

KWARTAALUPDATE

LDI/Staatsobligaties

IN DEZE UPDATE

Marktbeeld

- Stijgende marktrenten en stijgende inflatie
- Consumentenvertrouwen loopt terug
- Fed start wel met renteverhogingen

Vooruitzichten

- Afnemende economische groei
- ECB staat voor een dilemma
- Stijging van kapitaalmarktrentes

AUTEURS



Rob Dekker,
Sr. Portfolio Manager
Fixed Income



Lucas Bouwhuis,
Sr. Portfolio Manager
Fixed Income



THEMA

Centrale banken riskeren recessie

In een half jaar tijd is de discussie over inflatie compleet gedraaid. Centrale banken maakten zich tot voor kort nog weinig zorgen over de tijdelijke inflatie en waren vooral bang om het economische herstel te vroeg af te remmen. Nu is inflatie de belangrijkste drijver van het centrale banken beleid en worden steunprogramma's versneld afgebouwd, de rente verhoogd en nog veel meer renteverhogingen op korte termijn verwacht.

Dat centrale banken te lang hebben gewacht met het normaliseren van hun beleid lijkt wel duidelijk. Vraag is of ze nu niet te ver doorschieten met deze agressievere aanpak? De vraag is ook: is een recessie aanstaande? En hoe anticiperen obligatiemarkten daarop? In de tussentijd blijft de aloude wijsheid *don't fight the Fed* van kracht, maar op het gebied van groei is de Fed minder geloofwaardig: *don't believe the Fed*.

[Lees verder op pagina 3 →](#)

Marktbeeld

Stijgende markttrentes

De financiële markten werden in het eerste kwartaal van 2022 volledig beheerst door de oorlog in de Oekraïne en door hoge inflatie. De Duitse rente continueerde aan het begin van het kwartaal de stijging die al in 2021 werd ingezet. Eind januari sloot de rente voor het eerst sinds het tweede kwartaal van 2019 weer in positief territorium. Na een korte dip onder 0 door het uitbreken van de oorlog steeg de marktrente sterk om uiteindelijk het kwartaal af te sluiten op 0,55%.

Figuur 1: Ontwikkeling Duitse 10-jaars rente



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Stijgende inflatie

Inflatiecijfers lieten in het eerste kwartaal opnieuw een sterke stijging zien. De oorlog in Oekraïne zorgde voor verdere stijging van energieprijzen. Ook veel grondstoffen en voedselprijzen bereikten nieuwe records. De inflatie in Europa kwam in maart uit op 7,5%, terwijl Nederland zelfs een geldontwaarding van bijna 12% noteerde. Door de hoge inflatie neemt de druk op de ECB steeds verder toe om de rente te verhogen. In maart kondigde de ECB al een snellere afbouw van het opkoopprogramma aan, en renteverhogingen zijn inmiddels al ingeprijsd voor het eind van dit jaar.

Vertrouwen loopt terug

Economische data bleef redelijk goed in het eerste kwartaal. De dienstensector profiteerde van het opheffen van de Covid-restricties terwijl ook de arbeidsmarkt verder verbeterde met een nieuwe daling van de werkloosheid. Meer vooruitkijkende indicatoren laten echter wel een afzwakkende economische groei zien. Zo daalde de verwachtingen van het bedrijfsleven en lieten

nieuwe orders een krimp zien. Ook het consumentenvertrouwen liep hard terug in maart, vooral gedreven door de hoge inflatie wat negatief is voor de consumentenuitgaven.

Fed start wel met renteverhogingen

In de Verenigde Staten heeft de Fed in maart wel de eerste renteverhoging doorgevoerd. Voor de Fed is inflatie inmiddels topprioriteit geworden en er zijn dan ook voor meer dan 2% aan renteverhogingen ingeprijsd voor dit jaar. Daarnaast wil de Fed ook actief de balans gaan verkleinen. De Amerikaanse 10-jaars rente steeg in het eerste kwartaal met 0.83% naar een niveau van 2.34%.

Vooruitzichten

Afnemende economische groei

De vooruitzichten voor de economische groei in Europa nemen af. De positieve effecten van de heropening van de economie nemen geleidelijk af terwijl de negatieve gevolgen van de hoge inflatie steeds groter worden. Consumenten hebben te maken met een negatief reëel inkomen door de toegenomen kosten. Toegenomen spaartegoeden en fiscale maatregelen kunnen voor enige bescherming zorgen maar veel lage en middeninkomens zijn nu al gedwongen de uitgaven te beperken.

ECB staat voor een dilemma

Inflatie blijft ook de komende maanden hoog als de recente prijsstijgingen van energie en voedsel in de data verwerkt worden. Pas na de zomer wordt een daling van het inflatiecijfer verwacht.



Vraag is hoe lang de inflatiestijging blijft aanhouden

De ECB staat voor een moeilijk dilemma. Aan de ene kant ligt de korte termijn inflatie veel hoger dan de doelstelling van 2% en is er een risico dat dit leidt tot een loon-prijs spiraal. Aan de andere kant is de inflatie vooral veroorzaakt door problemen aan de aanbodzijde waartegen een verkrappend beleid niet veel zal helpen. Nu de consument al onder druk staat, zal een agressievere monetair beleid de vraag alleen maar verder afzwakken en riskeert de ECB een recessie.

Stijging van kapitaalmarktrentes

De kapitaalmarkt rentes bevinden zich momenteel in een sterk stijgende trend. Zolang de centrale banken zich richten op de hoge inflatie zal de rente nog onder druk kunnen blijven liggen. Wij verwachten dat een verdere rente stijging echter beperkt zal zijn aangezien de economische groei al aan het afzwakken is en de komende maanden verder kan gaan dalen. Uiteindelijk zullen een afnemende groei en een krappere monetair beleid naar verwachting ook gaan leiden tot lagere inflatiedata.

THEMA

Centrale banken riskeren recessie

In een half jaar tijd is de discussie over inflatie compleet gedraaid. Centrale banken maakten zich destijds nog weinig zorgen over de tijdelijke inflatie en waren vooral bang om het economische herstel te vroeg af te remmen. Nu is inflatie de belangrijkste drijver van het centrale banken beleid en worden steunprogramma's versneld afgebouwd, de rente verhoogd en nog veel meer renteverhogingen op korte termijn verwacht. Dat centrale banken te lang hebben gewacht met het normaliseren van hun beleid lijkt wel duidelijk, maar schieten ze nu niet te ver door met deze agressievere aanpak? We bespreken drie recente ontwikkelingen op het gebied van inflatie en het dilemma van de centrale banken.

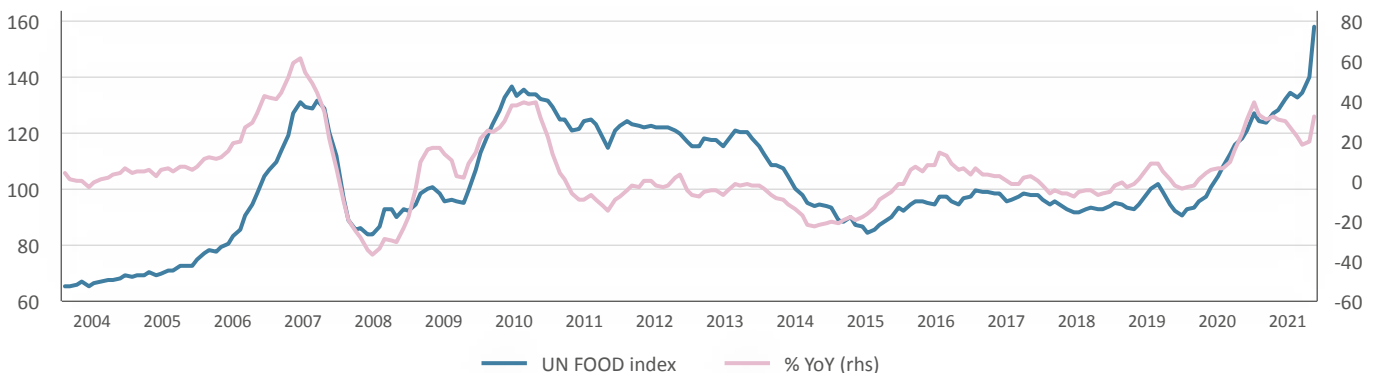
1. Inflatie is toch wel tijdelijk

Het overgrote deel van de 6% tot 8% inflatie die we nu in de cijfers zien is nog steeds als tijdelijk te kwalificeren. Het afgelopen jaar hebben we stijgingen gezien van de olieprijs van meer dan 100%,

zijn gasprijzen vervijfvoudigd en ook voedselprijzen en overige grondstoffen sterk gestegen. Het inflatiecijfer van 7% bestaat dan ook voor meer dan de helft uit energieprijsstijgingen.

Deze bijdrage van energie zal automatisch kleiner worden op het moment dat de procentuele stijging minder groot wordt ten opzichte van het afgelopen jaar. Momenteel zien we dit bijvoorbeeld al terug bij de voedselprijzen in onderstaande grafiek. Ondanks de oplopende voedselprijzen (blauwe lijn), is het jaar op jaar cijfer zelfs lager (roze lijn) dan vorig jaar. Vooral in de tweede helft van dit jaar gaan we dit effect ook zien in de energieprijzen en dat is dan ook de belangrijkste reden dat er een lager inflatiecijfer verwacht wordt na de zomer. Dat betekent overigens nog steeds dat als de prijzen zich op een hoog niveau stabiliseren, het inflatiecijfer wel daalt maar de pijn in de portemonnee nog steeds blijft, tenzij er compensatie voor de consument plaatsvindt.

Figuur 2: Ontwikkeling voedselprijzen 2004 - Q1 2022

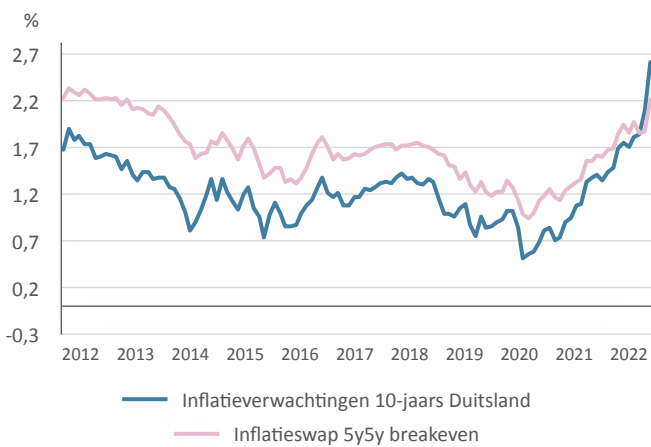


Bron: Bloomberg, Achmea IM

Naast deze technische factoren lijken de financiële markten nog weinig inflatieproblemen te zien op wat langere termijn. In onderstaande grafiek (figuur 3) geeft de blauwe lijn de inflatieverwachtingen weer voor een 10-jaars Duitse inflatiegerelateerde staatsobligatie. Sinds de daling in de coronacrisis zijn inflatieverwachtingen wel toegenomen maar bleven tot voor kort nog onder de 2% doelstelling van de Europese Centrale Bank (ECB).

Sinds het uitbreken van de oorlog in Oekraïne zien we wel een verdere stijging richting de 3%. Dit is echter wel inclusief de hoge inflatie van dit jaar (7%) en ook volgend jaar (3,5%). Om dan op een gemiddelde inflatie van 2,7% uit te komen voor de komende 10 jaar betekent in feite dat de financiële markten weinig inflatie verwachten vanaf 2024. Om het effect van de zeer hoge korte termijn inflatie buiten beschouwing te laten kunnen we dan ook beter kijken naar de verwachte 5-jaars inflatie over 5 jaar (roze lijn). Deze maatstaf ligt nu wel boven de 2%, maar slechts op een niveau van 2,3%. Er is, met andere woorden, nog weinig reden voor de ECB om echt in paniek te raken.

Figuur 3: Inflatieverwachtingen 10-jaars Duitse inflatiegerelateerde staatsobligaties



Bron: Bloomberg, Achmea IM

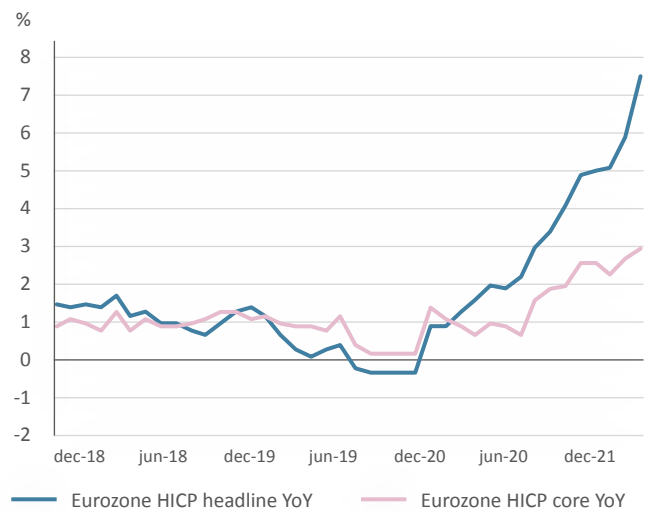
2. Kans op structureel hogere inflatie blijft bestaan

Als hoge inflatie door tijdelijke factoren maar lang genoeg aanhoudt, werkt dit uiteindelijk ook door in de rest van de economie. Zo zien we naast het headline inflatiecijfer ook het kerninflatiecijfer nu toenemen. Kerninflatie, de inflatie exclusief energie en voedselprijzen, steeg in maart naar 3% (roze lijn in onderstaande figuur 4) en ligt hiermee ook ruim boven de ECB doelstelling van 2%.

Inflatiedruk verspreidt zich dus over de hele breedte van de economie. Kanttekening hierbij is wel dat elk product of dienst

gemaakt of geleverd wordt met behulp van energie. Kerninflatie is dus ook niet helemaal exclusief energiekosten. Feit blijft dat alles duurder wordt en daarmee de kans op een loonprijsspiraal toeneemt. Hogere lonen, waardoor de prijzen nog verder kunnen stijgen wat weer leidt tot nog hogere lonen, het is het nachtmerriescenario voor een centrale bank. Zeker nu de werkloosheid laag is en er na corona ook een mismatch is ontstaan op de arbeidsmarkt zijn de problemen op personeelsgebied groot. Ondanks dat in Europa de loonkosten nog steeds geen duidelijke stijging laten zien, is het wel logisch dat de centrale banken op zijn minst het huidige ruime beleid gaan normaliseren.

Figuur 4: Inflatieontwikkelingen eurozone



Bron: Eurostat

3. Reactie centrale banken

Centrale banken zijn in korte tijd gedraaid van het scenario tijdelijke inflatie naar angst voor een loonprijsspiraal. Vooral de Amerikaanse centrale bank, de Fed, is nu zelfs een inflatie-hawk geworden. Als gevolg hiervan zijn er de afgelopen maanden een groot aantal renteverhogingen ingeprijsd voor het komende jaar. Deze snelle draai hebben de centrale banken overigens vooral zelf veroorzaakt door veel te lang door te gaan met het extreem verruimende monetair beleid. De paniek op de financiële markten tijdens de coronacrisis was binnen enkele maanden alweer grotendeels verdwenen. Toch koopt de ECB twee jaar later nog steeds elke maand voor miljarden aan obligaties op.

Door zo lang te blijven stimuleren hebben centrale banken en overheden vooral zelf het huidige inflatie probleem gecreëerd. Nu is er sprake van krapte op de arbeidsmarkt, stijgt inflatie harder dan verwacht en moeten centrale banken dus extra hard op de rem trappen. Met het risico dat er weer te hard wordt ingegrepen en de economische groei gaat afzwakken.

De vraag is ook of een krupper monetair beleid het juiste middel is tegen de huidige inflatiedruk. De hogere prijzen zijn vooral veroorzaakt door problemen aan de aanbodzijde, waar een centrale bank weinig invloed op heeft. Een hogere rente zal de productie van gas en olie op korte termijn niet kunnen verbeteren. Net als minder obligaties opkopen de corona gerelateerde verstoringen in China niet gaat oplossen. Aanbodzijde inflatie wordt ook wel slechte inflatie genoemd, de inflatie komt immers niet door een (te) sterke economische groei. Aanbodzijde inflatie is dan ook eerder vergelijkbaar met een belastingverhoging; de prijzen stijgen wel, maar de consument heeft er alleen maar nadeel van.

Is een recessie aanstaande?

Bovenstaande ontwikkelingen maken de kans op een recessie groter. In het verleden is gebleken dat een prijsschok op de energie en voedselmarkt in de meeste gevallen gevolgd wordt door een recessie. Zeker als de centrale banken als reactie op deze prijsstijgingen juist het monetair beleid gaan verkrappen. In onderstaande grafiek (figuur 5) is te zien dat de laatste recessies steeds voorafgegaan zijn door sterk oplopende energieprijzen in combinatie met renteverhogingen.

De consument heeft door de hoge inflatie al te maken met een record negatief reëel inkomen (inkomen gecorrigeerd voor inflatie) wat momenteel het consumentenvertrouwen al flink onder druk zet. Dit zal naar verwachting uiteindelijk leiden tot een daling van consumentenuitgaven en de economische groei gaan vertragen. Als de centrale banken hier ook een agressief monetair beleid aan toe voegen om de inflatie te beteugelen, wordt een recessie

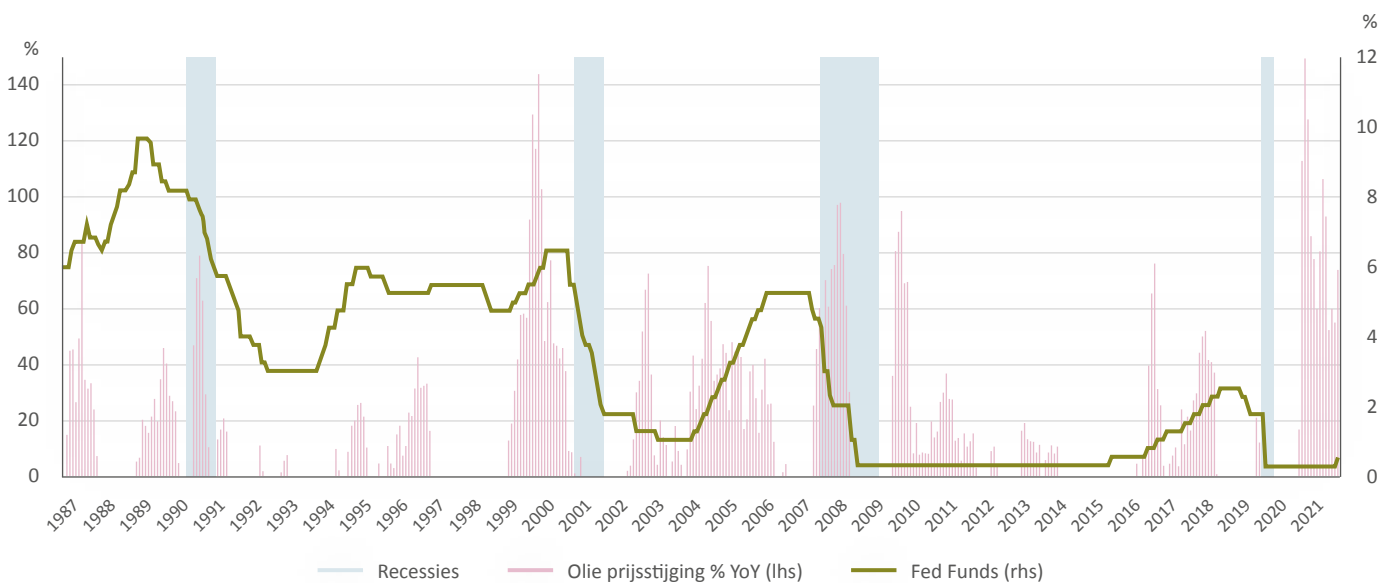
alleen maar waarschijnlijker. En zoals het er nu naar uit ziet, lijkt zeker de Fed een zeer agressief beleid te gaan voeren. Allereerst zal de rente na de eerste verhoging in maart met nog eens 2% verhoogd worden in het huidige kalenderjaar. Ook het stopzetten van de kwantitatieve verruiming (QE) kan worden gezien als een renteverhoging. Daarnaast wil de Fed waarschijnlijk in mei ook nog gaan beginnen met het actief verkleinen van de balans (QT), wat een een vergelijkbaar effect heeft als renteverhogingen. Zeker in de huidige lage rente omgeving staat deze combinatie van inzet van instrumenten gelijk aan een van de meest agressieve monetaire beleidsaanpassingen uit de historie.

Wat zegt de obligatiemarkt?

Uiteraard zijn rentes op de kapitaalmarkten flink gestegen door de toenemende inflatie en verwachte renteverhogingen. Langlopende rentes zijn eveneens gestegen, maar lang niet zo hard als kortlopende rentes. De yieldcurve is hierdoor vlakker geworden en in sommige gevallen zelfs invers. De markt geeft hiermee impliciet aan dat een vorm van renteverlaging in de toekomst niet onredelijk is. Een inverse yieldcurve (waar korterlopende rentes hoger zijn dan langerlopende rentes) is daarom vaak een goede voorspeller van recessies. Samen met de nog relatief lage ingeprijsde inflatieverwachting geeft de obligatiemarkt hier een waarschuwing af. Een normalisatie van het beleid is logisch, maar een te grote ingreep zal op termijn de economische groei raken.

Op dit moment bevindt de rentemarkt zich op een kantelpunt. Enerzijds kan de huidige hoge inflatie ervoor zorgen dat centrale banken doorgaan met het verkrappende beleid en rentes

Figuur 5: Relatie tussen recessie, oplopende energieprijzen en renteverhogingen



Bron: Bloomberg, Achmea IM

voorlopig nog blijven stijgen. Aan de andere kant is de groei al aan afzwakken en is het mogelijk dat door het gecombineerde effect van renteverhogingen en laag consumenten vertrouwen de economie richting recessie gaat. In dat geval worden renteverhogingen uitgeprijsd en gaan de rentes weer zakken.

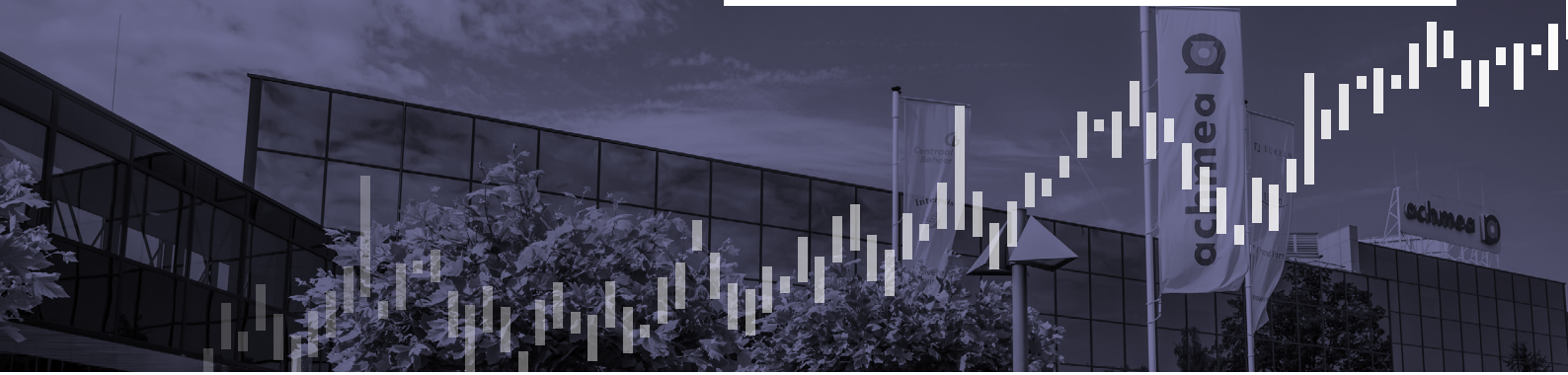
Don't fight the Fed, don't believe the Fed

De oude beurswijsheid don't fight the Fed lijkt ook in dit geval een verstandige keuze. Inflatie is bij de Fed topprioriteit geworden en de Fed gaat er dan ook alles aan doen om inflatie omlaag te brengen. Zoals Fed president Powell het verwoordde: "There is an obvious need to move expeditiously to return the stance of monetary policy to a more neutral level, and then to move to more restrictive levels if that is what is required to restore price stability." Vrij vertaald is de Fed dus zelfs bereid actief de economische groei te drukken om zo inflatie onder controle te krijgen. Don't fight the Fed geldt in dit geval ook voor inflatie. Als de Fed in actie komt, lijkt kans dat inflatie compleet uit de hand gaat lopen klein.

Aan de andere kant gelooft de Fed wel dat het in staat is de inflatie te controleren en tegelijkertijd de economische groei op een niveau van 2% te houden, een zogenaamde 'soft landing'.



Dit lijkt eerder hoopvol denken dan een realistisch scenario. Historisch gezien heeft de combinatie van verkrappend monetair beleid en een energieprijschok altijd geleid tot een recessie. Daarnaast zal geen enkele centrale bank ooit zelf een recessie voorspellen, aangezien dat een bevestiging zou zijn dat het eigen monetair beleid verkeerd is. Dat de Fed zelf een soft landing van de economie verwacht, heeft dus weinig waarde, don't believe the Fed. Sterker nog, het heeft er alle schijn van dat de Fed juist een recessie nodig heeft om alle excessen van de laatste jaren te herstellen en daarmee inflatie weer onder controle te krijgen.



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 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.