



De impact van de IBOR-transitie op de Solvency II curve

De actuaris disconteert. Toekomstige pensioen- of verzekeringskasstromen... het maakt niet uit, ze worden gediscoteerd. De actuaris weet niet beter. Maar op welke rente? Dat was vroeger 4%. Die tijden zijn voorbij, een veelheid van curves staat de actuaris ter beschikking. De Solvency II curve is voor verzekeringsactuarissen cruciaal, en recente ontwikkelingen rond de IBOR-reform kunnen invloed hebben op die curve. In deze bijdrage zullen we de IBOR-transitie toelichten en aangeven hoe het impact kan hebben op de Solvency II curve.

In januari 2018 is de EU benchmarkverordening (EU Benchmarks Regulation – BMR) van kracht geworden. De BMR heeft als doel de nauwkeurigheid en integriteit te waarborgen van indices die in de EU worden gebruikt als benchmarks. Als invulling van de BMR zijn EURIBOR en EONIA (de ‘overnight’ interbancaire rente) in 2019 hervormd. Daarnaast is er sinds 2 oktober 2019 een nieuwe rente geïntroduceerd; €STR, de ‘EURO short-term rate – €STR’ en de toekomstige vervanger van EONIA. Daarmee zijn de belangrijkste aanpassingen in de EURO rente benchmarks gemaakt.

In een eerder artikel in De Actuaris besteedden Van den Berg en Wijnbergen¹ al aandacht aan deze benchmarktransitie, ook wel bekend als de IBOR (Interbank Offered Rates) transitie. Zij benadrukten de mogelijke gevolgen aan de activakant van financiële instellingen. Inmiddels is er ook meer duidelijkheid over de mogelijke impact op de passivakant van de balans. EIOPA is recent een consultatie gestart naar een mogelijke aanpassing van de Solvency II disconteringsrente die gerelateerd is aan de IBOR-transitie.

Drs. P. Bouwknecht AAG (links) is balans- en kapitaalmanager bij Nationale – Nederlanden Leven.

L.P. Verloop MSc CFA werkt als manager bij NN General Account Desk Fixed Income Solutions.



EURIBOR: DE BENCHMARK

EURIBOR is de rente waartegen kredietinstellingen (in de EU en EFTA landen) bereid zijn ongedekt geld in te lenen, als dit op de Londense geldmarkt gebeurt dan wordt de term LIBOR gebruikt. Deze benchmark rente wordt dagelijks gepubliceerd om 11:00 voor verschillende looptijden; 1 week en 1, 3, 6 en 12 maanden. EURIBOR werd in het verleden gebaseerd op het gemiddelde renteniveau dat een panel van banken dagelijks quoteerden. In 2012 kwam echter aan het licht dat sommige banken deze rente al sinds 1991 manipuleerden. Dit staat bekend als het LIBOR-schandaal. Als gevolg hiervan is de BMR tot stand gekomen en heeft de IBOR-transitie plaatsgevonden. EURIBOR wordt tegenwoordig zoveel mogelijk gebaseerd op werkelijke transacties² en EONIA is sinds 2 oktober 2019 gebaseerd op haar toekomstige plaatsvervanger €STR + een vaste opslag van 8,5bps.³

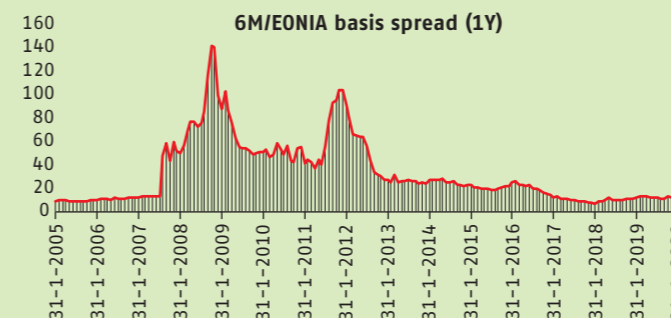
EURIBOR: DE CURVE

EURIBOR ligt ten grondslag aan een contractenwaarde van naar schatting meer dan EUR 180.000 miljard en is daarmee één van de belangrijkste rente benchmarks wereldwijd. Deze financiële contracten zijn voornamelijk renteswaps waarbij een vaste en variabele rente worden uitgewisseld. Deze vaste rente komt door vraag en aanbod tot stand in de kapitaalmarkt en kan dus elke dag variëren. Daarbij is de hoogte ook afhankelijk van de looptijd van de renteswap. Een swap met een looptijd van 10 jaar heeft een eigen prijsstelling ten opzichte van een swap met een looptijd van 50 jaar. Deze rente termijnstructuur voor renteswaps wordt ook wel de swap-curve genoemd.

Een tweede aspect dat van invloed is op de hoogte van de swap-curve is de betalingsfrequentie van de variabele rente (gebaseerd op EURIBOR of EONIA). Hierbij geldt dat een langere looptijd van de variabele rente een hoger kredietrisico met zich meebrengt⁴. Dit wordt gecompenseerd door een hogere rentevergoeding; de rente die ontvangen wordt tegen betaling van 6M (6M) EURIBOR ligt daarom normaal gesproken hoger dan de rentevergoeding van een swap tegen betaling van EONIA. Het verschil in de 6M EURIBOR en EONIA swapcurve wordt ook wel de 6M/EONIA basis spread genoemd.

SOLVENCY II CURVE

De Solvency II curve vormt de basis van het waarderingssysteem van de verzekeringsverplichtingen. Sinds de introductie van Solvency II wordt gebruik gemaakt van rentecurves die afgeleid zijn van de financiële markten waarbij swaprentes als basis zijn genomen⁵. Tot met maart 2008 (QIS 4)⁶ werd de rentecurve in het ontwerp van Solvency II gebaseerd op de 6M EURIBOR rentecurve zonder verdere correctie. Tijdens de kredietcrisis van 2008 is echter pijnlijk tot uiting gekomen dat het gezegde ‘zo zeker als de bank’ niet altijd opgaat. Onderstaande grafiek laat de 6M/EONIA basis spread zien voor 1-jarige swaps. Duidelijk is te zien dat ten tijde van de kredietcrisis de 6M/EONIA basis tot grote hoogte is gestegen. Banken leenden elkaar nog wel geld voor 1 dag (EONIA), maar door het toegenomen kredietrisico niet meer voor 6 maanden (6M EURIBOR).



Vandaar dat in juli 2010, bij QIS 5, er voor het eerst een kredietafslag wordt toegepast van 0,10% op de 6M EURIBOR swapcurve om tot de risicovrije swaprente te komen. In het onderzoek van januari 2013 (Long-Term Guarantee Assessment) is de kredietafslag verhoogd naar 0,35%.

In lagere wetgeving voor Solvency II uit 2014⁷ is uitgewerkt hoe om te gaan met de swaprente als basis voor de waarderingcurve. Artikel 45 stelt dat de (6M EURIBOR) swaprente gecorrigeerd wordt voor kredietrisico ten opzichte van de ‘overnight index swaps’ (OIS), zoals swaps met EONIA als variabele rente. De correctie duiden we aan met CRA, Credit Risk Adjustment. De CRA is gebaseerd op 50 procent van het gemiddelde van het verschil tussen 3-maands EURIBOR en 3-maands EONIA berekend over een periode van 1 jaar. De CRA is minimaal 0,1% en maximaal 0,35%. Opmerkelijk is het gebruik van de 3-maands EURIBOR rente in de CRA⁸, terwijl de correctie op een 6M EURIBOR swap wordt toegepast.

Uit artikel 45 volgt ook dat als de swaprente gebaseerd zou worden op OIS swaps, de CRA niet meer nodig is omdat deze rente als risico vrij beschouwd kan worden.

Op dit moment vormen de 6M EURIBOR swap curve en de CRA samen met de VA (Volatility Adjustment) en de UFR (Ultimate Forward Rate) de vier componenten van de Solvency II waarderingcurve. Het is echter de EURIBOR swap curve en de CRA die door EIOPA ter discussie zijn gesteld vanwege de IBOR-transitie. Tegelijkertijd wordt in de Solvency II 2020 review apart gekeken naar de vaststelling van de VA en de toepassing van de UFR. Doordat deze 4 componenten gezamenlijk een impact hebben op de waardering van de verzekeringsverplichtingen, maar ook door de onderlinge samenhang, is het niet logisch om ze los van elkaar te behandelen.

EIOPA CONSULTATIE

In januari 2020 lanceerde EIOPA een discussiedocument⁹, waarin verschillende mogelijkheden worden benoemd om de IBOR-transitie een plaats te geven in de bepaling van de risicovrije Solvency II waarderingcurve. EIOPA stelt voor om voor de EURO de overstap te maken naar het gebruik van OIS swaps in plaats van EURIBOR swaps. EIOPA beargumenteert de overstap met liquiditeit die zou overgaan naar de OIS markt. Die liquiditeit is echter nog steeds vooral aanwezig in de EURIBOR markt.

Met de overstap zou de CRA kunnen vervallen. Om deze transitie naar OIS swaps soepel te laten verlopen is er echter wel een diepe en liquide OIS swap markt nodig om de grote handelsvolumes van verzekeringsmaatschappijen efficiënt te kunnen absorberen. De nieuwe Euro OIS markt is gebaseerd op €STR. Het uitstaande volume van €STR swaps is echter nog beperkt. Eind maart was de totale uitstaande notional bij LCH¹⁰ EUR 160 miljard. Het beperkte volume kan verklaard worden doordat €STR pas sinds oktober 2019 wordt gepubliceerd. De voorloper, EONIA swaps, hebben (nog) een veel groter uitstaand volume, maar deze liquiditeit is voornamelijk aanwezig op het korte stuk van de curve (<2jaar) en neemt daarna snel af (zie tabel 1). Voor uitvaart- en levensverzekeraars is echter de liquiditeit van de langere looptijden relevant. Dit pleit voor een zorgvuldige en geleidelijke transitie.

looptijd	IRS (€mld)	OIS (€mld)	OIS/IRS (€mld)
0-2	14.608	15.962	109%
2-5	12.663	2.135	17%
5-10	11.678	1.499	13%
10-30	6.953	710	10%
30+	639	24	4%
Totaal	46.541	20.330	44%

Tabel 1: Uitstaande notionals bij LCH op 5 maart 2020

Een directe overgang naar OIS swaps zou een discontinuïteit veroorzaken die ongewenst is. EIOPA stelt twee methodieken voor om de overgang beheerst te laten verlopen. In het ene voorstel bepaalt EIOPA het gewicht van de IBOR swaps ten opzichte van OIS swaps op basis van totaal handelsvolume, en laat het de hele curve verschuiven van de IBOR naar de OIS swaps. In het andere wordt voor diverse looptijden op de curve de verhouding tussen het volume in IBOR en OIS swaps bepaald en voor die verschillende looptijden wordt het gewicht van de twee tarieven toegepast.

In het voorstel wordt geen aandacht besteed aan de discussie rond de 2020 review en de bepaling van de rentecurve, terwijl die ongeveer gelijktijdig plaatsvindt. Een transitie van de 6M EURIBOR curve plus CRA naar een OIS curve (gebaseerd op €STR) zonder CRA zal een significante impact hebben op de waarde van verzekeringsverplichtingen. Op 31 december 2019 zou de 10-jarige risicovrije rente door deze transitie met 0,17% dalen (wat weliswaar voor een deel gecompenseerd zal worden door een stijging van de VA). De 10-jarige €STR rente lag toen 0,27% lager dan de 10-jarige 6M EURIBOR rente, een verschil dat niet werd overbrugd met de 0,10% CRA afslag op deze 10-jarige 6M EURIBOR rente. De auteurs zijn daarom van mening dat een aanpassing van de swaprente van IBOR naar OIS het beste samenhangend kan worden gezien met de 2020 review waarin de andere twee componenten van de Solvency II curve, de VA en UFR, ter discussie staan. Echter, zolang EURIBOR als benchmark BMR compliant wordt geacht en de liquiditeit in de EURIBOR swap markt blijft gehandhaafd, valt het te bezien wanneer een op basis van liquiditeit gedreven transitie geëffectueerd kan worden.

De actuaris blijft disconteren. Maar daarbij moet de actuaris steeds meer kennis hebben van financiële instrumenten en nieuwe regelgeving. Het maakt het beroep complexer en boeiender. ■

1 – De Actuaris, februari 2019, pagina 37-39.

2 – Voor een gedetailleerde beschrijving van de methodologie zie: ‘Benchmark Determination Methodology for EURIBOR’, www.emmi-benchmarks.eu.

3 – Voor een gedetailleerde beschrijving van de methodologie zie: ‘The euro short-term rate (€STR) methodology and policies’, www.ecb-europe.eu.

4 – Dit kredietrisico (tussen banken die geld uitzetten) moet niet worden verward met het tegenpartij risico in de renteswap transactie zelf, dat nihil is indien kasgeld als onderpand dagelijks wordt uitgewisseld.

5 – In de documentatie is wel verwezen naar het mogelijke gebruik van de rente van (AAA) staatspapier, en dat is gedurende enige tijd in Nederland ook een mogelijkheid geweest om te gebruiken als risico vrije rente in de toereikendheidstoets.

6 – QIS 4 was de vierde Quantitative Impact Study naar de mogelijke gevolgen van de introductie van de Solvency II rekenregels

7 – Commission Delegated Regulation (EU) 2015/35.

8 – Dit staat in overweging (2) van de Implementing Measures.

9 – EIOPA-BoS-20/009.

10 – LCH: London Clearing House, www.lch.com