

Investment Letter

Russische invasie van Oekraïne is stagflatieschok voor wereldeconomie

De oorlog in Oekraïne en de sancties tegen Rusland zijn een stagflatieschok voor de wereldeconomie. De prijzen van essentiële grondstoffen stijgen sterk en de leveringszekerheid staat ter discussie. De ernst en duur van deze schok zijn echter onzeker en hangen sterk af van de duur van het conflict. Daarmee benadrukt deze crisis nogmaals het belang om de beleggingsportefeuille fundamenteel te spreiden over verschillende scenario's en regimes. Zo blijkt ook nu weer dat inflatiegevoelige beleggingen zoals grondstoffen en inflatiegerelateerde obligaties bescherming bieden tegen een stagflatieschok.

Samenvatting

- De Russische invasie van Oekraïne en de daarop volgende sancties raken de financiële markten fors.
- Deze crisis is op de korte termijn een stagflatieschok, vooral door de sterk stijgende grondstofprijzen.
- De ernst en duur van deze schok zijn nog onzeker en hangen onder meer af van de duur van het conflict, maar ook op de langere termijn nemen de inflatierisico's toe.
- De onvoorspelbaarheid van de Oekraïne-crisis maakt nogmaals duidelijk dat een effectieve portefeuillespreiding essentieel is.
- Een strategische blootstelling naar inflatiegevoelige beleggingen, zoals inflatiegerelateerde obligaties (ILB's) en grondstoffen, maakt daar onderdeel van uit.

Scenario-update

Vorige maand presenteerden wij onze halfjaarlijkse scenario-update. De boodschap was toen dat de inflatie nog wat langer boven de 2% zou liggen en dat ook op langere termijn het inflatierisico toenam. Inmiddels zijn Rusland en Oekraïne in oorlog en heeft het Westen een groot deel van zijn financiële en economische banden met Rusland doorgeknipt of bevroren. Wat daarvan de exacte gevolgen zullen zijn, is met onzekerheid omgeven en hangt sterk af van de lengte van het conflict, de duur van de door het Westen ingestelde sancties en de gespannen situatie op de energiemarkten. Er dreigt een stagflatieschok voor met name de Europese economie indien op korte termijn geen keer ten goede komt. Europa is immers sterk afhankelijk van de import van energie uit Rusland. In deze Investment Letter gaan wij hier nader op in. Daarbij schetsen we de mogelijke gevolgen op langere termijn en benadrukken het belang van fundamentele diversificatie in de beleggingsportefeuille.

AUTEURS



Wim Barentsen,
Chief Strategist



Coen van de laar,
Sr. Investment Strategist



Maurice Geraets,
Sr. Investment Strategist



De oorlog in Oekraïne heeft impact op economie en financiële markten

De Russische invasie van Oekraïne veroorzaakte een schok op de financiële markten. Naast de enorme menselijke tragedie van deze oorlog, heeft het conflict ook een impact op de macro-economische omgeving. Dit met name door de zeer zware sancties die de westerse landen aan Rusland hebben opgelegd in reactie op de invasie. Vooral het bevriezen van de Russische valutareserves en het afsnijden van de toegang tot de internationale kapitaalmarkten en het internationale betalingsverkeer raken Rusland hard.



Naast de enorme menselijke tragedie, heeft de oorlog ook een impact op de macro-economische omgeving

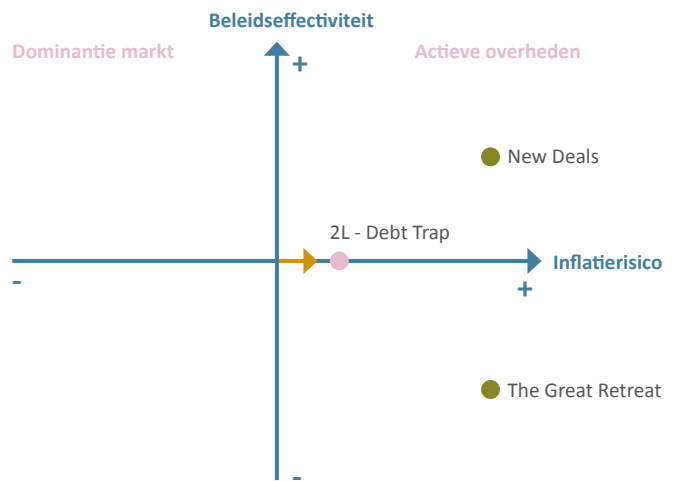
De westerse landen worden op hun beurt geraakt door de sterk stijgende prijzen en mogelijk ook leveringsproblemen bij belangrijke grondstoffen. Per saldo zal de economische groei op korte termijn lager uitkomen en de inflatie hoger. De crisis is daarmee een stagflatieschok – lage groei en hoge inflatie - voor de wereldeconomie. In de vorige update van de langetermijnsenario's hebben we de verwachte inflatie voor de eurozone verhoogd en aangegeven dat de inflatierisico's aan de bovenkant liggen (zie de [Investment Letter van februari 2022](#)).

"This is financial nuclear war and the largest sanctions event in history (...)

Russia went from being part of the global economy to the single largest target of global sanctions and a financial pariah in less than two weeks."

Peter Piatetsky, voormalig Treasury Department official in the Obama and Trump administrations

Figuur 1: Schematische weergave scenario's Achmea IM



Bron: Achmea IM

Raamwerk voor scenario's

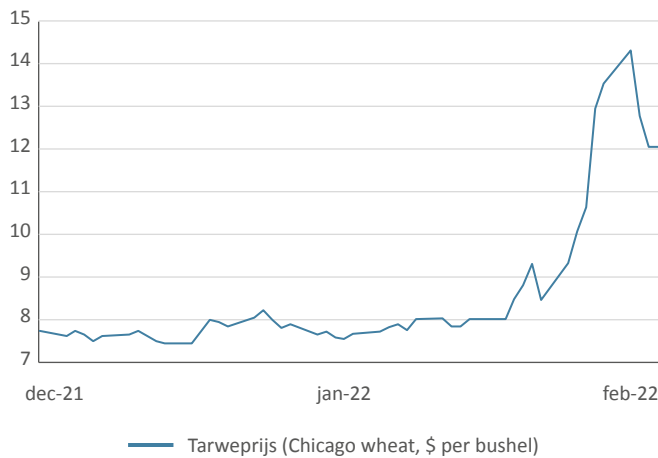
We maken voor onze scenario-analyses gebruik van een raamwerk langs twee assen, namelijk 'beleidsdoelmatigheid' en 'inflatierisico'. Onder beleidsdoelmatigheid verstaan we de mate waarin overheden in staat zijn de door hen nagestreefde evenwichtige economische groei te realiseren. Overheden streven daarbij naar economische groei die inclusief en duurzaam is en daarmee ook op langere termijn houdbaar. Vooral in het scenario 'New Deals' zet de overheid fors in op beleidsacties die gericht zijn op macro-stabilisatie, het versterken van de sociale cohesie en de klimaattransitie. Met inflatierisico duiden we het samenspel tussen de efficiënte markt en actieve overheden. De eerste is per saldo deflatoir terwijl de tweede inflatoir van aard is.

Oekraïne-crisis is in eerste instantie een stagflatieschok

De oorlog in Oekraïne leidt op korte termijn tot een verschuiving naar rechts in ons raamwerk. Er is sprake van een stagflatieschok door de ingestelde sancties en de sterke stijging van de grondstoffenprijzen. De geldontwaarding zal op korte termijn verder stijgen. Rusland is een grootmacht op de grondstoffenmarkt. Het land is een belangrijke speler op de markten voor energie, metalen en agrarische grondstoffen.

Ook Oekraïne is op een aantal markten, waaronder tarwe, een speler van formaat op de wereldmarkt. Nagenoeg alle grondstofprijzen zijn recentelijk dan ook sterk opgelopen. Naast de forse prijsstijging voor energie, zoals olie en gas, zijn ook de prijzen van metalen, zoals aluminium en nikkel, en landbouwgrondstoffen, zoals tarwe, sterk gestegen. De zware economische en financiële sancties tegen Rusland en de Russische tegenmaatregelen vergroten het risico op tekorten op de grondstoffenmarkten.

Figuur 2: Forse stijging tarweprijs



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Stagflatieschok met kenmerken uit de jaren 70

De huidige stagflatieschok is vergelijkbaar met de schokken uit de jaren 70 van de vorige eeuw. Er vindt een aanbodschok plaats in de grondstoffenmarkt door de oorlog in Oekraïne en de daarmee gepaard gaande sancties. De schok komt op een moment dat de inflatie al hoog is in de westerse wereld. De huidige situatie is op een aantal punten vergelijkbaar met die in 1973. Toen leidde de Israëlisch-Arabische oorlog tot een Arabische olieboycot van de westerse wereld. Die olieschok resulteerde in een stagflatieschok voor de wereldeconomie. De inflatie spoot omhoog en de economische groei kwam onder druk te staan. Er zijn echter ook de nodige verschillen met 1973. De huidige economieën zijn minder grondstofafhankelijk dan toen. Daarnaast is de macht van de vakbonden nu kleiner waardoor de kans op een loonprijsspiraal en sterke winsterosie beperkter is. Dit neemt niet weg dat de huidige groei/inflatie-situatie anders is dan die we de afgelopen decennia hebben gezien.

Beleidsdoelmatigheid van centrale banken staat onder druk

Een stagflatieschok doet afbreuk aan de beleidsdoelmatigheid van het monetaire beleid. Het is daarmee een groot probleem voor de centrale banken en beleidsmakers. Het is voor centrale banken lastig om het juiste monetaire beleid te voeren. Een krasser monetair beleid om de inflatie te bedwingen brengt het risico met zich mee dat de economische groei verder wordt afgeknepen. Het lijkt zo goed als zeker dat door de schok de economische groei wereldwijd, maar vooral in Europa, onder druk komt te staan.

De crisis gaat gepaard met fors hogere inkomensoverdrachten naar buitenlandse energieproducenten en heeft een negatieve impact op de reële inkomensgroei (koopkracht). De sancties en verhoogde onzekerheid zijn nadelig voor het vertrouwen en leiden tot handelsbelemmeringen en productieverstoringen. Zo trekken steeds meer westerse bedrijven zich geheel terug uit Rusland.

Daarnaast kan er door de hoge prijzen voor energie en metalen een terugslag komen in het ingezette klimaatbeleid. De hoge inflatie en lage rentes beperken de ruimte van de centrale banken om de economie te stimuleren.

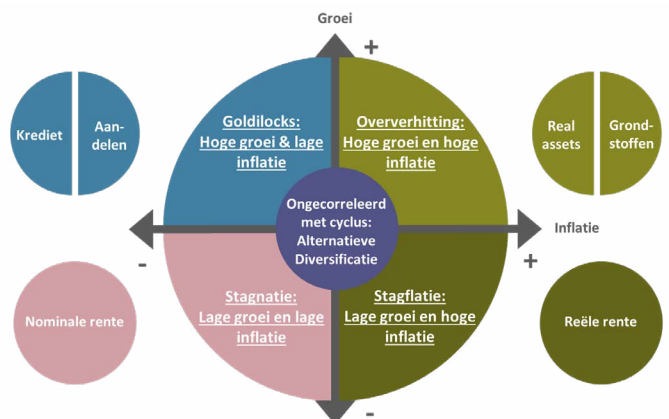
Ook op lange termijn toenemende inflatierisico's

Gegeven de onzekere en volatiele situatie passen we op dit moment onze langetermijnsenario's niet aan. Het is wel aannemelijk dat de Oekraïne-crisis ook op langere termijn bijdraagt aan een verschuiving naar rechts in ons raamwerk. De crisis past binnen de trend van deglobalisering en de draai naar een multipolaire wereld. De huidige sancties versnellen het uiteenvallen van de wereld in verschillende machtsblokken. De economische en financiële banden tussen landen worden doorgeknipt of geminimaliseerd. De deglobalisering leidt per saldo tot een minder efficiënte economie. Per saldo hebben deze ontwikkelingen veel kenmerken van 'The Great Retreat' in zich. Overheden is er echter veel aangelegen om de economische groei op peil te houden. De rol van de overheid wordt daardoor nog dominantier. Naast de gestelde beleidsdoelstellingen van macro-stabilisatie, het versterken van de sociale cohesie en de klimaattransitie, komen daar de hogere defensie-uitgaven als nieuw beleidsdoel bij. Dit heeft zeker voor de wat langere termijn, als geen sprake meer is van een acute energiecrisis, weer meer kenmerken van 'New Deals'.

Spreiding over economische schokken

Eén van onze kernuitgangspunten bij het vaststellen van een strategische beleggingsportefeuille is het streven naar robuustheid. De onvoorspelbaarheid van de oorlog in Oekraïne geeft opnieuw aan dat een effectief gespreide beleggingsportefeuille een verstandig vertrekpunt is. Een goede balans over verschillende economische regimes is cruciaal. Deze diversificatie kan onder andere bereikt worden door het spreiden over verschillende beleggingscategorieën. Beleggingen hebben hun eigen gevoeligheid naar schokken in economische groei en inflatie.

Figuur 3: Spreiding over economische schokken vergroot de stabiliteit van de portefeuille



Bron: Achmea IM

De afgelopen decennia waren per saldo desinflatoir van aard. Het totaalrendement op beleggingen in de linkerkant van de figuur, zoals aandelen en staatsobligaties, waren positief. De meeste beleggingsportefeuilles leunen dan ook sterk op deze beleggingen door de goede performance. De aandacht voor inflatiegevoelige beleggingen is echter een stuk beperkter.

Inflatiegevoelige beleggingen outperformen

Dit beeld is nu wel aan het kantelen. In de nasleep van de coronacrisis heeft de inflatie een comeback gemaakt en de oorlog in Oekraïne zorgt voor een extra inflatie-impuls. Het zijn nu juist de inflatiegevoelige beleggingen die het beter doen en voor de broodnodige diversificatie in de beleggingsportefeuille zorgen. De beleggingscategorie grondstoffen is dan ook één van de weinige categorieën die dit jaar een (hoog) positief totaalrendement genereert. De meeste crises in de afgelopen decennia waren deflatoire macroschokken, zoals de kredietcrisis en de coronacrisis, waarin grondstoffen juist onder druk stonden. Dit in tegenstelling tot de oorlog in Oekraïne wat een inflatoire schok is.

Ook inflatiegerelateerde obligaties doen het beter dan de nominale evenknieën. De ingeprijde inflatie is dit jaar gestegen en de reële rente is gedaald. Tot slot kunnen bepaalde hedgefondsstrategieën, zoals CTA's, profiteren van deze crisis. Dergelijke beleggingen hebben geen sterke relatie met de groei en inflatie. Ze zijn daardoor een welkome bron van diversificatie binnen de portefeuille.

Strategische case geldt nog steeds

Door de sterke performance van inflatiegevoelige beleggingen ogen deze tactisch gezien minder aantrekkelijk. De 5-jaars break-even inflatie in de eurozone is gestegen tot boven de 3%, de reële rente is historisch laag en een aantal grondstofprijzen staan op record-

niveaus. De strategische case voor deze beleggingen geldt echter nog steeds. In de jaren 70 werd er in eerste instantie vanuit gegaan dat de inflatiestijging van tijdelijke aard zou zijn. Centrale banken hielden daardoor het beleid langer ruim en financiële markten reageerden pas laat op het structurele karakter van de inflatie.

Zowel aandelen als nominale obligaties kenden in de jaren 70 forse piek-dal-verliezen en bleken geen effectieve bescherming te bieden tegen de stijgende inflatie. Het reële rendement op obligaties was in deze periode negatief en obligaties konden ook nauwelijks het rendement op kasgeld bijbenen. Inflatiegevoelige beleggingen zijn in een dergelijk economisch regime een nuttige bouwsteen. Ze bieden diversificatie en bescherming tegen de (onverwacht) hoge inflatie.

Spreiding binnen beleggingscategorieën

De onvoorspelbaarheid van de oorlog in Oekraïne bevestigt weer dat een effectief gespreide robuuste portefeuille een goed uitgangspunt is. Naast diversificatie over beleggingscategorieën om groei- en inflatieschokken op te vangen, is spreiding binnen de beleggingscategorieën cruciaal. Russische beleggingen, zowel aandelen als obligaties, zijn door de sancties de facto niet meer verhandelbaar en moeten waarschijnlijk grotendeels worden afgeschreven. Een dergelijke onvoorspelbare gebeurtenis is een belangrijk politiek staartrisiko. Want financieel gezien stond Rusland er goed voor. De overheidsschuld was laag, er was sprake van een overschot op de lopende rekening en de Russische energiebedrijven profiteerden van de stijgende energieprijzen. Maar door de ingestelde sancties dreigt Rusland in gebreke te blijven en willen internationale beleggers van hun Russische beleggingen af. Aan de (beperkte) integratie van het Westen en Rusland op economisch en financieel gebied van de afgelopen decennia is binnen een week een abrupt einde gekomen.

Conclusie: fundamenteel spreiden van beleggingen

De coronapandemie en nu de oorlog in Oekraïne illustreren hoe fundamenteel onzeker de toekomst is. Dergelijke gebeurtenissen maken duidelijk hoe belangrijk het fundamenteel spreiden van beleggingen aan de hand van scenario's is. Dit dient vooraf te gebeuren als er nog weinig aan de hand is. Het geopolitiek risico zal daarbij moeten worden afgewogen tegen de risicopremies die daar tegenover staan.

De Oekraïne-crisis dreigt op korte termijn uit te monden in een forse stagflatieschok die de Europese economie stevig zal raken. De inflatie die al hoog was, zal dit jaar waarschijnlijk verder oplopen en de groei zal onder druk komen vanuit zowel de vraag- als de aanbodzijde. De oorlog en zijn nasleep dragen ook op langere termijn naar verwachting bij aan een verhoogd inflatierisico. Voldoende blootstelling naar inflatiegevoelige beleggingen is daarom belangrijk. Dat vraagstuk dient vooral strategisch te worden gezien.

Figuur 4: Eurozone 5-jaars break-even inflatie



Bron: Bloomberg, Achmea IM



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 Renier Brenninkmeijer, Business Development Director, Renier.Brenninkmeijer@achmea.nl, +31 6 201 384 74,
of 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 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.