

KWARTAALUPDATE

LDI/Staatsobligaties

IN DEZE UPDATE

Marktbeeld

- Oplopende inflatie, recessie-angst, negatief sentiment op financiële markten
- ECB stopt aankoopprogramma
- Oplopende rentever verschillen tussen Euro-landen
- Fed: forse renteverhogingen

Vooruitzichten

- Sombere vooruitzichten
- Onzekerheid over inflatie
- Effecten van renteverhogingen

AUTEURS



Rob Dekker,
Sr. Portfolio Manager
Fixed Income



Raymond Verstraelen,
Head of Rates & LDI

THEMA

Anti-fragmentatie instrument heeft averechts effect

Centrale banken hebben een tandje bijgeschakeld in hun aanpak van de hoge inflatie. De eerste gevolgen van dit meer agressieve beleid worden al zichtbaar. De rente op Duitse staatsobligaties is hard opgelopen en rentes van meer risicovollere obligaties doen daar nog een schepje bovenop. Zo steeg het renteververschil (de spread) tussen Duitsland en Italië sinds begin dit jaar met ruim 1%. De snelle stijging van de Italiaanse rente leidde meteen tot zorgen over de houdbaarheid van de Italiaanse schuld.

Om verdere escalatie te voorkomen, heeft de ECB een nieuw anti-fragmentatie instrument aangekondigd: het Transmission Protection Mechanism. Wat is dit instrument, wat is het doel ervan en is dit genoeg om een nieuwe schuldencrisis te voorkomen?

[Lees meer op pagina 4 →](#)



Marktbeeld

Oplopende inflatie, recessie-angst, negatief sentiment op financiële markten

Het sentiment op de financiële markten was in het tweede kwartaal van 2022 negatief. Sterk oplopende inflatie, een agressief beleid van de centrale banken en een toenemende angst voor een recessie zorgden voor veel onzekerheid. Zowel aandelenmarkten als vastrentende waarden leden verliezen. De Duitse 10-jaars rente sloot het kwartaal af op een niveau van 1,34%. Dit was per saldo 0,80% hoger dan eind maart.

ECB stopt aankoopprogramma

Inflatie bleef ook in het tweede kwartaal verder stijgen. Eind juni bereikte de headline inflatie een nieuw record van 8,60% terwijl de kerninflatie steeg naar 3,70%. Vanwege de hoge inflatie is de druk op de ECB om sneller het monetaire beleid aan te passen verder toegenomen. ECB president Lagarde maakte dan ook in juni bekend dat het aankoopprogramma voor obligaties begin juli gestopt kan worden, zodat later die maand de eerste renteverhoging kan plaatsvinden.

Oplopende rentever verschillen tussen Euro-landen

Het inrijzen door de financiële markten van meer en snellere renteverhogingen door de ECB liet niet alleen de Duitse rente stijgen, maar had ook effect op de rente van minder kredietwaardige landen. Het rentever verschil tussen Duitsland en Italië steeg in het tweede kwartaal tijdelijk van 1,5% naar 2,4%. De rente op Italiaanse staatsobligaties kwam daarmee op een niveau van ca. 4,20% te liggen. Om verdere escalatie te voorkomen, besloot de ECB in een spoedvergadering om een nieuw instrument op te gaan zetten om zo de rentever verschillen tussen landen onder controle te houden. Dit leidde tot een sterk herstel in de laatste weken van juni.

De economische groei laat inmiddels een afzwakking zien.

De inkoopmanagersindex daalde in juni fors, gedreven door de hoge kosten voor de consument, onzekerheid over energie en voedselvoorzieningen, hogere rente en afnemend vertrouwen.

Fed: forse renteverhogingen

In de Verenigde Staten heeft de Fed de rente verder verhoogd met 0,50% in mei en zelfs 0,75% in juni. Ook in de VS is de economische groei aan het afnemen. Vooral de huizenmarkt liet zwakke data zien, als gevolg van de gestegen hypotheekrente. De Amerikaanse 10-jaars rente steeg met 0,67% naar een niveau van 3,01%.

Figuur 1: Ontwikkeling 10-jaars rente Duitsland



Bron: Bloomberg Achmea IM

Figuur 2: Ontwikkeling 10-jaars rente Verenigde Staten



Bron: Bloomberg Achmea IM



Het rentever verschil tussen Duitsland en Italië steeg in het tweede kwartaal tijdelijk van 1,5% naar 2,4%.

Vooruitzichten

Sombere vooruitzichten

De economische groei in Europa lijkt aan het eind van het tweede kwartaal nagenoeg tot stilstand te zijn gekomen. En de vooruitzichten voor de 2e helft van het jaar laten weinig verbetering zien. De dienstensector heeft de afgelopen maanden nog geprofiteerd van de heropening van de economie maar ook hier lijkt het momentum nu af te zwakken. Consumenten hebben te maken met een negatief reël inkomen door de toegenomen kosten. Dit vertaalt zich nu in een lagere vraag naar goederen en diensten. Ook het bedrijfsleven staat onder druk. Sombere vooruitzichten en grote opgebouwde voorraden leiden tot het terugschroeven van de capaciteit, wat uiteindelijk ook de arbeidsmarkt zal gaan raken.



Sombere vooruitzichten vanwege hogere voedsel- en energieprijzen

Onzekerheid over inflatie

De piek in het Europees inflatiecijfer wordt in de komend maanden verwacht. Vooral na september is er kans op een daling door basiseffecten. Grondstoffen hebben in juni een flinke daling laten zien als gevolg van afnemende vraag. Loonkosten zullen echter nog gaan stijgen waarbij vooral gekeken zal worden naar de uitkomsten van de cao onderhandelingen in de tweede helft van dit jaar.



De Fed verhoogt de rente sneller dan de ECB

Effecten van renteverhogingen

Met de snel afzwakkende economie zal de ECB normaal gesproken voorzichtig zijn met het verkrappen van het monetaire beleid. De ECB kijkt echter momenteel alleen naar de huidige hoge inflatie en de haviken binnen de ECB voeren de druk op om juist sneller en meer renteverhogingen door te voeren. Een afzwakkende groei zal met enige vertraging ook inflatie omlaag brengen, maar de ECB lijkt niet het risico te willen lopen om dit af te wachten. Lagarde heeft inmiddels aangegeven de rente in juli met 0,25% te willen verhogen. In september volgt naar verwachting dan een verhoging van eventueel 0,50%. Renteverhogingen zullen de economie nog verder druk zetten.

Wij verwachten dat markt steeds meer de focus op de lagere groei gaat leggen en minder op de inflatie. Dit zal een verdere rentestijging beperken en uiteindelijk leiden tot een daling van de rente.

THEMA

Anti-fragmentatie instrument heeft averechts effect

Centrale banken hebben een tandje bijgeschakeld in hun aanpak van de hoge inflatie. De eerste gevolgen van dit meer agressieve beleid worden al zichtbaar. De rente op Duitse staatsobligaties is hard opgelopen en rentes van meer risicovollere obligaties doen daar nog een schepje bovenop. Zo steeg het renteverschil (de spread) tussen Duitsland en Italië sinds begin dit jaar met ruim 1% (figuur 3). De snelle stijging van de Italiaanse rente leidde meteen tot zorgen over de houdbaarheid van de Italiaanse schuld, die na corona is opgelopen tot 150% van het BBP (Bruto Binnenlands Product). Om verdere escalatie te voorkomen, heeft de ECB een nieuw anti-fragmentatie instrument aangekondigd. Wat is dit instrument, wat is het doel ervan en is dit genoeg om een nieuwe schulden crisis te voorkomen?

Figuur 3: Ontwikkeling renteverschil tussen Italië en Duitsland (10-jaars)



Bron: Bloomberg Achmea IM

Monetair transmissie mechanisme onder druk door 'fragmentatie'

De ECB oefent via de beleidsrente en de vooruitzichten invloed uit op de reële economie. Dat gebeurt indirect in een aantal stappen. De financiële markten bepalen bijvoorbeeld aan de hand van het ECB beleid de marktrente op staatsobligaties. Door land-specifieke factoren zoals bijvoorbeeld de staatsschuld en fiscale huishouding verschilt de staatsobligatierente per land. Er kan dan sprake zijn van een risico opslag. De hoogte van de staatsobligatierente is van belang omdat deze wordt gebruikt om de prijs voor verschillende financiële diensten te berekenen zoals projectfinanciering of hypotheek.

Transmission Protection Mechanism

Fragmentatie treedt volgens de ECB op als de renteversillen tussen de landen te groot worden. Het gevolg hiervan is dat de transmissie van het monetaire beleid van de ECB per land flink gaat verschillen. Het nieuwe instrument dat fragmentatie moet tegengaan heeft dan ook niet voor niets de naam "Transmission Protection Mechanism" (TPM) gekregen en gaat gebruikt worden om stress in staatsobligaties te bestrijden als landen door externe factoren in de problemen komen.

Op dit moment zijn er nog geen exacte details over hoe dit instrument er precies uit zal zien en wat de reikwijdte ervan is. De ECB beleidsbepalers hebben wel al een aantal uitspraken gedaan waardoor we de ruwe contouren zien. In tegenstelling tot bijvoorbeeld het opkoopprogramma (APP) zal dit nieuwe instrument gericht zijn op het opkopen van staatsobligaties van specifieke landen. Tot nu toe verdeelde de ECB de aankopen over alle Euro landen, evenredig aan de verdeelsleutel waarmee de landen participeren in de ECB.

Voorkomen van marktspeculatie

Daarnaast zal de ECB zoveel mogelijk flexibiliteit willen inbouwen en daarom waarschijnlijk geen einddatum en geen limieten met betrekking tot de omvang aan het instrument toevoegen. Het bewust weglaten van harde grenzen voorkomt ook eventuele marktspeculatie. Ook worden alle aankopen gesteriliseerd om zo de totale liquiditeit in de markt niet te vergroten. Dit is van belang in de strijd tegen inflatie. Op deze manier wil de ECB voorkomen dat het monetair beleid onevenredige impact heeft op de verschillende landen binnen Europa.



Whatever it takes deel 2

Fragmentatie is lastig te definiëren

De grote vraag is natuurlijk: hoe kan worden bepaald wanneer er sprake is van (dreigende) fragmentatie? Wanneer een centrale bank het monetair beleid verkrappt, stijgt de rente. Aangezien dit onder andere de groei afremt lopen in het algemeen ook de renteversillen tussen hoog kredietwaardige en minder kredietwaardige obligaties op. Gevolg hiervan is dat financiële condities in meer risicovollere landen sowieso sneller verslechteren dan in de veiligere landen en er dus altijd sprake is van een onevenredig impact van het monetair beleid. Er is dus een fundamentele reden waarom de beleggers een hogere vergoeding vragen op minder kredietwaardige obligaties. De vraag is dan ook hoe de ECB het onderscheid gaat maken tussen hogere renteversillen vanwege fundamentele ontwikkelingen en hogere renteversillen als gevolg van andere (onrechtvaardige) marktstress?

Het bepalen van een absoluut maximaal renteverval per land lijkt ondoenlijk en komt juridisch gezien ook gevaarlijk dicht bij het monetair financieren van overheidstekorten. Het is ook geen goed idee voor de ECB om hier te duidelijk over te zijn. Indien de ECB zich vooraf committeert aan bepaalde harde grenzen, dan zal de markt de standvastigheid van de ECB proberen te testen. Bovendien is het in de huidige volatiele marktomstandigheden überhaupt moeilijk om renteniveaus of verschillen te bepalen waarbij wordt ingegrepen.

Zonder een specifiek niveau van de spreads te noemen, zal de ECB daarom vooral gaan kijken naar de snelheid van de spreadontwikkeling en pas ingrijpen als de spread te snel oploopt.

Overigens lijkt door de aankondiging van het TPM de spread van Italië al af te gaan wijken van wat er op basis van fundamentele redenen en vergelijkbare obligaties verwacht zou kunnen worden (zie Figuur 4).

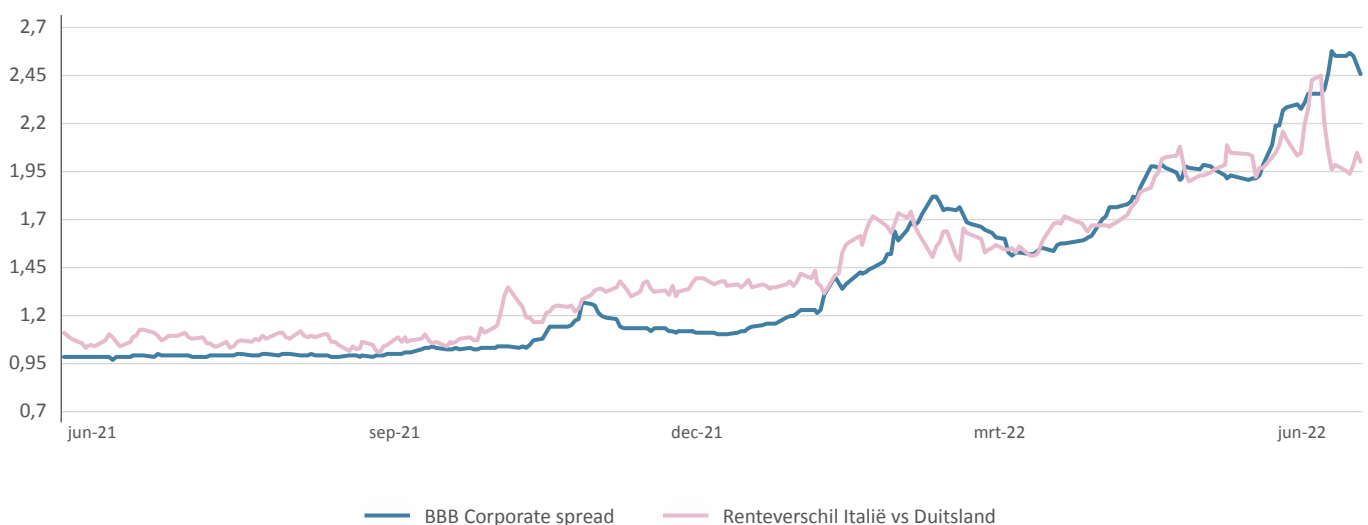
Oude wijn in nieuwe zakken

Het tweede en misschien wel grootste probleem voor de ECB zijn de voorwaarden die aan dit nieuwe instrument gekoppeld zullen worden. Er bestaat namelijk al een programma om landen in nood te steunen: het Outright Monetary Transactions (OMT) programma dat onderdeel is van het European Stability Mechanism. Landen kunnen een beroep doen op het OMT, waarna de ECB op de secundaire markt staatsobligaties van dat land kan opkopen. Het OMT gaat echter wel gepaard met zeer strikte voorwaarden en dat is dan ook precies de reden waarom het programma tot nu toe nog nooit gebruikt is.

Het nieuwe anti-fragmentatie instrument is dan ook niet veel anders dan het OMT zonder de harde voorwaarden. De verwachting is dat de voorwaarden van het nieuwe instrument veel minder strikt zijn en bijvoorbeeld worden gekoppeld aan de eerder bepaalde doelen van het EU Recovery en Resilience Plan of aan de aanbevelingen vanuit de Europese Commissie.

Het anti-fragmentatie instrument heeft hierdoor dan in onze optiek waarschijnlijk een averechts effect. Landen die nu al niet voldoen aan de Europese fiscale regels krijgen steun zonder al te harde voorwaarden. De druk om grote hervormingen door te voeren blijft hierdoor uit en dit blijft op de lange termijn een groot probleem voor verdere integratie van de Euro landen.

Figuur 4: Renteverval tussen Italië en BBB-corporates



De politiek bepaalt uiteindelijk het succes

De (nationale) politiek speelt nu ook weer een grote rol in het succesvol zijn van het instrument. Politieke instabiliteit of aarzeling kunnen makkelijk tot flinke spanningen op de financiële markten leiden.

Aan de ene kant kan dit komen door politieke onzekerheid in de ontvangende landen. In het geval van verkiezingen (die in Italië in minder dan een jaar tijd zullen plaatsvinden) of onstabiele politieke coalities, kan het renteververschil van een specifiek land oplopen. Dit zien we vaker gebeuren. Het kan moeilijk zijn om aankopen te rechtvaardigen in een land waar renteververschillen oplopen om politieke redenen in plaats van fundamentele, en waar bovendien vanwege politiek populisme de fiscale discipline (tijdelijk) verdwijnt.

Daarnaast bestaat het gevaar dat donorlanden hun bedenkingen hebben bij het steunen van de zwakkere partners in de Eurozone. Binnen de ECB beginnen de eerste lichte bezwaren al te klinken. Zo zei de Duitse president van de Bundesbank dat het anti-fragmentatie instrument “alleen kan worden gerechtvaardigd in uitzonderlijke omstandigheden” en alleen “als er voldoende voorwaarden aan zijn verbonden”. Ook vanuit Nederland zijn er de nodige kritiek. De politieke onrust neemt dus toe en dat is juist het grote risico van dit nieuwe Transmission Protection Mechanism. Stress in de markt kan van de ene op de andere dag ontstaan en het laatste wat je dan kan gebruiken zijn politieke discussies over vage voorwaarden.

Whatever it takes deel 2

De ECB heeft zichzelf met de aankondiging van een nieuw anti-fragmentatie instrument in de hoek gedreven. De financiële markten verwachten nu een geloofwaardig programma en als

ECB president Lagarde niet met voldoende munitie komt, lopen renteververschillen meteen op en kan dit juist de start betekenen van een nieuwe Euro crisis. In het gunstigste scenario weet Lagarde de markten wel te overtuigen, net als voorganger Mario Draghi dat precies 10 jaar geleden deed, met zijn “whatever it takes” speech. Een instrument dat krachtig genoeg is om grote marktstress te voorkomen zal dan, net als het OMT, waarschijnlijk niet eens gebruikt hoeven te worden en een hoop politieke discussies voorkomen.



Kansen voor de actieve belegger

Op lange termijn blijven de grote fiscale en economische verschillen tussen de landen in de Eurozone steeds opnieuw een probleem en bij elke nieuwe crisis zal de marktstress weer toenemen. Maar hierdoor ontstaan ook kansen voor de actieve belegger. Een flexibele houding wat betreft de allocatie naar deze landen biedt de mogelijkheid hiervan te profiteren.

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 betrouwbare 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.