

## Marktopdate LDI

# Swap Spreads - 20.000 mijlen onder zee

### In het kort:

- Swap spreads zijn gedaald en we verwachten dat ze laag zullen blijven. Voor pensioenfondsen betekent dit dat swaps een aantrekkelijk instrument voor hedging blijven.
- Er komt een vloedgolf aan nieuwe Duitse staatsobligaties naar de markt, terwijl de ECB zich terugtrekt, waardoor swap spreads lager worden. Dit wordt nog versterkt door de verslechterende financieringsvoorwaarden.
- Duitsland is niet langer de veilige haven die het ooit was, het economische model worstelt. Tegelijkertijd is het Europese fragmentatierisico gedaald. Beide helpen swap spreads te verlagen.
- We zien Duitse swap spreads rond de -20bp uitkomen, mogelijk met slechts tijdelijke opwaartse oplevingen.
- Pensioenfondsen kunnen in de verleiding komen om swap-allocaties om te zetten in obligatie-allocaties na een periode van significante outperformance van swaps. Maar we waarschuwen dat dezelfde beweging mogelijk nog verder kan doorzetten en dat swaps verder kunnen outperformen.

### INLEIDING

Trouwe lezers van onze columns herinneren zich misschien dat we [bijna 2 jaar geleden](#) over swap spreads schreven, waarin we de beweging van swap spreads vergeleken met de “Grote Golf van Kanagawa”. We gebruikten die als een allegorie waarom we geloofden dat swap spreads zouden dalen vanaf hun toen nog hoge niveaus.

Sinds die tijd hebben swap spreads zich inderdaad gecorrigeerd. Maar ze zijn nu erg ver gedaald, en zijn (wat in het schilderij zou lijken te zijn) ondergedompeld, zie figuur 1. Er zijn goede verklaringen waarom dit is gebeurd.

### AUTEURS



**Lucas Bouwhuis**  
Senior Portfolio Manager



**Rob Dekker**  
Senior Portfolio Manager



**Jasper Valstar**  
Senior Portfolio Manager

Figuur 1: Historische ontwikkeling Swap Spreads



Bron: Achmea IM, Bloomberg

We verwachten dat de lage spreads voorlopig zullen aanhouden. Op de lange termijn zijn er structurele redenen zijn waarom spreads laag zullen blijven, ongeacht de kans op enkele korte termijn rebounds.

Waar we swap spreads eerst vergeleken met de “Grote Golf van Kanagawa”, zou een betere vergelijking nu “20.000 mijlen onder zee” kunnen zijn, de roman van Jules Verne. In de roman wordt ons getoond dat waar leven onder water ooit onmogelijk leek, het een nieuw normaal is geworden. Onder water zijn is niet langer een crisis, maar een houdbare situatie. Evenzo denken we dat lage swap spreads (zelfs onder nul) houdbaar zijn.



Jules Verne, 20.000 mijlen onder zee

Daar zijn verschillende redenen voor, die we hieronder toelichten. We geven voor elke reden aan of dit een korte termijn, middellange termijn of lange termijn driver van swap spreads is.

### 1. We zwemmen in obligaties - korte termijn/middellange termijn

De uitgifte van nieuwe Bunds (Duitse Staatsobligaties) aan marktdeelnemers (exclusief aflossingen) tussen 2023 en 2026 zal naar verwachting ongeveer net zo groot zijn als de totale Bund-uitgifte in de 15 jaar daarvoor. Erger nog, als je rekening houdt met de aankoopprogramma's van de ECB, waren er in die 15 jaar in feite geen nieuwe Bunds beschikbaar voor particuliere handen. In plaats daarvan bouwt de ECB de komende jaren haar aankoopprogramma's passief af, waardoor vrijwel alle Bund-uitgifte naar particulieren wordt gedwongen.

Als we kijken naar het percentage Bunds dat beschikbaar is voor particuliere handen als percentage van de totale uitstaande Bunds (Figuur 2), zien we dat dit tijdens de

pandemie daalde tot onder de 20%. Slechts één op de vijf obligaties was beschikbaar voor particuliere beleggers. Dit percentage neemt nu toe en zal naar verwachting blijven toenemen.

Figuur 2: Ontwikkeling Bund Free Float



Bron: Achmea IM, Bloomberg

Het aanbod van staatsobligaties op zich is al uitdagend genoeg, maar de combinatie van overvloedig aanbod en het feit dat het grootste deel ervan door particuliere beleggers moet worden gekocht, maakt de uitgifte van obligaties extreem lastig.

De schaarste aan onderpand waarmee we in 2021 en 2022 werden geconfronteerd, is oud nieuws. Het tegenovergestelde is vandaag de dag het geval: we hebben toegang tot te veel obligaties, en er komen er nog meer aan.

Als QE niet opnieuw begint, zullen al deze obligaties echt wel ergens een plek vinden, maar tegen de juiste prijs. Wij verwachten niet dat deze juiste prijs een grote invloed zal hebben op de renteniveaus, maar wel op swap spreads. Het overvloedige aanbod aan obligaties zorgt ervoor dat het renteverskil tussen staatsobligaties en swaps kleiner wordt.

### 2. Het repo-tij keert - korte termijn

De meeste pensioenfondsen zullen het zich nog goed herinneren (en niet met veel plezier): toen rentes in 2022 stegen, groeide de vraag naar onderpand omdat aan variation-margin voldaan moest worden. Pensioenfondsen

waren niet de enige groep beleggers die met dit probleem te maken had. Hierdoor bleef het obligatieonderpand duur en bleef de financiering ervan ook duur. Repo-rentes daalden derhalve abrupt: hoog gewaardeerd onderpand kon ESTR -80bp, -90bp of -100bp bereiken.

De officiële sector probeerde te helpen, zoals het versoepelen van de beperkingen op het uitlenen van obligaties (door de ECB) en het beschikbaar stellen van meer obligaties uit hun eigen bezit (door het Duitse Agentschap voor Financiën). Desalniettemin bleven de repo-niveaus laag.

Maar daarna, in 2023, stabiliseerden rentes zich en nam ook de vraag naar onderpand af. Dit alles precies op het moment dat het aanbod van obligaties toe begon te nemen. Dit heeft zich tot nu voortgezet en als gevolg daarvan zijn de repo-niveaus goedkoper geworden.

Waarom is dit van belang voor swap spreads? Het antwoord hierop is simpel: als je een asset swap opsplijst in de onderliggende bouwstenen, is een van de componenten de financiering van een obligatie, oftewel repo. Toen de repo duurder werd in 2022, stegen swap spreads. Toen de repo vanaf 2023 goedkoper werd, daalden swap spreads. De verklaring is zeer waarschijnlijk dat de recente snelheid van de daling van swap spreads grotendeels werd veroorzaakt door de goedkopere repo-niveaus. Gezien het voortdurende overvloedige aanbod van hoog gewaardeerd onderpand, is deze ontwikkeling waarschijnlijk nog niet voorbij. Hierdoor blijven swap spreads laag.

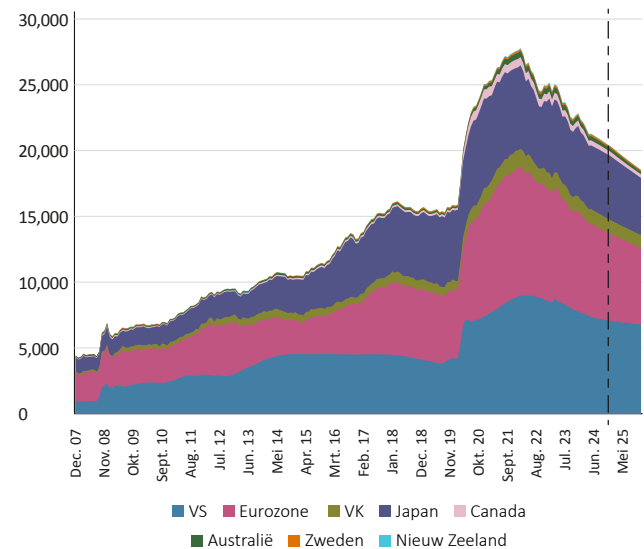
### 3. Bankfinanciering: geen liquiditeit - korte termijn

Nauw verwant aan de bovenstaande repo kwesties is de beschikbaarheid van financiering van commerciële banken in het algemeen.

Centrale banken bouwen hun balansen af in recordtempo (Figuur 3). Wat tijdens de pandemie was gekocht, loopt af of wordt direct verkocht. Daarbij neemt de hoeveelheid liquiditeit in het systeem tegelijkertijd af. Hierdoor wordt het beschikbare geld voor commerciële banken schaarser.

Balance-sheets van banken komen onder druk te staan naarmate financiering schaarser wordt, en dit maakt het minder waarschijnlijk dat ze leningen zullen verstrekken aan met name hedgefondsen. Hedgefondsen zijn van nature sterk afhankelijk van financiering. In Amerikaanse rentemarkten is deze afhankelijkheid verviervoudigd ten

Figuur 3: Centrale banken krimpen hun balansen



Bron: Bloomberg, RBA

opzichte van voor de pandemie. We denken dat hetzelfde geldt voor rentemarkten in de eurozone.

Dit draagt bij aan hogere repo-rentes. Maar er is meer: de regelgeving heeft niet stilgestaan sinds de pandemie. Voor banken is een grote balanspositie duur, en vooral aan het einde van het kwartaal en het einde van het jaar zullen banken proberen te voorkomen dat hun balans beschikbaar wordt gesteld voor kredietverlening. Dit creëert verdere financieringsdruk op specifieke momenten in het jaar. Dit gebeurt momenteel ook, nu het einde van het jaar nadert.

Met andere woorden, er is een recordvraag naar financiering precies op het moment dat de balans steeds minder beschikbaar wordt. Uiteindelijk zal dit zichzelf in de loop van de tijd oplossen, maar voorlopig houdt het swap spreads krap.

### 4. Nederlandse pensioenfondsen varen nog steeds - middellange termijn

Nederlandse pensioenfondsen zijn van nature risicomijdend en geneigd om hun verplichtingen te matchen tot het punt waarop ze dat niet meer hoeven te doen. Maar natuurlijk geldt tegelijkertijd ook dat het in de overgang naar het nieuwe pensioenstelsel niet altijd zinvol is om alle hedges blindelings te verhogen als dat niet absoluut noodzakelijk is. De verwachting dat ultralange hedges in de toekomst misschien niet nodig zijn, maakt pensioenfondsen

terughoudend om de hedges te verhogen, tenzij ze de overtuiging hebben dat het absoluut moet.

Niettemin zal een sterke wens om hoge dekkingsgraden te beschermen in combinatie met normaal hedge-gedrag rond kwartaal- en jaareindes er allemaal aan bijdragen om de hedge-activiteit voorlopig voort te zetten. Bovendien wordt de overgang naar het nieuwe pensioenlandschap door een aantal pensioenfondsen vertraagd en zal de normale gang van zaken naar verwachting aanhouden. Dit zal nog steeds gunstig zijn voor swaps met een lange looptijd. Het verklaart ook waarom swap spreads met een lange looptijd nog steeds veel krappere zijn dan swap spreads met een kortere looptijd. Bovendien is er ook in het nieuwe landschap ruimte voor langlopende swaphedging voor diversificatiedoelstellingen.

Als er vandaag de dag hedging moet plaatsvinden, kan het natuurlijk zinvol zijn om naar obligaties te kijken in plaats van naar swaps. Ze zijn 40bp goedkoper. Maar we herhalen nog eens onze eerste verklaring over Nederlandse pensioenfondsen: ze zijn risicomijdend. Verplichtingen worden verdisconteerd door een swapcurve, daarom neigen fondsen van nature naar het gebruik van swaps en zal hedging met swaps aantrekkelijk blijven.

Buiten Nederlandse pensioenfondsen zijn er ook nog andere gebruikers van de langlopende euro swapmarkt, met name verzekeringsmaatschappijen. De vraag zal voor deze beleggersgroepen min of meer onveranderd blijven. Dit alles houdt swap spreads in langlopende looptijden laag.

##### 5. Eurozone, een verenigde vloot - lange termijn

Na de Europese staatsschuldencrisis van meer dan tien jaar geleden, hebben investeerders Eurozone-landen in drie groepen verdeeld:

- kernlanden (hoog aangeschreven landen zoals Duitsland en Nederland);
- niet-kernlanden (goed gerunde economieën, maar doorgaans kleiner en/of minder hoog gewaardeerd, zoals Oostenrijk en België), en
- periferielanden (traditioneel landen met meer schulden, zoals Italië en Portugal).

Het idee was dat periferielanden zo'n slechte schuld-dynamiek hadden dat er een altijd een risico bestond dat de eurozone zou fragmenteren als gevolg van het onhoudbaar worden van de schuld in één ervan.

Maar intussen zijn we verder en ontstaat de vraag of dit drievoudige onderscheid nog steeds even betekenisvol is. De EU als geheel lijkt langzaam te bewegen in de richting van een toenemende gemeenschappelijke obligatie-uitgifte. Het aanbod van NGEU-obligaties tijdens de pandemie is hier een voorbeeld van. De barrières voor volledige gemeenschappelijke uitgifte zijn nog steeds ruim aanwezig, maar de richting waarin we bewegen is onmiskenbaar. Dit betekent dat het karakteriseren van landen op basis van hun schulddynamiek ook verwatert. Wij zijn van mening dat landspecifieke kwesties steeds meer als idiosyncratisch worden gezien en minder relevant voor de eurozone als geheel. De huidige Franse politieke onrust is hier een voorbeeld van: fragmentatierisico maakt gewoon geen deel uit van het verhaal, terwijl dat tien jaar geleden wel het geval zou zijn geweest.

Als gevolg hiervan neemt ook de roep om Bunds als ultieme veilige haven af. Ten eerste omdat het risico op fragmentatie niet langer zo groot is en spreads tussen landen kunnen dalen; het vermindert risico en zou swap spreads moeten verkleinen. Ten tweede zou het niet langer echt een groot verschil moeten maken om Duitsland of, laten we zeggen, Nederland (of zelfs de daadwerkelijke gemeenschappelijke obligatie) te kopen als een veilige haven, aangezien er steeds minder onderscheid is. Dit alles zou de swap spreads structureel moeten verkleinen ten opzichte van Duitsland.

##### 6. Duitsland, Changing Tides - lange termijn

Als je in de afgelopen 20 jaar een Europees land zou moeten aanwijzen als voorbeeld van economisch succes en stabiliteit, dan was het Duitsland wel. Het export-gedreven economische model van Duitsland leek welvaart te brengen. Het land profiteerde van een "arbeidsmarkt-wonder" vanwege de structurele hervormingen die rond de eeuwwisseling werden doorgevoerd. De industriële sector werd lang beschouwd als een hoeksteen van de economische kracht en stond bekend om zijn efficiëntie en innovatie. Het was de thuisbasis van enkele van de grootste bedrijven van Europa. Het had toegang tot goedkope en overvloedige energie. Wanneer er elders in Europa problemen ontstonden, waren het altijd de Duitse mannen en vrouwen "in zwarte pakken" die het advies gaven (en eisen, in ruil voor de financiering) over hoe te hervormen.

Maar recente gebeurtenissen hebben dit beeld ondermijnd. Het vermeende economische wonder is wellicht voorbij en Duitsland is misschien zelfs in verval. Het land lijkt plotseling achter te lopen op andere grote economieën. Het is betrupt op het feit dat het te afhankelijk is geworden van autoritaire regimes, zoals Rusland voor energie en China voor technologische vooruitgang. Het model, dat zich richt op productie en export, voelt plotseling onhoudbaar. Financiële beperkingen van de overheid, die ooit zorgden voor een van de laagste leenrentes in Europa, vormen nu een belemmering. Er is een lange lijst met uitdagingen die dringend financiering nodig hebben, van defensie en infrastructuur tot de energietransitie en gezondheidszorg.

De ECB was grotendeels ontworpen om de economie van de eurozone in het belang van Duitsland te laten draaien (hoewel dat natuurlijk niet expliciet zo genoemd werd). Tegenwoordig werkt dit niet meer voor Duitsland. Andere landen van Europa presteren beter. Er hebben elders hervormingen plaatsgevonden, maar niet in Duitsland. Duitsland verandert in Italië, en Italië verandert in Duitsland. De rentetarieven die de ECB vaststelt, zijn nu te hoog voor Duitsland en passend voor zuidelijke landen.

Het is niet langer duidelijk dat een Duitse Bund precies dezelfde hoogwaardige obligatie is als ooit. Wellicht bieden obligaties van andere landen ook iets van een dergelijke veiligheid. Dit zou ook de swap spreads structureel krap moeten houden.

#### Wat betekent dit allemaal voor swap spreads?

De verkrapping die we de afgelopen maanden hebben gezien, is snel gegaan. Maar het was de snelheid die verraste, niet zozeer de richting. Zoals we hierboven hebben geschetst, was deze beweging verklaarbaar. Maar het is natuurlijk niet altijd een eenrichtingsverkeer. Onlangs vond een correctie plaats, deels gedreven door de flow. Maar wij verwachten dat dit tijdelijk zal zijn, omdat er geen fundamentele redenen zijn dat dit lang zal aanhouden.

Het beeld is dan ook dat swap spreads over de langere termijn krap blijven, of zelfs krappere worden. Het gebeurt misschien niet in een rechte lijn, maar de richting is duidelijk.

Dus op welk niveau gaan we terechtkomen, wat is een redelijke verwachting voor de lange termijn? Dat is lastig te zeggen, omdat alles kan veranderen: een scherpe

Figuur 4: Ontwikkeling internationale Swap Spreads



Bron: Achmea IM, Bloomberg

risk-off-periode kan obligaties plotseling weer erg aantrekkelijk maken; een nieuwe Duitse regering zou plotseling een structurele hervormingscampagne kunnen starten; repo-rentes zouden kunnen stabiliseren; bankregulering zou kunnen worden versoepeld, waardoor balansen vrijkomen; gemeenschappelijke financiering van de eurozone komt misschien nooit van de grond; of een groeiboost zou de noodzaak voor verdere uitgifte kunnen wegnemen.

Sommige van deze scenario's zijn realistischer dan andere, bijvoorbeeld veranderingen in bankregulering of een periode van correctie op aandelen- en risicomarkten lijken niet zo vergezocht. Maar als we realistisch zijn, is het onwaarschijnlijk dat al deze scenario's zich allemaal tegelijkertijd voordoen.

Wij zijn van mening dat internationale spreadniveaus geen slechte leidraad zijn als uitgangspunt. Als we kijken naar 10-jarige Amerikaanse Treasury en UK Gilt spreads (Figuur 4), zien we dat die ongeveer -50 bp zijn. Dit is geen onredelijk niveau voor Bunds, en op de lange termijn zouden Duitse swap spreads dit kunnen benaderen, waarbij Bunds nog steeds enigszins special blijven: -20 bp moet mogelijk zijn.

# Conclusie

Concluderend kunnen we zeggen dat swap spreads de laatste tijd flink zijn gedaald, maar dat die aanscherping gerechtvaardigd is. De snelheid was enigszins verrassend, maar gezien de omstandigheden is dat achteraf verklaarbaar.

We denken niet dat swap spreads structureel hoge niveaus zullen bereiken. We kunnen scenario's bedenken waarin ze zouden kunnen corrigeren, zoals zwakte op de aandelenmarkten, maar de structurele redenen voor lage swap spreads blijven bestaan. In "20.000 mijlen onder zee" liet kapitein Nemo ons zien dat leven onder zeeniveau niet alleen mogelijk was geworden, maar daar ook een heel nieuw leven zou kunnen leiden. Zo geloven we ook dat nu lage swap spreads mogelijk zijn geworden, ze ook laag kunnen blijven.

## 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 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. Dit is reclame. Weergegeven scenario's zijn een schatting van het toekomstige rendement op basis van gegevens uit het verleden, en geven geen exacte indicatie. Uw rendement hangt af van hoe de markt presteert en hoe lang u de belegging/het product aanhoudt.

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. Informatie over de beleggingsinstellingen van Achmea IM kan een publicitaire mededeling bevatten. Raadpleeg het prospectus van de beleggingsinstellingen op [achmeainvestmentmanagement.nl](https://achmeainvestmentmanagement.nl) voordat u een beleggingsbeslissing neemt. 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 (AFM registratie 15001209) als beheerder van beleggingsinstellingen zoals 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.