

UFR, DNB-RTS en renterisico

DNB heeft de nieuwe methodiek gepubliceerd ter bepaling van de rentetermijnstructuur (RTS) waarmee Nederlandse pensioenfondsen hun pensioenkasstromen moeten waarderen. Hiermee wordt voor het toezicht de boekhoudkundige waarderingsmaatstaf 'Ultimate Forward Rate (UFR)' gehanteerd.

Drs. Erik Beckers

Financieel analist, First Pensions

Drs. Stefan Ormel RBA CFA

Directeur Beleggingen, First Investments

In dit artikel wordt ingegaan op de gevolgen en de aandachtspunten die de toepassing van de UFR (Ultimate Forward Rate) en de daaruit afgeleide DNB-RTS (rentetermijnstructuur van De Nederlandsche Bank) hebben voor het beleggingsbeleid gericht op de afdekking van het renterisico.

Berekeningswijze DNB-RTS

De DNB-RTS wordt afgeleid van de 3-maands gemiddelde swapcurve en is als volgt opgebouwd:

Looptijden t/m 20 jaar: de DNB-RTS blijft gelijk aan de marktrenten van de swapcurve.

Looptijden van 20 tot 60 jaar: de DNB-RTS wordt voor de betreffende looptijd berekend uit de forward rates die weer worden berekend uit een



vooraf vastgestelde mix van de markt-forwardrente en de vaste UFR.

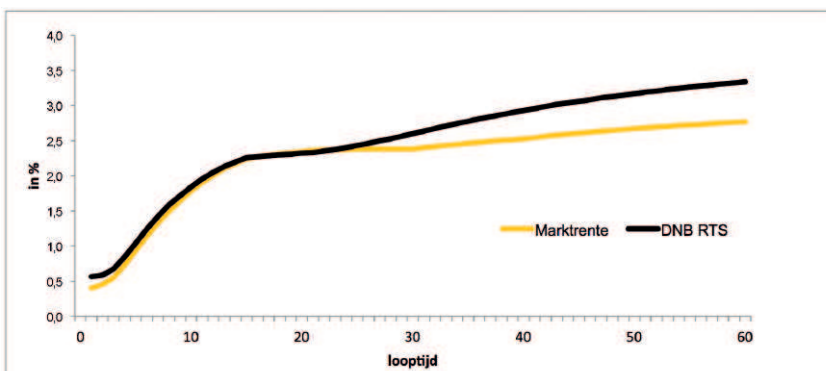
Looptijden > 60 jaar: bij deze looptijden is de vaste UFR van 4,2% van toepassing, waarmee de DNB-RTS wordt berekend.

Renterisico DNB-RTS

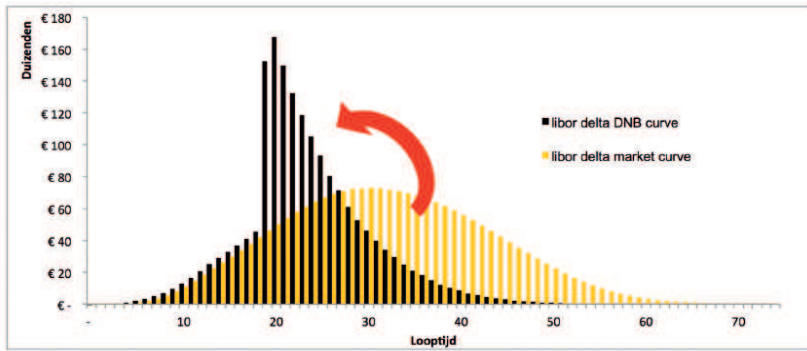
Worden de pensioenkasstromen gewaardeerd tegen de DNB-RTS, dan heeft dit invloed op de rentegevoeligheid van de volgende verplichtingen:

Kasstromen t/m 20 jaar: de rentegevoeligheid verandert niet. De waarde van de 1-jaars kasstroom is en blijft alleen gevoelig voor een verandering van de 1-jaars rente op de spotmarkt, idem voor de 2-jaars kasstroom, enz.

Kasstromen > 20 jaar: de rentegevoeligheid verandert in het toezichtkader. De waarde van een 30-jaars kasstroom wordt verdisconteerd tegen de DNB-RTS op 30 jaar die voor een deel is afgeleid van de 30-jaars marktrente en voor een deel van de



Figuur 1: DNB-RTS en de markt-swapcurve, sep-2012



Figuur 2

	Markttrente	DNB-RTS	Vershil
Totale rentegevoeligheid	€ 2.155.000	€ 1.764.000	€ 391.000 (18%)

Figuur 3: Met de DNB-RTS neemt de totale rentegevoeligheid (libor delta) met circa 18% af.

marktrentes tussen 20 en 30 jaar. Ook wordt de vaste UFR meegenomen in de berekening.

Effect: de rentegevoeligheid van de kasstromen wordt door gebruik van de DNB-RTS verplaatst naar kortere looptijden en tevens verlaagd omdat de rentegevoeligheid van de vaste UFR immers 0 is.

Figuur 2 en 3 geven de invloeden weer van de DNB-UFR op het renterisico van een fictief pensioenfonds met een VPV marktwaarde van € 1 mld. en een duration van ruim 20 jaar.

De rentegevoeligheid wordt weergegeven als 'libor delta' per looptijdbucket. Dit is de waardeverandering van de onderliggende kasstromen indien de rente met 1 basispunt daalt. De rode pijl in figuur 2 laat zien dat – bij toepassing van de DNB-UFR – de rentegevoeligheid van de langere kasstromen zich voor een belangrijk deel verplaatst naar de looptijden van 20 tot 30 jaar van de rentecurve.

Voor de looptijden >20 jaar ligt de DNB-RTS-curve momenteel boven de swaprente. Dit is het gevolg van de toepassing van de vaste UFR van

4,2% vanaf 60 jaar. Bij toepassing van de DNB-RTS bedraagt de gemiddelde rentevoet voor het fictieve pensioenfonds 2,2%, terwijl de gemiddelde marktrente op 2,0% ligt. Het benodigd jaarlijks rendement bij toepassing van DNB-RTS is gemiddeld dus zo'n 0,2% hoger.

Welk beleid voor pensioenfonds?

Voordat de vermogensbeheerder een (nieuwe) opdracht geeft tot afdekking van renterisico, ligt bij het bestuur van het pensioenfonds de vraag op welk beleidskader het wenst te sturen. Deze keuze is namelijk bepalend voor de benchmark van het af te dekken renterisico:

- a. Op het toezichtkader met waardering op de DNB-RTS-curve?

- b. Op het kader van de economische werkelijkheid met waardering op marktwaarde?
- c. Op minimalisatie van de S1-buffer?

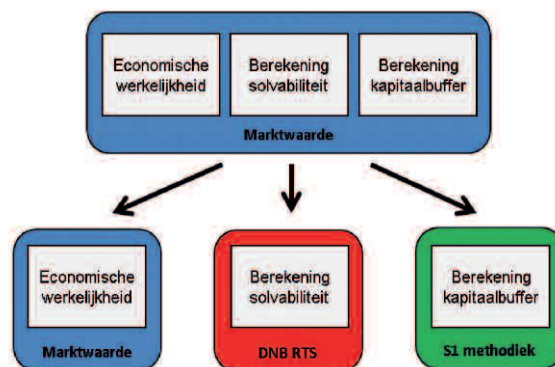
Waar het pensioenfonds tot voorheen te maken had met een consistent kader waarbinnen het toezicht één op één samenviel met de economische werkelijkheid, heeft het met de invoering van het Septemberakkoord met drie verschillende werelden te maken.

De volgende aandachtspunten zijn relevant bij de beantwoording van de vraag 'waarop te sturen?'

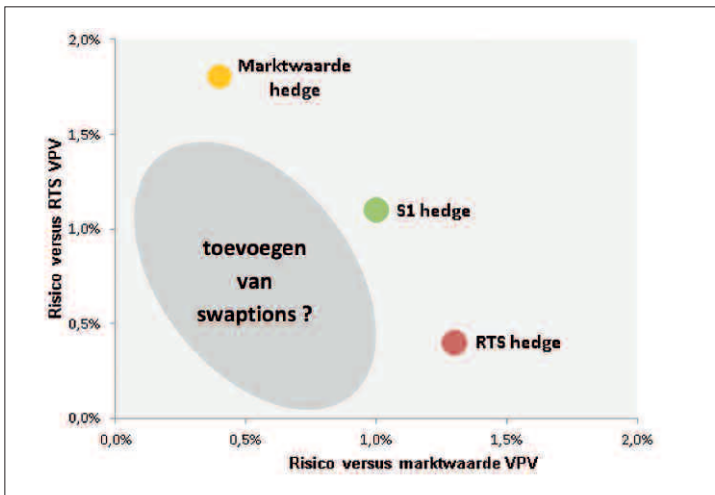
a. De economische realiteit van de daadwerkelijk uit te keren kasstromen en van de in de markt geldende risicovrije rente blijft bestaan. Een pensioenfonds dat stuur op de economische realiteit en dat d.m.v. de matchingportefeuille renterisico van zijn kasstromen afdekt, zal op de lange termijn de optimaal aanstuurbare bedrijfsmatige aanpak hebben om de pensioenuitkeringen daadwerkelijk te genereren.

b. Lange termijn is niet gelijk aan korte termijn. Het toezichtkader met de ontwikkeling van de dekkingsgraad op basis van de DNB-RTS is bepalend voor het al dan niet korten/indexeren van pensioenuitkeringen. Op korte termijn staat het pensioenfonds voor de vraag om deze belangrijke randvoorwaarde mee te nemen in zijn beleid.

In de bepaling van de keuze voor een bepaald afdekkingsbeleid is het in



Figuur 4



Figuur 5: Verschillende afdekkingsstrategieën van het renterisico (risico = tracking error).

ieder geval belangrijk het risico van het beleid te evalueren in zowel het marktwaarde- als in het toezichtkader. Een voorbeeld hiervan wordt in figuur 5 gegeven.

Uiteraard heeft de op marktwaarde afgestemde matchingportefeuille het laagste risico t.o.v. de kasstromen tegen marktwaarde. De op het toezicht afgestemde portefeuille heeft het laagste risico t.o.v. de kasstromenverplichtingen tegen de DNB-RTS-curve. De optimale S1-portefeuille bevindt zich tussen de twee andere portefeuilles in.

Afdekken renterisico DNB-RTS

De opdracht aan de matchingportefeuille is om in ieder gekozen kader het renterisico af te dekken. Maar ook om het benodigde verplichtingenrendement te realiseren. Dit is mogelijk door middel van een integraal afdekkingsbeleid waarin zowel obligaties als swaps gezamenlijk en afgewogen worden gekocht om de risico- en rendementskarakteristieken van de betreffende kasstromen te repliceren (en dus niet om een traditionele obligatiemarktindex te verslaan). De obligaties hebben in deze aanpak een belangrijke rol in het behalen van extra rendement boven het benodigde rendement van de disconteringsvoet. Hierbij behoudt de vermogensbeheerder de flexibiliteit

om:

- Meer of minder obligaties op te nemen die gunstig/ongunstig gewaardeerd zijn tegen de gekozen curve. Dit is inclusief de obligaties die normaal buiten de traditionele indices vielen, maar vanuit risico/rendementoogpunt zeer interessant zijn.
- De allocatie over obligatiecategorieën beter af te stemmen op de dan geldende waarderingsniveaus.
- Obligaties te verkopen waarvan het kredietrisico toeneemt of dreigt toe te nemen.

Door toepassing van deze integrale beleggingsaanpak kan momenteel een 'DNB-RTS-proof' matchingportefeuille van obligaties en swaps worden samengesteld die:

- Het renterisico van de verplichtingen tegen de DNB-RTS vrijwel volledig afdekt.
- Een kredietkwaliteit heeft van gemiddeld AAA.
- Een rendement heeft dat gelijk is aan het verplichtingenrendement op basis van de DNB-RTS.

Het is belangrijk te beseffen dat het renterisicoprofiel in feite in het toezichtkader berekend wordt door vanuit de DNB-RTS een fictief kasstromenprofiel te genereren. In de marktwaarde-omgeving is dit juist

Door toepassing van een integrale beleggingsaanpak kan een 'DNB-RTS-proof' matchingportefeuille worden samengesteld.

omgekeerd. Het kasstromenprofiel van het pensioenfonds tezamen met de swapcurve – de risicovrije rente – bepalen het renterisico.

Omdat de DNB-RTS een fictieve curve betreft wordt vanuit deze curve een fictief profiel berekend, zie figuur 2. Gaat de DNB-RTS veranderen, dan verandert daarmee het fictieve kasstromenprofiel en daarmee is tevens aanpassing van de matchingportefeuille nodig.

Samenvatting en conclusies

Met de introductie van de DNB-RTS ontstaan er verschillende werelden voor een pensioenfonds. Dit maakt het er voor het pensioenfonds niet makkelijker op. Hoewel sturen op de economische realiteit op lange termijn optimaal is en zal blijven, speelt het toezichtkader met de dynamiek van de dekkingsgraad op de korte termijn, zeker bij lage dekkingsgraden, een belangrijke rol. Gegeven de keuze voor een bepaalde benchmark blijft het essentieel om een optimale matchingportefeuille samen te stellen die naast het afdekken van het gekozen renterisico tevens het benodigde rendement realiseert. ■

De uitgebreide versie van dit artikel kunt u vinden op www.firstinvestments.nl of www.firstpensions.nl