

UPDATE PENSIOENTRANSITIE

UFR/Marktrente

IN DEZE UPDATE

Samenvatting

- Terwijl de marktrente stijgt, zal de UFR voorlopig blijven dalen. Hierdoor komt de rekenrente mogelijk lager te liggen dan de marktrente. De UFR dekkingsgraad kan daardoor potentieel tot wel 5% (bij jonge fondsen) lager gaan liggen dan de marktdekkingsgraad.
- Een rekenrente lager dan de marktrente kan een evenwichtige transitie naar het nieuwe pensioenstelsel verstoren.
- Een stijgende renteomgeving, een nieuw pensioenstelsel en het invaren hiernaartoe, maken de UFR methodiek nauwelijks verdedigbaar en bieden voldoende redenen om de methodiek geheel af te schaffen.

AUTEURS



Bas Scholten,
Hoofd Balansmanagement
Advies



Bora Oskay,
Balansmanagement
Adviseur

Effect UFR op keerpunt

Momenteel is er onrust op de financiële markten. Dit komt met name door hoge inflatiecijfers en monetaire verkrapping, een oorlog op het Europese continent en een dreigende recessie. Hierdoor zijn de markrentes sterk opgelopen, de grootste toename sinds jaren. De stijging van de marktrente werkt deels door in de rekenrente, de rente waarmee pensioenfondsen de dekkingsgraad bepalen. Echter, de rekenrente is mede gebaseerd op de UFR, een 10-jaars gemiddelde rente. Hierdoor is er een unieke situatie ontstaan en staat de marktrente nagenoeg gelijk aan de rekenrente. De afgelopen jaren had de UFR methodiek een opwaarts effect op de rekenrente, terwijl in de komende jaren de UFR methodiek een neerwaarts effect heeft op de rekenrente.

Terwijl de marktrente stijgt, blijft de UFR dalen

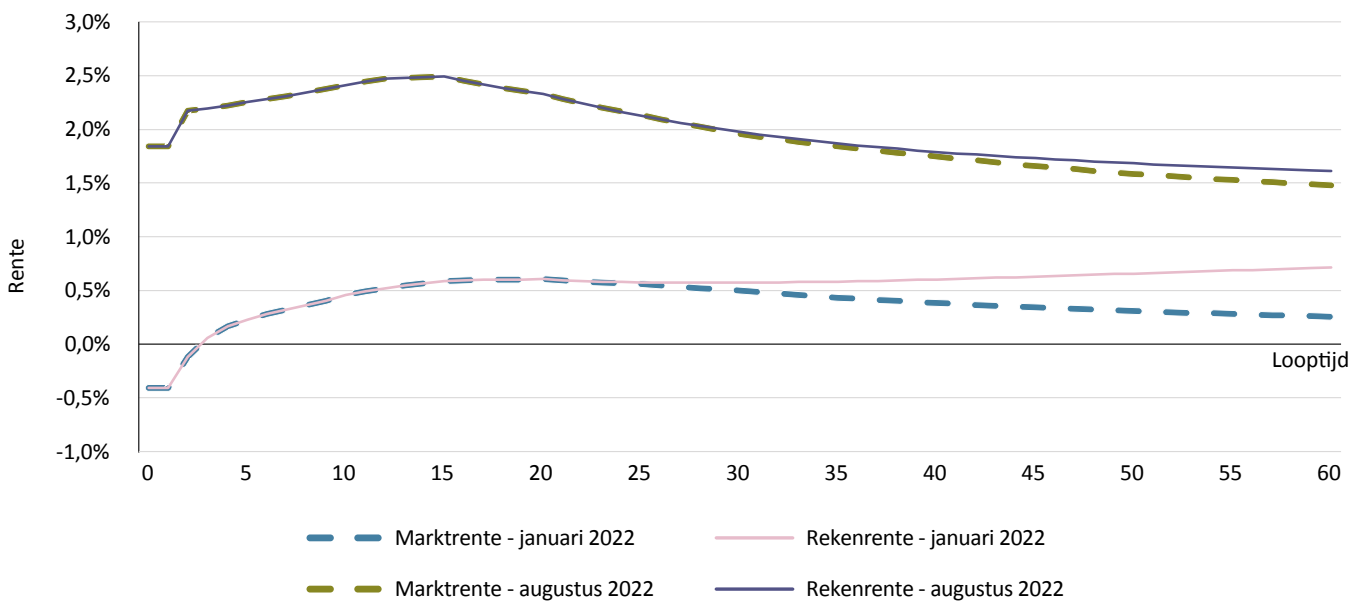
Gedurende de historisch lage renteomgeving in het afgelopen decennium lag de rekenrente structureel en substantieel boven de marktrente. Het resultaat hiervan is dat de technische voorziening bij de rekenrente een lange tijd veel lager is geweest vergeleken met die bij de marktrente, met als gevolg een positieve impact op de dekkingsgraad. Ten opzichte van het begin van het jaar zijn de marktrentes sterk gestegen. Doordat de marktrentes harder zijn gestegen dan de rekenrente is het verschil tussen deze twee rentes inmiddels minimaal geworden, zoals figuur 1 op de volgende pagina aantoont. Daarmee is inmiddels de waarde van verplichtingen (en daarmee de dekkingsgraad) onder de marktrente en rekenrente ook (bijna) gelijk.



De UFR methodiek

Sinds 2015 was de UFR methodiek gebaseerd op het voortschrijdend 10-jaars gemiddelde van de 20-jaars forward rate, ook wel de UFR2015 genoemd. De DNB heeft in 2020 besloten om stapsgewijs een nieuwe UFR methodiek in te voeren. Deze nieuwe methodiek zou vanaf 2024 volledig moeten gelden. Het verschil is dat onder de nieuwe methodiek de UFR gebaseerd zal zijn op de 30-jaars forward rate in plaats van de 20-jaars forward rate. Dit betekent dat een groter deel van de rekenrentecurve gelijk zal zijn aan de marktrentes. De eerste van de vier stappen is begin 2021 ingevoerd waardoor de nieuwe methodiek (UFR2024) voor 25% en de oude methodiek (UFR2015) voor 75% meetelde. In 2022 worden beide methodieken even zwaar meegenomen (50%/50%). Dit betekent dat de rentegevoeligheid van de verplichtingen op basis van UFR2024 groter is dan op basis van UFR2015.

Figuur 1: Markt- en rekenrente eind januari versus eind augustus 2022



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Hoewel de marktrentes in korte tijd hard zijn gestegen, werkt deze stijging vertraagd door op de rekenrente vanwege de UFR-methodiek, die gebaseerd is op een 10-jaars voortschrijdend gemiddelde. Het afgelopen decennium werd gekenmerkt als een lage renteomgeving waarin de marktrentes een lange tijd structureel daalden. Figuur 2 op de volgende pagina laat zien dat vanwege het 10-jaars gemiddelde de UFR de komende jaren blijft dalen (bij een gelijkblijvende swaprente).

Impact van een dalende UFR

De UFR dekkingsgraad kan tot wel 5% lager komen te liggen dan de marktdekkingsgraad

Bij een gelijkblijvende marktrente zal de UFR blijven dalen en onder de marktcurve terecht komen, met name wanneer de marktcurve normaliseert én in bescheiden mate versteilt op het lange stuk. In de jaren daaropvolgend zal dan het verschil tussen de markt- en rekenrente verder oplopen. En mocht de marktrente de komende tijd verder stijgen dan neemt dit verschil verder toe. Ook zal dan het uiteenlopende effect op de dekkingsgraad zichtbaar worden. In de toekomst zal de dekkingsgraad op basis

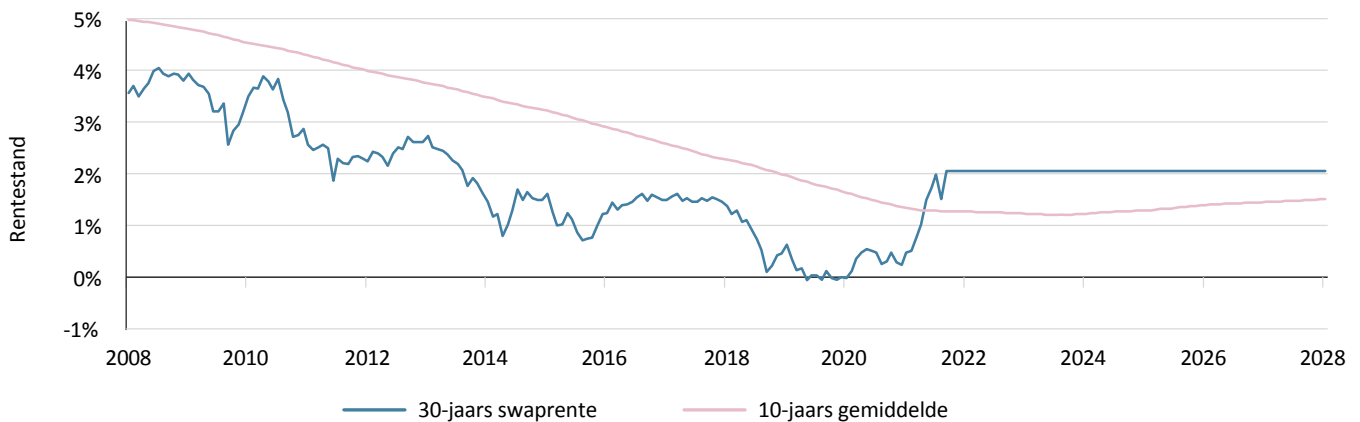
van de marktrente steeds meer boven de dekkingsgraad op basis van de rekenrente komen te liggen. Om een inschatting te maken van het potentiële effect hebben we berekend wat er zou gebeuren als de marktrente gelijk zou blijven én de rentecurve op de lange looptijden normaliseert¹. In dat geval zien we dat de dekkingsgraad op basis van de marktrente mogelijk tot wel 5% hoger kan komen te liggen dan op basis van de rekenrente, afhankelijk van het deelnemersbestand van het pensioenfonds. Dit verschil kan oplopen als de rente verder stijgt.

Discussie bij invaren in nieuw pensioenstelsel

Wanneer pensioenfondsen invaren in één van de twee nieuwe premiereregelingen speelt de invaardekkingsgraad een grote rol. De invaardekkingsgraad is een maatstaf waarbij zowel de uitkering van de gepensioneerden als het verwachte pensioen van de actieve deelnemers onveranderd blijven. Indien de actuele dekkingsgraad tijdens invaren lager ligt dan

¹ De 50-jaars rente ligt nu 70bp onder de 20-jaars swaprente. Dit is uitzonderlijk. We onderstellen dat dit verschil normaliseert tot ca 20bp.

Figuur 2: De ontwikkeling van een 10-jaars gemiddelde en de 30-jaars swaprente



Bron: Bloomberg, Achmea IM

de invaardekkingsgraad, dient er gekort te worden tot de invaardekkingsgraad.

Als de actuele dekkingsgraad daarentegen hoger is, is er een buffer te verdelen. Daarnaast is het voor invarende pensioenfondsen toegestaan om al te indexeren vanaf 105% in plaats van 110% in het transitie FTK. Hierdoor is volledige indexatie eerder haalbaar en zijn inhaalindexaties ook mogelijk. Als bij invaren de UFR dekkingsgraad lager ligt dan de markt-dekkingsgraad, zal ongetwijfeld een discussie losbarsten over de 'juiste' waardering van de verplichtingen. Immers, pensioenfondsen kunnen invaren met een hogere dekkingsgraad op basis van de marktrente en invaren kan maar één keer. Een te lage rekenrente kan daarmee een evenwichtige transitie verstoren.

Schrappen rekenrente?

Het is lastig uit te leggen aan pensioendeelnemers dat de UFR de rekenrente kunstmatig omlaag zal trekken de komende jaren terwijl we economisch gezien te maken hebben met een omwenteling: een torenhoge inflatie met sterk stijgende marktrentes als gevolg. Daarnaast wordt er in het nieuwe pensioenstelsel naar verwachting veel minder gebruik gemaakt van langlopende renteswaps. Daarmee komt het argument dat de markt voor langlopende renteswaps niet liquide genoeg is voor de pensioensector ook mogelijk te vervallen. Echter, een mogelijk motief van de UFR methodiek om de dekkingsgraadvolatiliteit te beperken, is op dit moment nog steeds valide. Als de marktrente nu namelijk hard daalt, dan komt de rekenrente weer hoger te liggen dan de marktrente. Maar ook dit argument vervalt

binnenkort. Per 1 januari 2024 gaat de rekenrente volledig gebaseerd worden op de nieuwe UFR methodiek waarbij er tot en met 30-jaar gebruik gemaakt wordt van de marktrente. Vanaf dat moment is er ook wat betreft dekkingsgraad volatiliteit is het verschil tussen het hanteren van de marktrente en UFR methodiek beperkt.

Er was al nooit een unaniem enthousiasme over de UFR methodiek, behalve dan dat het de pijn van de dalende rente verzachtte. Met een stijgende renteomgeving, een nieuw pensioenstelsel om de hoek en het invaren hiernaartoe, is de UFR methodiek, op het volatiliteitsargument na, nog nauwelijks verdedigbaar. Het is dan ook nu het moment om serieus na te denken om de UFR methodiek af te schaffen.



Voor meer informatie:**[Investment Highlights, Investment Letter en whitepapers](#)**

Wekelijks publiceert ons Investment Strategy team de Investment Highlights met daarin een analyse van de ontwikkeling op de financiële markten. Met onze Investment Letters blijft u op de hoogte van onze visie en van marktontwikkelingen.

**[Achmea IM podcasts](#)**

Ook te beluisteren op uw favoriete podcast-app, zoekwoord: Achmea Investment Management.

**[Achmea IM op youtube](#)**

Hier vindt u heldere video's met informatie over de implicaties van het pensioenakkoord, maatschappelijk verantwoord beleggen, risicomangement en het selecteren van de best-passende externe managers.

**[Achmea IM op LinkedIn](#)**

Volg ons LinkedIn-kanaal voor updates.

**www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel**

E-mail: achmeaim@achmea.nl

Contact:

Neem contact op met uw contactpersoon bij Achmea Investment Management.
Of met Renier Brenninkmeijer, Business Development Director, Renier.Brenninkmeijer@achmea.nl, +31 6 201 384 74,
of Mark Bakker, Business Development Director, Mark.Bakker@achmea.nl, +31 6 101 851 94.

Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. ("Achmea IM") heeft de informatie in dit document met zorg samengesteld. Deze informatie is alleen bestemd voor gekwalificeerde beleggers en/of professionele beleggers zoals bedoeld in de Wet op het financieel toezicht ("Wft").

Dit document is of bevat (i) geen aanbod of uitnodiging om financiële instrumenten te kopen, te verkopen of te verhandelen (in de zin van 1:1 Wft), (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies (in de zin van 1:1 Wft), en (iii) geen juridisch of fiscaal advies. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch of fiscaal adviseur. Achmea IM raadt u af een (beleggings)beslissing uitsluitend te baseren op de in dit document opgenomen informatie. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van een dergelijke (beleggings)beslissing.

De informatie in dit document is (mede) gebaseerd op informatie die Achmea IM van betrouwbaar geachte informatiebronnen heeft verkregen. Achmea IM garandeert niet de betrouwbaarheid van die bronnen en de juistheid en volledigheid van de van die bronnen verkregen informatie. De informatie in dit document is puur informatief en u kunt daaraan geen rechten ontleen. Alle informatie is een momentopname, tenzij uitdrukkelijk anders is aangegeven. Het verstrekken van dit document na de oorspronkelijke publicatiedatum is geen garantie dat de hierin opgenomen informatie op die latere datum nog juist en volledig is. Achmea IM heeft het recht om deze informatie zonder aankondiging te wijzigen. Het noemen van rendementen op beleggingen in dit document dient uitsluitend als uitleg en toelichting. Achmea IM spreekt daarmee geen verwachting uit over het rendement of koersverloop van die beleggingen. De waarde van uw belegging kan fluctueren en in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De informatie in dit document is gebaseerd op door Achmea IM gemaakte aannames. Het is mogelijk dat andere aannames worden gemaakt dan de door Achmea IM gemaakte aannames. De door Achmea IM getrokken conclusies zijn daarom niet noodzakelijkerwijs juist en/of volledig.

U mag de informatie in dit document alleen voor eigen persoonlijk gebruik kopiëren. U mag de informatie niet overnemen, vermenigvuldigen, distribueren of openbaren zonder schriftelijke toestemming van Achmea IM. Alle informatie (teksten, foto's, illustraties, grafisch materiaal, handelsnamen, logo's, woord- en beeldmerken) blijft eigendom van of in licentie bij Achmea IM en wordt beschermd door auteursrecht, merkenrecht en/of intellectueel eigendomsrecht. Er worden geen rechten of licenties overgedragen bij gebruik van of toegang tot deze informatie.

Uitgegeven door: Achmea Investment Management B.V., statutair gevestigd te Zeist en kantoorhoudende te Zeist (Handelsregister nr. 18059537). Achmea IM is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") in Amsterdam als een beheerder van beleggingsinstellingen als bedoeld in artikel 2:65a Wft en is onder deze vergunning bevoegd tot het verlenen van de beleggingsdiensten als opgenomen in het door de AFM gehouden register.