling rente en impact op de voorziening

De rente die van belang is voor het waarderen van verplichtingen van een pensioenfonds is de lange rente. Afhankelijk van de situatie of een uitkering plaats moet vinden over 10, 20 of 30 jaar is de 10-, de 20- of 30-jaarsrente bepalend voor de contante waarde van die uitkering. Datzelfde geldt uiteraard voor alle tussenliggende jaren en ook voor de periode die meer dan 30 jaar in de toekomst ligt. We kunnen constateren dat de lange rente de afgelopen jaren vanaf 2007 - het jaar van de introductie van het Financieel Toetsingskader (FTK) - flink is gedaald. Uit onderstaande grafiek (figuur 1) kunnen wij opmaken dat bijvoorbeeld de 10-jaarsrente is gedaald van 4,21% naar -0,06% in januari 2020.

Dit betekent een daling van de 10-jaarsrente met gemiddeld meer dan 0,3%-punt per jaar. Een soortgelijke trend zien we voor de 20- en de 30-jaarsrente. Door deze daling van de rente is de benodigde voorziening om aan de pensioenverplichtingen te kunnen voldoen, enorm gestegen. Ter indicatie, bij een gemiddelde duration (looptijd) van 20 en een daling van de rente met 4%-punt, zal de benodigde voorziening meer dan verdubbeld zijn. Dat betekent dat pensioenfondsen veel meer geld in kas moeten hebben om aan hun verplichtingen te kunnen voldoen.

FIGUUR 1: RENTE ONTWIKKELING (BRONGEGEVENS: DNB)



Niet alleen de daling van de rente, maar ook de toename van de levensverwachting heeft geleid tot een toename van de benodigde voorziening. De toename van de levensverwachting in de afgelopen jaren leidt ertoe dat pensioenen langer uitgekeerd moeten worden, waardoor ook de benodigde voorziening stijgt. Vooral door de invoering van prognosetafels bij de start van het FTK (2007) is de voorziening aanzienlijk gestegen. Doordat een prognose van de toekomstige toename van de levensverwachting nu is meegenomen in de vaststelling van de voorziening is de verwachting niet dat dit in de toekomst tot vergelijkbare stijgingen van de voorziening zal leiden.

### SAMENVATTEND

De enorme daling van de rente en de stijgende levensverwachting maken dat de benodigde voorzieningen van de pensioenfondsen (benodigde pensioenvermogens) na invoering van het FTK meer dan verdubbeld zijn.

Wat is de impact van de gedaalde rente op het belegde pensioenvermogen en op de dekkingsgraad van een pensioenfonds geweest? Hierna gaan wij daar nader op in.

## Ontwikkeling rente en impact op het belegd vermogen

De dalende rente heeft natuurlijk ook een grote impact op het belegde vermogen van het pensioenfonds. Het vermogen wordt veelal belegd in vastrentende waarden, aandelen en renteswaps.

De daling van de rente heeft positieve gevolgen voor vastrentende waarden. Door de daling van de rente stijgt namelijk de waarde van de vastrentende waarden (obligaties) en renteswaps. Als door rentedalingen de voorziening sterk stijgt, spreken we van een dempend effect dat de vastrentende waarden hebben voor het effect op de dekkingsgraad. Of en in welke mate dit effect optreedt, verschilt sterk per pensioenfonds. Bepalende factoren voor de gevoeligheid van de daling van de rente op de balans van een pensioenfonds zijn over het algemeen:

- De asset mix: de verhouding tussen zakelijke en vastrentende waarden;
- De mate waarin het renterisico is afgedekt (vaak met renteswaps), aanvullend op het dempende effect dat er toch al is vanwege de obligatieportefeuille.

Wij merken daarbij het volgende op. Als de rente zou stijgen, treden naar verwachting 'tegengestelde' effecten op. Aangezien de balansen van pensioenfondsen op marktwaarde worden gewaardeerd, zullen niet alleen de pensioenvoorzieningen sterk dalen, maar ook de waarde van de beleggingen. Voor de risicovrije obligaties is dit conform de algemeen bekende theorie hierover. Dit fenomeen dient goed te worden uitgelegd aan de achterban van pensioenfondsen. Vooral bij die pensioenfondsen die een groot deel van het renterisico hebben afgedekt en daardoor een grote toename van het vermogen hebben kunnen rapporteren de afgelopen jaren. Een mogelijk negatief rendement in de toekomst zal negatief overkomen bij deelnemers, tenzij nu wordt uitgelegd dat de recente hoge rendementen ook een gevolg zijn van de dalende rente en niet een op zichzelf staand fenomeen zijn.

Voor aandelen zien wij in de vakliteratuur wisselende theorieën (bron: zie bijvoorbeeld Equity-Bond Correlation: Graham Research 2017):

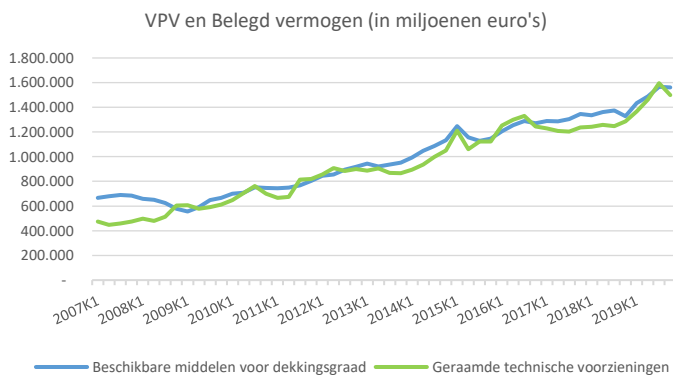
- Als de waarde van een aandeel wordt gezien als de contante waarde van de te verwachten dividenden dan zou een positieve correlatie tussen de waardeontwikkeling van obligaties en die van aandelen worden verwacht, omdat bij een dalende rente en gelijkblijvende dividenden de waarde van toekomstige dividenden stijgen. De afgelopen 5 jaar (tot februari 2020) stegen zowel de obligaties als de aandelen, hetgeen deze theorie lijkt te ondersteunen;
- Sommige beleggers wijzen op de negatieve correlatie; als de waarde van aandelen stijgt dan dalen de waarden van staatobligaties. Als de economische vooruitzichten slecht worden dan zakken de waarden van aandelen en vluchten beleggers in 'veilige' obligaties. Dat is duidelijk het geval geweest in de weken na 9 maart 2020: sterk dalende aandelenkoersen en de waarde van obligaties en swaps stegen sterk. Met een zeer lage stand van de lange rente tot gevolg;
- Andere beleggers geven aan dat bij de hoge waarden van obligaties het enige alternatief is om in zakelijke waarden te beleggen, waardoor de prijs van zakelijke waarden stijgt.

De afgelopen jaren zagen wij dat aandelen en obligaties beiden sterk in waarde stegen. Daarmee houdt op dit moment de theorie over de lange termijn relatie tussen de waardeontwikkeling van aandelen en die van de vastrentende waarde stand. Of een geleidelijke stijging van de lange rentes gepaard gaat met een daling van de aandelenmarkten is allerminst zeker.

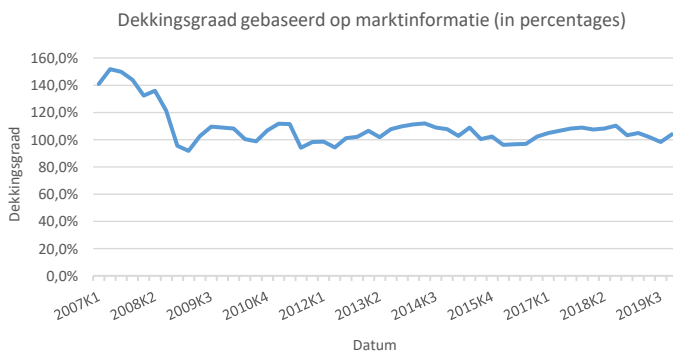
## De impact van de gedaalde rente op de dekingsgraad

De steeds maar dalende rente is gepaard gegaan met almaar stijgende voorzieningen, en een almaar stijgend vermogen. Per saldo komt de dekingsgraad niet echt meer structureel van zijn plaats, na een aanvankelijke daling van 2007 tot en met Q4 2019. In figuur 2 en 3 treft u een overzicht van de dekingsgraden van de pensioenfondsen in de periode vanaf 2007.

**FIGUUR 2: ONTWIKKELING VAN HET BENODIGDE EN BELEGDE PENSIOENVERMOGEN (BRON: DNB)**



**FIGUUR 3: ONTWIKKELING VAN DE DEKINGSGRADEN (BRON: DNB)**



### SAMENVATTEND

Mede als gevolg van de enorme daling van de lange rente zijn de belegde pensioenvermogens van de pensioenfondsen meer dan verdubbeld. Deze stijging is minder dan de stijging van de benodigde voorzieningen. Per saldo betekent dit een daling van de dekingsgraden van de pensioenfondsen.

## Scenarioanalyse

Om meer inzicht te krijgen in de impact van de renteontwikkelingen op de dekingsgraad zullen wij aan de hand van een drietal scenario's trachten meer inzicht te geven in de impact van een gelijkblijvende, stijgende of een verder dalende rente op de beleggingen.

De rentescenario's die wij onderzochten zijn:

RENTE-SCENARIO:	GELEIDELIJK STIJGEND	GELEIDELIJK DALEND	BLIJFT GELIJK
Rendement op aandelen (jaarlijks)	8,00%	0%	5%
Beweging rente (per jaar parallel)	0,35%	-0,25%	0%
Wijziging creditspread (per jaar)	-0,26%	0,26%	0,00%

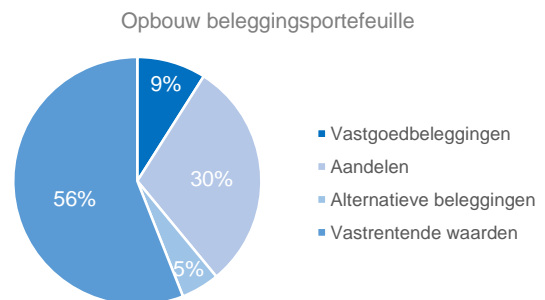
Vertrekpunt hierbij is de vraag wat er zou gebeuren met de huidige dekingsgraden als de rente de komende 5 jaar geleidelijk zou stijgen, gelijk zou blijven of geleidelijk verder zou dalen vanaf 1 januari 2020. Daartoe hebben wij – rekening houdend met de kenmerken van een 'gemiddeld' pensioenfonds - deze drie scenario's verder uitgewerkt en de impact hiervan voor 5 jaar getracht inzichtelijk te maken.

Uitgangspunten van een 'gemiddeld' pensioenfonds:

### ASSET MIX

Voor de samenstelling van het belegd pensioenvermogen hebben wij de gemiddelde bestands- en vermogenssamenstelling van een pensioenfonds als norm genomen, zie figuur 4.

**FIGUUR 4: ASSET MIX GEMIDDELD PENSIOENFONDS**



Andere uitgangspunten bij deze scenarioanalyse:

Mate van renteafdekking (op marktwaarde)	60%
Startdekingsgraad	102%
Duration vastrentende waarden	8,1

Voor dit gemiddeld fonds geeft dit voor de drie rentescenario's de volgende resultaten:

Rentestijging:	De dekingsgraad stijgt met 37%-punten
Rentedaling:	De dekingsgraad daalt met 9%-punten
Gelijkblijvende rente:	De dekingsgraad stijgt met 11%-punten

Dat levert na 5 jaar de volgende dekingsgraden op:

Rentestijging scenario:	Dekingsgraad stijgt van 102% naar 139%
Rentedaling scenario:	Dekingsgraad daalt van 102% naar 93%
Gelijkblijvende rente scenario:	Dekingsgraad stijgt van 102% naar 113%

In de analyse hebben wij geen indexaties toegepast. Bij de hogere dekkingsgraden is dat natuurlijk wel een factor die de verdere stijging van de dekkingsgraad afremt.

De ontwikkeling van de dekkingsgraad in deze analyse verschilt sterk per pensioenfonds. Zo zagen wij dat de startdekkingsgraad, de strategische asset mix, de mate van renteaafdekking allemaal grote invloed kunnen hebben op de ontwikkeling van de dekkingsgraad. Daarnaast hebben ook andere elementen, zoals de premiedekking, de exposure naar kredietrisico en de mate van vergrijzing impact op de dekkingsgraad.

Graag rekenen wij voor u door hoe uw pensioenfonds presteert in deze analyse ten opzichte van het gemiddelde fonds. Eventueel nemen wij dan ook het effect mee van de tot nu toe nog niet meegenomen nieuwe UFR, die per 1 januari 2021 van toepassing wordt (naar aanleiding van het advies van de Commissie Dijsselbloem).

## Opmerking

In onze berekeningen hebben wij geen rekening gehouden met de gevolgen van het nieuwe pensioenstelsel. Mogelijk zal er sprake zijn van een hogere disconteringsvoet om de toekomstige uitkeringen contant te maken. Een verwacht rendement bijvoorbeeld, dat hoger zal liggen dan de risicovrije rente, al dan niet met een UFR. Wij verkenden hier voorsnog de impact van renteveranderingen binnen het bestaande kader.

Het beleid van centrale banken leidt op dit moment tot een belangrijke verklarende factor van de eerdergenoemde waarde- en renteontwikkelingen. Economen spreken van een terrein dat nooit eerder is betreden. Mocht in de toekomst het beleid van het opkopen van obligaties geleidelijk teruggedraaid

worden, dan is het onmogelijk om te voorspellen welke effecten dat zal hebben.

## Conclusie

De gedaalde rente heeft tot gevolg gehad dat hogere voorzieningen dienen te worden aangehouden en ook dat het vermogen sterk is gestegen. Per saldo zijn de dekkingsgraden van de pensioenfondsen in Nederland de afgelopen jaren gedaald.

We kunnen ook concluderen dat bijvoorbeeld bij een stijging van de rente niet alleen de voorziening zal dalen, maar ook het benodigde pensioenvermogen. De daling van het pensioenvermogen zal ook zichtbaar worden door tijdelijk lage (negatieve) rendementen. Dit kan - zelfs bij stijgende dekkingsgraden - leiden tot (veel) kritiek van deelnemers en andere belanghebbenden. Besturen van pensioenfondsen kunnen zich hierop voorbereiden door nu reeds te communiceren over de impact van de renteontwikkeling op de dekkingsgraad en goed uit te leggen aan de stakeholders waardoor de (recente) hoge rendementen zijn ontstaan.

Wij zijn van mening dat het van groot belang is dat besturen zich goed laten informeren over de gevolgen van een mogelijke verdere daling, maar vooral ook van een mogelijke stijging van de rentestand. Bestuurders dienen deze informatie mee te nemen in een adequaat communicatieplan richting hun stakeholders.

Tot slot merken wij het volgende op. De door ons voor deze publicatie uitgevoerde scenarioanalyse is fondsspecifiek. Indien u wilt weten wat de impact is voor uw eigen pensioenfonds dan kunt u natuurlijk contact opnemen met ons.



Milliman is among the world's largest providers of actuarial and related products and services. The firm has consulting practices in life insurance and financial services, property & casualty insurance, healthcare, and employee benefits. Founded in 1947, Milliman is an independent firm with offices in major cities around the globe.

[nl.milliman.com](http://nl.milliman.com)

### CONTACT

Rajish Sagoenie  
[rajish.sagoenie@milliman.com](mailto:rajish.sagoenie@milliman.com)

Martin Wouda  
[martin.wouda@milliman.com](mailto:martin.wouda@milliman.com)