

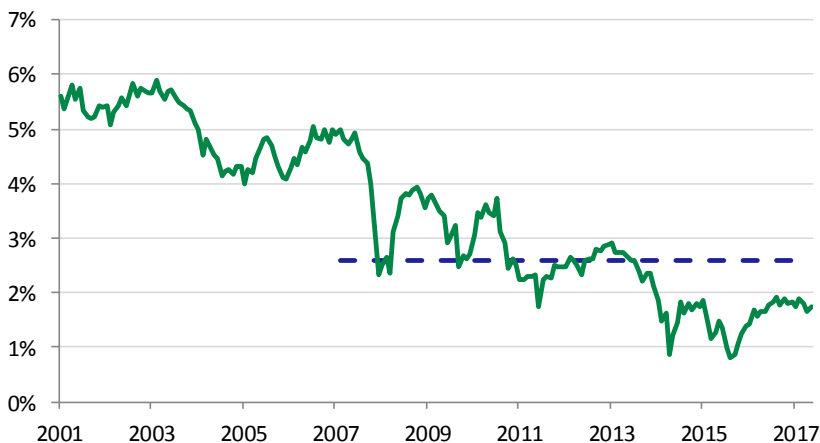
# Hoe werkt EIOPA's UFR-methodiek?

7 juni 2018, Lars Koopman en Dick Boeijen

Op 30 mei publiceerde De Telegraaf een tekst met daarin een concept-akkoord over de toekomst van ons pensioenstelsel. In die tekst wordt gesproken over een mogelijke aanpassing in de rekenrente. De actuele marktrente blijft het uitgangspunt, maar de rekenrente voor (zeer) lange looptijden, ofwel de Ultimate Forward Rate (UFR), wordt aangepast. In plaats van de huidige DNB UFR zou de EIOPA UFR overwogen kunnen worden, stellen de sociale partners in het concept-akkoord. Op 17 mei, tijdens het rondetafelgesprek in de Tweede Kamer naar aanleiding van de evaluatie van het FTK, hintten sommige sprekers daar ook al op. Genoeg reden dus om te onderzoeken hoe deze EIOPA UFR eigenlijk werkt.

## Hoe werkt de huidige DNB UFR?

DNB stelt het niveau van de UFR gelijk aan het historisch gemiddelde van de 20-jaars forward rente, gemeten over de voorafgaande 10 jaar. Onderstaande figuur laat zien dat de UFR volgens deze DNB systematiek eind 2017 op een waarde van 2,6% ligt.



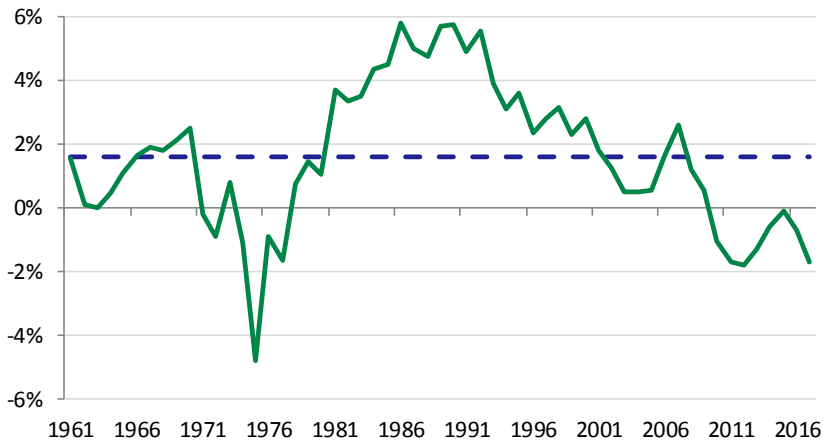
Het verloop van de 20-jaars forward rente (groen) en het gemiddelde over de laatste 10 jaar (blauw; 2,6%)

## Hoe werkt de EIOPA UFR?

EIOPA berekent het niveau van de UFR als een optelling van (1) de historisch gemiddelde korte reële rente<sup>1</sup> en (2) de inflatieverwachting. Bij het bepalen van de historisch gemiddelde korte reële rente wordt over een zeer lang interval gerekend, namelijk vanaf 1961 tot en met nu. Onderstaande figuur laat zien dat dit gemiddelde momenteel gelijk is aan 1,65%.

Het tweede element van EIOPA's UFR, de inflatieverwachting, volgt de inflatietarget van de Europese Centrale Bank en is gelijk aan 2%. Daarmee komt de huidige UFR-waarde bij EIOPA dus op een niveau van  $1,65 + 2 = 3,65\%$ .

<sup>1</sup> Korte reële rente = (korte nominale rente -/- inflatie) / (1+inflatie)



Het verloop van de historische korte reële rente (groen) en het gemiddelde vanaf 1961 (blauw; 1,65%)  
(Bron: EIOPA)

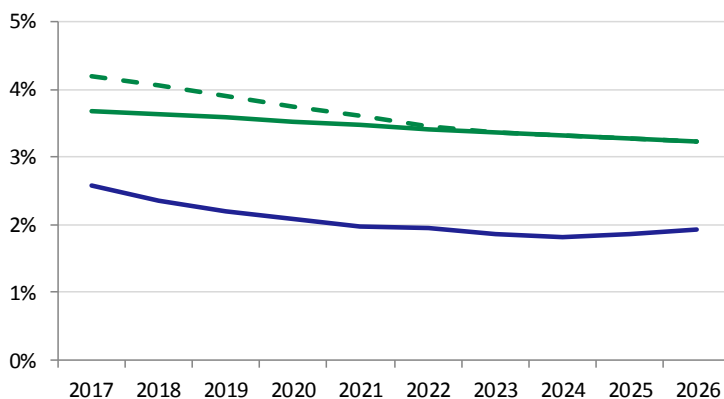
De huidige EIOPA UFR is echter hoger dan deze 3,65%. Dat komt omdat EIOPA voor zijn UFR een maximale jaar-op-jaar afwijking van 0,15% hanteert. Aangezien het niveau van de UFR in 2017 nog 4,2% was, is deze in 2018 en 2019 reeds vastgesteld op 4,05% en 3,9% respectievelijk. Het is zeer aannemelijk dat de EIOPA UFR in 2020 en 2021 nog verder zal dalen tot een niveau van rond de 3,65%.

### Er is nog een verschil

We zien dat de UFR van EIOPA momenteel op een hoger niveau ligt dan die van DNB. Behalve het niveau is er nog een verschil tussen beide UFR-methodieken, namelijk de extrapolatiemethode. Dat is de wijze waarop de rekenrente, voor looptijden van 20 jaar en hoger, toegroeit naar het ultieme niveau. Het voert te ver om de verschillende extrapolatiemethoden tot in detail te beschrijven. We beperken ons hier tot de notie dat, gegeven de huidige markttrentes, bij EIOPA de rekenrente sneller naar het ultieme niveau toegroeit dan bij DNB. Dat leidt per saldo dus tot een extra stijging van de rekenrente.

### Toekomstige ontwikkeling van beide UFR's

Onderstaande figuur toont de toekomstige ontwikkeling van beide UFR's. Daarbij zijn we er van uitgegaan dat de huidige marktrente de komende jaren ongewijzigd blijft.



Ontwikkeling van DNB UFR (blauw) en EIOPA UFR (groene lijn), uitgaande van de huidige marktrente

We zien dat beide UFR's de komende jaren gaan dalen. De DNB UFR wordt berekend als gemiddelde over de afgelopen 10 jaren. De komende jaren vallen de relatief hoge rentes van 2007 tot en met 2012 uit dit gemiddelde weg en worden ze 'ingeruild' voor de huidige lage rentestand. Het gevolg daarvan is dat de DNB UFR over 5 jaar op een niveau van ongeveer 1,9% ligt. Dat is 0,7% lager dan de huidige 2,6%.

Ook de EIOPA UFR gaat de komende jaren dalen. Dat komt doordat de korte reële rente momenteel zeer laag is. Zo laag dat hij zelfs impact heeft op het gemiddelde sinds 1961. Het gevolg daarvan is dat de EIOPA UFR over 5 jaar op een niveau van 3,45% ligt. Dat is 0,2% lager dan de huidige 3,65%.

Merk op dat de daling van de EIOPA UFR minder fors is dan de daling van de DNB UFR. Met andere woorden: de EIOPA UFR reageert minder snel op de markt dan de DNB UFR.

### Impact op de dekkinggraad

Een wijziging van de rekenrente heeft impact op de waarde van de verplichtingen van een pensioenfonds, en daarmee ook op de dekkinggraad. Ter illustratie bekijken we hier de dekkinggraad van Pensioenfonds Zorg en Welzijn (PFZW). Die had eind 2017 een hoogte van 101,1%. Als PFZW eind 2017 op de EIOPA UFR – die toen 4,05% was – zou zijn overgestapt, zou de dekkinggraad onmiddellijk zijn gestegen, naar een niveau van 107,7%. Een stijging van 6,6%-punt.

Het is echter zorgvuldiger om te kijken naar het dekkinggraadeffect over 5 jaar. In onderstaande tabel zien we dat – uitgaande van de aanname dat de huidige marktrente de komende jaren aanhoudt – de dekkinggraad van 101,1% over 5 jaar is gedaald naar een niveau van 98,7%.

Als vervolgens het niveau van de UFR wordt aangepast naar dat van EIOPA, dan stijgt de dekkinggraad met 5,3%-punt. Als ook de extrapolatiemethode van EIOPA wordt gehanteerd, dan stijgt de dekkinggraad nog eens 1,3%-punt extra. Per saldo leidt de overstap op de EIOPA UFR dus tot een dekkinggraadstijging van 6,6%-punt.

DNB UFR (1,9%) + extrapolatie DNB	98,7%
EIOPA UFR (3,45%) + extrapolatie DNB	104,0%
EIOPA UFR (3,45%) + extrapolatie EIOPA	105,3%

Dekkinggraad over 5 jaar, uitgaande van de huidige marktrente

### Impact is fondsafhankelijk

We hebben in bovenstaande tabel het dekkinggraadeffect voor een specifiek fonds berekend. Het is goed om te beseffen dat een eventuele overstap op de EIOPA UFR voor ieder fonds anders uitpakt. Daarbij geldt als vuistregel dat groene fondsen (lange duration) een grotere dekkinggraadstijging hebben dan grijze fondsen (korte duration). De keuze voor een van de UFR's heeft immers invloed op de (zeer) lange looptijden van de rentecurve. Aangezien PFZW een relatief groen fonds is, zal het effect voor een gemiddeld Nederlands pensioenfonds kleiner zijn dan hierboven getoond.

## Discussie over de UFR

De European Systemic Risk Board (ESRB) heeft onlangs een rapport<sup>2</sup> uitgebracht waarin het concludeert dat de daling van de EIOPA UFR te langzaam gaat, mocht de huidige lage rente zich in de toekomst blijven voordoen. Met andere woorden: de ESRB is van mening dat de EIOPA UFR te traag op de markt reageert.

In het rapport doet de ESRB drie voorstellen om de methodiek aan te passen, gericht op een snellere verlaging van de rentecurve in de nabije toekomst. Bij een van die voorstellen verwijst ESRB naar de extrapolatiemethode van DNB.

Als de ESRB zijn zin krijgt, zal de UFR-systematiek van EIOPA in de toekomst dus meer gaan lijken op de UFR-systematiek die DNB thans hanteert. De dekkingstijging die we hierboven hebben getoond, zal in dat geval dus lager uitpakken.

Hierbij zij overigens opgemerkt dat EIOPA in een eerder rapport<sup>3</sup> juist de DNB UFR heeft bekritiseerd. Volgens EIOPA zou de DNB UFR niet voldoende stabiel zijn.

## Tot slot

In dit artikel hebben we de verschillen tussen de huidige DNB UFR en de EIOPA UFR bloot gelegd. En we hebben laten zien welk effect een eventuele overstap op de EIOPA UFR zou hebben op de dekkingstijging. We laten een oordeel over de *wenselijkheid* van deze overstap hier bewust achterwege. Bij dat oordeel spelen immers verschillende beleidsmatige en politieke argumenten een rol. We houden het in dit artikel echter bij de rekenkundige feiten.

---

<sup>2</sup> Regulatory risk-free yield curve properties and macroprudential consequences, augustus 2017.

<sup>3</sup> Consultation Paper on the methodology to derive the UFR and its implementation, 6 april 2016.