

UPDATE WET- EN REGELGEVING

LDI/Rentederivaten

IN DEZE UPDATE

Samenvatting/short read

- De benchmark hervormingswetgeving (BMR) heeft geleid tot een toename van het handelsvolume in swaps met een 1-dags variabele rente (OIS).
- Dit heeft opvallende turbulentie en anomalieën in de ESTR-swapmarkt tot gevolg gehad.
- Hiervan kunt u profiteren, maar ons inziens wegen de nadelen van het gebruik van ESTR-swaps in de LDI-portefeuille momenteel nog zwaarder.
- Kortom, wees voorbereid om ESTR-swaps in de toekomst toe te voegen aan de LDI-portefeuille, maar wees u bewust van de risico's.

AUTEURS



Jasper Valstar,
Senior Portfoliomanager
LDI Structuring & Trading



Leander Meijering,
Trader LDI Structuring
& Trading



ESTR-swaps in de rente-afdekking? Ga niet over 1 nacht ijs!

Nieuwe wetgeving voor rentebenchmarks

Van oudsher kennen renteswaps verschillende betalingsfrequenties voor de variabele rente: van een 1-dags rente (Overnight Indexed Swaprate, ofwel OIS) tot en met 12-maands rente; ondersteund door een hele rits aan IBOR-benchmarks voor de verschillende frequenties. Echter, onder invloed van de wetgeving om de benchmarks te hervormen (BMR), zijn in eerste instantie de minder gangbare variabele looptijden afgeschaft, met als gevolg minder keuze in renteswaps. Nu was dat niet zo'n probleem omdat elke valuta altijd al een meest liquide frequentie had. In euro is dat bijvoorbeeld de 6-maands en in dollar de 3-maands.

[Lees verder →](#)

In de volgende fase van de BMR-wetgeving zijn inmiddels toonaangevende benchmarks als EONIA (Euro OverNight Index Average) en LIBOR helemaal verdwenen en is men overgestapt op de nieuwe risicovrije, OIS rentes (RFR, risk-free rates genaamd) zoals SOFR (US dollar) en SONIA (Britse pond). In de eurozone is de situatie anders omdat de EURIBOR is hervormd. Hiernaast is een nieuwe RFR in het leven geroepen: Euro Short Term Rate (ofwel ESTR), ter vervanging van EONIA.

Desalniettemin kijkt ook de euro swapmarkt naar OIS-swaps als mogelijke nieuwe standaard in swaps. De belangrijkste reden hiervoor komt uit de markt voor valutawaps, waarin van oudsher de standaard was om 3-maands frequenties (EURIBOR of LIBOR) uit te wisselen. Nu is het daar standaard om OIS uit te wisselen (dus ESTR, SOFR of SONIA). Waar de OIS-markt in euro (op basis van EONIA) altijd al een bescheiden bestaan leidde naast de markt voor EURIBOR-swaps, is door deze verschuiving het volume in OIS-swaps flink toegenomen.

Zoals Figuur 1¹ laat zien, blijft de verschuiving in de eurozone naar de RFR nog wat achter ten opzichte van de andere twee valuta, omdat hier de bestaande benchmark EURIBOR niet is afgeschaft. Wel is de toename sinds eind 2021 goed te zien. Marktpartijen bevestigen dit dan ook; het volume in OIS-swaps is inderdaad toegenomen, vooral ten koste van swaps met 3-maands EURIBOR als variabele frequentie.

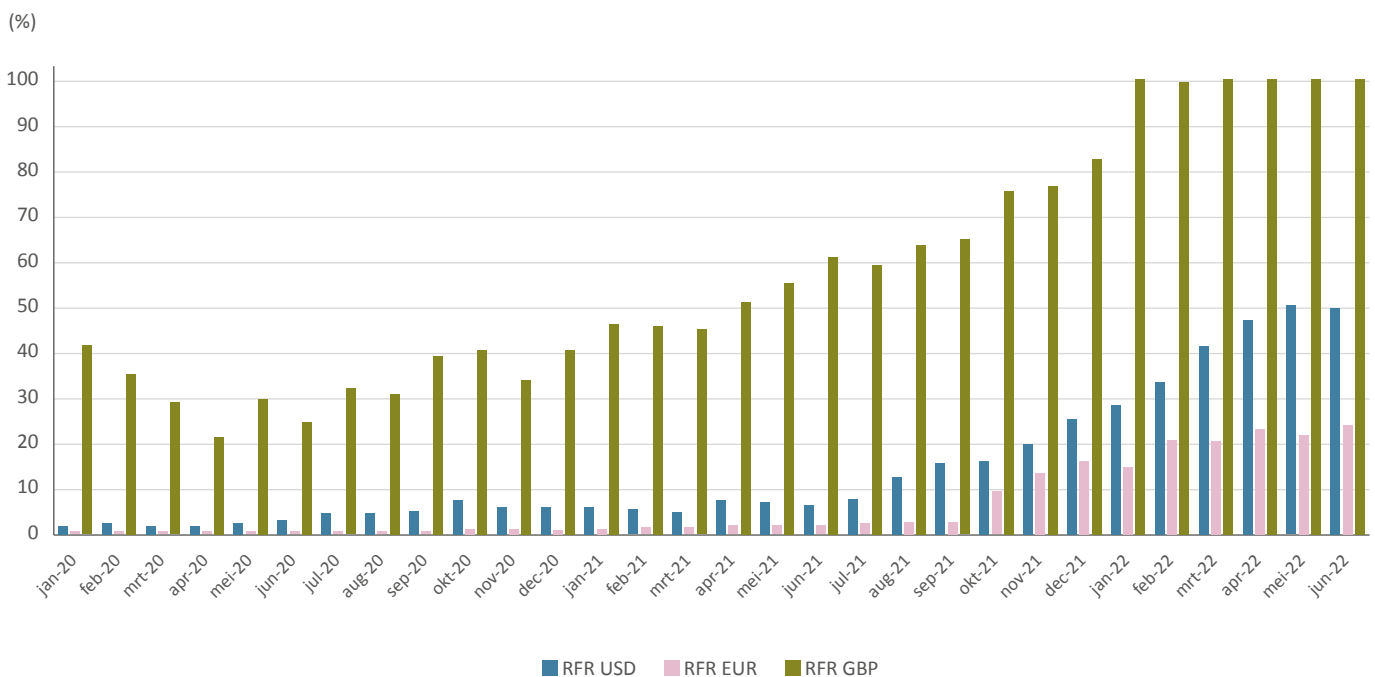
Turbulentie in de OIS-markt

De normaal bescheiden en kalme OIS-markt maakt sinds die verandering in de valutamarkt een turbulente tijd mee. Hier zijn meerdere factoren debet aan, maar meest opvallend is het effect door partijen die het valutarisico afdekken van beleggingen in euro.

Stel dat een belegger in het Verenigd Koninkrijk wil investeren in staatsobligaties in de eurozone. Deze partij koopt dan deze obligaties. Het valutarisico dat zo ontstaat dekt deze partij af door de te ontvangen coupons in euro te swappen naar Britse pond. Effectief is deze partij dus een betaler in de euro swapmarkt. Omdat deze transacties nu in OIS-swaps plaatsvinden ontstaat er in deze markt een opwaartse druk, terwijl de Euribor-rentes onveranderd blijven. Deze transactie is vooral interessant in zeer lange looptijden. Menig euroland heeft, in de tijden van kwantitatieve verruiming, bonds uitgegeven met een looptijd van 50 jaar of zelfs langer. Door het relatief kleine volume van de OIS-markt in euro's in deze looptijden betekent dat dat deze swaps potentieel een marktverstoring effect kunnen hebben.

Handelsdesks van banken dekken regelmatig swaps in de ene variabele frequentie af met een andere; vertrouwend op de correlaties tussen deze rentes. Marktverstoring betekent dat dit soort correlaties niet meer goed werken. Dit heeft weerslag op de liquiditeit; banken zijn niet zomaar bereid een OIS-swap te handelen en dat risico vervolgens af te dekken met een 6-maands swap.

Figuur 1: Percentage renteswaps verhandeld met de RFR als variabele rente



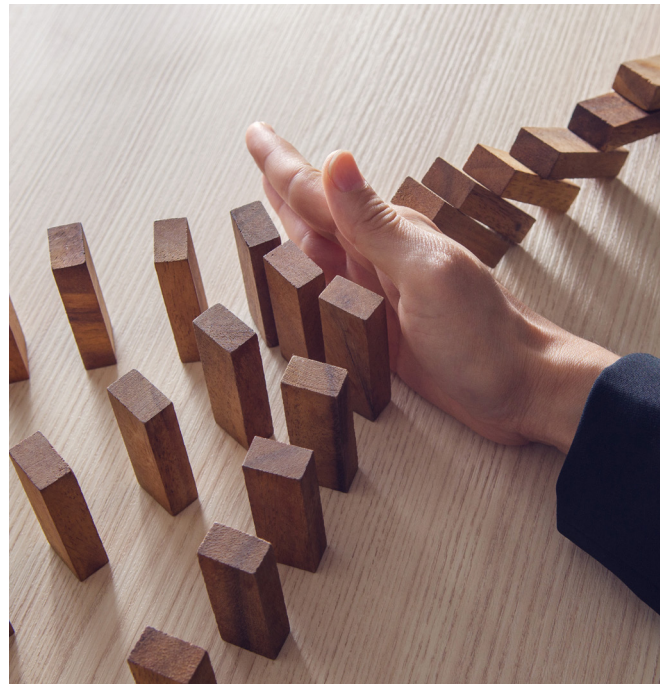
¹Data op basis van de ISDA-Clarus RFR Adoption Indicator

Bovendien hebben banken in deze beweging ook hun eigen posities op dit vlak sterk afgebouwd, om verdere verliezen te beperken ("stop-loss triggers"). Dit veroorzaakt een domino-effect.

De marktverstoring is goed af te lezen door te kijken naar het natuurlijke verschil van de swaprente met aan de ene kant een variabele 6-maands EURIBOR-rente en aan de andere kant de OIS ESTR-rente. De theorie leert ons dat een langere variabele lening doorgaans een hogere rente heeft dan een kortere lening, waardoor swaps met een langere variabele frequentie een hogere rente kennen.

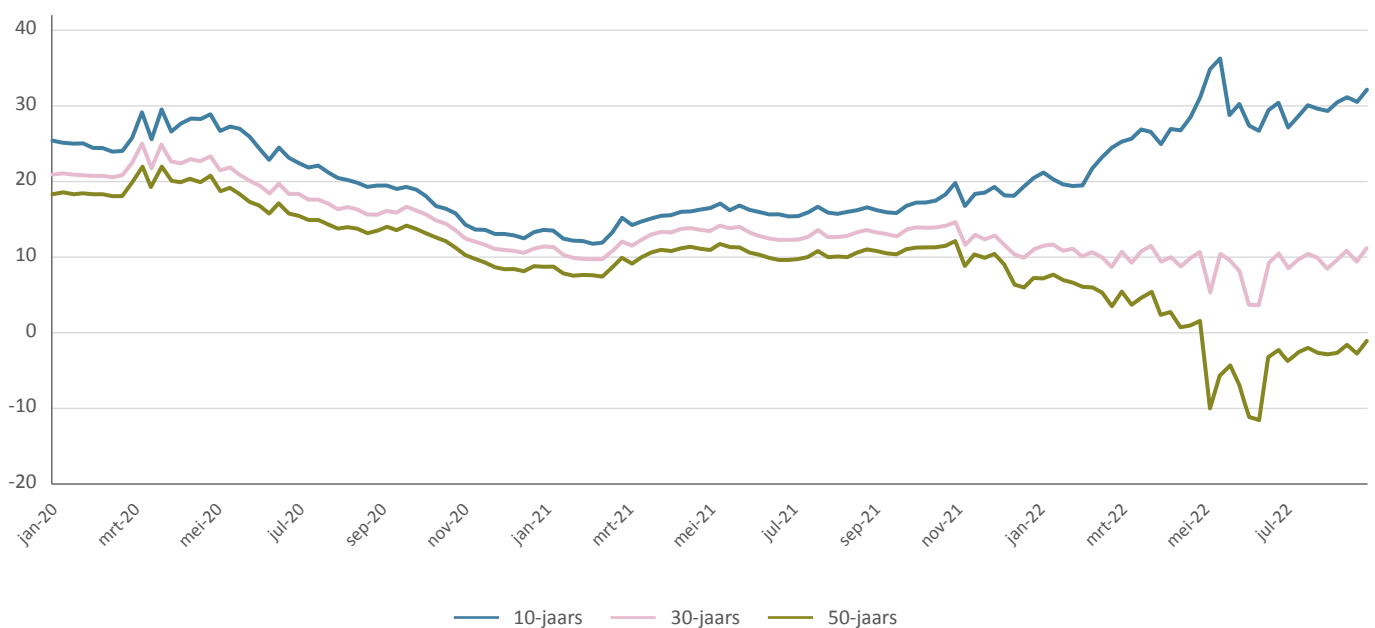
Dit natuurlijke verschil is doorgaans vrij stabiel, voor 10-jaars swaps zo rond de 15 basispunten² en voor 30-jaars swaps rond de 12. Echter in 2022 nam de volatiliteit toe en dipte dit verschil voor 30-jaars swaps zowel begin mei als begin juni dicht bij 0, terwijl het voor 10-jaars swaps op liep tot boven de 20, met een uitschieter van ruim 35 basispunten. Deze beide uitschieters zijn zeer waarschijnlijk het gevolg geweest van bovenstaand effect door partijen die hun valutarisico afdekte.

In Figuur 2 is goed te zien dat de start van divergentie tussen de looptijden en de toegenomen volatiliteit samenvallen met het toegenomen volume uit Figuur 1. Daarnaast vallen de pieken (10-jaars) en dalen (30- en 50-jaars) op van begin mei en juni. Te zien is hier ook dat het effect het meest interessant was in de ultralange looptijden. Voor 50-jaars swaps handelt de ESTR-rente zelfs sinds eind april boven de 6-maands EURIBOR rente: een



arbitragemogelijkheid. In deze transactie ontvang je 50 jaar lang een aantal basispunten (in de uitschieters begin mei en juni ongeveer 10) en in ruil daarvoor betaal je de variabel ESTR, en ontvang je variabel 6-maands EURIBOR (welk verschil ook positief is).

Figuur 2: Verschil in basispunten tussen de swaprente tegen 6-maands EURIBOR en de swaprente tegen OIS



²We bekijken hier het verschil tussen de swaprentes zoals gepubliceerd op bijv. Bloomberg en negeren daarmee het kleine verschil in conventies dat deze beide frequenties hanteren voor het vaststellen hoeveel dagen er in een jaar zitten (daycount frequencies)

“There ain’t no such thing as a free lunch”

Rond de piekmomenten in begin mei en juni stak dit idee een aantal keer de kop op. Doorgaans weggelegd voor tactische beleggers zoals hedgefondsen, maar door de persistentie van deze anomalie drong het ook door tot de LDI-beleggers. Natuurlijk niet alleen op zoek naar één of meerdere gratis lunches, maar met het idee vast vooruit te lopen op de mogelijke toekomstige wijziging van 6-maands naar ESTR als leidende variabele frequentie in euro.

De centrale vraag daarbij is: Is het verstandig om alvast een deel van de swaps in de LDI-portefeuille om te zetten van 6-maands EURIBOR naar OIS op basis van ESTR? Het belangrijkste, en feitelijk enige argument om dit nú te doen is het niveau. ESTR rentes liggen historisch hoog ten opzichte van 6-maands EURIBOR rentes.

Helaas is het niet zo’n uitgemaakte zaak. Allereerst introduceren ESTR-swaps basisrisico omdat toezichhouders, voor het contant maken van de verplichtingen van pensioenfondsen en verzekeraars, nog een swapcurve hanteren ten opzichte van 6-maands EURIBOR. Dit kan op termijn veranderen, maar dat is verre van zeker. EURIBOR gaat niet verdwijnen. De Europese Commissie en het instituut achter de euro benchmark rentes, European Money Market Institute (EMMI) zijn daar zeer duidelijk over. Wel kunnen regelgevers natuurlijk zelf de aanpassing maken. Voor verzekeraars heeft de Europese toezichthouder, EIOPA, een plan klaarliggen. Allereerst is er een liquiditeitsvoorwaarde, die stelt dat ESTR-swaps 50% van het handelsvolume in swaps moeten bedragen; op totaalniveau alsmede op individuele looptijden t/m 20 jaar. Als aan deze voorwaarde voldaan is, geldt vervolgens nog een nabijheidsvoorwaarde; als de OIS curve binnen een vooraf bepaalde range ligt vanaf de 6-maands curve start de transitie. Voor pensioenfondsen heeft DNB nog iets soortgelijks, en dit is ook doorgaans meer een onderwerp voor de Commissie Parameters.

Met de liquiditeitsvoorwaarde slaat EIOPA echter wel de spijker op de kop. De liquiditeit in ESTR-swaps is nog verre van hetzelfde als die in 6-maands swaps, zeker voor langere looptijden is het verschil nog groot. Dat is ook de belangrijkste reden dat een anomalie zoals we die nu zien in de ultralange looptijden niet verdwijnt. Transactiekosten in ESTR-swaps zijn zeer hoog, en relatief kleine transacties zijn al marktverstoring. Kortom, van die paar basispunten verschil blijft na transactiekosten weinig meer over en na de eerste paar transacties is het voordeel, door de marktpact, helemaal verdwenen. Kortom, niet interessant in de volumes waar LDI-beleggers doorgaans naar kijken.

Ten slotte leidt de beperkte liquiditeit ook tot extra volatiliteit. Het feit dat het kalme verjaardagsfeestje dat de OIS-markt was, is verstoord door de luidruchtige buurman die de cross-currency markt is, zorgt ervoor dat begrippen als “historisch hoog” weinig waarde hebben. De anomalie van hogere ESTR-rentes kan hiermee langer voortduren dan gedacht of zelfs nog versterken waarmee de transactie verlieslatend is. Daarnaast houdt de LDI-markt niet zo van luidruchtige buurmannen; veel volatiliteit en wegvallende liquiditeit is geen gezonde markt waarin een langetermijnbelegger zijn risico’s wil afdekken.

Wanneer stapt u over?

Al deze kanttekeningen in ogenschouw genomen is onze conclusie dat nu overstappen op ESTR-swaps niet het goede moment is. Echter, in andere valuta hebben de RFR-rentes de rol van belangrijkste benchmark al overgenomen en zelfs de EMMI is al bezig met een onderzoek naar langer lopende rentes op basis van ESTR: EFTERM (Euro Forward-looking TERM rate). In eerste instantie slechts als rentes om op terug te vallen als de EURIBOR niet gepubliceerd wordt, maar de trend is duidelijk. De vraag is dan: “Wanneer stappen we wél over?”

Het beleid van regelgevers gaat hand in hand met de liquiditeit. De liquiditeitsvoorwaarde van EIOPA is weliswaar belangrijk, maar zonder verandering aan hun kant zal de liquiditeit niet zomaar toenemen. Daarnaast zullen toezichhouders die nog geen soortgelijk plan hebben, niet van de één op de andere dag de rentecurve aanpassen. We zien met de UFR dat een periode van infaseren gebruikelijk is. Het ligt in de lijn der verwachting dat een soortgelijke aanpak hier ook gaat gelden. Ten slotte is de markt ook nog niet van plan te wisselen van curve; de 6-maands EURIBOR curve blijft de belangrijkste curve in de euro swapmarkt.

Een beleid wat hier het best bij past is een beleid waar ESTR-swaps langzaam hun intrede doen in de LDI-portefeuille. Op deze manier blijft in eerste instantie het basisrisico beperkt, en is de beperkte liquiditeit nog geen groot probleem. Daarnaast ontstaat op deze manier wat gewenning aan dit nieuwe product. Met de veranderende regelgevingscurve verdwijnt dan vervolgens het basisrisico en zal de liquiditeit toenemen. Op dat moment is het dan een eenvoudige stap de positie in ESTR-swaps uit te breiden of zelfs helemaal afscheid te nemen van de oude vertrouwde EURIBOR-swaps.

Voor meer informatie:**[Investment Highlights, Investment Letter en whitepapers](#)**

Wekelijks publiceert ons Investment Strategy team de Investment Highlights met daarin een analyse van de ontwikkeling op de financiële markten. Met onze Investment Letters blijft u op de hoogte van onze visie en van marktontwikkelingen.

**[Achmea IM podcasts](#)**

Ook te beluisteren op uw favoriete podcast-app, zoekwoord: Achmea Investment Management.

**[Achmea IM op youtube](#)**

Hier vindt u heldere video's met informatie over de implicaties van het pensioenakkoord, maatschappelijk verantwoord beleggen, risicomangement en het selecteren van de best-passende externe managers.

**[Achmea IM op LinkedIn](#)**

Volg ons LinkedIn-kanaal voor updates.

**www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel**

E-mail: achmeaim@achmea.nl

Contact:

Neem contact op met uw contactpersoon bij Achmea Investment Management.
Of met Renier Brenninkmeijer, Business Development Director, Renier.Brenninkmeijer@Achmea.nl, +31 6 201 384 74
of Mark Bakker, Business Development Director, Mark.Bakker@Achmea.nl, +31 6 101 851 94

Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. ("Achmea IM") heeft de informatie in dit document met zorg samengesteld. Deze informatie is alleen bestemd voor gekwalificeerde beleggers en/of professionele beleggers zoals bedoeld in de Wet op het financieel toezicht ("Wft"). Dit document is of bevat (i) geen aanbod of uitnodiging om financiële instrumenten te kopen, te verkopen of te verhandelen (in de zin van 1:1 Wft), (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies (in de zin van 1:1 Wft), en (iii) geen juridisch of fiscaal advies. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch of fiscaal adviseur. Achmea IM raadt u af een (beleggings)beslissing uitsluitend te baseren op de in dit document opgenomen informatie. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van een dergelijke (beleggings)beslissing. De informatie in dit document is (mede) gebaseerd op informatie die Achmea IM van betrouwbaar geachte informatiebronnen heeft verkregen. Achmea IM garandeert niet de betrouwbaarheid van die bronnen en de juistheid en volledigheid van de van die bronnen verkregen informatie. De informatie in dit document is puur informatief en u kunt daaraan geen rechten ontleen. Alle informatie is een momentopname, tenzij uitdrukkelijk anders is aangegeven. Het verstrekken van dit document na de oorspronkelijke publicatiedatum is geen garantie dat de hierin opgenomen informatie op die latere datum nog juist en volledig is. Achmea IM heeft het recht om deze informatie zonder aankondiging te wijzigen. Het noemen van rendementen op beleggingen in dit document dient uitsluitend als uitleg en toelichting. Achmea IM spreekt daarmee geen verwachting uit over het rendement of koersverloop van die beleggingen. De waarde van uw belegging kan fluctueren en in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De informatie in dit document is gebaseerd op door Achmea IM gemaakte aannames. Het is mogelijk dat andere aannames worden gemaakt dan de door Achmea IM gemaakte aannames. De door Achmea IM getrokken conclusies zijn daarom niet noodzakelijkerwijs juist en/of volledig. U mag de informatie in dit document alleen voor eigen persoonlijk gebruik kopiëren. U mag de informatie niet overnemen, vermenigvuldigen, distribueren of openbaren zonder schriftelijke toestemming van Achmea IM. Alle informatie (teksten, foto's, illustraties, grafisch materiaal, handelsnamen, logo's, woord- en beeldmerken) blijft eigendom van of in licentie bij Achmea IM en wordt beschermd door auteursrecht, merkenrecht en/of intellectueel eigendomsrecht. Er worden geen rechten of licenties overgedragen bij gebruik van of toegang tot deze informatie. Uitgegeven door: Achmea Investment Management B.V., statutair gevestigd te Zeist en kantoorhoudende te Zeist (Handelsregister nr. 18059537). Achmea IM is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") in Amsterdam als een beheerder van beleggingsinstellingen als bedoeld in artikel 2:65a Wft en is onder deze vergunning bevoegd tot het verlenen van de beleggingsdiensten als opgenomen in het door de AFM gehouden register.