

## ■ POSITION PAPER

DATUM: 9 oktober 2015

ONDERWERP: Rapportage over UFR-besluit en rente-effecten

---

### **Inleiding**

Op verzoek van uw Kamer zijn de effecten van het UFR besluit van 15 juli 2015 in kaart gebracht, alsmede de gevolgen van de lage rente. De Pensioenfederatie juicht het onderzoek toe, omdat het van groot belang is om inzicht te hebben in de gevolgen van de nieuwe UFR voor de ontwikkeling van premies, dekkingsgraden en herstelkracht in de herstelplannen. De rapportage bevestigt dat het UFR-besluit een forse impact heeft.

De cijfers uit de rapportage van het ministerie van SZW sluiten aan bij de eerdere voorbeeldberekeningen die de Pensioenfederatie heeft getoond en de onlangs verschenen rapportages van Aon Hewitt en Ortec Finance.

### **Nieuwe UFR brengt volatiliteit terug in het systeem**

Als Kamer wordt u geconfronteerd met verschillende cijfers. Het regent miljarden. Belangrijk is om te constateren dat de uitkomsten van de berekeningen sterk afhankelijk zijn van het moment waarop ze worden gemaakt. In het rapport van SZW wordt bijvoorbeeld de rentestand van eind augustus gebruikt. Dat is logisch als je in september moet gaan rekenen, maar laat een heel ander beeld zien dan berekeningen van de effecten van de nieuwe UFR die zijn verricht in maart. De rente was in augustus namelijk op bijna het hoogste punt van het jaar en is inmiddels weer gedaald.

Dat de verschillen in uitkomsten binnen enkele maanden zo kunnen fluctueren, bevestigt de kritiek van de Pensioenfederatie op de nieuwe UFR: die brengt een stuk volatiliteit terug in het FTK. De Pensioenfederatie wil deze volatiliteit, die doorwerkt in de premies en in de dekkingsgraden, voorkomen.

### *Waar was de introductie van de UFR om te doen?*

De UFR is bedoeld om stabiliteit te brengen in de waardering van langlopende verplichtingen van pensioenfondsen. Voor looptijden van langer dan 20 jaar treden namelijk marktverstoringen op.

- Bij de oude UFR groeide de rente voor looptijden van langer dan 20 jaar langzaam toe naar een vast punt, waardoor die rentecurve veel minder gevoelig wordt voor marktverstoringen en hevige koersbewegingen van lange termijn rentes.

De nieuwe UFR is juist weer wel afhankelijk van de marktrente met looptijden langer dan 20 jaar. Die UFR wordt nu dus deels gebaseerd op dat beetje markt informatie waarvan algemeen erkend wordt dat die gevoelig is voor volatiliteit en marktverstoringen. Vooral de instabiliteit (ook al wordt deze door de tien jaars middeling in die nieuwe UFR enigszins gedempt) is de Pensioenfederatie een doorn in het oog.

De reden om een UFR te gebruiken bij de bepaling van de rente wordt omschreven in de rapportage:

*“In voldoende liquide markten kan de risicovrije rentecurve volledig worden afgeleid uit markt informatie. Voor zeer lange looptijden is gebleken dat de liquiditeit echter beperkt kan zijn waardoor sprake kan zijn van meer volatiliteit en/of verstoringen in de markt die langere tijd kunnen voortbestaan. Om die reden wordt er een alternatieve methode gebruikt om de rente voor looptijden langer dan 20 jaar op te baseren. Deze methode wordt de ultimate forward rate methode (ufr-methode) genoemd. De ultimate forward rate (ufr) geeft de rente voor de zeer lange termijn. Met de ufr-methode groeit de rente voor looptijden langer dan 20-jaar langzaam richting deze ufr. (...)*

*De ufr zorgt er zo voor dat de ontstane rentecurve daarmee minder gevoelig is geworden voor marktverstoringen en heftige koersbewegingen van lange termijn rentes.”*

Met deze redengeving voor het hanteren van een UFR is het voor de Pensioenfederatie onbegrijpelijk dat in de huidige lage renteomgeving gekozen wordt voor een UFR die juist de volatiliteit en marktverstoringen die vermeden zouden moeten worden, binnen haalt. In de bijlage laten wij het verschil in volatiliteit tussen de oude UFR en de nieuwe UFR zien.

- **Consequenties van het besluit**

Linksom of rechtsom brengt de nieuwe UFR in een lage renteomgeving een rekening met zich mee. Dat heeft consequenties voor de premiebesluiten of werkt door in de dekkingsgraad. De rapportage van SZW laat zien dat het effect van de nieuwe UFR-methode op de verplichtingen voor alle pensioenfondsen samen wordt geschat op een stijging die in 2020 oploopt tot 5,5%, oftewel circa 60 miljard euro. Dat kan afhankelijk van de renteontwikkeling meer of minder worden. In 2016 zijn de effecten nog beperkt voelbaar, maar bij een gelijkblijvende rente zullen de effecten zich steeds verder materialiseren.

Met de huidige lage rentes waait er een zware storm rond het pensioenhuis die het huis op zijn grondvesten doet trillen. Met het nieuwe UFR-besluit wordt ook nog eens een raam opengezet.

Deze week heeft iedereen kunnen vernemen van het besluit van de ECB om het opkoopprogramma verder uit te breiden. Dergelijke maatregelen hebben weer gevolgen voor de effecten op de rente voor de komende periode.

#### **Hoe verder**

De Pensioenfederatie gaat graag het verdere gesprek met uw Kamer en de staatssecretaris aan om de toegenomen volatiliteit weer uit het systeem te halen. Stabiliteit in premies en uitkeringen was immers het belangrijkste doel van de aanpassing van het FTK.

Voor vragen over dit position paper kunt u contact opnemen met:

Richard Pauw

T 070 76 20 236

M 06 504 89 442

E [pauw@pensioenfederatie.nl](mailto:pauw@pensioenfederatie.nl)

▪ **BIJLAGE**

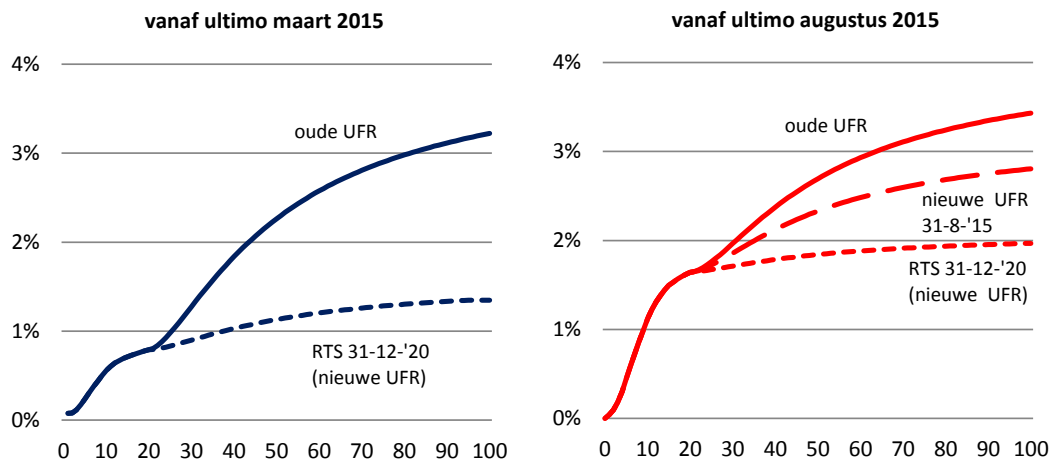
*Volatiliteitseffect*

Meer stabiliteit in de waardering van langlopende verplichtingen was de achterliggende gedachte bij de introductie van de UFR. De UFR van 4,2% die vanaf 2016 gaat gelden voor Europese verzekeraars is opgebouwd uit een op lange termijn verwachte reële rente van 2,2% en een op lange termijn verwachte inflatie van 2%. Omdat de reële rente de laatste vijftig jaar wereldwijd lager is uitgekomen dan 2,2% is er reden om het realiteitsgehalte van deze 2,2% in twijfel te trekken. De verwachte inflatie sluit daarentegen goed aan bij de doelstelling van de ECB.

Herziening van de UFR van 4,2% is wellicht verdedigbaar. Maar de herziening van de UFR conform de door de commissie UFR voorgestelde methode schiet door en brengt de instabiliteit terug in de waardering van langlopende verplichtingen. Bij de introductie van de nieuwe UFR-methode daalde de UFR van 4,2% naar 3,3%. Bij een vanaf ultimo augustus 2015 gelijkblijvende marktrente daalt de UFR tot 2,1% in 2020 om daarna verder te dalen tot 1,8% in 2025. Indien de marktrente vanaf ultimo maart 2015 gelijk zou blijven zou de nieuwe UFR van 3,3% nu dalen tot 1,6% in 2020 en tot 1,1% in 2025. De enorme volatiliteit die de 20-jaars rente de afgelopen maanden te zien heeft gegeven, kan aldus leiden tot een enorme volatiliteit in de waardering van langlopende verplichtingen.

Figuur 1 laat zien dat de 20-jaars rente ultimo maart 2015 gelijk was aan 0,79% en vervolgens in augustus een hoogte bereikte van 1,64%. Dat is een rentestijging met meer dan 100%. Figuur 1 geeft ook de rentetermijnstructuren inclusief de oude UFR van 4,2% weer. De figuur laat zien dat een vaste UFR voor veel meer stabiliteit in de waardering van langlopende verplichtingen kan zorgen en pensioenfondsen kan helpen om een periode door te komen waarin de kwantitatieve verruiming van de ECB wel een neerwaartse druk uitoefent op de nominale marktrente zonder dat de inflatie terugkeert tot een niveau vlak bij 2%.

■ **Figuur 1**  
**Rentetermijnstructuren bij een gelijkblijvend veronderstelde marktrente...**



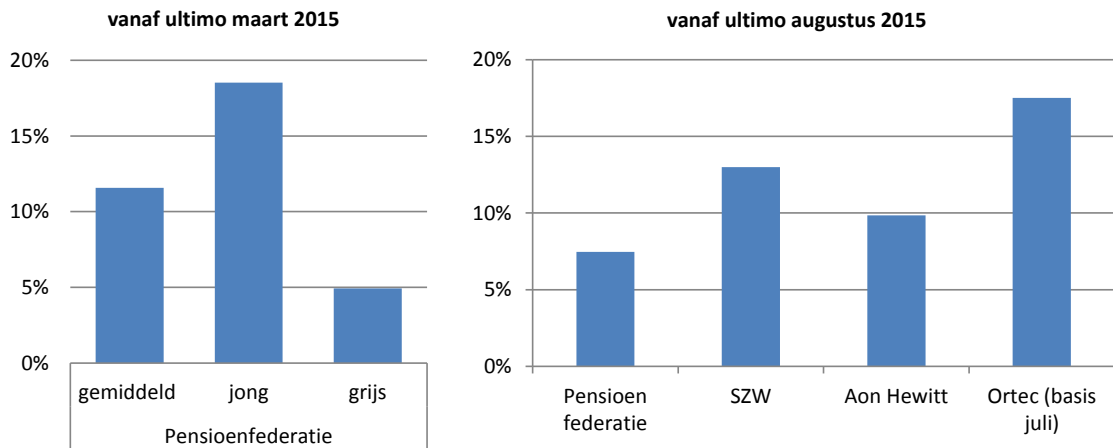
Ter toelichting: ultimo maart ligt het 100–jaarspunt bij de oude UFR voor 2020 op 3,3. Ultimo augustus is dat 3,4. Een verschil van 0,1. Bij de nieuwe UFR ligt ultimo maart het 100–jaarspunt voor 2020 op 1,3 en ultimo augustus op 1,95 een verschil van 0,65.

De toenemende volatiliteit in de waardering van langlopende verplichtingen die het gevolg is van de nieuwe UFR–methode zorgt ook voor meer instabiliteit in de ongedempte kostendeckende premie en de dekkingsgraad.

*Effect op de ongedempte kostendeckende premie*

De nieuwe UFR–methode zorgt voor een stijging van de ongedempte kostendeckende premie. Figuur 2 laat deze stijging zien ten opzichte van de premie zoals die voor 2021 zou zijn vastgesteld op basis van de oude UFR. Bij een gelijkblijvend veronderstelde marktrente is de rentetermijnstructuur dan ultimo 2020 precies gelijk aan rentetermijnstructuur inclusief de oude UFR van ultimo maart 2015 dan wel ultimo augustus 2015.

- Figuur 2**  
**Procentuele premiemutaties in 2021 onder de nieuwe UFR ten opzichte van de oude UFR bij gelijkblijvende marktrente...**



De berekeningen die de Pensioenfederatie met behulp van een drietal voorbeeldfondsen heeft gemaakt voor een vanaf ultimo maart ongewijzigd veronderstelde rente, laten zien dat de premiemutaties in hoge mate afhankelijk zijn van de opbouw van het deelnemersbestand. De effecten zijn groter voor een jong fonds met veel langlopende verplichtingen, dan voor een grijs fonds.

De berekeningen voor een vanaf ultimo augustus 2015 ongewijzigd veronderstelde rente betreffen een fonds dat door de partijen die de berekeningen hebben gemaakt als een gemiddeld fonds worden gezien. De cijfers zijn zoveel als mogelijk vergelijkbaar gemaakt. De resterende verschillen kunnen samenhangen met verschillen in de opbouw van het deelnemersbestand.

#### *Effect op de dekkingsgraad*

Het effect van de nieuwe UFR-methode op de verplichtingen wordt in het rapport van SZW voor alle pensioenfondsen samen geschat op een stijging die in 2020 oploopt tot 5,5% of te wel circa 60 miljard euro. De Pensioenfederatie komt in zijn berekeningen voor de sector als geheel bij een vanaf ultimo augustus 2015 gelijkblijvende marktrente uit op een stijging van 5,8% in 2020. Bij een marktrente die vanaf ultimo maart 2015 ongewijzigd blijft, loopt de stijging van de verplichtingen op tot 7,8%. De stijging van de verplichtingen oefent een navenant negatief effect uit op de dekkingsgraad.