

Samenvatting van RBA-scriptie: Het kunstmatige rentetermijneffect van de Ultimate Forward Rate

Auteur

Sven te Kaath¹

Voor de meeste Nederlandse pensioenfondsen is de dekkingsgraad een cruciale indicator voor het bepalen van haar financiële beleid. De rekenrente die gebruikt wordt voor het waarderen van pensioenverplichtingen ligt ten grondslag aan het bepalen van de dekkingsgraad. Hierdoor is voor pensioenfondsen het beheersen van renterisico een van de belangrijkste taken bij het waarborgen van haar financiële positie en solvabiliteit.

In de afgelopen jaren is de voorgeschreven rekenrente die pensioenfondsen moeten hanteren voor het bepalen van de marktwaarde van hun verplichtingen en de dekkingsgraad een aantal keren aangepast. Tot 2012 werden verplichtingen gewaardeerd op basis van markttrentes, maar in september 2012 werd door De Nederlandsche Bank de Ultimate Forward Rate (UFR) geïntroduceerd. Deze UFR werd toen vastgesteld op 4,2 procent en moest worden toegepast op forwardrentes met looptijden van langer dan 20 jaar. De belangrijkste reden voor de introductie van de UFR was om met name het lange eind van de rentecurve minder gevoelig te maken voor verstoringen op financiële markten, zoals het geval was na de financiële crisis van 2008. Deze maatregel moest volgens DNB resulteren in een stabielere rentecurve en daarmee stabielere dekkingsgraden van pensioenfondsen.

Al kort na de invoering van de UFR in 2012 rees de vraag of de vormgeving van de UFR methodiek het meest passend is in een omgeving van lage markttrentes. De kritiek uit de sector was voornamelijk gericht op het niveau van de UFR van 4,2 procent, waardoor pensioenfondsen zich mogelijk onterecht rijk rekenen wanneer rentes voor een langere periode laag blijven.

Als gevolg van deze kritiek werd in juli 2015 een nieuwe methodiek ingevoerd voor het bepalen van de UFR, nu gebaseerd op werkelijk waargenomen markttrentes. Tot op heden wordt het niveau van de UFR, ook wel de C-UFR genoemd, bepaald op basis van een

ongewogen 120-maandgemiddelde van de meest recente historische 1-jaars forward-rente na 20 jaar. Bij de introductie in 2015 was het niveau van de C-UFR 3,3 procent, maar dit is over een periode van bijna twee jaar gedaald naar 2,8 procent per ultimo maart 2017. Naar verwachting zal het niveau van de C-UFR als gevolg van de “middelingsmethodiek” tot circa 2020 nog verder blijven dalen, zelfs wanneer markttrentes de komende jaren een stijgende trend blijven vertonen.

In het onderzoek is gekeken wat de impact is van de UFR middelingsmethodiek op de mogelijkheid voor een pensioenfonds om het renterisico van de verplichtingen volledig af te dekken en haar dekkingsgraad hiermee te stabiliseren. Hiervoor zijn drie scenario's van een constante, een stijgende en een dalende trend van de ontwikkeling van de marktrente over een horizon van 10 jaar opgesteld. Vervolgens zijn de verplichtingen van een jong pensioenfonds gewaardeerd op basis van de marktrentecurve, oude UFR 4,2 curve en C-UFR curve in de drie scenario's. Doelstelling hiervan is te onderzoeken of het risico van de verplichtingen als gevolg van veranderingen in de marktrente volledig af te dekken is door gebruik te maken van een matching portefeuille met nominale beleggingen (interest rate swaps en cash). Voor dit onderzoek is een strategie toegepast waarbij de portefeuille maandelijks wordt geherbalanceerd, waardoor de renteafdekking van de verplichtingen iedere periode teruggebracht wordt naar een doelstelling van 100 procent.

Uit het onderzoek blijkt dat over de horizon van 10 jaar de gerealiseerde renteafdekking bij verdiscontering van de verplichtingen op basis van zowel de marktrentecurve als de oude UFR 4,2 curve nabij de 100 procent is. Dit betekent stabiele dekkingsgraden over de gehele periode van 10 jaar. Wanneer de verplichtingen echter worden gewaardeerd op basis van de C-UFR curve is de gerealiseerde renteafdekking veel lager. De maximaal te realiseren afdekking over de gehele periode ligt gemiddeld tussen de 88 tot 92 procent. De



daling van de dekkingsgraad op basis van de C-UFR curve is aan het einde van de periode van 10 jaar tussen de -4 procent, bij een stijgende trend van de marktrente, en -12 procent, bij een dalende trend van de marktrente. Dit negatieve effect op de dekkingsgraad wordt veroorzaakt door de middelingsmethodiek voor het bepalen van de C-UFR en valt niet te mitigeren door een renteafdekkingsbeleid met een matching portefeuille met nominale beleggingen.

De dynamische aard en complexiteit van de C-UFR curve zorgt voor een nieuw type renterisico dat niet volledig is af te dekken door pensioenfondsen. De middelingsmethodiek voor het bepalen van het niveau van de C-UFR zal naar verwachting op de lange termijn voor meer volatiliteit in de marktwaarde van pensioenverplichtingen zorgen en, zelfs wanneer een volledige renterisicoafdekking wordt nagestreefd, ook in de volatiliteit van dekkingsgraden. Door de invoering van de C-UFR methodiek is het voor pensioenfondsen tegenwoordig niet meer mogelijk om de keuze te maken het renterisico van de verplichtingen volledig af te dekken en zo hun dekkingsgraden te stabiliseren. ■

Noot

¹ Sven te Kaath MSc RBA is Head of Institutional Risk & Performance bij BNP Paribas Securities Services.