

KWARTAALUPDATE

LDI/Staatsobligaties

IN DEZE UPDATE

Marktbeeld

- Rente per saldo stabiel, maar gedurende het kwartaal sterk fluctuerend
- Inflatiespook is hardnekkig
- Tekorten beperken economische groei
- Aankondiging tapering

Vooruitzichten

- Tekorten houden aan, economische herstel wordt vertraagd
- Oplopende en langer aanhoudende inflatie zowel in Europa als in de VS

AUTEURS



Rob Dekker, Sr. Portfolio
Manager Fixed Income



Dimitar Serkyov, Portfolio
Manager Staatsobligaties

THEMA

Tapering leidt niet tot hogere rente

Zodra de ECB ergens de komende maanden minder obligaties gaat opkopen, zal de rente gaan stijgen, zo is de redenering. Een aantal factoren maakt echter dat in een situatie van tapering de rentestijging relatief beperkt zal blijven. Om te beginnen is de rente de afgelopen periode, onder druk van inflatie en stijgende grondstofprijzen, al opgelopen. De verwachte rentestijging is voor een deel dus al ingeprijsd in de markt. Daarnaast is de verwachting dat er minder uitgaves van staatsobligaties komen door overheden, gezien de afbouw van de Corona-steunprogramma's. Hierdoor zal er ook minder opgekocht worden door de ECB. En tenslotte is het zo dat de enorme schuldenberg als gevolg heeft dat economieën meer gevoelig zijn voor renteveranderingen dan vroeger het geval was. Elke renteverhoging door de centrale bank heeft, met andere woorden, relatief gezien meer impact op de economie dan in het verleden. Hierdoor hebben de centrale banken überhaupt minder ruimte om rentes te verhogen. Elke rentecyclus eindigt dan ook op een lager niveau dan de vorige, zo leert de historie.

[Lees verder op pagina 4 →](#)



Marktbeeld

Rente per saldo stabiel, maar gedurende het kwartaal sterk fluctuerend

De 10-jaars Duitse rente sloot per saldo onveranderd in het derde kwartaal op een niveau van -0.20%, maar liet gedurende het kwartaal wel een flinke beweging zien. De rente daalde in de zomermaanden met 0.30% door de grote maandelijkse aankopen van de ECB, terwijl er weinig nieuwe obligaties naar de markt kwamen. Eind augustus draaide het sentiment en steeg de rente nadat duidelijk werd dat de ECB in het vierde kwartaal wel gaat beginnen met het afbouwen van het aankoopprogramma.

Inflatiespook is hardnekkig

Naast het afbouwen van het ECB opkoopprogramma was ook inflatie een belangrijk thema in de markt in het derde kwartaal.



Consumenten worden geconfronteerd met stijgende prijzen

De ECB ziet de huidige snelle stijging van inflatie nog als iets tijdelijks, maar de tijdelijke stijging komt wel steeds hoger uit dan verwacht en duurt ook nog eens veel langer. Naast de jaar-op-jaar effecten blijven de tekorten op het gebied van grondstoffen, materiaal, transport en ook personeel toenemen. De Delta variant die de afgelopen maanden voor extra besmettingen zorgde, versterkt dit effect alleen maar. Daarnaast liepen in september ook de energieprijzen sterk op. Veel bedrijven rekenen de prijsstijgingen inmiddels door aan de consument, maar een stijging van de loonkosten lijkt voorlopig nog beperkt.

De headline inflatie steeg in het derde kwartaal met ruim een 1% tot 3.4% op jaarbasis en ligt daarmee ruim boven de doelstelling van de ECB.

Tekorten beperken economische groei

Economische data lieten een lichte afzwakking zien de afgelopen maanden. Na het sterke herstel na het opheffen van de lockdowns, zal de economische groei geleidelijk wat meer gaan normaliseren.



Leveringsproblemen beperken de groei

Het zijn vooral ook alle tekorten op het gebied van materiaal, personeel en de lange levertijden die momenteel de groei beperken.

De Duitse verkiezingen eind september leiden niet tot grote markt-bewegingen. De uitslag kwam redelijk overeen met de peilingen. Het CDU van vertrekkend bondskanselier Angela Merkel behaalde het slechtste resultaat in de historie en werd voorbijgestreefd door de SPD als grootste partij. Onderhandelingen over een nieuwe coalitie kunnen nog enige maanden gaan duren, gezien de verschillende opties die op tafel liggen.



Onderhandelingen over een nieuwe coalitie in Duitsland kunnen nog maanden gaan duren

Fed kondigt tapering aan

In de Verenigde Staten gaat de Fed ook een begin maken met het afbouwen van het opkoopprogramma. Fed- president Powell zei in zijn Jackson Hole speech waarschijnlijk dit jaar nog te beginnen met 'taperen', maar bleef verder vrij dovish. Ook Powell verwacht dat inflatie vooral tijdelijk is. Inflatie in de US bleef in het derde kwartaal vrijwel gelijk op een niveau van iets meer dan 5%. De US 10-jaars rente liet eenzelfde beeld zien als in Duitsland en sloot nagenoeg onveranderd op 1.49%.

Vooruitzichten

Tekorten houden aan, economische herstel wordt vertraagd

De economische groei in Europa zal naar verwachting de komende kwartalen nog boven trend blijven groeien, al zal het momentum iets afzakken. De dienstensector profiteert nog steeds van het heropenen van de economie maar ook de productiesector blijft goed presteren. De groei wordt wel beperkt door problemen aan de aanbodzijde op het gebied van grondstoffen en transport. Ook het tekort aan personeel wordt in veel vakgebieden een probleem. Het economische herstel zal daarom wat langzamer gaan, maar kan daarentegen wel langer blijven duren.

Oplopende en langer aanhoudende inflatie

Inflatie in Europa zal de komende maanden zeer hoog uitkomen door tijdelijke jaar-op-jaar effecten, maar ook door de toenemende kosten. De sterke stijging van de energieprijzen zal headline inflatie nog verder omhoog brengen, al is dit op termijn vooral negatief voor de groei. Inflatieverwachtingen worden steeds verder opwaarts bijgesteld. Over de maand november kan inflatie in Europa zelfs boven de 4% uitkomen met als uitschieter Duitsland met een inflatie boven de 5%. De verwachting is dat dit begin 2022 geleidelijk gaat zakken maar pas in de 2e helft van 2022 weer richting de 2% zal gaan.

Gezien de positieve economische ontwikkelingen en de toenemende inflatie zal de ECB het opkoopprogramma in maart verder gaan afbouwen. Om de impact van het aflopende PEPP programma te beperken kan het APP programma verhoogd worden. Door afnemende ECB aankopen en inflatieontwikkelingen kan de rente de komende maanden verder normaliseren, echter de ECB blijft ook in 2022 een belangrijke steun voor de obligatiemarkt, wat de uiteindelijke rentestijging zal beperken.

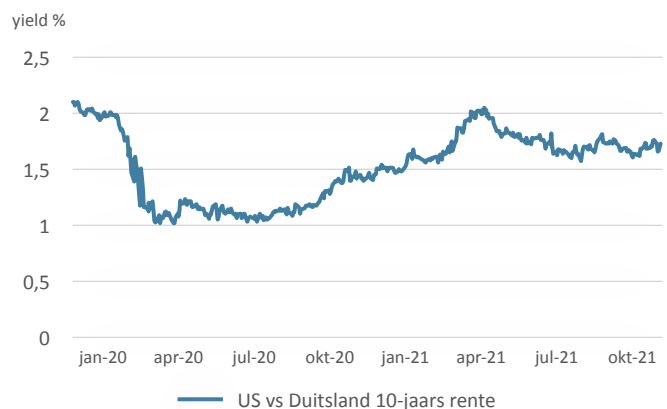
Ook in de Verenigde Staten blijft de inflatie veel hoger en veel langer hoog dan eerder verwacht. De Fed blijft nog wel wijzen op de tijdelijke effecten in het inflatiecijfer maar de onzekerheid over inflatie neemt toe. De Fed zal naar verwachting in november gaan starten met het afbouwen van het opkoopprogramma en hier halverwege 2022 mee klaar zijn.

Figuur 1: Ontwikkelingen Duitse 10-jaars rente



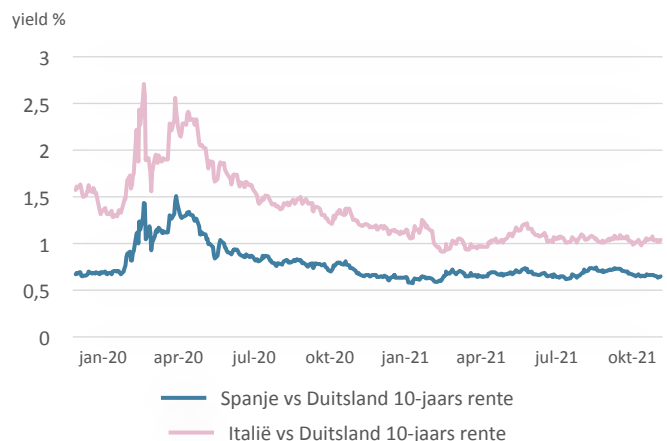
Bron: Bloomberg, Achmea IM

Figuur 2: Renteverval tussen Duitse en Amerikaanse 10-jaars rente



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Figuur 3: Rentevervalen Duitsland versus Italië/Spanje (10-jaars rente)



Bron: Bloomberg, Achmea IM

THEMA

Tapering leidt niet tot hogere rente

Nu de economische groei weer is aangetrokken tot niveau van voor de pandemie, bespreken centrale banken het voorzichtig afbouwen van de steunprogramma's. Dit geldt ook voor de Europese Centrale Bank (ECB). De ECB gaat in het vierde kwartaal minder obligaties aankopen uit hoofde van het Pandemic Emergency Purchase Program (PEPP) dan in de afgelopen kwartalen. Volgens ECB president Lagarde moet de aanpassing niet gezien worden als afbouwen (de zogenaamde 'tapering') maar eerder als een herkalibratie. In haar eigen woorden: "The lady isn't tapering!". Hoe dan ook, in maart van volgend jaar zal de ECB naar alle waarschijnlijkheid een verdere afname van de aankopen gaan aankondigen. Als de ECB minder obligaties opkoopt, zal de rente gaan stijgen is dan een logische conclusie. Geholpen door de hoge inflatiecijfers en de recente ontwikkelingen op de energiemarkten zijn de rentes de afgelopen maanden inderdaad gestegen. Een aantal factoren maakt echter dat de rentestijging beperkt zal blijven.

is een soepele en rustige overgang gewaarborgd. Ook in de communicatie zal de ECB er alles aan doen om de financiële markten niet te verstoren en zo kalm als mogelijk te laten wennen aan de nieuwe situatie zonder PEPP.

Een afbouw van het PEPP is logisch gezien de economische ontwikkelingen en de hogere inflatie. Maar minder ECB-aankopen betekent niet direct dat overheden in 2022 weer geheel afhankelijk worden van kapitaalmarkten voor financiering. Door de sterke economische groei en het aflopen van Covid-19 steunpakketten zullen overheidstekorten in 2022 afnemen. Overheden hoeven dus minder te lenen waardoor de ECB ook minder hoeft te kopen om dezelfde mate van steun aan de obligatiemarkt te geven. Relatief gezien neemt de dominantie van de ECB wel iets af volgend jaar, maar uiteindelijk zal de ECB naar verwachting in 2022 nog steeds alle netto schuld² die wordt uitgegeven gaan opkopen. In aanloop naar het tapermoment kan de rente gaan stijgen, zoals we ook de afgelopen weken hebben gezien. Maar zolang die centrale bank alles wat naar de markt komt blijft opkopen, lijkt een grotere stijging voorlopig uitgesloten.

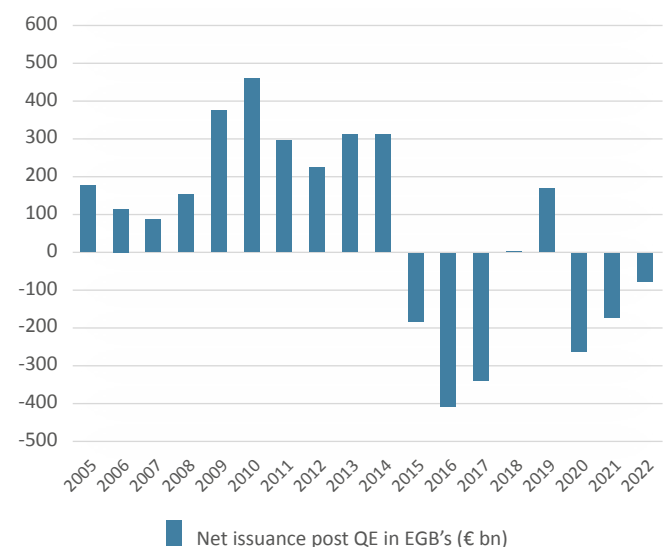


"The lady isn't tapering"

Minder ECB aankopen, maar ook minder uitgiftes door overheden

Allereerst wil de ECB voorkomen dat het huidige economische herstel afgeremd wordt door een te snelle stijging van de kapitaalmarktrentes. De ECB zal proberen het PEPP zo geleidelijk mogelijk af te bouwen en misschien zelfs het voortdurende Asset Purchase Program¹ juist uit te breiden. Op die manier

Figuur 4: Ondanks tapering blijft net supply in 2022 negatief door ECB aankopen



Bron: Barclays, Achmea IM

¹ Asset Purchase Program is in 2014 door de ECB opgestart en in 2019 door de ECB uitgeroepen tot 'open ended'. Dit wil dus zeggen eeuwig voortdurend

² netto schuld wil zeggen de uitgifte van obligaties gecorrigeerd voor couponnen en aflossingen

Tapering leidt tot lagere inflatieverwachtingen

Obligaties zijn gevoelig voor de ontwikkelingen van inflatie en vooral ook voor inflatieverwachtingen. Met het herstel van de economie en toenemende tekorten op het gebied van grondstoffen, transport en personeel zijn de gerealiseerde inflatie en de inflatieverwachtingen dit jaar sterk opgelopen. Het gevaar van hogere inflatie is dat deze leidt tot hogere lonen en de economie in een loon-prijs spiraal terechtkomt: producten die jaar in jaar uit in prijs blijven stijgen gevolgd door alsmaar stijgende lonen. Hier hebben we op dit moment geen aanwijzingen voor.

Natuurlijk is er onzekerheid. Vooral ook omdat centrale banken bereid zijn om een (in hun optiek) tijdelijk hogere inflatie toe te staan en dus een ruim monetair beleid te blijven voeren. Desondanks lijken zowel de Amerikaanse centrale bank (Fed) als de ECB binnenkort voorzichtig te beginnen met het afbouwen van steunprogramma's. Sterker nog, de financiële markten verwachten volgend jaar zelfs een eerste renteverhoging in de VS (gevolgd door Europa in 2023). Dit alles betekent uiteindelijk echter een minder ruim monetair beleid dan nu het geval is. Normaal gesproken zal dit leiden tot een minder sterke stijging of zelfs daling van de inflatieverwachtingen, immers de centrale banken pompen minder geld in het systeem. Dit is dan ook een van de redenen waarom in het verleden de langlopende rente juist vaak daalde op het moment dat een centrale bank begon met taperen.

Buy the rumour, sell the fact

Daarnaast kijken de financiële markten altijd vooruit. In aanloop naar het tapermoment heeft de markt dit meestal al verwerkt in de koersen, waardoor bij het tapermoment zelf de impact op de markt minimaal of zelfs tegengesteld is: 'buy the rumour, sell the fact'.

Hieronder een grafiek van de Amerikaanse rente gedurende de tapering van de Fed in 2013/2014. Op het moment dat de Fed daadwerkelijk minder obligaties ging opkopen, daalde de rente juist.

Figuur 5: Ontwikkelingen US 10-jaars rente in relatie tot aankondiging en effectuering van tapering

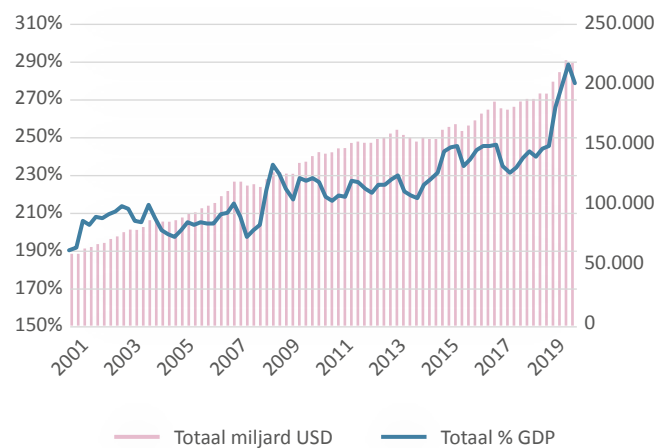


Bron: Bloomberg Achmea IM

Schuldenberg wordt snel onbetaalbaar bij hoge rente

Om de effecten van de Covid19-crisis zoveel mogelijk te beperken, hebben overheden de afgelopen anderhalf jaar gigantische bedragen aan steun verleend aan de bevolking en aan bedrijven. Daarnaast zijn ook de schulden bij het bedrijfsleven gestegen en zorgt de snelle prijsstijging van huizen voor een sterke toename van hypotheekschuld onder huishoudens. De totale wereldwijde schuld liep daardoor aan het einde van het 2e kwartaal op 221 biljoen dollar, 28 biljoen hoger dan voor de pandemie. Ook de debt/gpd-ratio is tijdens de crisis hard opgelopen, al is hier de afgelopen maanden wel enig herstel te zien door de sterke economische groei.

Figuur 6: Ontwikkeling wereldwijde schuld

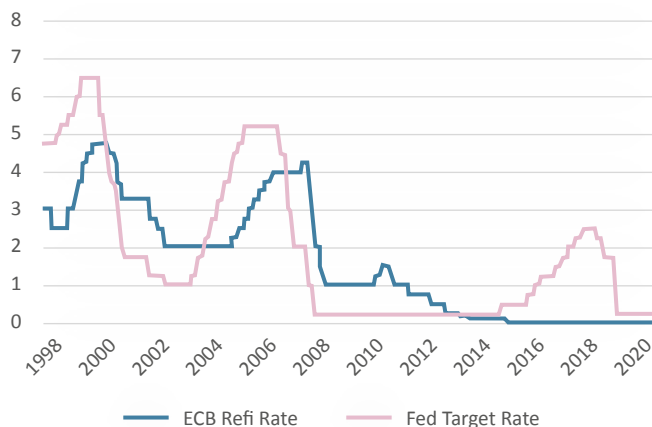


Bron: BIS, HSBC, Achmea IM

De enorme schuldenberg heeft als gevolg dat economieën meer gevoelig zijn voor renteveranderingen. Elke renteverhoging door de centrale bank heeft relatief gezien meer impact op de economie dan in het verleden. Hierdoor hebben de centrale

banken minder ruimte om de rentes te verhogen. Dit is een ontwikkeling die al jaren aan de gang is. Elke rentecyclus eindigt op een lager niveau dan de vorige. In onderstaande grafiek staan de laatste 3 rentecyclussen van zowel de Fed als de ECB. De Fed heeft na de financiële crisis van 2009 eerst 6 jaar gewacht om vervolgens de rente geleidelijk te verhogen tot 2.50%. De piek in de rentecyclus was daarmee echter een stuk lager dan de pieken in 2000 en 2007, en dit keer moest de Fed al na 6 maanden de rente weer verlagen om de economische teruggang te beperken. De ECB kwam in deze cyclus helemaal niet aan renteverhogingen toe en was eigenlijk net klaar met het beëindigen van het vorige opkoopprogramma. Uiteraard spelen meer factoren hierbij een rol, maar de oplopende schuldenberg is zeker een remmende factor.

Figuur 7: Ontwikkeling beleidsrente centrale banken



Bron: Bloomberg, Achmea IM



De Europese Centrale Bank in Frankfurt

Opnieuw geen renteverhogingen

De ECB heeft met het aankoopprogramma de obligatierente kunstmatig laag gehouden. Zeker in de afgelopen zomermaanden zorgde het (te) grote programma voor een daling van de Duitse 10-jaars rente tot -0.50%. Een niveau wat niet echt past bij het sterke herstel van de economie en de inflatieontwikkelingen. Nu de ECB gaat afbouwen kan een deel van deze kunstmatige premie uit de obligatiemarkt verdwijnen en dus leiden tot een stijging van de rente. Dit hebben we de afgelopen weken al zien gebeuren. Als de huidige inflatieontwikkelingen zich in de komende maanden vertalen naar wat loondruk, dan kan de 10-jaars Duitse rente zelfs weer boven de 0% uitkomen. Maar gelet op de bovenstaande factoren, zullen de stijgingen van de kapitaalmarktrentes naar onze verwachting beperkt blijven. Een verhoging van de beleidsrente van de ECB zal daarom ook in deze cyclus een lastig verhaal worden.

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.