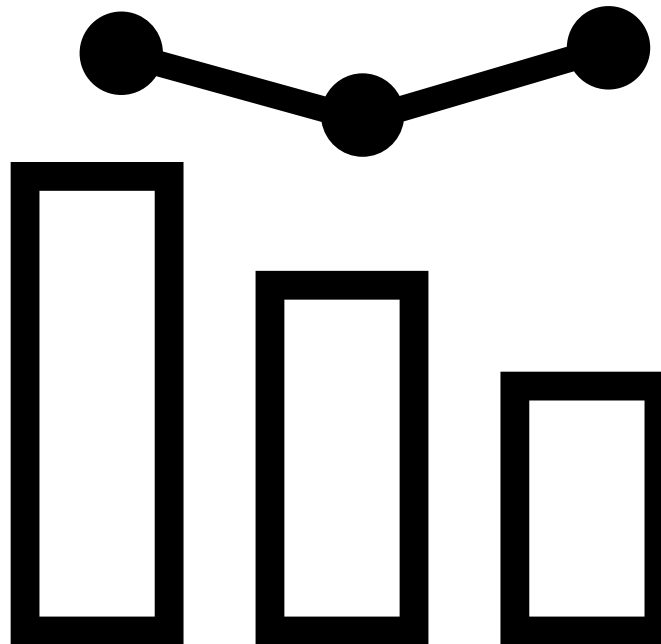




Markt: trends & thema's

De euroswapspreid: verschillende looptijden, verschillende verklaringen

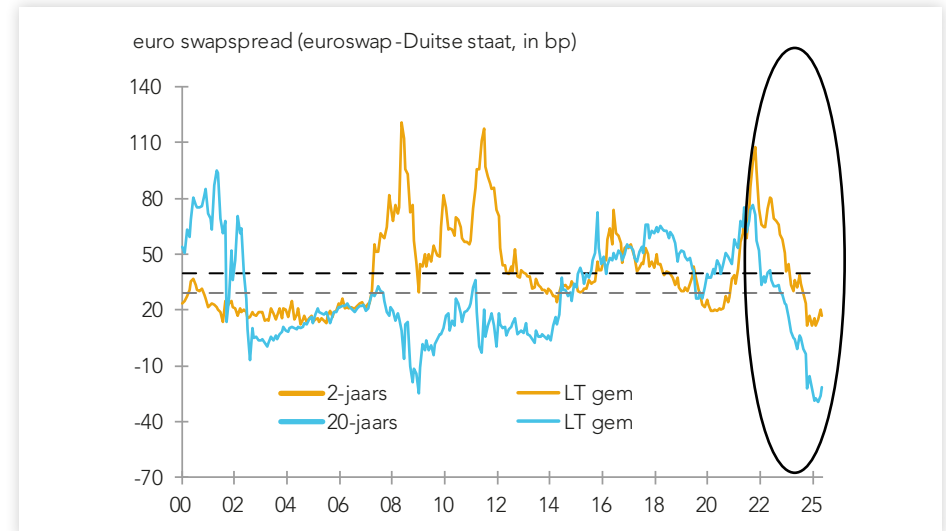
De euroswapsread: verschillende looptijden, verschillende verklaringen

De discussie over waarom Europese swapsreads sinds 2022 zijn gedaald richt zich vaak op middellange looptijden, zoals 10 jaar. Echter, juist op de korte en hele lange looptijden zie je duidelijker de bepalende factoren van swapssreads. Voor kortere looptijden als 2 jaar is onzekerheid rondom centrale bank beleidsrentes belangrijk, terwijl voor lange looptijden de vraag naar het afdekken van renterisico door pensioenfondsen een belangrijke rol speelt. De verklaring van de ontwikkeling van de swapsread hangt dus ook af van de looptijd.

Sinds eind 2022 zijn swapsreads in de eurozone scherp gedaald en liggen onder hun lange termijn gemiddelde niveaus (figuur 1)¹. In een [vorig artikel](#) zijn we ingegaan op het effect hiervan op het 'mismatchrendement' voor (pensioen)beleggers. In dit artikel gaan we meer in op de bepalende factoren van swapsreads met een korte en een lange looptijd.

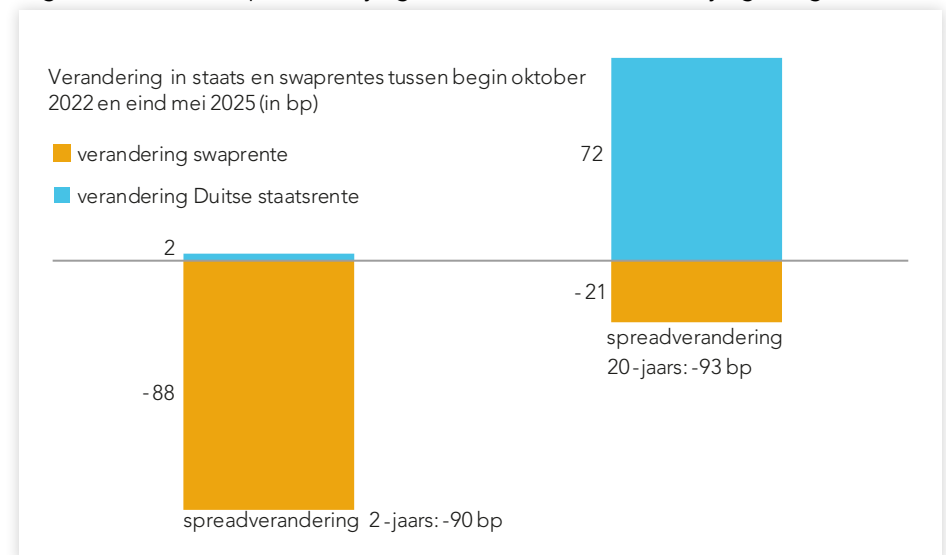
Figuur 2 geeft al een eerste indicatie dat de reden dat swapsreads zijn gedaald verschilt per looptijd. Sinds de recente piek van swapsreads in oktober 2022, zijn de 2-jaars en 20-jaars swap spreads ongeveer even hard gedaald, 90 en 93 basispunten (bp) respectievelijk. Echter, de daling van de 2-jaars spread komt met name omdat de 2-jaars swaprente sterk is gedaald (met 88 bp), terwijl de daling voor de 20-jaars looptijd met name wordt veroorzaakt door een stijging van de Duitse staatsrente (72 bp).

Figuur 1: Zowel korte als lange swapsreads zijn sinds 2022 sterk gedaald



Bron: Bloomberg

Figuur 2: Want swaprentes zijn gedaald en staatsrentes zijn gestegen



Bron: Bloomberg

¹ Wij definiëren de swapsread voor deze studie als de euroswaprente minus de Duitse staatsrente. Als deze spread negatief is, is de euroswaprente dus lager dan de Duitse staatsrente. Natuurlijk kun je ook swapsreads tegen andere veilige staatsobligaties definiëren, zoals tegen Nederlandse staatsobligaties. Deze liggen wat hoger dan spreads tegenover Duitse staatsobligaties maar bewegen over het algemeen met elkaar mee.

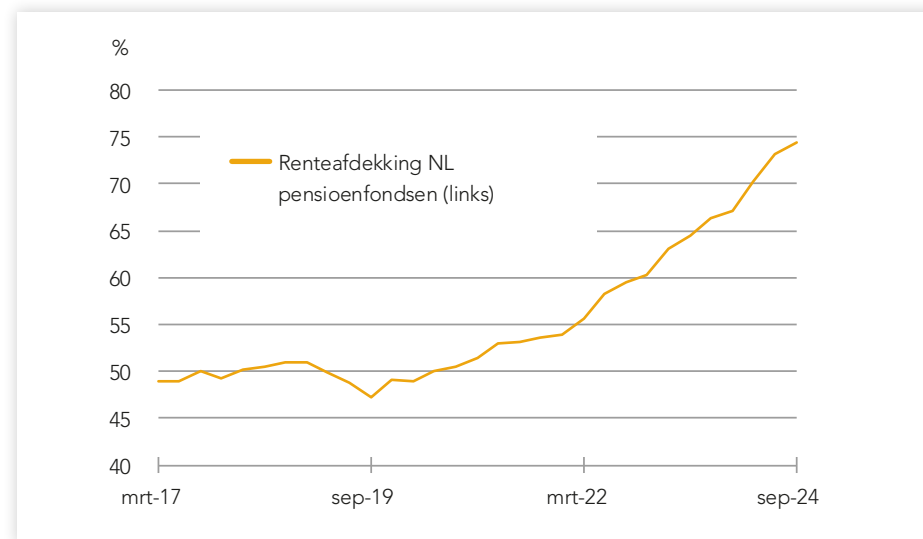
Omdat de swapsread bestaat uit twee componenten worden de verklaringen voor de veranderingen in de swapsread gezocht in ontwikkelingen die met name de swaprente bewegen, met name de Duitse staatsrente, of beide. De lange Duitse staatsrente is deels opgelopen omdat Duitsland meer wilt gaan investeren in defensie en infrastructuur en hiervoor bereid is om een groter overheidstekort te hebben en een hogere staatschuld. Zoals we in een [eerder artikel](#) hebben beschreven gaat het hier om een aanzienlijk bedrag van 500 miljard euro (10% van het BBP van Duitsland). De Duitse staatsrente is ook opgelopen omdat de ECB de obligaties die het heeft opgekocht onder haar 'Asset Purchasing Programme' aan het afbouwen is sinds maart 2023².

De daling van de euroswaprente is deels een reflectie van de vraag naar renteaftdekking van Nederlandse pensioenfondsen. Ook speelt onzekerheid rondom renteverlagingen vanuit de ECB in de eurozone een rol. Op deze laatste twee factoren gaan we in omdat ze een sterkere rol spelen bij de ene looptijd dan bij de andere.

Te beginnen met de vraag naar het afdekken van renterisico door Nederlandse pensioenfondsen. In aanloop naar de transitie naar een nieuw stelsel in het kader van de Wet Toekomst Pensioenen WTP, hebben Nederlandse pensioenfondsen de afgelopen jaren hun renterisico meer afgedekt (figuur 3). Renterisico afdekken gebeurt veelal met het aangaan van swaps (waarbij de vaste rente wordt ontvangen) met een lange looptijd,

bijvoorbeeld 20 jaar³. Kortere looptijden worden minder gebruikt omdat de gemiddelde looptijd van de verplichtingen van Nederlandse pensioenfondsen 20 jaar is. Een swap met een looptijd van 10 jaar heeft dus niet zoveel zin wat betreft renterisico afdekken, de vraag vanuit pensioenfondsen zit voornamelijk in de looptijdsegmenten 20 en 30 jaar.

Figuur 3: Nederlandse pensioenfondsen hebben de afgelopen jaren meer renterisico afgedekt

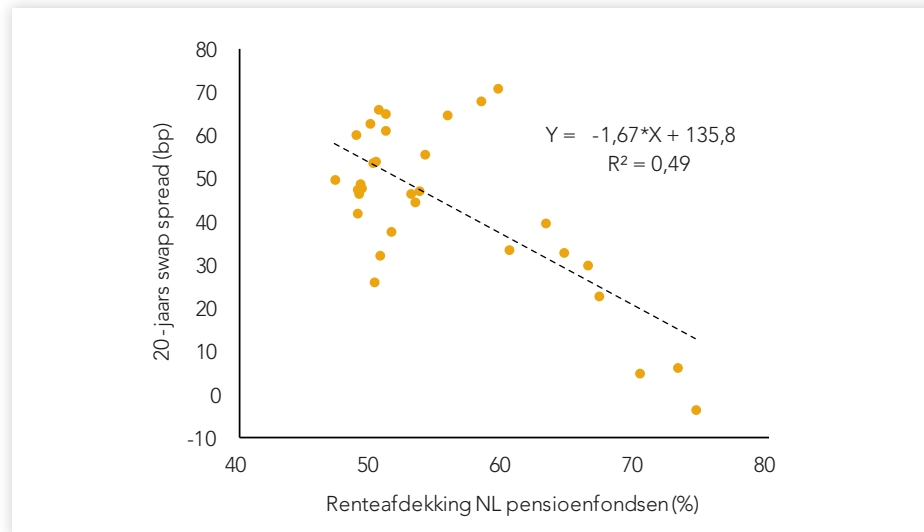


Bron: [DNB](#), Bloomberg

² De cumulatieve netto aankopen van de ECB onder het APP programma piekten in juli 2022 (op 3,1 biljoen euro). Toen stopte de ECB met het aankopen van obligaties, maar herbelegde het wel de aflossingen van de eerder aangekochte obligaties. De daadwerkelijke afbouw begon in maart 2023, toen de ECB niet meer alle aflossingen herbelegde.

³ Een van de redenen dat swaps vaker worden gebruikt om renterisico af te dekken dan staatsobligaties is dat het aangaan van swaps meer kapitaal-efficiënt is dan het kopen van een staatsobligatie. Om een staatsobligatie te kopen moet de marktwaarde waarde van de staatsobligatie betaald worden. Voor het aangaan van een swap is er initieel geen geld nodig (behalve de 'initial margin').

Figuur 4: Dat verklaart een flink deel van de daling in de 20-jaars swapspread sinds 2017



Bron: Bloomberg, DNB, AVB berekeningen

Opmerkingen: Data is per kwartaal en loopt van Q1 2017 tot Q3 2024. De coëfficiënt van het rentedekkingspercentage is statistisch significant met een t-waarde van 5.

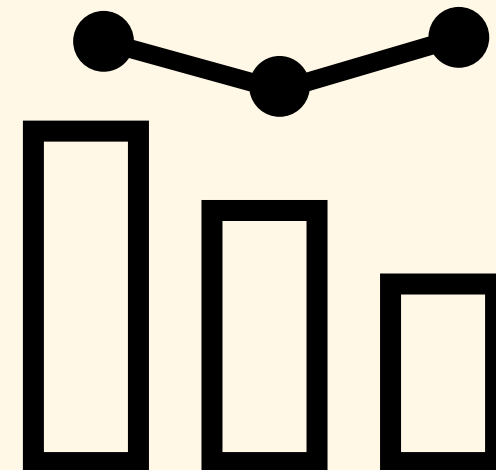
Het gevolg van de gestegen vraag de afgelopen jaren van pensioenfondsen om hun renterisico af te dekken is dat er relatief meer vraag is geweest naar swaps met een lange looptijd, terwijl de vraag naar langlopende obligaties is gedaald door het wegvallen van de ECB als koper. Deze combinatie geeft neerwaartse druk op swapspreads van lange looptijden. Figuur 4 laat zien dat er een sterk verband lijkt te zijn tussen de 20-jaars swapspread en het percentage van renteafdekking door Nederlandse pensioenfondsen⁴.

⁴ Belangrijk hierbij is wel dat dit een regressie is met maar een verklarende variabele (naast de constante). Het stijgende percentage van renteafdekking kan bijvoorbeeld gecorreleerd zijn met andere verklarende variabelen van de swapspread. In dat geval pikt het rentepercentage het effect op van andere verklaringen van de swapspread. Deze conclusie moet dus met voorzichtigheid worden geïnterpreteerd.



Dat verband is er ook voor de 30-jaars swapspread, maar niet voor de 2-jaars of 10-jaars swapspread⁵. Voor elke procentpunt stijging van het dekkingspercentage van Nederlandse pensioenfondsen lijkt de 20-jaars swapspread met bijna 2 bp te dalen. Een implicatie hiervan is dat als pensioenfondsen hun renteafdekking gaan afbouwen de swapspread weer kan stijgen, een risico dat we al eerder hebben beschreven. Marktpartijen verwachten dat het renteafdekkingspercentage van Nederlandse pensioenfondsen weer zal afnemen na de transitie van FTK naar WTP.

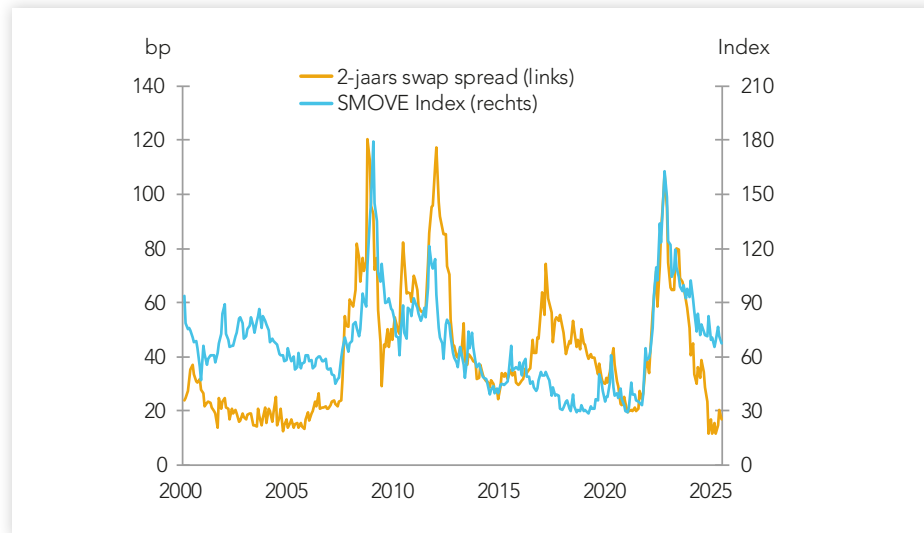
Voor swaps met kortere looptijden speelt de onzekerheid rondom beleids-renteveranderingen van de ECB een grotere rol⁶. Een van de manieren om deze onzekerheid te duiden is door te kijken naar de 3-maands SMOVE index ('Swaption Merrill Option Volatility Estimate'). De SMOVE index is vergelijkbaar met de VIX index voor de aandelenmarkt. Echter, waar de VIX de geïmpliceerde volatiliteit weergeeft van opties op de S&P500, geeft de SMOVE index de geïmpliceerde volatiliteit weer van 'swaptions' (opties die het recht geven om een swap aan te gaan tegen een vooraf afgesproken vaste rente). De variabele kant van de waarde van een swap hangt met name af van wat korte rentes doen, wat voor een belangrijk deel wordt gedreven door beleidsrentes. Hoe groter de onzekerheid over de volgende stappen van de ECB, hoe hoger de waarde van een 'swaption', wat zich weer vertaalt in een hogere geïmpliceerde volatiliteit.



- 5 Namelijk, dezelfde regressie op de 30-jaars swapspread levert een vergelijkbare R-kwadraat op en een negatieve en statistisch significante coëfficiënt. Ook interessant is dat het verband er nog sterker is voor het verschil tussen de 30-jaars en 10-jaars swapspread. Dat is interessant omdat in deze steilheid minder verstoringende macro-economische effecten zitten die ook de swapspread verklaren. Een regressie van het dekkingspercentage van pensioenfondsen op deze 30-10-jaars swapspread hierop heeft een R-kwadraat van 58%, en een statistisch significante coëfficiënt van -4 (t-waarde van 6). De regressie op de 2-jaars of 10-jaars swapspread levert geen significante coëfficiënt op en een R-kwadraat van minder dan 1%.
- 6 Er ook andere factoren die een sterke invloed hebben op swapspreads met een korte looptijd, met name de markt voor 'repurchase agreements' (repo's), zie hier voor meer uitleg.

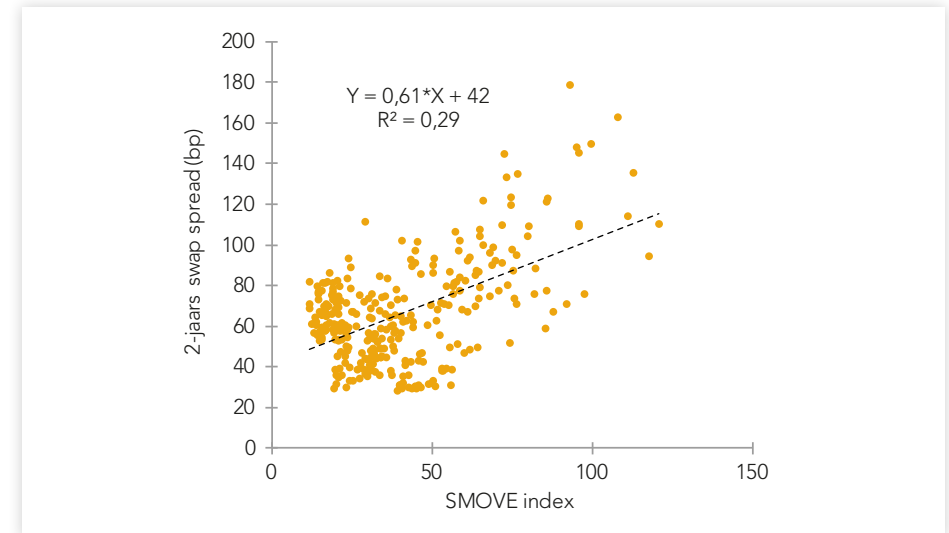
De SMOVE index geeft dus wat specifiekere de onzekerheid weer dan de VIX voor partijen die renterisico willen afdekken. Een hogere onzekerheid lijkt samen te gaan met hogere swapsreads van korte looptijden (figuur 5). Het impliceert dat marktpartijen een hogere vergoeding eisen (hogere swaprente) om het verhoogde risico te dragen van renteschommelingen. Voor elke 10 punt stijging van de 3-maands SMOVE index, lijkt de 2-jaars swapsread met 6 bp te stijgen. Ook lijkt de SMOVE index bijna 30% van de variantie van de 2-jaars swapsread te kunnen verklaren.

Figuur 5: Onzekerheid over beleidsrentes loopt in lijn met swapsreads met een korte looptijd



Bron: DNB, Bloomberg

Figuur 6: Die onzekerheid verklaart een aanzienlijk deel van de 2-jaars swapsread



Bron: Bloomberg,
Opmerkingen: Data is per maand en loopt van januari 2000 tot mei 2025. De coëfficiënt van SMOVE Index is statistisch significant met een t-waarde van 11.

Conclusie

De factoren die de ontwikkeling van de euroswapsread bepalen verschillen per looptijd. Wij beargumenteren in dit stuk dat de vraag naar rente-afdekking van Nederlandse pensioenfondsen een belangrijke factor is voor de lange kant van de swapsread curve, terwijl onzekerheid over het pad van de beleidsrente van de ECB een belangrijke factor is voor de korte kant. Het loont voor lange termijn beleggers om deze afhankelijkheden op hun netvlies te hebben. Het kan bijvoorbeeld helpen om veranderingen in de vorm van de swapsread curve in te schatten.

Disclaimer

Dit document is samengesteld door ASR Vermogensbeheer N.V. (hierna a.s.r. vermogensbeheer). a.s.r. vermogensbeheer is een beheerder van Beleggingsfondsen en staat onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") te Amsterdam en beschikt over een vergunning voor het beheren van beleggingsinstellingen op grond van art. 2:65 Wft. Het is a.s.r. vermogensbeheer toegestaan om onder haar vergunning de volgende beleggingsdiensten te verlenen: het beheren van een individueel vermogen, het verstrekken van beleggingsadvies en het ontvangen en doorgeven van orders met betrekking tot financiële instrumenten. a.s.r. vermogensbeheer is opgenomen in het register als bedoeld in artikel 1:107 Wft.

De inhoud van dit document is gebaseerd op betrouwbaar geachte informatiebronnen. Er wordt echter geen garantie of verklaring gegeven omtrent de juistheid, volledigheid en actualiteit van die informatie, noch uitdrukkelijk, noch stilzwijgend. De verstrekte informatie is uitsluitend indicatief en aan verandering onderhevig. Prognoses vormen geen betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten. Aan de inhoud van dit document, waaronder eventuele berekende waardes en weergegeven resultaten, kunnen geen rechten worden ontleend. De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

Alle copyrights en overige informatie in dit document is eigendom van a.s.r. vermogensbeheer. De informatie is alleen bedoeld voor bepaalde (ontvangende) partijen en is vertrouwelijk. Dit document is niet bedoeld als beleggingsadvies, aangezien geen rekening wordt gehouden met de persoonlijke situatie van de klant en de presentatie ook niet is gericht op een individuele klant. De in/via dit document verstrekte informatie is bovendien geen aanbod of enigerlei financiële dienst.

De informatie is ook niet bedoeld om enig persoon of instantie aan te zetten tot het kopen of verkopen van enig financieel product, waaronder rechten van deelneming in een beleggingsfonds, of tot het afnemen van enige dienst van a.s.r. vermogensbeheer, noch is de informatie bedoeld als basis voor een beleggingsbeslissing.

Voor de toepasselijke voorwaarden en risico's van de in deze presentatie vermelde a.s.r. vermogensbeheer beleggingsfondsen wordt verwezen naar de prospectussen, fondsvoorwaarden en essentiële beleggersinformatie (EBI) van deze fondsen. Exemplaren hiervan en van de jaarverslagen zijn verkrijgbaar via www.asrvermogensbeheer.nl, waar ook alle gegevens van a.s.r. vermogensbeheer kunnen worden geraadpleegd. De producten van a.s.r. vermogensbeheer zijn alleen bedoeld voor professionele beleggers.

a.s.r.

Archimedeslaan 10

3584 BA Utrecht

www.asrvermogensbeheer.nl

ASR Vermogensbeheer N.V. - KvK 30227237 Utrecht