

LDI/Staatsobligaties

KWARTAALUPDATE

IN DEZE UPDATE

Marktbeeld

- Veel turbulentie, per saldo beperkte impact
- Inflatie daalt verder, ECB verlaagt rente
- Minder renteverskil tussen Italië en Duitsland
- Versteilde rentecurve, hogere risicopremie voor langlopende obligaties
- Downgrade VS

Vooruitzichten

- Matige economische vooruitzichten
- Afwachtende houding ECB
- Verdere versteiling van de rentecurve

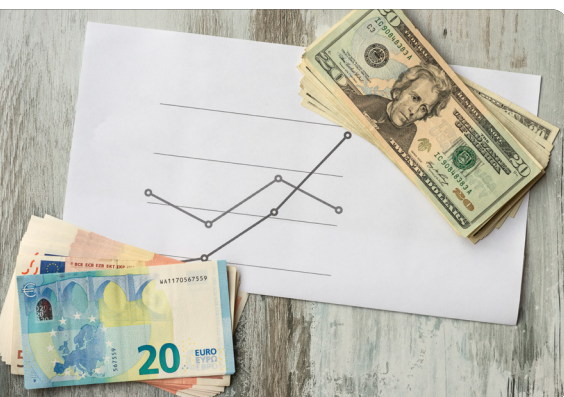
AUTEURS



Lucas Bouwhuis,
Senior Portfolio Manager
Fixed Income



Rob Dekker,
Senior Portfolio Manager
Fixed Income



THEMA

VS versus Europa, tarieven en inflatieverwachtingen: waarom beleggers alert moeten blijven

De VS voeren steeds meer tariefmaatregelen in, waardoor markten rekening houden met hogere inflatie en een mogelijke groeivertraging. Terwijl de ergste scenario's tot nu toe zijn voorkomen, blijven nieuwe heffingen boven de markt hangen en overheerst onzekerheid. Dit heeft directe gevolgen voor inflatieverwachtingen: in de VS wordt een tijdelijke prijsstijging voorzien, terwijl Europa juist te maken kan krijgen met structureel lagere inflatie en een kwetsbaarder groeivooruitzicht.

[Lees verder op pagina 4](#)

Marktbeeld

Veel turbulentie, per saldo beperkte impact

Het tweede kwartaal was een van de meest turbulente kwartalen van de afgelopen jaren, al was de impact op de obligatiemarkten per saldo beperkt. De onrust begon na aankondiging van de nieuwe Amerikaanse import-tarieven door president Trump op 'Liberation Day'. Nadat de tarieven met 90 dagen werden uitgesteld, keerde de rust op de financiële markt weer terug. De Duitse 10-jaars rente sloot het kwartaal per saldo 0,13% lager, op een niveau van 2,61% (zie figuur 1). De rentecurve liet vooral in het begin van het kwartaal een versteiling zien.

Inflatie daalt verder, ECB verlaagt rente

De inflatie in de Eurozone daalde in het tweede kwartaal verder naar de ECB doelstelling van 2%, terwijl kern-inflatie daar nog net boven bleef op 2,3%. Voor meer informatie: zie thema-artikel op pagina 4. De olieprijs kende een zeer volatiel kwartaal met een snelle stijging na de Israëlische aanval op Iran en een even snelle daling na een staakt-het-vuren. De lagere inflatie was voor de ECB voldoende om de rente in het tweede kwartaal nog 2 keer te verlagen naar 2%.

De economie in de Eurozone ondervindt nog weinig last van de geopolitieke onrust en de importheffingen. De productiesector vertrouwensindicator liet een verder herstel zien, mede dankzij de grote investeringsplannen van Duitsland op het gebied van defensie en infra-structuur. De dienstensector vertrouwensindicator daalde juist licht waardoor de totale economie per saldo weinig vooruitgang liet zien in het tweede kwartaal.

Minder renteverskil tussen Italië en Duitsland

Landenspreads hadden een goed kwartaal ondanks de slechte start in april. Het renteverskil tussen de Duitse en de Italiaanse 10-jaars rente daalde met 0,26% naar 0,87%. De laatste keer dat Italië op een dergelijke lage spread handelde was nog voor de schulden crisis in 2009. Ook het renteverskil tussen Duitsland en Frankrijk daalde verder, maar de daling bleef beperkt tot enkele basispunten.

Versteilde rentecurve, hogere risicopremie voor langlopende obligaties

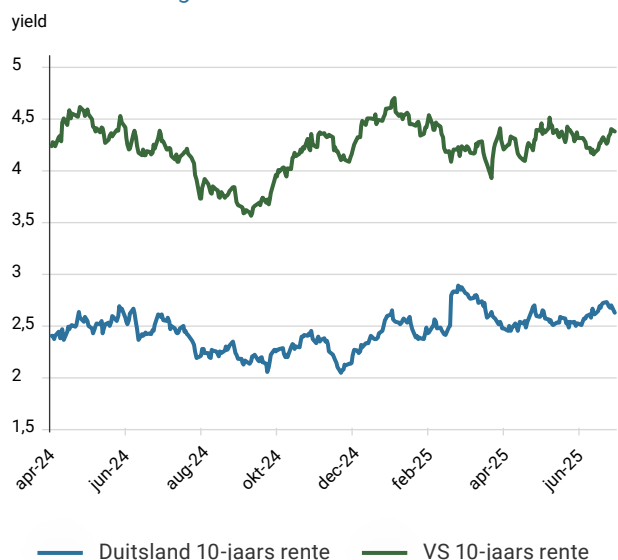
De rentecurve versteilde verder in het tweede kwartaal. De 2-jaars rente daalde met 0,19% naar een niveau van

1,86%, terwijl de 30-jaars rente nagenoeg onveranderd bleef op 3,10%. De korte rente profiteert vooral van de renteverlagingen van de ECB terwijl de lange rente juist onder druk staat door de toegenomen leenbehoefte. Ook de oplopende onzekerheid over de toekomstige groei, inflatie en geopolitieke spanningen leidde tot een hogere risicopremie voor langlopende obligaties (zie figuur 2).

Downgrade VS

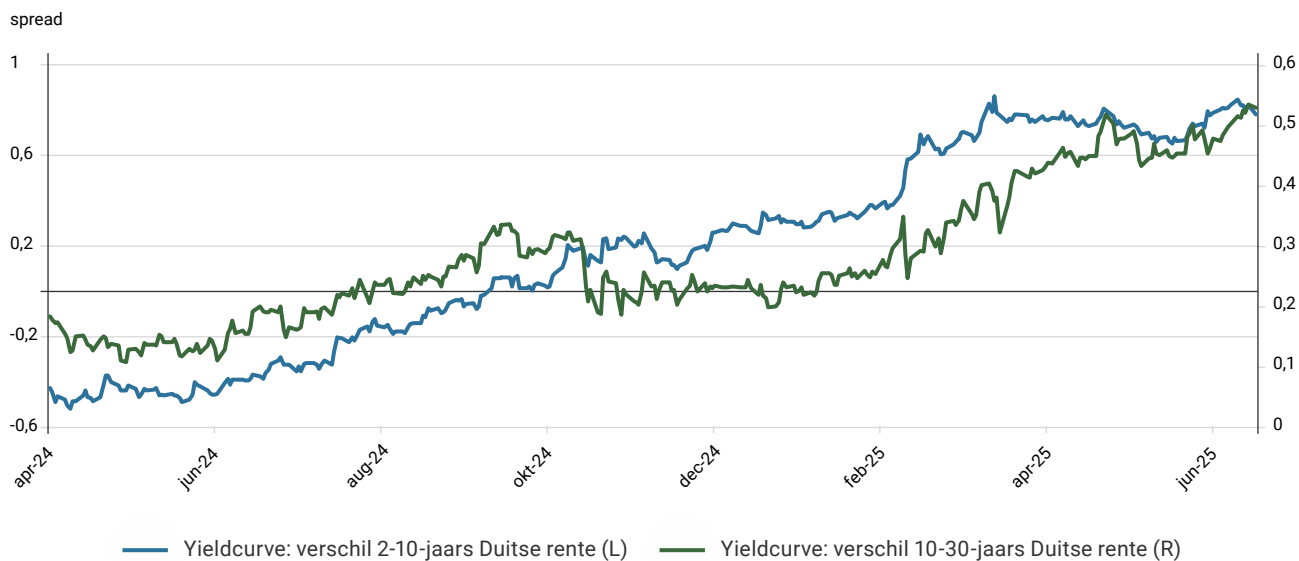
Ook de Amerikaanse economie bleef redelijk presteren ondanks de handelsoorlog. De groei zwakt wel geleidelijk af maar de arbeidsmarkt vooralsnog niet. Dat, in combinatie met inflatie dat nog boven de Fed target ligt, zorgde ervoor dat de Fed de rente in het tweede kwartaal niet verder verlaagde. De Amerikaanse rente kende een volatiel kwartaal maar sloot uiteindelijk nagenoeg onveranderd op een niveau van 4,23% (zie figuur 1). Opvallend was de sterke rentestijging in april in combinatie met de aandelendaling na 'Liberation day'. De stijging had deels een technische oorzaak, maar ook de houdbaarheid van de Amerikaanse staatsschuld staat onder druk. Dit leidde onder andere ook tot een rating downgrade van Moody's naar Aa1, waardoor de US nu ook de laatste AAA rating kwijt raakte na eerdere downgrades van S&P en Fitch.

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



Bron: Achmea IM, Bloomberg

Figuur 2: Ontwikkeling Yield curve



Bron: Achmea IM, Bloomberg

Vooruitzichten

Matige economische vooruitzichten

De economie van de Eurozone bevindt zich momenteel op een kruispunt. De economische groei is matig en inflatie ligt rond de doelstelling van de ECB. De komende maanden blijven de risico's voor de groei groot met een mogelijke afzwakking van de Amerikaanse economie en de verdere impact van de handelsoorlog. Op iets langere termijn kunnen de extra investeringen in defensie en infrastructuur de economie juist een extra boost geven.

Afwachtende houding ECB

De ECB heeft daarom ook een afwachtende houding aangenomen en zal de rentetarieven niet heel veel verder willen verlagen. Op dit moment wordt er nog 1 renteverlaging van de ECB verwacht. Gezien de combinatie van hoge onzekerheid, afnemende inflatie en een kwetsbare economische situatie, verwachten wij dat de ECB de rente mogelijk verder zal moeten verlagen.

Verdere versteiling van de rentecurve

Zonder verdere escalatie van de handelsoorlog blijft dit een positieve omgeving voor spreads en zal de continue oplopende uitgifte van obligaties leiden tot een verdere versteiling van de curve. De politieke situatie in Frankrijk zal na de zomer weer in de schijnwerper komen te staan als de instabiele regering opnieuw een budget voor het komende jaar moet gaan vaststellen.

Tarieven en inflatieverwachtingen: waarom beleggers alert moeten blijven

De VS zet fors in op tarieven, Europa blijft kwetsbaar met lage inflatieverwachtingen

De wereldwijde handelspolitiek bevindt zich op een kantelpunt: de VS voeren steeds meer tariefmaatregelen in, waardoor markten rekening houden met hogere inflatie en een mogelijke groeivertraging. Terwijl de ergste scenario's tot nu toe zijn voorkomen, blijven nieuwe heffingen boven de markt hangen en overheerst onzekerheid. Dit heeft directe gevolgen voor inflatieverwachtingen: in de VS wordt een tijdelijke prijsstijging voorzien, terwijl Europa juist te maken kan krijgen met structureel lagere inflatie en een kwetsbaarder groeivoorzicht. Die ontwikkeling houdt beleggers scherp, omdat onduidelijk is hoe ver de handelsbelemmeringen nog zullen reiken.

De VS hebben sinds januari talloze aankondigingen gedaan over handelstarieven. Extreme scenario's zijn tot nu toe vermeden, maar nieuwe maatregelen blijven zich opstapelen en per saldo stevent de VS af op een fors tariefniveau.

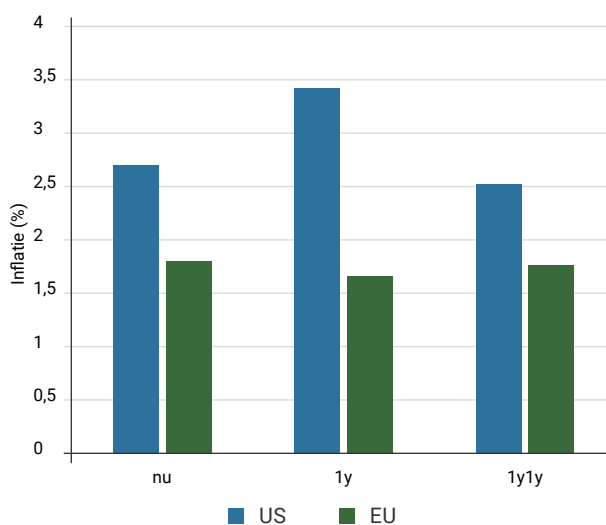
De onzekerheid daarover blijft groot. Aan de ene kant zijn eerdere aankondigingen vaak afgezwakt, teruggedraaid of uitgesteld, waardoor markten hebben geleerd deze niet meteen serieus te nemen. Aan de

andere kant zijn er binnen de Amerikaanse regering juist uitgesproken voorstanders van nieuwe heffingen, en is het laatste woord over tarieven nog lang niet gesproken. De daadwerkelijke effecten van tarieven hebben de economie nog nauwelijks bereikt, omdat de heffingen pas worden toegepast bij binnenkomst van goederen in de VS. Daardoor beschikken we nog niet over duidelijke signalen wat de uiteindelijke impact gaat worden. Een opvallend effect van deze tarieven is echter wel al zichtbaar op de inflatiemarkten.

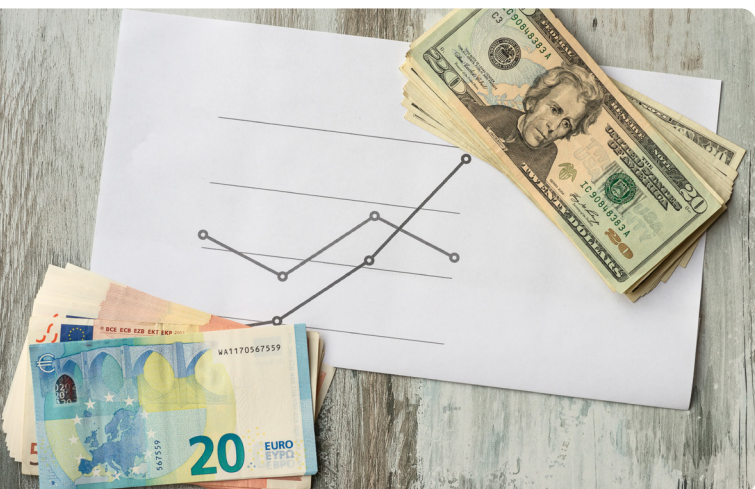
Markten anticiperen: hogere VS-inflatie, stabielere eurozone

Zo is er vooralsnog weinig bewijs dat tarieven al merkbaar doorwerken in de consumentenprijzen. Toch verwachten we dat prijsstijgingen nog zullen volgen. De markt gaat uit van dezelfde aanname. Figuur 3 toont de huidige inflatie, de marktverwachting voor inflatie over één jaar, en de inflatieverwachtingen voor één jaar, gemeten over één jaar. Dit zowel voor de VS als voor de eurozone.

Figuur 3: Inflatie en inflatieverwachtingen in de VS en Eurozone: nu, over een jaar, en 1-jaars-verwachting over een jaar



Bron: Achmea IM, Bloomberg



Twee zaken springen in het oog:

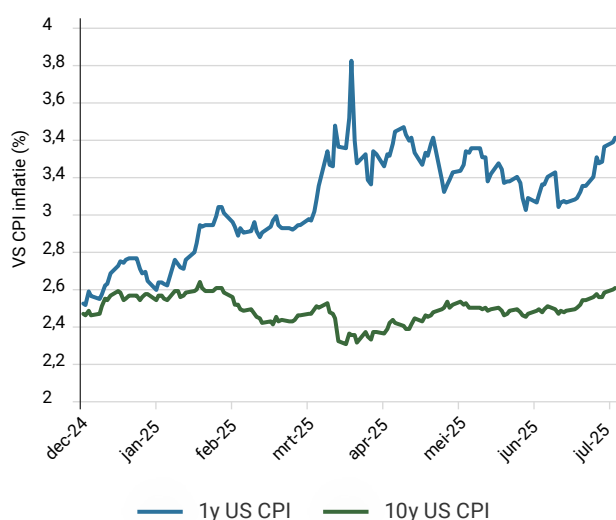
1. De inflatie in de VS ligt hoger dan in de EU en zal naar verwachting hoog blijven. In de VS blijven inflatieverwachtingen boven het centrale-bankdoel van 2%, terwijl ze in Europa juist lager liggen.
2. De inflatie in de VS loopt naar verwachting eerst verder op en neemt daarna weer af; de inflatie in de eurozone blijft naar verwachting veel stabiel en daalt mogelijk zelfs iets.

Korte versus lange termijn: uiteenlopende inflatieverwachtingen

Een ander interessant fenomeen is het verschil tussen inflatieverwachtingen op korte en op lange termijn.

Figuur 4 en 5 tonen de inflatie-impact voor kortlopende en langlopende looptijden in de VS en Eurozone.

Figuur 4: VS: Kortlopende en langlopende inflatieverwachtingen



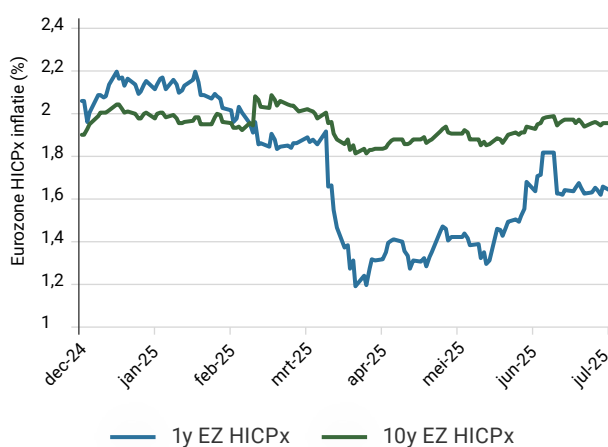
Bron: Achmea IM, Bloomberg

In de VS valt op dat de inflatieverwachtingen voor de lange termijn, ondanks wispelturig beleid, veel onrust en voortdurende onzekerheid, opmerkelijk stabiel zijn gebleven. Sterker nog, begin april – op het hoogtepunt van de tariefaankondigingen – stonden deze verwachtingen zelfs onder neerwaartse druk. Dit komt doordat inflatieverwachtingen op de langere termijn gevoeliger zijn voor groeiverwachtingen en macro-economische volatiliteit, ook al zijn sommige enquête-gebaseerde inflatieverwachtingen sterk gestegen.

De korte-termijninflatemarkten vertonen aanzienlijke schommelingen en liepen scherp op na de eerste tariefaankondiging, en volgden hetzelfde patroon na elke volgende aankondiging. Maar telkens vielen ze daarna weer terug. Naast een groeiend scepticisme dat tarieven daadwerkelijk zullen worden doorberekend aan consumenten, weerspiegelt deze terugval waarschijnlijk ook marktoptimisme dat er aanvullende akkoorden worden gesloten die het effectieve tarief-niveau verlagen.

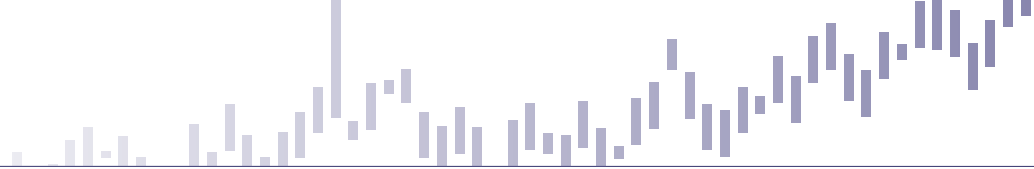
Fundamenteel gezien, denken wij dat tarieven vooral leiden tot een eenmalige prijsniveau-aanpassing, terwijl negatieve groei effecten op middellange termijn juist een neerwaartse druk op inflatie kunnen uitoefenen. De markt richt zich momenteel dus op twee aspecten van tarieven: hogere prijzen in de komende maanden en het daarmee samenhangende risico van groeivertraging op de wat langere termijn.

Figuur 5: Eurozone: kortlopende en langlopende inflatieverwachtingen



Bron: Achmea IM, Bloomberg

In de Eurozone ziet dit plaatje er anders uit (figuur 5). Hier zien we dat lange termijn inflatieverwachtingen ook redelijk stabiel blijven (maar wel een half procent lager dan in de VS). Daarentegen zijn de korte-termijn inflatieverwachtingen juist sterk gedaald. Prijsstijgingen die we in de VS verwachten blijken vooral een binnenlands VS-probleem, en blijven beperkt in de Eurozone. Door de afzwakkende groeiverwachtingen (onder andere door de handelsproblemen) zijn de inflatieverwachtingen ook gedaald, zonder dat we een tijdelijke



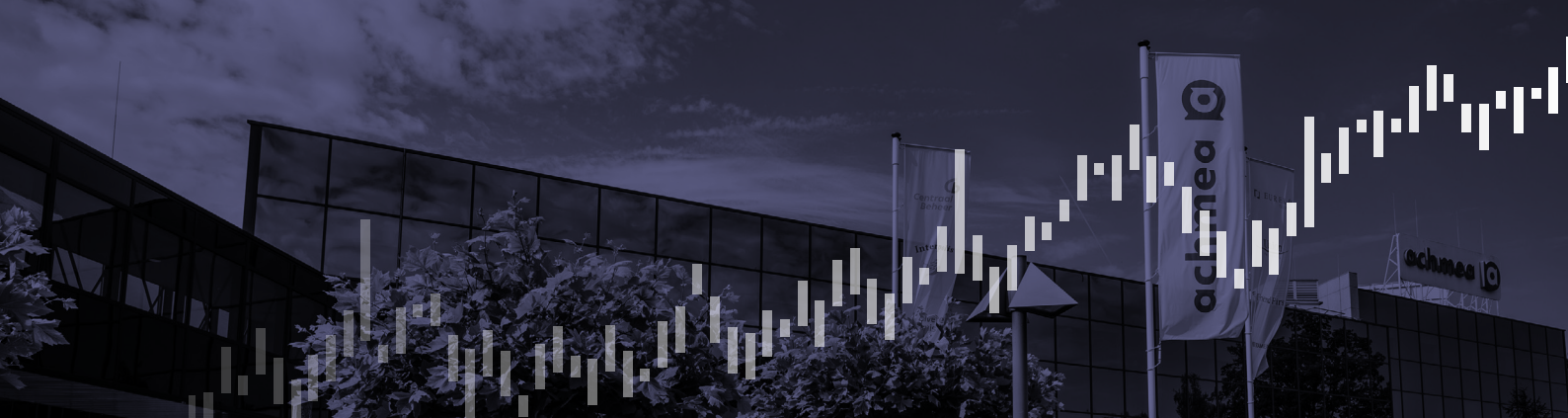
hogere inflatie verwachten zoals in de VS. De kans bestaat dat fiscale stimulansen een deel van de groeiverzwakking op kunnen vangen, maar vermoedelijk zal dit te langzaam gaan om de initiële groeivertraging te voorkomen.

Vooruitzichten voor Europa: kwetsbaar en met lage inflatie

Alles kan veranderen, maar voorlopig ziet het er niet rooskleurig uit voor het handelsperspectief van Europa. Inflatie dreigt hierdoor te laag uit te vallen.

Met de reeds aangekondigde handelsbelemmeringen staat Europa op wankelende grond. Het risico op extra handelsmaatregelen is groter dan de kans op verlagingen. Terwijl het inflatiebeeld in de VS onzeker is, oogt dat van Europa duidelijker – en lager.

Kortom: de vooruitzichten voor Europa blijven zwak, met een reëel gevaar dat de inflatie structureel te laag uitvalt.



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, impactbeleggen, 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 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. Informatie over de beleggingsinstellingen van Achmea IM kan een publicitaire mededeling bevatten. Raadpleeg het prospectus van de beleggingsinstellingen op www.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.