

KWARTAALUPDATE

LDI/Staatsobligaties

IN DEZE UPDATE

Marktbeeld

- Rentes stijgen weer na een sterke daling in het vierde kwartaal
- Verwacht aantal renteverlagingen neemt snel af
- Landenspreads daalden opnieuw gedurende het kwartaal

Vooruitzicht

- ECB past groeiverwachtingen aan
- Inflatie daalt richting ECB doelstelling, lonen stijgen
- Steilere rentecurve is mogelijk

AUTEURS



Rob Dekker,
Senior Portfolio Manager
Fixed Income



Dimitar Serkyov,
Portfolio Manager
Fixed Income

THEMA

Europese financiering breidt zich uit

De dreigende economische crisis als gevolg van corona was een uitstekende gelegenheid om in zeer korte tijd een nieuw Europees gefinancierd programma op te zetten. Nu dit NextGeneration EU programma (NGEU) enkele jaren onderweg is en de einddatum in zicht komt, zien we steeds meer politieke noodzaak voor verdere financiering op Europees niveau. Naast de voortdurende investeringen in vergroening en digitalisering is recentelijk ook het gezamenlijk financieren van defensie uitgaven een gespreksonderwerp geworden. En dan niet alleen door middel van meer uitgifte van EU-obligaties, ook de Europese Investeringsbank wordt nu betrokken bij de Europese financieringsplannen.

[Lees meer op pagina 4 →](#)



Marktbeeld

Na de snelle daling van de rente in het vierde kwartaal stegen rentes weer in de eerste maanden van 2024. Waar eerder 6 renteverlagingen werden verwacht voor dit jaar, is dit nu teruggebracht tot nog geen 4 verlagingen van 0,25%. De stijging van de rente werd voornamelijk veroorzaakt door betere economische data en veel nieuwe leningen die naar de markt kwamen. Daarnaast daalde inflatie wel verder, maar iets minder hard dan de verwachtingen. De Duitse 10-jaars rente steeg in het eerste kwartaal met 0,27% naar 2,30%.

Economische data liet enige verbetering zien. De inkoopmanagers index steeg naar 50, vooral gedreven door de dienstensector. De productiesector blijft nog wel wijzen op contractie maar ook hier was de daling minder groot dan eind 2023. Ook het consumenten en producentenvertrouwen verbeterde licht.

De meeste aandacht ging opnieuw uit naar de inflatiedata. De inflatie in de Eurozone daalde van 2,9% naar 2,4%. Ondanks dat de daling van inflatie iets minder sterk was dan verwacht ziet de ECB voldoende progressie om renteverlagingen te bespreken. De ECB heeft in maart de verwachtingen voor zowel de economische groei als de inflatie verlaagd en President Lagarde hintte op een mogelijke eerste renteverlaging voor de zomer. De stijging van de olieprijs blijft wel een risico voor de inflatieprojecties. Zo steeg de prijs van een vat Brent olie met 13,6%.

De obligatiemarkten waren al enigszins vooruitgelopen op het aantal renteverlagingen voor dit jaar maar moesten de verwachtingen terugschroeven nadat de data positiever uitkwam dan gedacht. Dit leidde tot een hogere rente en een vervlakking van de rentecurve. Landenspreads daalden opnieuw gedurende het kwartaal. Het soft landing scenario, waarbij de economie een recessie ontloopt maar de ECB wel de rente kan verlagen vanwege de lagere inflatie, is over het algemeen positief voor landenspreads. Het renteverskil tussen Duitsland en Italië daalde met 0,30% naar 1,38%.

Ook in de US hintte de Fed op renteverlagingen. De Amerikaanse economie blijft echter boven verwachting presteren en daarom werden ook hier het aantal ingeprijsde renteverlagingen flink verlaagd. De Amerikaanse 10-jaars rente steeg gedurende het kwartaal met 0,32% naar een niveau van 4,20%.

Waar de Fed en de ECB denken aan renteverlagingen, verhoogde de Bank of Japan juist de rente voor het eerst in 17 jaar. De verhoging, van -0,1% naar een range van 0% à 0,1%, betekende ook het einde van negatieve beleidsrentes aangezien de BoJ de laatste centrale bank was met een negatieve rente.

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



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Figuur 2: Ontwikkelingen 10-jaars renteverskil Italië en Spanje t.o.v. Duitsland



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Vooruitzicht

De economische groei in Europa blijft matig al zijn de vooruitzichten iets verbeterd. De groei ligt al 5 kwartalen rond de 0% en de verwachting is dat vanaf het tweede kwartaal een lichte groei zal plaatsvinden van 0,1% à 0,2% per kwartaal. Ook de ECB heeft inmiddels de verwachtingen aangepast naar 0,6% groei over heel 2024. Met een verwachte groei van 1,5% over 2025 blijft de ECB echter nog te optimistisch over het economisch herstel.



De nog stijgende lonen en de lagere inflatie zijn positief voor de consumentenbestedingen. Daarnaast kunnen eventuele renteverlagingen ook voor wat extra steun zorgen. Hiertegenover staat echter een daling van de fiscale stimulus door het beëindigen van energiesubsidies en ook de impact van het huidige verkrappende monetaire beleid van de ECB.

Inflatie zal naar verwachting geleidelijk dalen naar de 2%, al moet de olieprijs dan niet te ver gaan stijgen. In april en mei komen de eerste cijfers over de loongroei in het eerste kwartaal en de ECB hoopt daar voldoende progressie in te zien om een eerste renteverlaging door te voeren. De loongroei zal over 2024 nog redelijk hoog zijn, maar de verwachting is dat vanaf 2025 de daling in headline inflatie zal gaan volgen. Hiermee zal ook de kerninflatie richting het doel van de ECB gaan zakken.

Een soft landing scenario met licht positieve groei en lagere inflatie blijft positief voor de landenspreads. Al zijn de te hoge overheidstekorten voor met name Italië, Frankrijk en ook België wel een risico. Nu de Europese begrotingsregels weer van kracht zijn is het te verwachten dat de Europese Commissie deze landen aanbevelingen gaat doen om het overheidstekort te beperken.

Een dalende inflatie in combinatie met renteverlagingen zal naar verwachting leiden tot een steeds steiler wordende rentecurve, die momenteel nog invers is.

THEMA

Europese financiering breidt zich uit

NextGeneration EU-programma is tijdelijk

De doelstelling van het NextGeneration EU programma (NGEU) is helder: NextGenerationEU is een tijdelijk herstelprogramma om het economisch herstel van Europa na de coronapandemie te ondersteunen en een groenere, digitale en veerkrachtigere toekomst op te bouwen. Het meest opvallend is hier het woord ‘tijdelijk’ en het feit dat NGEU-programma voornamelijk gelinkt wordt aan het herstel na de coronapandemie. Nu de coronapandemie achter de rug is en het NGEU-programma na 2026 stopt met uitgifte van nieuwe obligaties nadert het einde van dit Europees programma. Vanaf 2028 moeten lidstaten zelfs beginnen met het terugbetalen van NGEU-leningen en zal de omvang van het NGEU-programma dus geleidelijk gaan afnemen. Dit staat haaks op het feit dat er juist steeds meer behoefte komt om Europese projecten ook op Europees niveau te gaan financieren.

Hogere defensie uitgaven

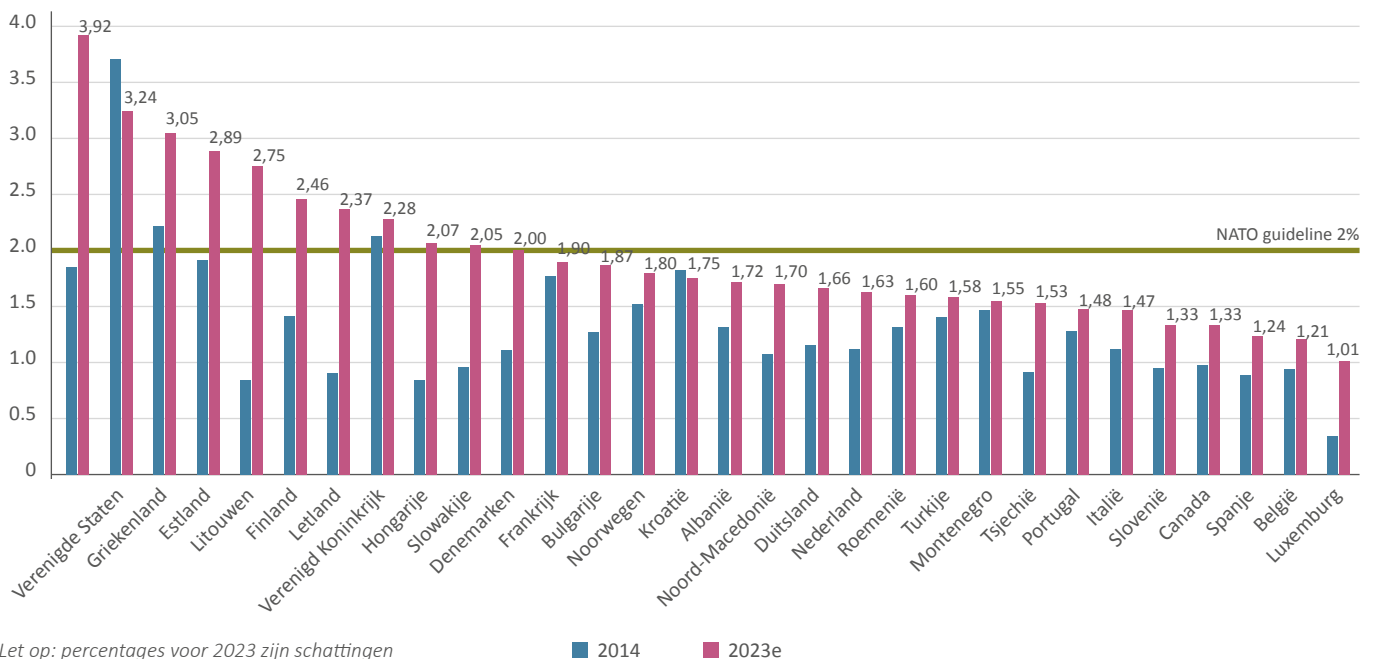
Een van de onderdelen die geschikt is voor gezamenlijke financiering zijn defensie uitgaven. Veel Europese landen zitten met hun defensie uitgaven nog onder de 2% richtlijn van de NAVO (zie figuur 3). Na de inval van Rusland in Oekraïne is de noodzaak om de defensie uitgaven te verhogen flink toegenomen.

Een nieuw gezamenlijk programma, vergelijkbaar met het NGEU-programma, om defensie uitgaven te financieren op basis van het EU-budget lijkt echter op korte termijn onwaarschijnlijk. Ten eerste zal er heel wat onderhandeld moeten worden om alle lidstaten op 1 lijn te krijgen, ook omdat een aantal landen (o.a. Nederland en Duitsland) voorlopig tegen uitbreiding van EU-financiering zijn. Daarnaast is het EU-budget voor de periode 2021-2027 al vastgesteld en ligt de focus eerst op de Europese verkiezingen in juni en het aanstellen van een nieuwe Europese Commissie in juli. Een nieuw EU-programma op basis van het EU-budget is op termijn wel onze verwachting maar implementatie daarvan zal nog wel enkele jaren kunnen gaan duren.

Europese investeringsbank slechts beperkt geschikt voor defensieprojecten

Als alternatief voor een nieuw EU-programma wordt er nu ook gekeken om de Europese Investeringsbank (EIB) te gaan gebruiken voor defensie financiering. De Europese Raad heeft eind maart vergaderd en onder andere de volgende conclusie naar buiten gebracht: ‘The European Investment Bank is invited to adapt its policy for lending to the defence industry and its current definition of dual-use goods, while safeguarding its financing capacity’.

Figuur 3: Defensie uitgaven in % van BBP (gebaseerd op 2015 prijzen en wisselkoersen)



Bron: Navo

Onder ‘dual-use goods’ wordt verstaan producten en technologieën welke voor zowel burger als militaire doeleinden kunnen worden gebruikt. Wapens, munitie en explosieven zijn daardoor momenteel nog uitgesloten van financiering door de EIB. Een aanpassing van het beleid zou daar verandering in kunnen brengen.

Met het noemen van ‘safeguarding its financing capacity’ lijken de mogelijkheden van EIB echter beperkt. Wil de EIB de huidige AAA-rating behouden kan de balans wel wat verder uitgebreid worden, maar niet met de jaarlijks € 100 miljard die momenteel genoemd wordt voor defensie uitgaven. Het lijkt er dan ook meer op dat de EIB aangespoord wordt om meer focus te gaan leggen op defensie financiering, maar dat daarnaast de bulk van gewenste defensie financiering niet door de EIB maar op een andere manier gefinancierd wordt. De nieuwste geruchten zijn dat de Europese Unie aan het kijken is naar een geheel nieuw programma wat zou werken op basis van garanties.

Financiering op Europees niveau helpt de lidstaten

Dat er de komende jaren in Europa genoeg projecten zijn die geschikt zijn voor gezamenlijke financiering is wel duidelijk. Er is echter ook een andere reden dat sommige landen nadrukkelijk op zoek zijn naar meer Europese programma's. Feit is dat meerdere landen steeds meer moeite hebben om de eigen fiscale tekorten op te lossen (zie tabel 1). Sinds dit jaar zijn de Europese fiscale regels weer van kracht en er zijn meerdere landen die niet aan de voorwaarden voldoen. De Italiaanse minister van Financiën kondigde al zelf aan dat Italië en andere EU landen dit jaar in een Excessive Deficit Procedure (EDP) terecht gaan komen.

Als landen in een EDP terechtkomen moeten zij verplicht stappen ondernemen om het overheidstekort terug te dringen. Een EDP hoeft niet noodzakelijk problemen op te leveren zolang de landen de aanbevelingen van de Europese commissie overnemen. De meeste landen hebben over het algemeen toch al een aantal maatregelen meegenomen in de komende overheidsbudgetten om de schulden terug te dringen en voldoen daarom al snel aan de aanbevelingen van de commissie. Maar extra geld voor defensie, energietransitie en digitalisering boven op de huidige budgetten zal het fiscale plaatje wel steeds moeilijker maken. Een uitbreiding van de gezamenlijke financiering, waarbij de uitstaande schulden niet bij de schuld van de individuele lidstaten wordt opgeteld zou daarom goed uitkomen.

De grootste fiscale tekorten zijn dit keer ook niet bij alleen de Zuid-Europese landen te zien. De economische groei in de Zuid-Europese landen is momenteel bovengemiddeld, mede dankzij de investeringen vanuit het NGEU-programma. De hardnekkigste fiscale problemen zitten nu bij Frankrijk en België, waar de overheidstekorten naar verwachting de komende jaren rond de 5% blijven en er weinig zicht is op verbetering (zie tabel 1). Het is dan ook niet voor niets dat de Franse president Macron een groot voorstander is van meer Europese financiering.

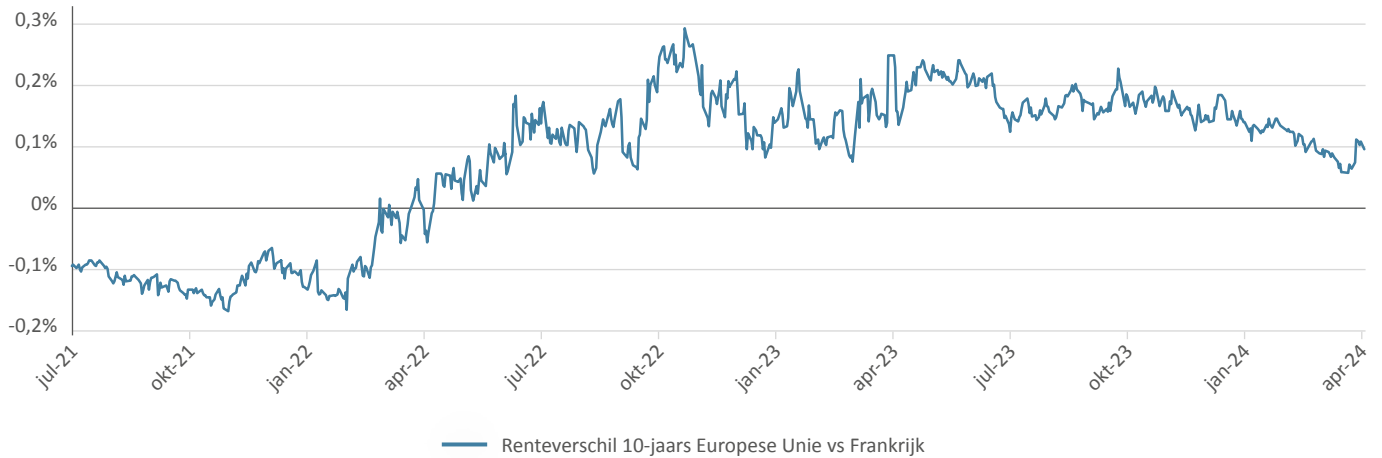
EU-obligaties zijn relatief aantrekkelijk

De rente op Franse obligaties wordt vaak gezien als een goede proxy voor het Europees gemiddelde. Obligaties van de EU worden daarom ook vaak vergeleken met Franse obligaties. Mede door

Tabel 1: Overheidstekorten in percentage Bruto Binnenlands Product

Overheidstekorten in % BBP	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Oostenrijk	-3,2	-2,5	-2,3	-2	-1,3	-1,4	
België	-3,5	-5	-5	-5	-4,9	-5,3	-5,4
Duitsland	-2,7	-2,1	-1,6	-1,6	-0,6	-0,5	-0,5
Frankrijk	-5	-5,5	-5,1	-4,4	-4,5	-4,5	
Griekenland	-4,5	-2,3	-1	-1	-0,9	-0,7	
Ierland	-0,2	1,3	1	1	0,8	0,9	
Italië	-8	-7,2	-4,7	-3,8	-2,9	-2,3	-2,3
Nederland	-1	-1	-1,8	-2	-1,4	-1,5	-1,4
Portugal	-0,4	0,5	0	0	-0,3	-0,3	-0,3
Spanje	-4,6	-4,1	-3,1	-3,7	-4,1	-4,1	
Eurzone	-3,6	-3,5	-3,1	-2,8	-2,1	-2,1	-2,1

Figuur 4: Renteverval 10-jaars Europese Unie t.o.v. Frankrijk



Bron: Bloomberg, Achmea Investment Management

de hoge uitgaves van EU lag de rente op EU-obligaties de laatste 2 jaar vaak boven die van Frankrijk (zie figuur 4). Dit ondanks de hogere rating van de EU (AAA versus AA voor Frankrijk).

De afgelopen maanden is het renteverval tussen EU en Frankrijk echter afgenomen, vooral nadat Frankrijk het overheidstekort opwaarts moest bijstellen. Hierdoor is trouwens de kans op een verdere rating downgrade voor Frankrijk ook toegenomen. Wij denken dat EU-obligaties een vergelijkbare rente als Frankrijk bieden, maar met lagere risico's. Hoe komt dit?

Ondanks dat de EU de komende tijd nog zeer veel obligaties blijft uitgeven en een eventuele downgrade van Frankrijk ook impact kan hebben op de rating van de EU, blijven wij positiever op EU-obligaties dan op Franse obligaties. Naast het feit dat Frankrijk fiscaal onder-gemiddeld blijft presteren zien wij bij de EU juist enkele positieve ontwikkelingen. Ten eerste zal de nu nog hoge uitgave van de EU vanaf 2026 snel gaan afnemen, zeker als extra defensie uitgaven niet door EU-obligaties gefinancierd gaan worden.

EU-obligaties worden steeds meer staatsobligaties

Misschien nog belangrijker dan het uitgave argument is dat EU-obligaties onderdeel lijken te gaan worden van de standaard staatsobligatie-indices. Zo kwam index provider ICE recent al met een voorstel om EU-obligaties toe te voegen aan de ICE BofA Euro Government Index. Mocht dit voorstel goedgekeurd worden kan de EU een 5,2% weging in de index krijgen wat naar schatting alleen al voor passieve beleggers een extra vraag van € 12 miljard kan betekenen. Andere index providers kunnen dit voorbeeld gaan volgen, zeker als EU-financiering zich de komende jaren verder uitbreidt.

Ondanks de politieke en fiscale verschillen tussen de Eurolanden zien we steeds verdere integratie van de Europese kapitaalmarkt. Gezamenlijke financiering op het gebied van defensie, energietransitie en digitalisering zijn logische vervolgstappen na het NGEU-programma. Met het toevoegen van de EU aan staatsobligatie indices, het opzetten van futures op EU-obligaties en meer Europese belastingen ontstaat er geleidelijk aan steeds meer een uniforme Europese kapitaalmarkt die begint te lijken op een soevereine staat.

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 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 Renier Brenninkmeijer, Business Development Director, Renier.Brenninkmeijer@Achmea.nl, +31 6 201 384 74.
Of met Mark Bakker, Business Development Director, Mark.Bakker@Achmea.nl, +31 6 101 851 94.

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 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 onlenen. 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 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.