

KWARTAALUPDATE

LDI/Staatsobligaties

IN DEZE UPDATE

Marktbeeld

- Agressief monetair beleid, inverse rentecurve
- ECB blijft hawkish
- Nieuwe uitgiftes in het verschiet

Vooruitzichten

- Recessie loert, monetaire verkrapping blijft
- Dalende inflatie
- Nieuwe uitgiftes, verdere rentestijgingen, oplopende renteversillen

AUTEURS



Lucas Bouwhuis,
Senior Portfolio Manager
Fixed Income



Rob Dekker,
Senior Portfolio Manager
Fixed Income



THEMA

Mind the spread - deel 2

Vorig jaar schreven we over waarom [swapsreads](#) zouden oplopen in 2022. Die voorspellingen kwamen grotendeels uit in de eerste helft van 2022. Kort samengevat stelden we dat tekorten aan onderpand een punt van zorg zouden blijven, dat onzekerheid over het monetaire beleid groot zou blijven, en dat de dynamiek tussen vraag en aanbod nog steeds in het voordeel van obligaties lag. Al deze factoren hebben een rol gespeeld bij de verruiming van swapsreads.

In de tweede helft van 2022 begon dit te kantelen. De voorspelbare bronnen voor hogere spreads keerden om en het tegenovergestelde vond plaats. We houden er zelfs rekening mee dat de impact van deze factoren ook nu nog kan versnellen. Voor de komende periode verwachten wij lagere swapsreads; hoewel ze volatiel kunnen zijn, verwachten we dat swapsreads in 2023 in zullen komen. Redenen hiervoor liggen op het gebied van onderpand, hypotheek, ECB-beleid en een stroom van nieuwe uitgiftes van staatsobligaties.

[Lees meer op pagina 4 →](#)

Marktbeeld

Agressief monetair beleid, inverse rentecurve

Obligatiemarkten werden in het vierde kwartaal opnieuw gedreven door een agressief monetair beleid van de centrale banken, hoge inflatie en een afzwakkende economische groei. De Duitse 10-jaars rente bewoog gedurende het kwartaal tussen de 1,75% en 2,50% en sloot eind december op 2,57%. De rentecurve vervlakte verder waardoor nu de gehele Duitse rentecurve invers is.

Inflatie daalt

Inflatie in Europa kwam in oktober uit op 10,6% maar daalde de maanden daarna tot onder de 10%. De daling werd vooral gedreven door een lagere bijdrage van de energieprijzen en overheidssubsidies in Duitsland. Kerninflatie steeg in oktober naar 5% en bleef gedurende het kwartaal rond dat niveau liggen.

ECB blijft hawkish

De ECB verhoogde in oktober de rente opnieuw met 0,75% maar hintte op minder grote stappen in de toekomst. Dit leidde tot een herstel van zowel de obligatiemarkt als ook de aandelenmarkt. In december werd dan ook inderdaad de deposito rente met 'slechts' 0,50% verhoogd tot 2%. ECB-President Lagarde gaf hierbij echter een aantal andere hawkish commentaren die de rente toch flink deed stijgen.

Lagarde deelde niet alleen mee dat de rente waarschijnlijk nog significant verder opgetrokken moet worden om inflatie te

beteugelen. Ze kondigde ook aan dat de ECB vanaf maart 2023 een begin maakt met het afbouwen van de balans. Dat gaat plaatsvinden door middel van 'natuurlijk verloop'. De ECB stopt grotendeels met het herinvesteren van aflossingen op leningen die in de afgelopen jaren zijn aangekocht.

Nieuwe uitgiftes in het verschiet

Landenspreads daalden in oktober en november door het meer positieve klimaat op de financiële markten. Vooral Italië liet een outperformance zien. De politieke situatie bleef redelijk rustig na de verkiezingen in september waardoor veel beleggers hun onderwogen positie sloten. Richting jaareinde liepen de landenspreads echter weer op in aanloop naar de grote uitgifte van nieuwe staatsobligaties begin 2023.



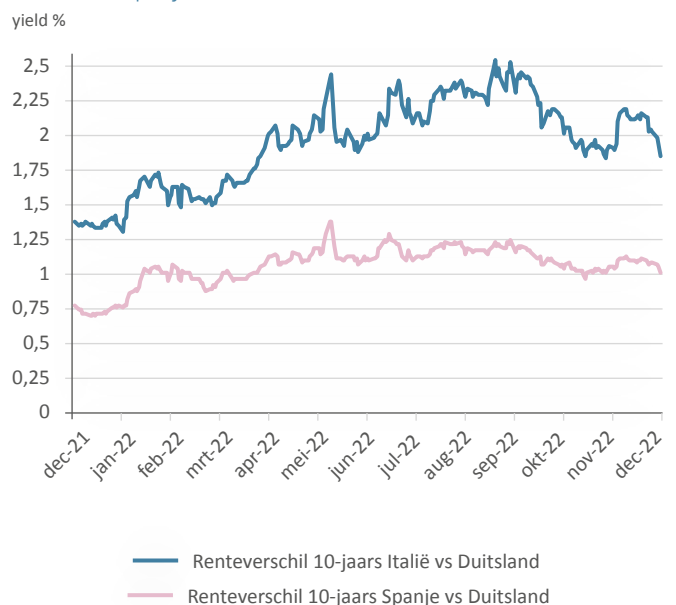
In de Verenigde Staten verhoogde de Fed in het vierde kwartaal de rente eerst met 0,75% en vervolgens met 0,50% tot een niveau van 4,50%. Inflatie daalde verder, maar de arbeidsmarkt blijft voorlopig nog redelijk goed presteren. De Fed gaf ook aan de rente nog verder te willen verhogen richting de 5% tot 5,25%.

Figuur 1: Ontwikkelingen 10-jaars rente Duitsland en Verenigde Staten



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Figuur 2: Ontwikkeling 10-jaars rentevershil Italië en Spanje t.o.v. Duitsland



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Vooruitzichten

Recessie loert, monetaire verkrapping blijft

Macro economische data wijzen op een recessie in Europa in de komende maanden. Ondanks de slechte economische vooruitzichten blijft de ECB voorlopig het monetair beleid verkrappen. De renteverhogingen van de ECB werken met vertraging door in de economie en de meeste impact van het monetair beleid gaat dus nog komen.

Inflatie dalend

Inflatiecijfers zijn volatiel door diverse subsidies op energie die per land verschillen. De onderliggende inflatiedruk is wel aan het afnemen. Leveringstijden verbeteren, veel grondstofprijzen staan nu lager dan begin 2022 en vooral de olie- en gasprijzen zijn de laatste maanden hard gedaald. Wij verwachten dat het Europese inflatiecijfer de komende maanden nog rond het huidige hoge niveau zal blijven liggen. Eind 1e kwartaal zal headline inflatie gaan dalen aangezien de prijsstijgingen dan vergeleken worden met de zeer sterke stijging van begin 2022. Naast deze basiseffecten zal ook een recessie de inflatiedruk beperken. Loonkosten zullen echter nog gaan stijgen wat de daling van de kerninflatie in 2023 beperkt.

Nieuwe uitgiftes, verdere rentestijgingen, oplopende renteverschillen

Een belangrijk thema voor het 1e kwartaal van 2023 wordt de uitgifte van nieuwe staatsobligaties. Europese overheden kampen nog met relatief hoge overheidstekorten en zullen daarom veel obligaties uitgeven. Nu de ECB gestopt is met het opkoopprogramma en vanaf maart zelfs de herbeleggingen gaat afbouwen, wordt de netto uitgifte van staatsobligaties het hoogst sinds de start van de Eurozone, met het zwaartepunt in het 1e kwartaal. Dit kan zorgen voor een verdere rentestijging in de komende maanden.

Daarnaast verwachten wij dat een recessie, afnemende ECB aankopen en veel nieuwe obligaties kunnen zorgen voor oplopende renteverschillen tussen de Europese landen. Vooral de minder kredietwaardige landen met relatief hoge schulden en dus hoge leenbehoefte kunnen onder druk komen te staan.

THEMA

Mind the spread - deel 2

Waarschijnlijk het meest beroemde Japanse schilderij “The Great Wave off Kanagawa”, ook wel bekend als “The Wave”, is een houtsnede van de Japanse kunstenaar Katsushika Hokusai. De prent toont drie boten die door een door storm geteisterde zee bewegen, met een grote golf die een spiraal vormt in het midden. De golf wordt afgebeeld als een formidabele natuurkracht en de kleine boten worden weergegeven als kwetsbaar en overgeleverd aan de krachten van de golf. Het suggereert dat zelfs zoiets schijnbaar tijdsloos en onveranderlijks als de zee een bron van vernietiging kan zijn en dat alles onderhevig is aan de krachten van de natuur en het verstrijken van de tijd.

Financiële marktdeelnemers worden regelmatig aan dit schilderij herinnerd als ze nadenken over hoe snel dingen kunnen veranderen. 2022 was zeker een bewogen jaar en ook euro swapsreads zijn niet aan deze volatiliteit ontsnapt. Met een beetje fantasie en verbeeldingskracht lijkt de vorm van Hokusai’s golf visueel zelfs vaag op de prijsontwikkeling van swapsreads in 2022, zie figuur 3.

Figuur 3: Hokusai’s “The Wave” en swapsreads in 2022,



Bron: Bloomberg

Na het uitlopen van spreads volgen inkomende spreads

Vorig jaar schreven we over waarom [swapsreads](#) zouden oplopen in 2022. Die voorspellingen kwamen grotendeels uit in de eerste helft van 2022. Kort samengevat stelden we dat tekorten aan onderpand een punt van zorg zouden blijven, dat onzekerheid over het monetaire beleid groot zou blijven, en dat de dynamiek tussen vraag en aanbod nog steeds in het voordeel van obligaties lag. Al deze factoren hebben een rol gespeeld bij de verruiming van swapsreads.

In de tweede helft van 2022 begon dit te kantelen. De voorspelbare bronnen voor hogere spreads keerden nu om en het tegenovergestelde vond plaats. We houden er zelfs rekening mee dat dat de impact van deze factoren ook nu nog kan versnellen. Voor de komende periode verwachten wij lagere swapsreads. Er is hier een aantal argumenten voor die we achtereenvolgens zullen belichten.

De stijgende vraag naar onderpand

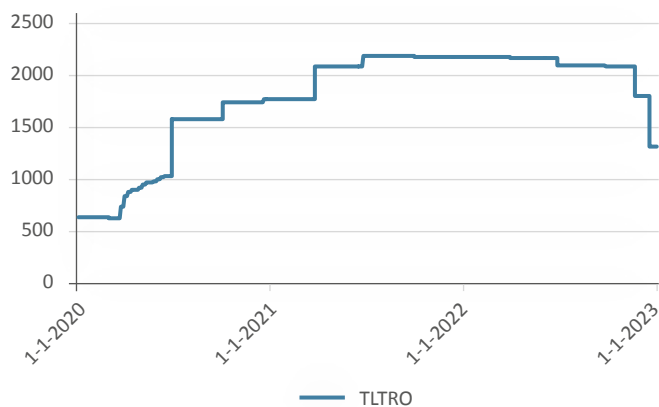
Een sterke vraag naar onderpand maakt obligaties duurder, waardoor swapsreads uitlopen. Wanneer centrale banken obligaties opkopen, ook wel Quantitative Easing genoemd, verminderen ze het aanbod van obligaties. Deze kunnen dan minder als onderpand worden gebruikt. Hierdoor ontstaat potentieel een tekort waardoor de swapsread uitloopt. Aan de andere kant, als de aankoop van obligaties door de centrale bank wordt vertraagd of stopgezet, neemt het aanbod van obligaties die beschikbaar zijn voor gebruik als onderpand toe, waardoor de tekorten aan onderpand afnemen. Nu de Europese Centrale Bank (ECB) de actieve aankoop van obligaties heeft stopgezet, is er een steeds groter deel van de obligaties beschikbaar in de markt, die vervolgens als onderpand kunnen worden gebruikt.

Dit is niet de enige reden waarom het tekort aan onderpand afneemt. Een andere belangrijke reden is dat Europese beleidsmakers gevoeliger zijn geworden voor het ontstaan van onderpandtekorten. In 2022 is een aantal technische beleidswijzigingen doorgevoerd met als doel om het tekort aan onderpand te verminderen, zowel vanuit de ECB als op nationaal niveau. Geen van deze wijzigingen zijn op zichzelf erg betekenisvol, maar de combinatie ervan, samen met de verwachting dat beleidsmakers bereid zijn hierop te handelen, heeft een groot verschil gemaakt in de mentaliteit van de markt met betrekking tot het risico van toekomstige onderpandtekorten.



Een laatste punt met betrekking tot onderpand is de ontwikkeling van de uitstaande TLTRO (Targeted Longer-Term Refinancing Operation), een monetair beleidsinstrument dat door de ECB wordt gebruikt om goedkope financiering te verstrekken aan banken in de eurozone. Het was bedoeld om de kredietverlening aan de reële economie te stimuleren door banken goedkope financiering te verstrekken, waarmee zij op hun beurt weer leningen kunnen verstrekken aan bedrijven en huishoudens. Dit programma wordt gedekt door onderpand, wat betekent dat er veel onderpand is vastgezet bij de ECB als direct gevolg van TLTRO. Deze leningen worden nu terugbetaald door de banksector, en hoogstwaarschijnlijk in een versneld tempo in de toekomst (zie Figuur 4). Nu ze worden terugbetaald, komt ook het onderpand dat bij de ECB vastzat vrij voor gebruik elders.

Figuur 4: Uitstaande TLTRO-leningen (in miljarden euro)



Bron: ECB

Afnemende vraag naar hypotheekleningen

De afgelopen jaren waren we getuige van een gigantische stijging van de huizenprijzen. In de loop van 2022 zagen we huizenprijzen daarentegen dalen, in sommige landen zelfs aanzienlijk. De vraag naar woningen, voorheen robuust, is nu simpelweg minder robuust. Dit betekent ook een lagere vraag naar hypotheekleningen. Banken dekken over het algemeen het risico van hypotheekleningen af via de swapmarkt door middel van payers in middellange looptijden (bijvoorbeeld ergens tussen de 5 en 20 jaar), waardoor de swapspreads uitlopen. Nu de vraag naar hypotheekleningen minder is, kunnen we ook verwachten dat er minder renteswaps payers zijn, wat betekent dat er minder druk zal zijn op uitlopende swapspreads.

Niet alleen is de huizenmarkt zwakker, maar het aandeel hypotheekleningen met een vaste rente neemt ook af omdat de rentes hoger zijn. In sommige Europese landen is de vraag naar hypotheekleningen met een vaste rente dramatisch gedaald. In Italië, bijvoorbeeld, was het aandeel van hypotheekleningen met een vaste rente als percentage van het totaal in januari vorig jaar 60%, maar in september is dit



gedaald tot onder de 40%. Hypotheekleningen met een vaste rente zijn een meer voor de hand liggende kandidaat voor hedging door banken dan hypotheekleningen met een variabele rente. Er worden dus niet alleen minder hypotheekleningen verstrekt, ook het aandeel vastrentende hypotheekleningen neemt af, wat een extra impuls geeft voor het inkomen van swapspreads.

Een soortgelijk verhaal speelt zich af voor bedrijven. Treasurers van bedrijven hebben begin 2022 geprofiteerd van lage rentes door die vast te leggen voor toekomstige obligatie uitgifte. Ze doen dat door middel van payers in de swapmarkt, waardoor de swapspreads oplopen. Nu de rentes aanzienlijk hoger zijn, wordt het vastleggen van deze rentes voor toekomstige obligatie uitgiften onaantrekkelijk, waardoor deze payer-stroom is opgedroogd. Zolang de rente hoog blijft, verwachten we niet dat deze payers terugkeren, en swapspreads zullen deze niet langer als drijfveer voor verruiming hebben.

Onzekerheid over de spreads binnen de EMU

De spreads tussen staatsobligaties binnen de eurozone blijven een onzekerheid. In 2022 zijn de spreads van de meeste perifere landen uitgelopen ten opzichte van Duitsland. Gezien de nauwe correlatie tussen deze spreads en swapspreads heeft dit natuurlijk ook bijgedragen aan het uitlopen van swapspreads. We verwachten dat het opwaartse risico van landenspreads aanhoudt, maar wel minder zal zijn. Ten eerste zal de totale uitgifte van staatsschuld van kernlanden er niet beter uitzien dan die van periferielanden of niet-kernlanden. Zo ziet de netto uitgiftetoename (uitgedrukt in termen van rentegevoeligheid) in 2023 voor bijvoorbeeld Duitsland er op relatieve basis slechter uit dan voor Frankrijk of Spanje in vergelijking met 2022. Ook zullen de herinvesteringen voor PEPP (een van de obligatie-opkoopprogramma's van de ECB) voorlopig doorgaan, wat perifere obligaties zelfs ten goede kan komen (vooral in tijden van verhoogde stress). Het noodplan voor de aankoop van obligaties wacht ook nog steeds in de coulissen, klaar om indien nodig geactiveerd te worden, wat ook een element van asymmetrie geeft aan de vooruitzichten voor de EMU-spreads.

Van monetaire verkrapting tot een pauze

Vanuit het oogpunt van monetair beleid verwachten we dat de ECB rond de zomer van 2023 haar hoogste beleidsrente zal bereiken: uitgaande van het basisscenario dat de ECB de rente dit jaar waarschijnlijk nog een paar keer zal verhogen en dan zal pauzeren, lijkt het waarschijnlijk dat de markt in dat stadium een verruiming van het beleid zal beginnen in te prijzen. De verwachting van een verruimd monetair beleid in de toekomst zou ook moeten leiden tot inkomende swapsreads.

What's new? - een tsunami aan nieuwe uitgiftes van staatsobligaties

Sommige van de hierboven genoemde elementen zijn al een paar maanden van kracht, en hebben inderdaad bijgedragen aan een daling van de swapsreads. Een element dat we al hebben genoemd, maar dat nieuw is in het verhaal, zijn de vooruitzichten voor staatsobligatie-uitgiftes. Alle landen van de eurozone geven dit jaar naar verwachting meer obligaties uit dan in voorgaande jaren (Figuur 5).

Figuur 5: DV01-uitgifteprognoses net van aankopen door de centrale bank



Bron: ECB, Achmea IM

Niet alleen zijn de absolute bedragen hoger, we denken ook dat ze in de loop van het jaar nog eens omhoog kunnen worden bijgesteld. In voorgaande jaren had de markt er vertrouwen in dat in ieder geval een deel, zo niet alle uitgiftes, uiteindelijk op de balans van de ECB terecht zou kunnen komen. Maar nu koopt de ECB niet meer en nadert ze het punt waarop ze staatsobligaties op haar balans wil afbouwen. De combinatie van meer aanbod en Quantitative Tightening, met risico's dat beide groter zijn dan verwacht en ook sneller arriveren dan verwacht, zal helpen om de swapsreads te doen inkomen.

Blijvende risico's zorgen voor volatiliteit

De kans is groot dat swapsreads volatiel blijven, aangezien er ook een aantal risico's is die de andere kant op wijzen.

Het is duidelijk dat de inflatierisico's nog steeds aanzienlijk zijn en er bestaat een reëel risico bestaat dat de inflatie hoog zal blijven. Dit zou een inflatierisicopremie toevoegen aan obligaties met (vooral) kortlopende looptijden en ongetwijfeld leiden tot een het oplopen van swapsreads. We denken nog steeds dat het waarschijnlijker is dat de ECB dit jaar de rente nog een paar keer verhoogt en dan pauzeert, maar in het geval van aanhoudende inflatie zouden de argumenten voor oplopende swap-reads weer snel kunnen toenemen.

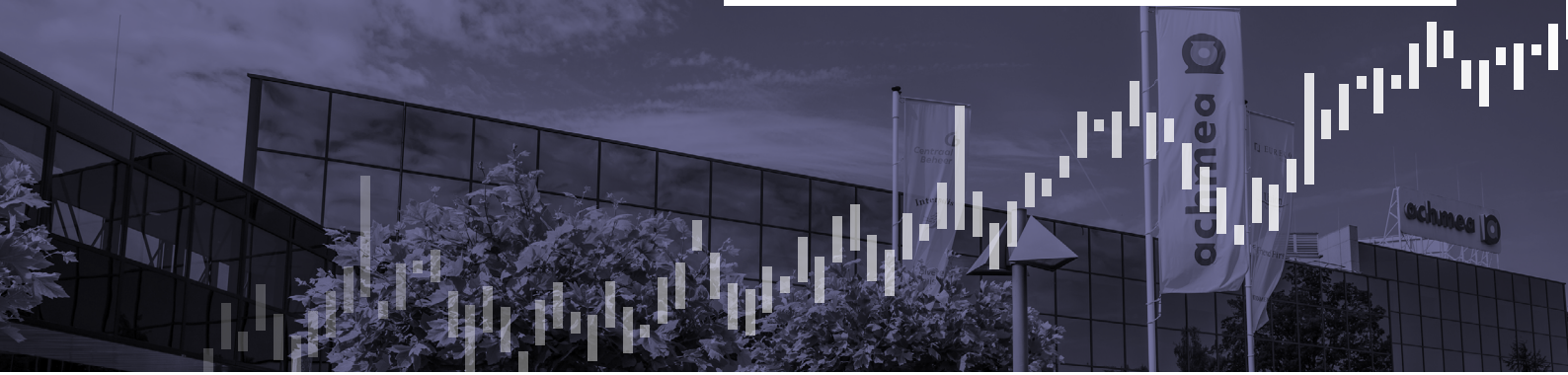
Een tweede risico vloeit voort uit de kans op een recessie. Als er zich een recessie in de eurozone voordoet en deze dieper is en langer duurt dan verwacht, is het mogelijk dat creditsreads verder uitlopen. Dit zou de swapsreads waarschijnlijk ook naar hogere niveaus brengen, vanwege de hoge correlatie tussen de twee.

Een ander risico vloeit voort uit de geopolitieke arena, en in het bijzonder het conflict tussen Oekraïne en Rusland. Een onstabiele situatie en onzekerheid kunnen leiden tot flight-to-quality waarbij obligaties beter presteren dan swaps en swapsreads uitlopen. We hebben geen uitgesproken inzicht over hoe het conflict zich zal ontwikkelen. Maar het lijkt waarschijnlijk dat het in de toekomst veel meer plaatselijk zal zijn dan over uitgestrekte stukken land. En natuurlijk kunnen we ook de mogelijkheid van een impasse of zelfs stopzetting van de vijandelijkheden niet volledig uitsluiten. Desalniettemin blijft de situatie volatiel en vormt een opwaarts risico voor swapsreads.

Meer swaps versus obligaties

Aangezien we denken dat swapsreads in de loop van dit jaar lager zullen eindigen dan waar ze begonnen, geven we er de voorkeur aan om rentegevoeligheid te bezitten via swaps in plaats van via obligaties. Voor klanten die een mix van obligaties en swaps in hun portefeuille hebben, raden we daarom een hogere allocatie in receiver swaps aan in vergelijking met staatsobligaties. Wij zijn ook van mening dat deze visie gevoelig is voor looptijd van de obligaties.

De vernietigende actie aan de linkerkant van Hokusai's "The Wave" contrasteert sterk met de meer serene, maar niettemin dreigende, rechterkant van het schilderij. We kunnen niet met 100% zekerheid zeggen dat deze indicatief is voor de ontwikkeling van swapsreads, maar we hebben er alle vertrouwen in dat de risico's van hogere swapsreads nu meer dan worden gecompenseerd door de risico's van lagere spreads.



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 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 (video) 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 is reclame. Raadpleeg het prospectus van het betreffende Achmea IM beleggingsfonds voordat u een beleggingsbeslissing neemt. 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.