

KWARTAALUPDATE

LDI/Staatsobligaties

IN DEZE UPDATE

Marktbeeld

- De 10-jaars Duitse rente per saldo onveranderd
- Fed kondigt renteverhogingen aan, ECB stelt besluit om te verhogen uit

Vooruitzichten

- Economisch herstel tot pré-corona niveaus
- Druk op de ECB blijft
- Beperkte ruimte voor kapitaalmarktrentes om te stijgen

AUTEURS



Lucas Bouwhuis, Sr. Portfolio Manager Fixed Income



Rob Dekker, Sr. Portfolio Manager Fixed Income



THEMA

Mind the spread

Pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen houden over het algemeen zowel obligaties als swaps aan in hun vastrentende portefeuilles. Het verschil in rentes daartussen is de swappread.

Dat swappreads bewegen is van belang voor een pensioenfonds of verzekeringsmaatschappij omdat de verplichtingen van deze fondsen (in Nederland) worden gewaardeerd alsof het alleen maar swapinstrumenten zijn. Bewegingen van swappreads kunnen daarom een grote impact hebben op het rendement van een portefeuille. Swappreads kunnen ingezet worden als extra rendementsdrijver binnen het actieve beheer van portefeuilles. Ze bieden de mogelijkheid, middels een risicoallocatie (als we een marktkans onderkennen), om de diversificatie en stabiliteit van de outperformance te vergroten.

Wel is het zo dat bewegingen van swappreads een grote impact kunnen hebben op de effectiviteit van de afdekking en dus het rendement. Het moet dan ook een bewuste keuze zijn hoe portefeuilles met de allocaties naar obligaties en swaps omgaan. Een duidelijke visie op de veranderingen en verwachtingen in de swappread kan helpen om kansen te benutten.

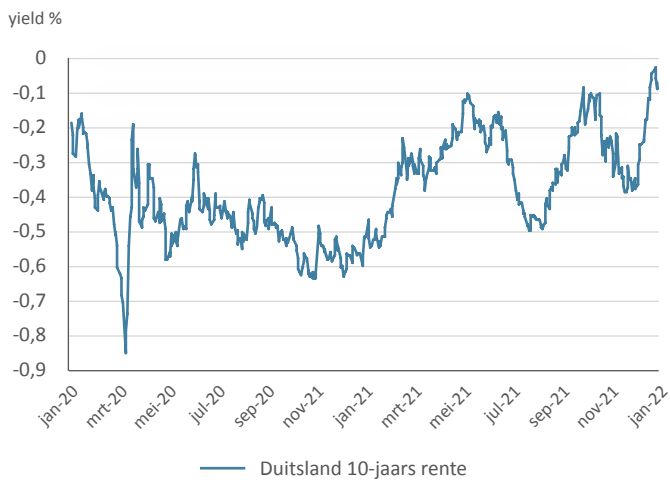
[Lees verder op pagina 4 ->](#)

Marktbeeld

De 10-jaars Duitse rente per saldo onveranderd

De 10-jaars Duitse rente sloot per saldo onveranderd in het vierde kwartaal op een niveau van -0,18%, maar liet gedurende het kwartaal wel een flinke beweging zien. De rente steeg in oktober tot -0,09%. Dit had alles te maken met de aanhoudende hoge inflatiecijfers en de verwachting van verkrapping van het monetaire beleid door de Centrale banken. Dit was ook gelijk het hoogste niveau voor het jaar. Uiteindelijk begon de rente weer te dalen toen de ECB aangaf zeker niet te snel op de monetaire rem te trappen en de Omikron-coronavirus voor meer onzekerheid zorgde over de groeivoorzichten.

Figuur 1: Ontwikkelingen Duitse 10-jaars rente



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Fed kondigt renteverhogingen aan, ECB stelt besluit om te verhogen uit

Headline inflatie steeg in Europa tot 4,9% en in de VS zelfs tot 6,8%. Voornamelijk gedreven door volatiele energie markten, aanhoudende problemen met toeleveranties en personeelstekorten. De Amerikaanse Centrale bank gaf toe zich verkeken te hebben op de hoogte en duur van de huidige inflatoire druk. Op basis daarvan werd in november besloten om het opkoopprogramma versneld af te bouwen. De financiële markten houden nu al rekening met meer dan vier renteverhogingen voor 2022 in de VS. De ECB steekt hierbij bleek af. Lagarde gaf namelijk aan niet te verwachten dat de ECB de rente in 2022 zal verhogen. Natuurlijk gaat de ECB ook stoppen met het crisis-opkoopprogramma (PEPP) dat vorig jaar in het leven werd geroepen, maar daar staat tegenover dat het blijvende 'reguliere' opkoopprogramma (PSPP) tot eind 2022 wordt vergroot.

Het Duitse producentenvertrouwen stabiliseerde in het vierde kwartaal na een daling in de maanden ervoor terwijl het vertrouwen van de dienstensector daalde. Europa-breed daalde ook het consumenten vertrouwen. Dit laatste had veel last van de plotselinge opkomst van de Omikron corona-variant en de maatregelen die landen namen om de vierde coronagolf te beteugelen. Daarentegen had het Duitse coalitieakkoord dat in december werd bereikt, weinig impact op de financiële markten. Met de totstandkoming van de Duitse 'stoplichtcoalitie' kwam er ook een officieel einde aan het tijdperk Merkel.



De ECB verwacht nog niet de rente in 2022 te gaan verhogen

Vooruitzichten

Economisch herstel tot pré-corona niveaus

De economische groei in Europa kan in Q1 van 2022 wat lager uitvallen door de maatregelen die overheden nemen om de omikronvariant te beteugelen. Desondanks lijkt over heel 2022 bezien de economie zich verder te herstellen richting pré-corona niveaus. De economie blijft hierbij lasthouden van de problemen op gebied van toeleveranciers, gestegen energieprijzen en de beschikbaarheid van personeel. De overheden vormen met fiscaal beleid echter voor buffers om het negatieve groeieffect van de omikronvariant en de gestegen energieprijzen te beperken. Deze (onverwachte) fiscale uitgaven zullen effect hebben op de uitgifte van Staatsobligaties. Deze gaan hoger uitvallen dan eerder verwacht.

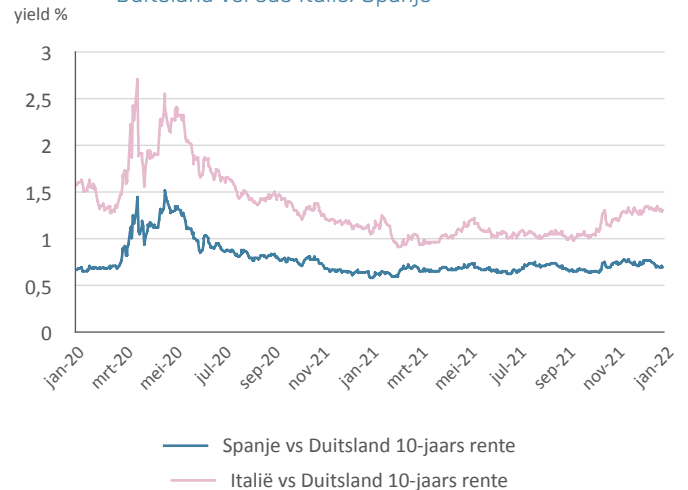
Druk op de ECB blijft

ECB gaat er nog steeds vanuit dat de hoge inflatoire druk van tijdelijke aard is en dat deze in 2023 net onder het gewenste niveau van 2% komt. De druk op de ECB om het extreem losse monetair beleid te gaan verkrappen blijft onverminderd hoog. Dit komt omdat de groeivoorzichten positief zijn en het risico voor inflatie nog steeds 'hoger voor langere tijd' lijkt te zijn. De ECB is echter een stuk meer bedachtzaam dan bijvoorbeeld de Amerikaanse centrale bank of de Noorse centrale bank. Deze laatste heeft in december zelfs de beleidsrente al voor een tweede keer verhoogt in 2021. Het stoppen van het PEPP programma door de ECB is een eerste stap in die richting. Echter een te snelle afbouw van de stimulus, met als risico een te snelle stijging van de Duitse rente, zou ook erg negatief kunnen uitwerken op de perifere obligatiemarkten zoals Italië en Spanje.

Beperkte ruimte voor kapitaalmarktrentes om te stijgen

Per saldo zien wij ruimte voor kapitaalmarktrentes om verder te stijgen. We zijn echter van mening dat de ruimte beperkt zal zijn door de aanhoudende steun van de ECB en de (blijvende) onzekerheden omtrent het effect van energieprijzen en de coronapandemie op consumenten en producenten

Figuur 2: Ontwikkeling 10-jaars renteversillen Duitsland versus Italië/Spanje



Bron: Bloomberg



THEMA

Mind the spread - de impact en mogelijkheden van swapspreads

Pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen houden over het algemeen zowel obligaties als swaps aan in hun vastrentende portefeuilles. Beide instrumenten hebben een rentegevoeligheid die samenhangt met de risicovrije nominale rente. Ze worden dan ook als elkaar aanvullende instrumenten gebruikt bij het aansturen van renterisico-profiel van de beleggingsportefeuille. Er zijn echter duidelijke verschillen tussen de twee instrumenten waardoor de prijsontwikkeling op de financiële markten niet altijd 'in tandem' verloopt. Het verschil (de 'spread') noemen we swapspread¹.

Dat swapspreads bewegen is van belang voor een pensioenfonds of verzekeringsmaatschappij omdat de verplichtingen van deze fondsen (in Nederland) worden gewaardeerd alsof het alleen

maar swap instrumenten zijn. Het obligatie gedeelte van de portefeuille kan dan bij tijd en wijle uit de pas gaan lopen. In Q4 2021 was dit effect groot en had het een positieve impact op de portefeuilles van pensioenfondsen en verzekeraars.

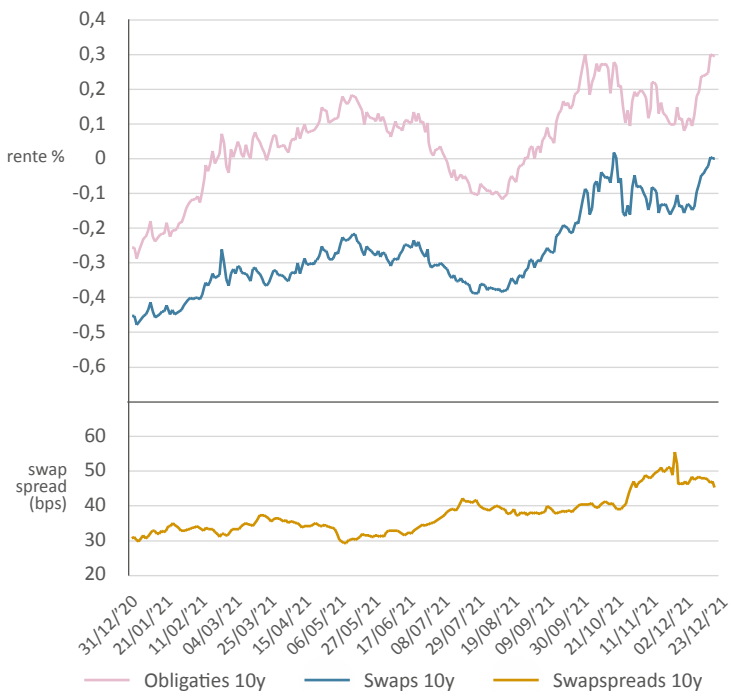
Figuur 3 toont de ontwikkelingen van 10-jarige Duitse staatsobligatie rente en 10-jaars swapspread in 2021. We zien dat swaps en obligaties ongeveer gelijke tred houden, maar toch ook verschillen. Het verschil ertussen, de swapspread (onderste lijn), beweegt door de tijd heen en is 24 basispunten opgelopen. Aanvankelijk steeg de swapspread in 2021 en is vooral sterk gestegen in Q4 2021, maar intussen al weer wat teruggevallen.

Veranderingen in swapspreads ontstaat door acties van centrale banken, overheden...

Een zijn legio factoren die de swapspread in beweging kunnen zetten. Bijvoorbeeld, door de grootschalige opkoopprogramma's van staatsobligaties door de ECB, steeg de vraag naar staatsobligaties. De verwachting van hoe dit programma zich zal ontwikkelen, is daarom een belangrijke driver van swapspreads, omdat het rechtstreeks van invloed is op de vraag naar obligaties, maar niet naar swaps.

Ook het aanbod van staatsobligaties is een belangrijke driver van swapspreads. Wanneer de Duitse overheid een groot begrotingstekort heeft, is de verwachting dat in ieder geval een deel daarvan gefinancierd zal worden door extra obligatie-uitgifte. Met andere woorden, het aanbod van obligaties zal veranderen en dus de obligatierendementen beïnvloeden, maar niet de swaprendementen. Hierdoor zal ook de swapspread worden beïnvloed. Zo zijn er veel meer drivers van swapspreads.

Figuur 3: Ontwikkelingen obligaties (DLD 10-jaars), swaprente (10-jaars) en swapspread (10-jaars) in 2021.



Bron: Bloomberg, Achmea IM.

¹ het verschil in rente tussen de meest veilige staatsobligaties en renteswaps bij gelijke looptijd we noemen de "swapspread". In deze discussie kiezen we voor de uitgever van de obligatie van deze spread de veiligste en meest liquide obligaties, dus in euro's kiezen we voor Duitse staatsobligaties.

...maar in Q4 ook door liquiditeitsoverschot op de financiële markten...

Behalve de hierboven genoemde drijfveren van swapspreads, is een andere drijfveer hoe zogenaamde repo-niveaus veranderen ten opzichte van Euribor-niveaus².

Euribor is de standaard variabele rente van een Euro swap. Voor het aangaan van een swap is slechts onderpand nodig voor het dekken van waardeveranderingen. Met het variabele been van een swap, wordt namelijk het vaste been gefinancierd. Swap staat dan ook voor uitruil.

Een repo ('repurchase operation') rente, daarentegen, is de rentevoet in een geldmarkttransactie waarbij obligaties worden verkocht aan een tegenpartij met de afspraak om de obligaties op een latere datum terug te kopen. Aan- en verkoop gebeuren tegen een vooraf vastgestelde prijs. Die prijs is gebaseerd op een rentevoet, de repo-rente, want effectief gezien wordt kasgeld (uit)geleend tegen obligaties als onderpand. Voor marktpartijen die zonder kapitaal een positie aangaan, is dit de standaard manier om aankopen te financieren.



De swapspread verandert als het verschil tussen Repo en Euribor verandert



In zijn eenvoudigste, basale vorm kan een swapspread worden gezien als een uitruil van de financiering van een obligatie (repo) en de financiering van een swap (Euribor). Dus als het verschil tussen repo-niveaus en Euribor-niveaus verandert, verandert de swapspread. In het vierde kwartaal was dit de belangrijkste drijver van de swapspread. Dit had te maken met drie factoren.

- Op de eerste plaats wordt door de obligatie-aankopen van de ECB een groot deel van de uitstaande Duitse staatsobligaties uit de omloop genomen, waardoor schaarste ontstaat. Dit verlaagt de repo-niveaus op die obligaties, omdat het financieren van deze obligaties door de schaarste duurder wordt. Dit is niet de enige impact die de ECB heeft op de repo-niveaus. De ECB verschaft ook liquiditeit aan banken via haar TLTRO-programma, dat banken in staat stelt (tegen onderpand) te lenen van de ECB. Het is precies de mobilisatie van dit onderpand dat de schaarste van staatsschuld nog verder vergroot: hoe meer banken van de ECB lenen, hoe groter de behoefte aan onderpand. Deze twee effecten verlagen de repo-niveaus ten opzichte van die van Euribor³. Daarom zullen de swapspreads toenemen. Deze effecten bestonden natuurlijk al voor het vierde kwartaal, maar hun incrementele effect weegt zwaarder en zwaarder.
- Op de tweede plaats verkleinen banken over het algemeen hun balansen aan het einde van het jaar. Aan grote bankbalansen op het einde van het jaar zijn namelijk regelgeving kosten verbonden. Repo-transacties hebben nu juist een forse impact op de vergroting van de balansen, en daarom worden repo-transacties steeds duurder naarmate het einde van het jaar nadert. Immers, banken zijn steeds minder bereid zijn eraan deel te nemen en vragen daarom een hogere vergoeding. Dit verlaagt ook de repo-niveaus ten opzichte van Euribor.
- Tot slot speelt ook de gestegen volatiliteit in het vierde kwartaal een rol. Van grondstoffen tot aandelen en vastrentende waarden, elk van deze assetclasses vertoonde op een bepaald moment tijdens het kwartaal verhoogde volatiliteit. Dit doet normaal de vraag naar onderpand stijgen. Naast cash vormen staatsobligaties van hoge kwaliteit (zoals Duitse staatsobligaties) over het algemeen standaard onderpand. Naarmate de volatiliteit op de financiële markten toeneemt, zullen de repo-niveaus op Duitse staatsschulden dalen, omdat deze worden gebruikt om aan de toenemende onderpandvereisten te voldoen.

² of EONIA/ESTR, maar we zullen het onderscheid hier negeren

³ Rente en prijs zijn tegenovergesteld aan elkaar. Hoe lager de rente op een lening, hoe hoger de prijs hiervan wordt.

De impact van swappreads op portefeuilles

Swappreads hebben een significante invloed op het rendement van institutionele beleggers. De meeste pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen hebben zowel obligaties als swaps in portefeuille. Doordat de swappreads tijdens het kwartaal stegen, had dit een positief effect op de portefeuille ten opzichte van de verplichtingen: swaprentes stegen meer dan obligatierentes waardoor obligatiewaarderingen dus minder hard daalden dan de waardering van swaps en de verplichtingen.

Als voorbeeld bekijken we de impact voor een pensioenfonds die een portefeuille aan obligaties en swaps in bezit heeft ter afdekking van de verplichtingen. Het renterisico van de verplichtingen bedraagt € 4 miljoen, wat is afgedekt middels een obligatieportefeuille met renterisico van € 1 miljoen een swapportefeuille met een renterisico van € 3 miljoen. Als gevolg van de swappreadbeweging in Q4 zou deze portefeuille ten opzichte van de verplichtingen een positief resultaat van ca. € 9 miljoen in het kwartaal hebben behaald. Een significant rendement dus.

Swappspread als extra rendementsdrijver

Wij gebruiken de swappspread als extra rendementsdrijver binnen ons actieve beheer. De swappspread biedt ons op mandaatniveau een extra instrument om toegevoegde waarde te leveren aan onze klanten. Het geeft ons de mogelijkheid, middels een risicoallocatie naar swappreads (als we een

marktkans onderkennen), om de diversificatie en stabiliteit van de outperformance te vergroten. Indien de mandaatrichtlijnen hier ruimte voor geven, benutten we deze dan ook graag.

Hierbij letten we ook scherp op de uitvoering. Binnen Achmea IM is de handel in obligaties en swaps gecentraliseerd. Voordeel is dat we in staat zijn om de aan- en verkopen van obligaties met en tegenovergestelde transacties in swaps in één pakket uit te voeren. Dit geeft twee voordelen:

1. Het elimineert het risico dat tussen de handel van de losse producten de swappread beweegt. Hiermee zou de kans op extra rendement (gedeeltelijk) verloren kunnen gaan.
2. Het reduceert transactiekosten: door slechts één gecombineerde transactie te doen, kunnen we dubbele bied/laat kosten vermijden.

Het is duidelijk dat de bewegingen van swappreads een grote impact kunnen hebben op de effectiviteit van de afdekking en dus het rendement. Het moet dan ook een bewuste keuze zijn hoe portefeuilles met de allocaties naar obligaties en swaps omgegaan. Een duidelijke visie op de veranderingen en verwachtingen in de swappread kan helpen om kansen te blijven benutten.

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, risicomanagement 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 Jeroen van Rumund, Business Development Director,
Jeroen.van.Rumund@Achmea.nl, +31 6 224 559 26

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.