

KWARTAALUPDATE

LDI/Staatsobligaties

IN DEZE UPDATE

Marktbbeeld

- ECB houdt rentestijging beperkt, nog geen afbouw van opkoopprogramma
- Sterk economisch herstel, vooral in de dienstensector
- Inflatie loopt op, stijging blijft naar verwachting tijdelijk
- Next Generation EU herstelplan
- Duitse 10-jaars rente steeg met 0,08% naar -0,21%; de 10-jaars rente in de Verenigde Staten daalde met 0,27% naar 1,47%

Vooruitzichten

- Sterke groei van de Europese economie
- Inflatie in de Eurozone zal eerst nog verder oplopen om begin 2022 terug te zakken naar onder de 2%
- Anticiperend op minder ECB aankopen kan, de rente de komende maanden wat oplopen
- Afzwakkende inflatie in de VS de komende maanden

AUTEURS



Rob Dekker, Sr. Portfolio Manager Fixed Income



Dimitar Serkyov, Portfolio Manager Staatsobligaties

THEMA

Undercover Eurobonds

De EU zet telkens nieuwe stappen in verdere integratie. Recentelijk is een belangrijke mijlpaal gezet door het verstrekken van leningen en giften aan individuele EU-lidstaten die door de gemeenschap worden gefinancierd: undercover Eurobonds. Iets wat een paar jaar geleden, niet alleen vanuit Duits perspectief, nog ondenkbaar was.

De obligaties van het lopende uitgifteprogramma worden NGEU-obligaties genoemd ('Next Generation EU') en de opbrengsten ervan worden gebruikt voor economisch herstel van de Europese Unie, onder andere door financieren van sociale en groene projecten binnen de lidstaten. De EU kan met haar grote uitgifteprogramma's van Eurobonds uitgroeien tot een pan-Europese issuer die liquiditeit en stabiliteit kan bieden. De gunstige liquiditeit, het beperkte risico en de relatief hoge rente maken de EU-obligaties tot een welkome aanvulling in portefeuilles van pensioenfondsen.

[Lees verder op pagina 4 →](#)



Marktbeeld

Nadat de rentes in het eerste kwartaal een flinke stijging lieten zien, kenmerkte het tweede kwartaal zich door een meer zijwaartse beweging. Dit gold voornamelijk in Europa. In de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk daalden de rentes zelfs.

ECB houdt rentestijging beperkt, nog geen afbouw van opkoopprogramma

De grote invloed van centrale banken was ook dit kwartaal weer goed zichtbaar. De ECB blijft maandelijks voldoende obligaties opkopen om een rentestijging beperkt te houden. In de vergadering die gehouden werd in juni is aangegeven dat de ECB ook in het derde kwartaal het aankoopprogramma nog niet verlaagt.



Sterk economisch herstel, vooral in de dienstensector. Inflatie loopt licht op, stijging blijft naar verwachting tijdelijk

De economische groei in Europa laat een sterk herstel zien nu meer en meer COVID-19 restricties worden opgeheven. Vooral de dienstensector profiteert nu van het heropenen van de economie, terwijl de productiesector nog steeds sterk blijft liggen door de grote vraag naar goederen. Het herstel van de economie is ook al zichtbaar in de werkgelegenheid. De vraag naar personeel neemt toe. Daarnaast blijft de vraag naar grondstoffen hoog en neemt de prijsdruk op goederen verder toe. In combinatie met de gestegen energieprijzen en basiseffecten leidde dit tot een verdere stijging van het inflatiecijfer. Headline inflatie steeg van 1.3% naar 1.9% in het tweede kwartaal. De ECB ziet, net als wij, de stijging van de inflatie vooral als tijdelijk.

De positieve economische data hadden echter weinig invloed op de rente ontwikkelingen aangezien beleggers winst namen op hun onderwogen duratie posities. De Duitse 10-jaars rente steeg met 0,08% naar een niveau van -0,21%. Andere landenspreads

liepen enkele basispunten uit in het tweede kwartaal, gedeeltelijk in anticipatie op het mogelijke afbouwen van het ECB opkoopprogramma. Daarnaast blijven de overheidstekorten in vooral de perifere landen voorlopig nog groot.

Grafiek 1: Ontwikkelingen Duitse 10-jaars rente

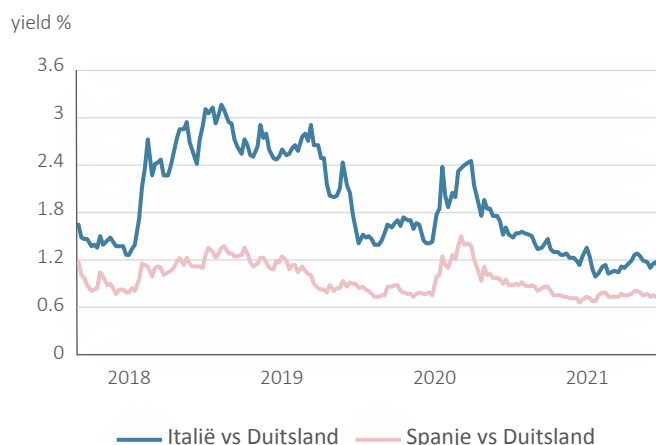


Bron: Achmea IM, Bloomberg

Next Generation EU herstelplan

Extra steun komt er wel vanuit het zogenaamde Next Generation EU herstelplan. In juni was de eerste uitgifte ter financiering van het grootste Europese stimuleringspakket ooit. Dit programma zal de komende jaren de economische groei ondersteunen door investeringen in een groener, digitaal en veerkrachtiger Europa, waarvan vooral de perifere landen profiteren.

Grafiek 2: Renteverschillen Duitsland versus Italië/Spanje



Bron: Achmea IM, Bloomberg

Het gemiddelde inflatiedoel van de Amerikaanse Fed werd aan een eerste serieuze test onderworpen nu headline inflatie in het tweede kwartaal steeg naar 5%. Ook hier wordt het hoge cijfer

vooral gedreven door allerlei tijdelijke factoren en maakte de Fed geen aanstalten het ruime beleid aan te passen. In de vergadering in juni veranderde dit beeld enigszins en inmiddels ziet de Fed toch wat hogere en meer structurele inflatie dan eerder verwacht. Deze draai van de Fed leidde in eerste instantie tot een sterke stijging van vooral de korte rente. Langlopende rentes herstelden echter snel aangezien lange termijn inflatieverwachtingen daalden. Ook in de Verenigde Staten sloten beleggers hun short positie in het tweede kwartaal. De 10-jaars rente in de Verenigde Staten daalde dan ook, ondanks de hoge inflatiedata, met 0,27% naar 1,47%.

Grafiek 3: Renteververschil tussen Duitse en Amerikaanse 10-jaars rente



Bron: Achmea IM, Bloomberg

Vooruitzichten

Sterke groei van de Europese economie, inflatie loopt - tijdelijk - op

De Europese economie gaat de komende maanden naar verwachting een sterke groei laten zien. De productiesector blijft nog goed liggen terwijl de servicesector nu flink aantrekt als gevolg van het heropenen van de economie. De druk op de ECB om de opkoopprogramma's af te bouwen zal verder toenemen, al zal de ECB er alles aan doen het huidige economisch herstel niet te vroeg in de kiem te smoren. Veel zal afhangen van de inflatieontwikkelingen. Inflatie data in Europa blijft dit jaar echter zeer verstoord door de COVID-19 maatregelen. Zo is de verwachting dat inflatie in het vierde kwartaal ruim boven de 3% gaat uitkomen en in Duitsland zelfs boven de 4%. Om begin 2022 weer snel te zakken onder de 2%.

Anticiperend op minder ECB aankopen, kan de rente de komende maanden wat oplopen

Mocht het economische herstel inderdaad niet tegenvallen ondanks bijvoorbeeld de nieuwe Delta variant, is het onze verwachting dat de ECB in maart 2022 het pandemie opkoopprogramma gaat beëindigen. Eventueel samenvallend met een verhoging van het al langer lopende APP programma marktpact te beperken. In anticipatie op minder ECB aankopen kan de rente de komende maanden wat oplopen.



Verwachte groei van productie, handel en dienstverlening gedurende de komende maanden

Afzwakkende inflatie in de VS de komende maanden

In de Verenigde Staten zal de Fed na de zomer het afbouwen van het opkoopprogramma gaan bespreken. Door het eerder vaccineren en vooral de sterke stijging van de inflatie zal de Fed het monetaire beleid eerder aanpassen dan de ECB, al zal ook de Fed zeer geleidelijk te werk gaan. De verwachting is dat in de Verenigde Staten de inflatie de komende maanden weer wat gaat afzakken, aangezien een aantal tijdelijke factoren in het inflatiecijfer weer wat gaan afnemen.

Bronnen: Achmea IM, Bloomberg, ECB, Fed

THEMA

Undercover Eurobonds

“I don’t see total debt liability as long as I live”, aldus Angela Merkel in 2012 over Eurobonds. Duitsland was niet de enige lidstaat die tegen het idee van Eurobonds was. Echter, toen Europa zwaar werd getroffen door de Covid-19 pandemie veranderde deze opvatting opeens heel snel.



Als resultaat van de hoge nood, werd in de zomer van 2020 na weken van intensieve onderhandelingen een Europees herstelplan gepresenteerd. Een totaalpakket van € 800 miljard aan investeringen dat de Europese groei moet aanzwengelen. Een gedeelte van het pakket bestaat uit leningen en een gedeelte uit giften aan alle lidstaten. De financiering gebeurt door een gezamenlijk obligatie-uitgifteprogramma onder de vlag van de Europese Unie (EU), waarbij de economische en fiscale kracht van de sterkere lidstaten benut worden ten gunste van de zwakkere lidstaten.

Het herstel pakket heeft de potentie om de Europese Unie te versterken

De obligaties van dit programma worden NGEU-obligaties genoemd (‘Next Generation EU’) en de opbrengsten ervan worden onder andere gebruikt voor de financiering van sociale en groene projecten binnen de lidstaten¹. Hiervoor hebben de lidstaten plannen moeten indienen bij de Europese Commissie. De lidstaten kunnen een totaal van € 407 miljard aan giften en € 386 miljard aan leningen tegemoet zien. De giften worden betaald uit de gezamenlijke EU begroting en tellen niet mee bij de schuld van de specifieke lidstaten. Zo ontvangt Italië bijvoorbeeld € 79 miljard aan giften en Griekenland € 19 miljard. Daarnaast zijn de leningen via de EU voor de meeste landen voordeliger in vergelijking met de rentes op hun staatsschuld.

Financieringen via NGEU is meer dan ooit verbonden aan hervormingen. Sommige landen krijgen hierdoor (wederom) de

kans om hun structurele kwetsbaarheden te verkleinen. Op deze manier kan de impact van NGEU bijdragen aan de stabiliteit van de hele Europese Unie en niet alleen ten gunste komen van de zwakkere lidstaten.

De EU wordt één van de grootste obligatie-uitgevers van Europa

Het plan is om de komende 6 jaar ongeveer € 150 miljard per jaar aan obligaties uit te geven. Ter vergelijking, Duitsland heeft in het crisisjaar 2020 € 226 miljard aan staatsobligaties en Nederland € 41 miljard uitgegeven. De totale hoeveelheid schuld die er daarmee op Europees vlak wordt gecreëerd kan oplopen tot € 800 miljard. Dat is ongeveer 7% van de Eurozone BNP en bijna dubbel zoveel als de Nederlandse staatsschuld. De EU wordt daarmee een dominante partij op de Europese kapitaalmarkten.

De EU moet dusdanig veel lenen, dat het kapitaal dat per obligatie wordt opgehaald groter zal zijn dan bij obligatie-uitgiftes van bijvoorbeeld Supranationale instellingen. Bij deze laatste wordt per obligatie-uitgifte vaak € 3 miljard tot € 5 miljard beoogt. Bij de EU kan dit oplopen tot € 20mld. Dit werkt natuurlijk bevorderend voor de liquiditeit.

De vraag naar de pan-Europese obligaties is enorm

Al bij de eerste obligatie-uitgifte op 15 juni van dit jaar werd duidelijk dat er een enorme vraag naar de leningen was.



Eurobonds gaan o.a. projecten in Europa financieren op het gebied van duurzame energiebronnen, energietransitie, onderzoek en innovatie

¹ https://ec.europa.eu/info/strategy/recovery-plan-europe_nl

De totale vraag voor de 10-jaars lening liep op tot € 142 miljard, één van de grootste orderboeken in Europa ooit. Uiteindelijk is € 20 miljard euro opgehaald tegen een rente van 0,09%. De vergelijkbare Duitse rente lag op dat moment ca. 32 basispunten lager op - 0,23%. Ook bij de vervolgitgifte was de vraag meerdere keer groter dan het aanbod ondanks de forse volumes en de iets minder gunstige rente. Een belangrijke reden hiervoor is de relatief hoge rente ten opzichte van Duitse staatobligaties en het beperkte extra risico. Daarnaast worden de obligaties gekocht door de ECB en staat de ECB achter het programma.

EU leningen kunnen uitgroeien tot de Europese referentie obligaties

De obligatiemarkt in Europa is gefragmenteerd. Elk Europees land heeft zijn eigen rentetermijnstructuur, eigen liquiditeit en eigen risicoprofiel. De EU kan nu uitgroeien tot een pan-Europese issuer die liquiditeit en stabiliteit kan bieden bij een rente die rond het Europese gemiddelde ligt. Financiering van de extra Europese schulden gebeurt door een hogere budgetbijdrage per lidstaat en een nieuwe Europese belasting op onder meer plastic. Op die manier zijn de huidige obligaties een 'eurobond in disguise'. Of dit inderdaad gaat lukken is de vraag. Het programma is vooralsnog tijdelijk en stopt in 2026. We achten de kans wel aanzienlijk dat het verlengd wordt. Christine Lagarde, de president van de Europese Centrale Bank, heeft hiervoor al een oproep gedaan. Een meer permanent karakter zou ook een positieve uitwerking kunnen hebben op de ontwikkeling van een markt voor liquide derivaten (futures). Deze is noodzakelijk als de EU zich inderdaad haar positie wil bevestigen als referentie voor de Europese obligatiemarkt. Hoe dan ook staat er nu een infrastructuur die in de toekomst waarschijnlijk vaker gebruikt zal worden, zo is onze verwachting.

EU obligaties hebben toegevoegde waarde in beleggingsportefeuilles van pensioenfondsen

De gunstige liquiditeit, het beperkte risico en de relatief hoge rente maken de EU obligaties tot een welkome aanvulling in vrijwel al (LDI) portefeuilles van pensioenfondsen.

EU obligaties hebben een grotere correlatie met de swaprente dan Duitse staatobligaties. Hierdoor bewegen de obligaties meer in lijn met verandering in de verplichtingen dan een obligatieportefeuille die bestaat uit alleen Duitsland en Nederland. Voor ons actieve beheer betekent dit dat we een extra keuze mogelijkheid hebben om in te spelen op marktsentiment.

De EU zal gemiddeld langer lopende obligaties gaan uitgeven dan Duitsland en Nederland, zo verwachten wij. De EU gaat namelijk voorlopig géén uitgiftes doen met een looptijd korter dan 5 jaar en heeft een voorkeur voor langer lopende obligaties. Dit is welkom voor pensioenfondsen omdat de verplichtingen meestal ook van langere aard zijn en dus beter aansluiten bij de verplichtingenstructuur van DB-regelingen.

Verduurzamingsagenda EU

Een ander voordeel is dat een groot gedeelte van EU obligaties een duidelijke focus hebben op maatschappelijk verantwoorde beleggingen. De EU gaat tot 2026 een totaal van € 250 miljard aan groene obligaties uitgeven. Hierdoor groeit de EU uit tot de grootste uitgever van groene obligaties. Deze obligaties gaan projecten financieren o.a. op het gebied van duurzame energie bronnen, energietransitie, onderzoek en innovatie. Op die manier kunnen de obligaties ook een bijdrage leveren aan de MVB-doelstellingen van institutionele beleggers. De eerste groene EU-obligatie is gepland voor september 2021.

Tot slot werkt de hoge mate van liquiditeit positief uit op de transactiekosten. Dit geeft ons meer flexibiliteit bij het vormen van maatwerkportefeuilles en het nemen van actieve posities.

Natuurlijk kennen EU obligaties ook risico's

Op dit moment bestaat Europa nog steeds uit lidstaten met vergaande soevereiniteit. Dat heeft de Brexit nog maar eens duidelijk gemaakt. Spanningen tussen de lidstaten en de Europese Unie kunnen de financiële markten onder druk zetten waarbij Duitsland nog steeds als meest veilige haven geldt. Hoe dan ook zien we dat de EU telkens nieuwe stappen zet in verdere integratie. Hierbij is nu dus een belangrijke mijlpaal gezet door het verstrekken van giften aan individuele lidstaten die door de gemeenschap worden gefinancierd. Iets wat een paar jaar geleden, niet alleen vanuit Duits perspectief, nog ondenkbaar was. Undercover Eurobonds.

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 van de afgelopen week, en een vooruitblik op de komende week. 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 over tal van fiduciaire en vermogensbeheer onderwerpen.

**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.