



Inflatie bij verzekeraars

Inflatie: we horen de term weer overal. Nadat we vele jaren hebben geloofd dat inflatie definitief was overwonnen is hij weer terug. We merken het bij de bakker, op het terras en als we een reis boeken. Zelfs ons favoriete periodiek De Actuaris besteedt er een themanummer aan.

Als verzekeringsactuarissen zijn wij intensief betrokken bij het onderwerp, elk vanuit een eigen rol en verantwoordelijkheid. Wij ervaren dat de actuaris zich ook bezig moet houden met het herkennen en waarderen van inflatie, en het een plaats moet geven in risicomanagement. Inflatie is moeilijk te voorspellen en te modelleren, maar het is een cruciaal risico. Diverse verzekeraars en DNB hebben recent aandacht besteed aan het onderwerp, verzekeraars hebben extra inflatiehedges gekocht en DNB heeft er een uitvraag aan geweid.

In deze bijdrage gaan we na waar een verzekeringsmaatschappij met inflatie te maken krijgt. Wat is de rol van een actuaris daarin?

W. Ouburg MSc AAG FRM (links)
is CRO NN Life & Pensions.

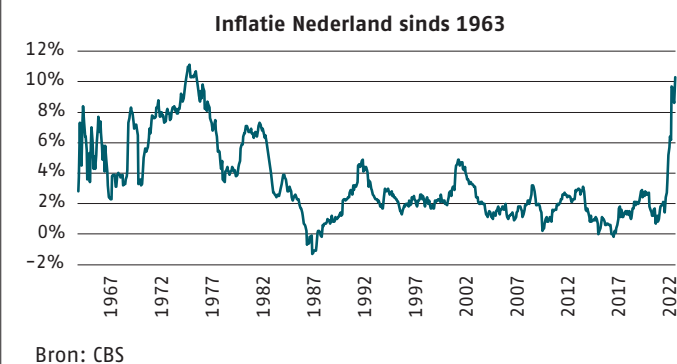
Drs. P. Bouwknecht AAG is
Balance Sheet and Capital
manager NN Life & Pensions.

Dit artikel is op persoonlijke titel
geschreven.



VOOR DE JONGEREN ONDER ONS

Sinds de tweede helft van de jaren tachtig is de Nederlandse inflatie niet meer boven de 5% geweest. Alleen de oudere lezers kunnen zich nog herinneren dat inflatie een probleem was dat het journaal haalde. Maar als we naar een langere tijdreeks kijken dan zien we dat ook in Nederland de inflatie hoog is geweest.



In de jaren zeventig leidde de naweeën van de oliecrisis van 1973 tot een inflatie die meer dan 10% bedroeg, de rente was toen ook hoog, zodat het waardeverlies van spaargeld beperkter was. In die tijd kenden de salarissen in veel cao's nog een automatische link met de inflatie. Dat verzachtte de pijn voor werknemers, maar resulteerde in een inflatie die niet verdween toen de energieprijzen weer lager werden. Het fiscale en monetaire beleid van de eerste helft van de jaren tachtig leidde ertoe dat de inflatie op een lager niveau terecht kwam. Dat beleid werd voortgezet in de afspraken rond de invoering van de Euro. Inflatie was definitief overwonnen.

Inmiddels weten we beter. Het fiscale en monetaire beleid dat was gericht op het verzachten van de coronapijn, alsmede de gevolgen van het energiebeleid in samenhang met de onzekerheid rond Russische gas- en olieleveringen hebben een scherpe schok veroorzaakt in het prijspeil. De energieprijzen springen het meest in het oog, maar de prijzen stijgen inmiddels over een brede linie.

BRONNEN VAN INFLATIE BIJ EEN VERZEKERAAR

Een verzekeraar komt inflatie op twee plaatsen tegen: bij de eigen operationele kosten en bij de betalingen uit hoofde van de verzekerde prestatie. De eigen operationele kosten betreffen externe inkoop maar vooral de kosten voor het personeel. Op korte termijn kan het verloop tussen eigen operationele kosten afwijken van de externe inflatie, bijvoorbeeld doordat inkoopcontracten en cao's geen inflatieclausule bevatten en een langere looptijd kennen. Maar op langere termijn zal een hogere inflatie een impact hebben op de kosten van een verzekeraar.

De wijze waarop inflatie de verzekerde prestatie raakt, hangt af van het type verzekeraar.



Leven: de meeste levensverzekeringen kennen een nominale uitkeringsgarantie, die niet geraakt wordt door inflatie. Er bestaan echter ook (pensioen-)contracten waarbij de uitkering (gedeeltelijk) wordt geïndexeerd op basis van een externe index, zoals de Nederlandse CBS consumentenprijsindex, of op basis van de EURO HICP, de door Eurostat vastgestelde prijsindex voor het gehele Euro gebied. De inflatietoekenning zal gebruik kunnen maken van een bodem of aftopping, waardoor er complexe optionaliteiten in het contract aanwezig kunnen zijn. Voor pensioenverzekeraars zal een hogere inflatie leiden tot een hogere premieomzet vanwege indexaties.

Natura-uitvaart: de verzekerde prestatie is de verzorging van de uitvaart. De kosten voor de uitvaart zullen niet alleen meestijgen met het algemene prijspeil, maar kennen ook specifieke ontwikkelingen gerelateerd aan de uitvaartbranche, zoals regelgeving rond begrafeningen of crematies. De verzekeringsovereenkomsten zijn vaak in een (ver) verleden gesloten, met een premie die in nominale termen was vastgelegd.

Schade: de meeste schadeverzekeringen vergoeden de financiële gevolgen van een verzekerd voorval (brand, diefstal, auto-ongeluk, aansprakelijkheid,...). Het uit te keren bedrag zal daarmee een inflatie-component kennen, die specifiek is voor het type verzekering. De 'juridische inflatie' kan daarbij ook een rol spelen, als door rechterlijke uitspraken de uit te keren bedragen toenemen. Bij schade zijn er ook dekkingen (zoals arbeidsongeschiktheid) die expliciet worden gelinkt aan een externe inflatie-benchmark. Maar ook de verplichting tot schadeherstel kent een inflatiecomponent. Zo leidt de toegenomen complexiteit van autoreparatie tot een kostenstijging van herstel: de monteur met de sleutel kan de elektrische auto's niet meer repareren. Schadeherstel is duurder geworden.

Zorg: de zorgverzekering is een politiek bepaalde verzekering. De zorgverzekeraar beïnvloedt de uitgaven door het sluiten van inkoop-contracten. De zorgverzekering dekt diverse zorgbehoeftes. Daardoor zal de kosteninflatie op de korte termijn niet alleen afhankelijk zijn van de kosten per verzekerd evenement, maar ook van het algemene gebruik van de zorg. Het is moeilijk om onderscheid te maken tussen 'pure

inflatie' en een verbetering van het zorgaanbod, beide dragen bij aan stijging van de kosten. Dit geldt bijvoorbeeld voor de toename van complexe en dure behandelingsmogelijkheden of het vaker inschakelen van privéklinieken voor behandelingen.

WAARDERING

Toekomstige inflatie is inherent onzeker. Het is een variabele die de hoogte van de verzekerde uitkeringen kan beïnvloeden. Op de langere termijn kan het door cumulatieve effecten om een aanzienlijke impact gaan. We onderscheiden twee manieren hoe we inflatie in de waardering van verzekeringsverplichtingen kunnen verwerken.

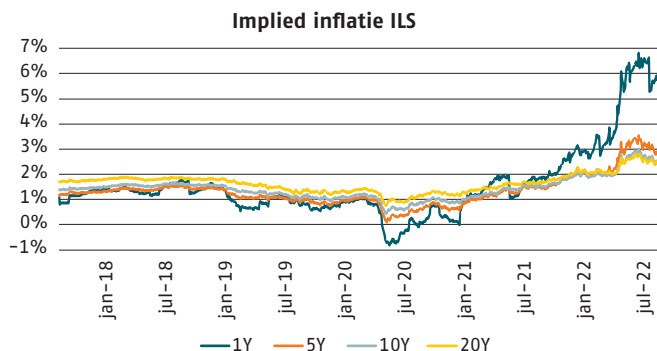
– Historische inschatting: op basis van historische ervaring veronderstel je dat de prijsontwikkeling uit het verleden een goede voorspeller is voor de toekomst. Het gebruik van extrapolatietechnieken op basis van historische data is bij het schadebedrijf algemeen geaccepteerd, en bevat dus impliciet een inflatieveronderstelling. De methode lijkt goed bruikbaar voor inflatieprocessen die een eigen dynamiek kennen, die ten dele losstaat van externe ontwikkelingen. Voornaamste nadeel van de methode is dat het geen rekening houdt met nieuwe ontwikkelingen, zoals de huidige stijging van de inflatie. Tevens is de keuze voor de te gebruiken historische periode een expert call.

– Marktprijzen: er worden op de financiële markten inflatie-swaps en inflatie-obligaties verhandeld, die aan HICP-inflatie refereren. De prijsvorming daarvan kun je gebruiken om de toekomstige inflatie in te prijzen. Er worden tevens marktprijzen gepubliceerd voor opties op inflatie, die zou je kunnen gebruiken om markt-consistente inflatiescenario's te genereren die je in staat stellen om (complexe) inflatie-optionaliteiten te waarderen. Het gebruik van marktprijs-gebaseerde waardering van inflatie-elementen is vooral voor uitkeringen geschikt die aan dezelfde inflatie refereren als de index van de inflatie-instrumenten die voor de waarderingsscenario's gebruikt zijn. Impliciet neem je aan dat de prijzen betrouwbaar zijn en een liquide handel weergeven. Voor de inflatie-optionaliteiten, en voor de langere duran zijn er goede redenen om dat te betwijfelen; de handel is niet liquide. Voor



Solvency II zit je daarnaast met het vraagstuk of je naar analogie van de rentecurve ook een UFR-achtige convergentie moet inbouwen.

De bijgaande grafiek laat de ontwikkeling op dagbasis zien van de 'implied inflatie' voor inflatie linked swaps (ILS) met een duur van 1, 5, 10 en 20 jaar. De implied inflatie geeft weer welke inflatie gedurende die periode ingeprijsd is in die instrumenten. We kunnen uit de grafiek afleiden dat de marktverwachting voor de lange termijn rond de 2% blijft, maar dat ook voor de langere termijn er een verhoging van de inflatie verwacht wordt. Interessant is dat voor lange tijd de korte instrumenten onder die van lange instrumenten verhandeld werden. Dat kan wijzen op een hogere inflatieverwachting op de lange termijn, of een structurele risicopremie voor lange durren.



Bron: Bloomberg

FINANCIËEL RISICOMANAGEMENT

Er zijn diverse manieren om inflatierisico te mitigeren.

De eigen operationele kosten zijn door het management te beïnvloeden. De lengte van de inkoop- en outsourcingcontracten kun je afstemmen op de lengte van de verzekeringscontracten, en de personeelskosten zijn te beïnvloeden door de organisatie-inrichting. De salarisontwikkeling wordt vastgelegd in de cao, waarbij de werkgever één van de tekenende partijen is.

De kostenontwikkeling van de verzekerde prestaties is moeilijk te beïnvloeden, al kan het helpen om schadeherstel en -afhandeling in eigen hand te houden. De contractuele duur van de polis is een natuurlijke risicomitigator, en het maximaleren van uitkeringen (zoals bij een reisverzekering) kan helpen.

Het gebruik van inflatie-gerelateerde beleggingen gebeurt met behulp van inflatie-geïjkte obligaties of -swaps. Bij beide wordt de hoofdsom geïndexeerd met de onderliggende inflatie (Euro-HICP). Inflatie-obligaties kennen kredietrisico op de uitgevende instantie. Voor de inflatie-gelinkte swaps geldt dat het kredietrisico beperkt wordt door de verplichting onderpand te storten, waarmee wel een aanzienlijk liquiditeitsrisico wordt geïntroduceerd.

Andere beleggingscategorieën kennen een (in-)directe link met inflatie. Denk daarbij aan aandelen of vastgoed. Aandelen vertegenwoordigen een claim op de reële economie, en zullen daarmee een zekere inflatieresistentie kennen. Voor veel vastgoed geldt dat de huur-opbrengst een inflatie-clausule kent, al hoeft de waardeontwikkeling van het pand de inflatie niet te volgen. Op de langere termijn wordt de rentestand ook geacht met de inflatie gecorreleerd te zijn. Voor een precieze (korte termijn) hedge zijn deze instrumenten niet geschikt, maar op langere termijn zullen ze bescherming bieden. Als verzekeraar kan de lange termijn inflatie-bescherming van deze instrumenten niet meetellen als mitigant van het inflatierisico vanwege basisrisico. De korte termijn verschillen in waardeontwikkeling zijn daarvoor te groot.

RISICOMETING

Voor Solvency II doelen is risicometing van belang. Dat zie je op twee plaatsen. Ten eerste bij de vereiste solvabiliteit SCR. De standaard formule kent geen expliciete last voor inflatie, al moet er wel voor een onvoordelige kostenontwikkeling gekapitaliseerd worden. Indien een verzekeraar gebruik maakt van een intern model, zal inflatie daar een plaats moeten krijgen. Ten tweede hoort inflatie in de ORSA thuis. We kunnen verwachten dat in de ORSA's van het komende jaar er meer aandacht aan inflatie besteed zal worden. Het is interessanter om te bezien hoeveel ORSA's al relevante inflatiescenario's kenden die ook voor de huidige ontwikkeling zeggingskracht hebben.

Bij de risicometing pas je inflatieschokken toe op de balans. Maar op basis waarvan bepaal je die schokken? Dat is een moeilijke keuze. Als je over een tijdreeks beschikt dan kun je daarmee schokken genereren op basis van de ontwikkeling in die periode, of kentallen afleiden die betrouwbaarheidsintervallen weergeven. De keuze voor de juiste periode van de tijdreeks is cruciaal. Die keuze impliceert dat je het kansproces rond inflatie in die periode ook geldig acht voor de nabije toekomst. Hier treedt een structureel probleem op: we vinden het moeilijk om te denken dat er een trendbreuk optreedt. Bij de Nederlandse inflatie was het aantrekkelijk om de tijdreeks te starten vanaf 1985, toen was immers een beleidswijziging opgetreden in het monetaire beleid. Inmiddels weten we dat het beleid vervolgens weer aangepast kan worden, waardoor de inflatie weer opgelopen is.

Bovendien werken we graag met frequente data die beschikbaar is voor een kortere termijn: uit het grafiekje over de implied inflatie blijkt dat die data op dagbasis sinds 2017 makkelijk beschikbaar zijn. Het voordeel van de frequentere data weegt volgens ons niet op tegen het nadeel dat andere inflatieregimes niet worden meegenomen.

INFLATIE EN DE ACTUARIS

De huidige inflatie blijkt hardnekkiger dan tot voor kort werd aangenomen. Ook de ECB en DNB maken zich zorgen, en momenteel (september 2022) is de marktverwachting dat de ECB de rente zal verhogen om de inflatie te bestrijden. Maatschappelijk klinkt de roep om de inflatie voor bepaalde groepen te compenseren. Het lijkt dus dat economische agenten beginnen te reageren op de verhoogde inflatieverwachtingen, wat weer een eigen dynamiek kan geven. We zijn naar verwachting niet direct af van de inflatie.

Bij verzekeraars verdient inflatie aandacht vanuit diverse perspectieven. De actuaris zal in verschillende rollen daarbij betrokken zijn: actuariële veronderstellingen inzake kosten, productontwerp, hedging, balanswaardering en het bepalen van de kapitaalsvereiste.

Als actuaris hebben we wellicht te lang gedacht dat het inflatierisico iets uit het verleden was. Het verleden heeft geleerd dat juist als je denkt dat een probleem onder controle is, het met onvermoede kracht terugkeert. Dat maken we nu mee met inflatie, laten we goed voorbereid zijn op het volgende risico. ■