

DNB GOOIT DE UFR IN DE BLENDER

Door Mario Overduin

Eind augustus heeft DNB - tot verrassing van velen - bekendgemaakt dat vanaf 1 januari 2021 de nieuwe UFR-curve, met daarin een aangepaste Ultimate Forward Rate (UFR), stapsgewijs zal worden ingevoerd. Dit artikel gaat in op de verandering van de curve, de gevolgen voor de dekkingsgraad en de renteafdekking.

De UFR is een theoretische schatting voor de rente op de lange termijn en vormt een belangrijk onderdeel bij het construeren van de door DNB voorgeschreven rentetermijnstructuur (UFR-curve). Deze UFR-curve wordt gebruikt om de waarde van de pensioenverplichtingen (en dus ook de dekkingsgraad) te berekenen.

Vorig jaar werd tot de nieuwe UFR-curve besloten naar aanleiding van het advies van de Commissie Parameters onder leiding van oud-minister van Financiën Jeroen Dijsselbloem. Door enkele technische aanpassingen in de berekeningsmethodiek van de curve komt deze lager te liggen dan de huidige UFR-curve. Zo kent de nieuwe curve per 31 augustus 2020 een lagere UFR (1.7% in plaats van 1.9%) en begint deze pas vanaf een looptijd van 30 jaar af te

wijken van de marktcurve (de huidige UFR-curve wijkt al af vanaf 20 jaar). Ook de snelheid waarmee de nieuwe UFR-curve vanaf 30 jaar naar de UFR toegroeit, is afgenomen. Deze aanpassingen drukken – ieder voor zich – de nieuwe curve naar beneden ten opzichte van de huidige curve.

De lagere rentetermijnstructuur onder de nieuwe methodiek heeft evident nadelige gevolgen. Om deze over de tijd te spreiden, heeft DNB ervoor gekozen de nieuwe UFR-curve geleidelijk in te voeren. Over de periode 2021-2024 zal de nieuwe UFR-curve in vier gelijke stappen worden ingevoerd. Dit betekent dat de nieuwe UFR-curve pas op 1 januari 2024 volledig zal zijn ingevoerd.

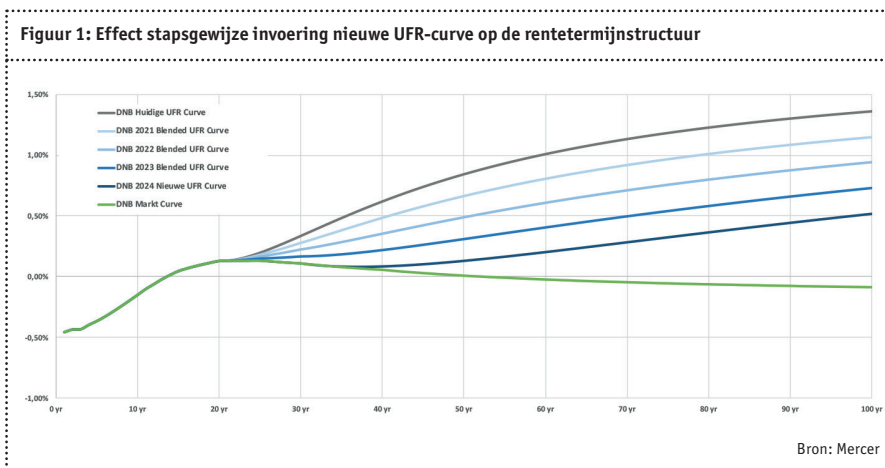
De geleidelijke invoering zal worden vormgegeven door de UFR-curve op basis

van de huidige methodiek te ‘blenden’ met de UFR-curve op basis van de nieuwe methodiek. In 2021 zal de UFR-curve een gewogen gemiddelde zijn van de curve op basis van de huidige methodiek en de curve op basis van de nieuwe methodiek. Aanvankelijk zal het gewicht van de curve op basis van de nieuwe methodiek 25% zijn om vervolgens ieder jaar met 25% te stijgen totdat in 2024 de nieuwe methodiek geheel is ingevoerd.

In Figuur 1 is het effect op de rentetermijnstructuur weergegeven, waarbij de door DNB voorgeschreven curve stapsgewijs naar beneden komt en uiteindelijk nog maar weinig verschilt met de marktcurve.

WAT VOOR IMPACT GAAT DIT HEBBEN VOOR PENSIOENFONDSEN?

Een lagere rentetermijnstructuur geeft een hogere waardering van de pensioenverplichtingen en een lagere dekkingsgraad. Per 31 augustus 2020 bedroeg de door Mercer berekende dekkingsgraad voor het gemiddelde Nederlandse pensioenfonds 96%. Op basis van de nieuwe UFR-curve (volledige implementatie) zou de dekkingsgraad 92% bedragen. De impact van de nieuwe methodiek zal daarmee naar verwachting minus 1%-punt dekkingsgraad per invoeringsstap zijn. Voor pensioenfondsen met een ouder deelnemersbestand zal de daling mogelijk iets minder zijn, terwijl deze voor pensioenfondsen met een jonger deelnemersbestand juist sterker zal kunnen zijn.



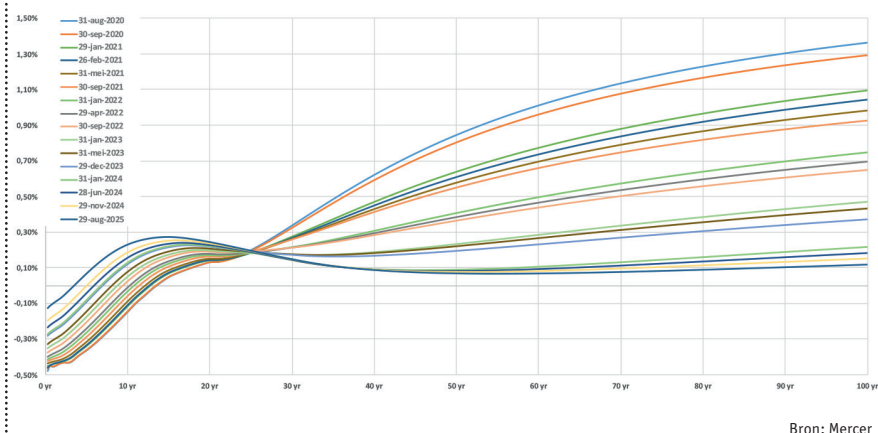
Naast de impact op de dekkinggraad heeft de geleidelijke invoering van de nieuwe UFR-curve ook directe gevolgen voor pensioenfondsen die het rente-afdekkingsbeleid hebben gebaseerd op de UFR-curve. De nieuwe methodiek geeft naast een hogere waardering van de verplichtingen ook een stijging van de rentegevoeligheid (uitgedrukt in DV01) en een verandering in de verdeling daarvan over de verschillende looptijdsegmenten.

Bij iedere invoeringsstap zal de afdekking lager komen te liggen en ook met betrekking tot dit aspect zal er na de volledige invoering per 1 januari 2024 nog maar nauwelijks verschil zijn met een rente-afdekking op basis van marktrente. Indien deze verlaging van de rente-afdekking niet wenselijk is, zal een pensioenfonds het beleid bij iedere stap moeten aanpassen.

Voor pensioenfondsen met een afdekkingsbeleid op basis van marktrente zal er geen directe impact zijn, alhoewel zij zich wel moeten realiseren dat bij ongewijzigd beleid de dekkinggraad op basis van UFR volatieler zal worden.

In Figuur 2 wordt de rentegevoeligheid per looptijdsegment van de verplichtingen voor een gemiddeld Nederlands pensioenfonds weergegeven (uitgedrukt in DV01). Het gaat hier om de mutatie in de waardering per basispunt daling van de marktrente. Een DV01 van 100 betekent dat als de rente

Figuur 3: DNB UFR Curve Projectie 2020 - 2025



met 0.01% daalt, de waardering met 100 euro toeneemt.

Onder de nieuwe methodiek neemt de rentegevoeligheid toe en verandert de verdeling ervan over de looptijdsegmenten. Ten opzichte van de huidige UFR-curve daalt de DV01 op het 20- en 25-jaars looptijdsegment en neemt deze toe vanaf het 30-jaars looptijdsegment. Pensioenfondsen dienen rekening te houden met deze verschuivingen ten einde additioneel, ongewenst curverisico te voorkomen.

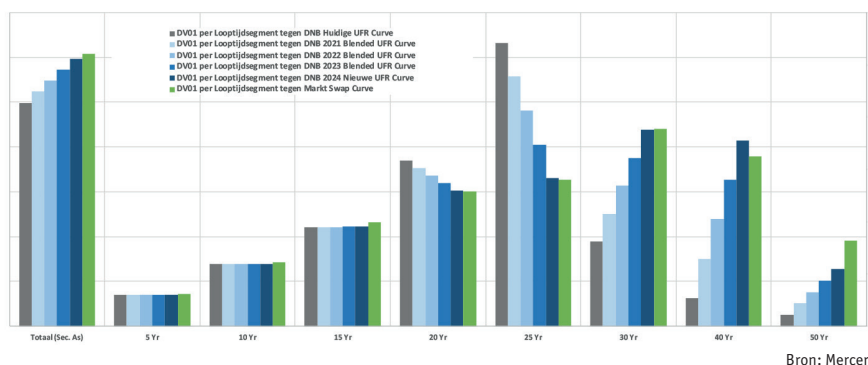
DNB UFR-CURVE PROGNOSE

Zonder een expliciete visie te hanteren, zijn er in de basis twee methoden om naar de toekomst te kijken. De meest eenvoudige is te veronderstellen dat de huidige swap curve niet verandert. Onder

deze veronderstelling zal de UFR-curve vanaf het 30-jaars punt tot en met augustus 2025 schoksgewijs dalen. Voor een gemiddeld pensioenfonds betekent dit een stijging van de verplichtingen met 4.5%. Deze neerwaartse schokken worden enerzijds veroorzaakt door de vier stappen zoals aangekondigd door de DNB, maar anderzijds ook doordat de UFR blijft dalen. Deze is namelijk gebaseerd op een voortschrijdend 10-jaars gemiddelde. Dit maakt dat de curve ook na 1 januari 2024 blijft dalen.

De aanname dat de huidige swap curve op zijn plaats blijft liggen is eenvoudig, maar is niet volledig visieloos. Het is neutraler om aan te nemen dat de toekomstige swap curves in lijn zullen zijn met de verwachte rentes - de forward rentes - die in de huidige curve besloten liggen. In dat geval ziet de projectie er wat anders uit. Naar de toekomst toe zal het korte tot middellange gedeelte van de UFR-curve omhoogkomen, terwijl het lange eind schoksgewijs blijft dalen (zie Figuur 3). De veranderingen op het lange eind zullen wel een grotere impact op de verplichtingen hebben dan de verandering op het korte tot middellange deel. Voor een gemiddeld fonds betekent dit per saldo een stijging van de verplichtingen van 2.5% (in plaats van 4.5%). «

Figuur 2: Rentegevoeligheid gemiddeld pensioenfonds per looptijdsegment van de verplichtingen, afgezet tegen de huidige, de geblende en de nieuwe UFR-curve en de Markt Swap Curve



Dit artikel is geschreven door Mario Overduin, Senior Investment Consultant bij Mercer.