

Dag Eonia en Euribor, hallo ESTER; bent u voorbereid?

Sinds de introductie van de Euro zijn de rentebenchmarks Euribor¹ en Eonia² onlosmakelijk verbonden met de financiële markten. Deze rentes vormen de basis van biljoenen Euro's aan transacties voor vele financiële producten en spelen een belangrijke rol bij balansbeheer van verzekeraars en pensioenfondsen. Nieuwe wetgeving vanuit de Europese Unie bedreigt het voortbestaan van Euribor en lijkt het lot van Eonia al bezegeld te hebben. Wat staat er nu eigenlijk te gebeuren en wat is daarvan de impact op de portefeuille van een pensioenfonds?

Eonia en Euribor gaan in hun huidige vorm verdwijnen, alternatieven zijn in de maak

- **Waarom is dit nodig?**
- **Welke scenario's achten wij denkbaar?**
- **Wat betekent dit voor uw rentederivatenportefeuille en vermogenspositie?**



1. European Interbank Offered Rate
2. Euro Overnight Index Average



In dit document beschrijven we de noodzaak voor verbetering, de veranderingen voor specifiek de Euribor en Eonia rentebenchmarks en de consequenties voor de beleggingsportefeuille van Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars.

Voordat we de wijzigingen uiteenzetten lichten we deze benchmarks eerst toe¹.

Eonia

Eonia is de Euro Overnight Index Average, het gewogen gemiddelde van de eendaagse deposito's tussen banken onderling in de Europese Unie en geldt op dit moment als het risicovrije rentetarief voor de Eurozone. Door het verruimende monetaire beleid van de ECB is er de afgelopen jaren een dusdanige hoeveelheid overtollig geld in het financiële systeem gepompt dat deze markt bijna volledig is opgedroogd, m.a.w. er is onderlinge vrijwel geen financiering tussen banken onderling. Het onderliggende volume is in de afgelopen tien jaar teruggelopen van ruim €80 miljard tot een kleine €2 miljard per dag. Daarnaast zijn de transacties van vijf banken goed voor ruim 80% van het volume. De robuustheid en representativiteit van Eonia is dus onvoldoende en de afhankelijkheid van een beperkt aantal banken werd te groot. Na een eigen analyse en marktconsultatie heeft EMMI (het European Money Market Instituut) welke verantwoordelijk is voor het vaststellen van Eonia besloten dat de kans van slagen om Eonia aan de nieuwe wetgeving te laten voldoen niet haalbaar is. In reactie hierop heeft een werkgroep van de ECB een consultatie gedaan naar een alternatieve risicovrije rente die Eonia kan vervangen. Drie kandidaten kwamen hiervoor in aanmerking: Het niet door onderpand gedekte eendaags deposito tarief ESTER en twee overnight tarieven (wel gedekt met onderpand). Begin september heeft de werkgroep ESTER aangewezen als de preferente risicovrije rente ter vervanging van Eonia.

Euribor

Euribor staat voor European Interbank Offered Rate en is leidraad voor het vaststellen van het tarief waartegen banken geld kunnen lenen in de

interbancaire markt. De bepaling vindt dagelijks plaats op basis van quotes afgegeven door 20 panelbanken. Net als Eonia is EMMI de beheerder van Euribor. Euribor is een termijnrente en wordt afgegeven voor verschillende looptijden van 1-week tot en met 12-maands. Doordat Euribor niet op basis van daadwerkelijke transacties, maar aan de hand van "expert judgement" wordt vastgesteld, is er de afgelopen jaren veel te doen geweest over de betrouwbaarheid en representativiteit van deze benchmark. Onder de huidige methodologie voldoet Euribor niet aan de nieuwe EU Benchmark Regulation (EU BMR), omdat ze niet gebaseerd is op transacties en onvoldoende representatief en betrouwbaar is. In tegenstelling tot Eonia ziet EMMI als samensteller van de benchmark wel ruimte om via een hybride methodiek Euribor dusdanig te verbeteren dat deze wel robuust, betrouwbaar en solide genoeg is om aan de EU BMR te voldoen.

Voor zowel Eonia als Euribor in de huidige vorm lijkt dus het lot beslecht. ESTER en een Hybride-Euribor zijn de nieuwe hoofdrolspelers. Voordat we daar dieper op ingaan volgt eerst nog de voorgeschiedenis.

Voorgeschiedenis

Het Libor-schandaal wordt algemeen gezien als de aanleiding voor toezichthouders om de verschillende benchmark tarieven, en dan met name de wijze waarop deze vastgesteld worden, tegen het licht te houden. Dit schandaal maakte inzichtelijk dat verschillende rentebenchmarks gevoelig waren voor manipulatie. De tarieven worden namelijk vastgesteld zonder meetbare verankering met de werkelijke situatie in de financiële markten. Zo worden Libor en Euribor tarieven bepaald op basis van contributies van een beperkt aantal panelbanken, zonder dat er daadwerkelijk transacties tegen deze tarieven plaatsvonden.

Andere belangrijke redenen om de benchmarks te evalueren kwamen voort uit de gevolgen van de wereldwijde financiële crisis na de val van Lehman Brothers en de landencrisis in Europa.

1. Voor extra achtergrondinformatie verwijzen wij u naar het 'IBOR Global Benchmark Survey 2018', een online publicatie van ISDA.

Na de val van Lehman Brothers in 2008 zijn wet- en regelgevers wereldwijd aan de slag gegaan om te voorkomen dat een dergelijke crisis zich ooit weer voor zou kunnen doen. Een belangrijke uitkomst hiervan is de Basel 3 wetgeving. Deze wetgeving richt zich voornamelijk op het versterken van de balans van banken, zodat deze een grotere buffer hebben om tegenslagen op te vangen. Dit heeft er toe geleid dat de vraag van banken naar funding op korte termijn, zoals bijvoorbeeld door geld aan te nemen op een 3 maanden deposito, sterk is afgenomen. Daarnaast was het gevolg van de crisis dat centrale banken wereldwijd een zeer verruimend monetair beleid gingen voeren. Door het opkopen van obligaties, het verstrekken van goedkope leningen aan banken en het invoeren van negatieve rentes, kwam er een dusdanige grote hoeveelheid goedkoop geld in het financiële systeem beschikbaar dat de vraag van banken naar geld afnam. Als gevolg van deze ontwikkelingen nam het aantal transacties in de geldmarkt dat de basis moet vormen voor het tot stand komen van de benchmarktarieven sterk af.

Noodzaak voor verbetering

De afgenomen activiteit in de interbancaire markt waardoor een inschatting van de rentes onnauwkeuriger is geworden en de schandalen die de geloofwaardigheid van de rentebenchmarks onderuit haalden vormen de noodzaak voor verbetering.

In 2013 kwam de International Organization of Securities Commissions (IOSCO) met nieuwe richtlijnen om de robuustheid en integriteit van benchmarksrentes te vergroten. Deze richtlijnen schrijven onder meer voor dat benchmark een accurate weergave moet zijn van de economische realiteit, gebaseerd zijn op accurate en betrouwbare data en op transparante en heldere wijze worden samengesteld. Voortbordurend op deze richtlijnen is er sinds 1 januari 2018 een Europese Benchmark wetgeving van kracht die vergaande eisen stelt aan financiële benchmarks en de wijze waarop deze worden bepaald. De EU BMR stelt dat de gebruikte benchmarks in nieuwe financiële contracten vanaf 1 januari 2020 moeten voldoen aan deze nieuwe regels. In

de huidige vorm voldoen Eonia en Euribor beide niet aan de EU BMR. Deze moeten dus worden aangepast of vervangen.



Partijen die een rol spelen bij de herziening van de Europese rentebenchmarks.

Wat verandert er ?

Voor zowel Eonia als Euribor in zijn huidige vorm lijkt dus het lot beslecht. We stellen de nieuwe hoofdrolspelers ESTER en een Hybride-Euribor aan u voor:

ESTER

ESTER staat voor de Euro Short-Term Rate en wordt samengesteld door ECB op basis van de transacties die banken dagelijks aan de ECB rapporteren. Groot verschil met Eonia is dat het universum niet alleen interbancaire transacties betreft, maar de gehele wholesale geldmarkt. ESTER is gebaseerd op het ECB's Money Market Statistical Report, dat alle geldmarkttransacties van de 52 grootste banken in de Eurozone verzamelt. Door de uitbreiding met transacties van banken met geldmarktfondsen, verzekeraars en pensioenfondsen nemen het volume en het aantal transacties significant toe. Dit vergroot de robuustheid en representativiteit. Daarnaast geeft het feit dat de ECB de administrateur van ESTER is deze nieuwe risicovrije rente een solide en betrouwbaar karakter. De nieuwe maatstaf voldoet hiermee aan de vereisten van de EU Benchmark Regulation.

De ECB verwacht uiterlijk op 1 oktober 2019 ESTER dagelijks te publiceren. Hoewel het voornamelijk niet mogelijk is om deze maatstaf te vergelijken met Eonia, is uit de testfase gebleken dat ESTER gemiddeld 8 basispunten lager ligt dan Eonia.

Hybride Euribor

Om Euribor te laten voldoen aan onder andere de EU Benchmark Regulation heeft het European Money Market Instituut een hybride methodologie voorgesteld om de tarieven vast te stellen. Deze hybride methodologie werkt op basis van een watervalbenadering, met drie niveaus van contributie:

1. Transacties in de wholesale borrowing markt van de voorgaande dag
2. Transacties van voorgaande dagen of transacties met andere looptijden geïnterpoleerd voor de betreffende looptijd
3. Quotes van panelbanken (expert judgement)

Uit de testfase is onder meer gebleken dat een Hybride Euribor vaststelling leidt tot een niveau dat 1 tot 5 basispunten lager ligt dan de huidige Euribor methodiek. Hoewel EMMI vertrouwen uitspreekt dat deze methodologie haalbaar is en aan de EU BMR standaarden zal voldoen, zijn we van mening dat dit niet vanzelfsprekend is.

Ten eerste zijn het aantal transacties en het totale volume van de onderliggende transacties erg laag. Alle termijnen blijven grotendeels afhankelijk van quotes afgeven door banken. Ten tweede, doordat de hybride Euribor sterk afhankelijk blijft van de panelbanken en hun 'expert judgement', is het participatie risico voor banken onverminderd hoog. Indien meer banken besluiten het panel te verlaten zou dit de continuïteit van de hybride Euribor bedreigen.



Mogelijke scenario's voor Euribor

Het moge duidelijk zijn dat de EU BMR tot gevolg heeft dat de bestaande rentebenchmarks die bijna 20 jaar de basis vormden voor de financiële markten in Europa moeten worden aangepast of zelfs volledig moeten verdwijnen. Voor Eonia is dat vrijwel vanzelfsprekend. Voor Euribor zien we drie mogelijke scenario's:

1. Hybride Euribor niet goedgekeurd, ESTER de nieuwe standaard voor de Eurozone

In dit scenario wordt de hybride methodologie om Euribor te bepalen niet goedgekeurd. Hierdoor zal Euribor vanaf 1 januari 2020 niet langer gebruikt mogen worden in financiële contracten, zoals rentederivaten, hypotheekleningen of variabele obligaties. In deze situatie zal ESTER de nieuwe benchmark worden. Voor bestaande producten en contracten zal het belangrijk zijn wat er met de huidige Euribor gaat gebeuren. Indien EMMI zou besluiten om Euribor volledig op te heffen, zullen bestaande contracten omgezet moeten worden naar ESTER. Voor rentederivaten zal ISDA, de overkoepelende organisatie die de derivatenhandel heeft gestandaardiseerd, een protocol uitgeven hoe deze transitie moet worden aangepakt. Voor veel andere financiële instrumenten zal het echter sterk afhankelijk zijn van de bijbehorende prospectus of andere juridische documenten en lokale wet- en regelgeving.

2. Hybride Euribor goedgekeurd, echter de markt verschuift naar ESTER

Zelfs al mocht een hybride Euribor worden goedgekeurd, dan bestaat er nog altijd een mogelijk dat niet deze Euribor maar ESTER de standaard rentebenchmark wordt. Doordat de hybride methodologie niet alle zorgen omtrent de huidige manier van vaststellen wegneemt, is er een reële kans dat meer banken besluiten het bankenpanel te verlaten. Daardoor verliest Euribor aan relevantie en voldoet mogelijk niet langer aan de wetgeving. Verder is het aannemelijk dat ESTER zich, onder meer gestimuleerd door regelgevers en de ECB, zich ontwikkelt tot een gangbare benchmark. Hierdoor zal de markt van rentede-

derivaten en overige financiële instrumenten verschuiven van Euribor naar ESTER.

3. Hybride Euribor goedgekeurd, geen aanpassingen in de derivatenmarkt

Tot slot het minst disruptieve scenario waarin de hybride Euribor wordt overgenomen. De hybride methodologie zal in deze situatie geleidelijk door EMMI worden ingevoerd waardoor zowel bestaande als nieuwe contracten blijven gevrijwaard van noodzakelijke aanpassingen. Wel zal er impact zijn op de waarde van derivaten.

Ondanks dat het lot voor Eonia bezegeld lijkt te zijn, is er wellicht toch nog een rol weggelegd voor Eonia. Om een moeizame transitie van bestaande contracten op basis van Eonia te vermijden is er een mogelijkheid dat Eonia onder de huidige naam blijft voortbestaan. Echter, dan zal deze niet meer gebaseerd zijn op een eigen methodologie, maar als tracker (volger) van ESTER met een bepaalde vaste opslag.

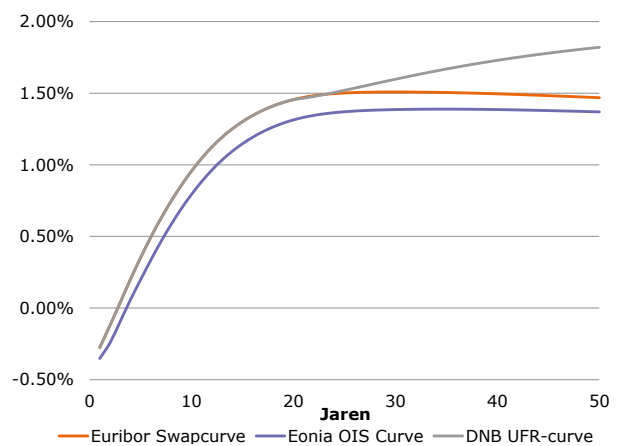
Consequenties

De rentebenchmarks zijn van belang voor de bepaling van toekomstige kasstromen en rendementen van producten zoals derivaten, obligaties, leningen, hypotheek en geldmarktfondsen. Ook hebben rentebenchmarks via swapcurves invloed op de waardering van renteswaps en daarmee op de vermogensposities van pensioenfondsen en verzekeraars. Een lager liggende curve heeft bijvoorbeeld als gevolg dat de waardering van pensioenverplichtingen hoger wordt en de dekkingsgraad juist lager wordt.

Consequenties voor de rentederivatenportefeuille

Als het aan de internationale toezichthouders ligt, zal bij renteswaps een langzame transitie plaatsvinden van Euribor naar ESTER danwel naar een hybride vorm. Dit is alleen mogelijk indien er genoeg liquiditeit voor dit type instrument beschikbaar is. Net zoals voor Euribor, zal er dan een swapcurve zijn op basis van de nieuwe rente. Naast deze directe impact op het swapcontract zal er een transitie zijn in de waardering.

Momenteel wordt in het algemeen de Eonia Overnight Indexed Swap (OIS) rentecurve gebruikt als verdisconteringscurve voor de waardering van renteswaps. Een wijziging naar de ESTER rentecurve zal impact hebben op de waarde van renteswaps omdat deze curve naar verwachting 8 basispunten lager ligt. Bij het dagelijks beheer van de matchingportefeuille zal met deze verandering rekening moeten worden gehouden.



Bron: NN IP

Deze illustratie toont verschillende rentecurves per 31 oktober 2018. De kasstroomverplichtingen worden verdisconteerd met de DNB UFR-curve of Euribor swapcurve. Renteswaps worden gewaardeerd door middel van de Euribor swapcurve en de Eonia OIS curve.

Consequenties voor de vermogenspositie

Indien de ESTER of een hybride Euribor rentecurve de standaard wordt in de markt in plaats van de huidige Euribor rentecurve, zijn mogelijk ook de DNB UFR curve en de Solvency II curve toe aan vernieuwing. De nieuwe curve zal lagere rentes hebben dan de Euribor swapcurve (net zoals de Eonia rentecurve lager ligt), waardoor de waarde van langlopende kasstroomverplichtingen zal toenemen. Dit betekent dat bij een overstap, indien hier niet voor wordt gecompenseerd, de dekkingsgraad en Solvency positie zullen dalen. Onze scenario analyses wijzen uit dat het voor een gemiddeld pensioenfonds met een renteafdekking van 50% kan leiden tot een daling van de dekkingsgraad met 0,5 tot circa 2 procentpunt. Daarnaast zal, bij gebruik van een

lager liggende ESTER rentecurve, de rentegevoeligheid van de verplichtingen toenemen.

Consequenties voor de derivatendocumentatie

Ten slotte zullen huidige contracten gebaseerd op Euribor moeten worden aangepast als deze komt te vervallen. Dit betekent voor Euro renteswaps dat er rekening moet worden gehouden met het scenario dat Eonia en Euribor verdwijnen en worden vervangen door ESTER of een hybride vorm van de Euribor. Om dit mogelijk te maken is een ISDA protocol nodig om contracten 'en masse' aan te passen. Voor implementatie zullen vermogensbeheerders met al hun tegenpartijen overeenstemming moeten vinden. Idealiter zou een dergelijke aanpassing geen impact hebben op de waardering, omdat anders elke aanpassing in contracten een winnende en een verliezende tegenpartij zou kennen.

Conclusie

Euro rentebenchmarks worden naar verwachting robuuster en geloofwaardiger, al is er nog veel onzekerheid en zijn er nog veel ontwikkelingen te verwachten voordat de nieuwe benchmark

wetgeving op 1 januari 2020 daadwerkelijk in werking treedt. Er zijn op dit moment bijvoorbeeld initiatieven om de wijzigingen uit te stellen tot 2022.

Omdat Eonia naar verwachting vanaf 2020 niet meer als benchmark gebruikt mag worden, zal de ECB wel ESTER als nieuwe risicovrije benchmarkrente invoeren. Mogelijk kan in de toekomst de ESTER rentecurve ook de nieuwe standaard worden voor de huidige Euribor swapcurve. Hier speelt de vraag wat voor invloed dat heeft op wetgeving en de vermogensposities van pensioenfondsen en verzekeraars. Bij NN Investment Partners houden wij de ontwikkelingen rond Euribor en ESTER nauwlettend in de gaten en zijn wij betrokken bij de ontwikkelingen in de markt. Zo nemen we deel aan verschillende werkgroepen en participeren actief in overleg met toezichthouders, de ECB en brancheorganisaties zoals EFAMA, de Europese organisatie van fondsmangers en vermogensbeheerders. We houden u graag hiervan op de hoogte en blijven u informeren over de gevolgen en kritieke tijdsplannen.



Auteur

Menno van Eijk (in samenwerking met onze LDI-specialisten)

Head of Treasury

Neem voor meer informatie over de NN IP beleggingsstrategieën of onze beleggingsfondsen contact op met **Harry Horlings** via Harry.Horlings@nnip.com.

Disclaimer

Deze publicatie is uitsluitend bedoeld voor MiFID professionele beleggers. Deze publicatie is uitsluitend opgesteld ter informatie en is geen aanbod noch een uitnodiging om effecten of een ander beleggingsproduct te kopen of verkopen of om deel te nemen in een handelsstrategie noch het verlenen van een beleggingsdienst noch beleggingsresearch. Hoewel de inhoud van dit document met de meeste zorg is samengesteld en is gebaseerd op betrouwbare informatiebronnen, wordt er geen enkele uitdrukkelijke of impliciete garantie of verklaring gegeven omtrent de juistheid of volledigheid van de informatie. De informatie in deze publicatie kan zonder voorafgaande kennisgeving worden gewijzigd. NN Investment Partners B.V., NN Investment Partners Holdings N.V., noch enig andere vennootschap of onderdeel dat behoort tot de NN Group, noch een van haar bestuurders of werknemers aanvaarden enige aansprakelijkheid of verantwoordelijkheid met betrekking tot de hierin opgenomen informatie. Het gebruik van de informatie in deze publicatie is op eigen risico. Het is niet toegestaan dit document te vermenigvuldigen, reproduceren, distribueren, verspreiden of tegen vergoeding beschikbaar te stellen aan derden, zonder de voorafgaande uitdrukkelijke, schriftelijke, toestemming van NN Investment Partners B.V. De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Deze publicatie is niet bestemd voor US Persons als gedefinieerd in Rule 902 van Regulation S van de United States Securities Act of 1933, en mag niet gebruikt worden voor het werven van investeringen of inschrijven op effecten in landen waar dit niet is toegestaan door de lokale toezichthouder of wet- en regelgeving. Op deze disclaimer is Nederlands recht van toepassing.