

KWARTAALUPDATE LDI/STAATSOBLIGATIES

Q1 2021 | APRIL 2021

Achmea Investment Management

Thema: Inflatie-angst in de obligatiemarkten

In het vierde kwartaal van 2020 waren de inflatiecijfers in Europa negatief. Deflatie was dan ook een veel besproken thema binnen de centrale banken en onder beleggers. Nu, vier maanden verder, is de situatie volledig gedraaid en liggen de obligatiemarkten onder druk door de toenemende angst voor inflatie. Hoewel, niet alle obligaties hebben last van de inflatie: inflatie-gerelateerde obligaties (Inflation Linked Bonds) laten juist een mooie performance zien.

Voor de korte termijn zal het inflatiespook nog wel even bij ons blijven, zo verwachten wij, maar onze 'base case' voor de komende jaren is een terugkeer naar lage inflatie. De convictie is echter niet meer zo hoog als deze was. Het risico op voortdurende stijgingen van de prijsniveaus is significant aanwezig.

[Lees meer op pagina 3.](#)

Marktbeeld

- Vertrouwen in economisch herstel
- Stijgende inflatie, stabiele landenspreads
- ECB vergroot het opkoopprogramma
- Fiscale stimulering in de Verenigde Staten, oplopende renteversillen met de eurozone

Vooruitzichten

- Economisch herstel stijgt mee met vaccinatiegraad
- ECB lijkt een onzekere factor
- Groei in de VS stimuleert de eurozone

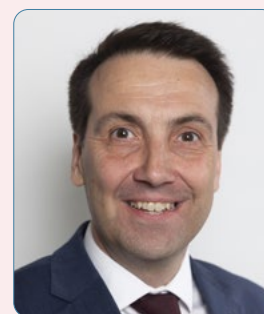
Colofon

Deze kwartaalupdate LDI/Staatsobligaties is een uitgave van Achmea Investment Management. www.achmeainvestmentmanagement.nl

Auteurs



Rob Dekker,
Sr. Portfolio Manager Fixed Income



Raymond Verstraelen,
Head of Rates & LDI



Marktbeeld

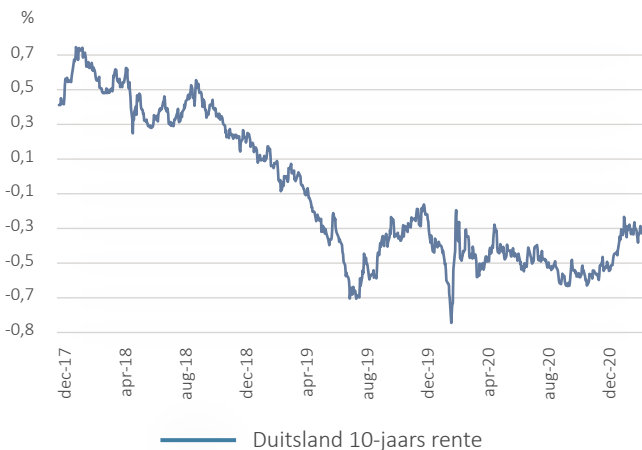
Vertrouwen in economisch herstel

Het nieuwe jaar kende een positieve start. Ondanks de voortdurende 'lock downs' kijkt de financiële markt vooral naar de ontwikkelingen rondom het vaccineren en het economische herstel wanneer de Covid-19 restricties afnemen. De productie-sector profiteert van de grote vraag naar goederen en laat nu al een sterke groei zien.

Stijgende inflatie, stabiele landenspreads

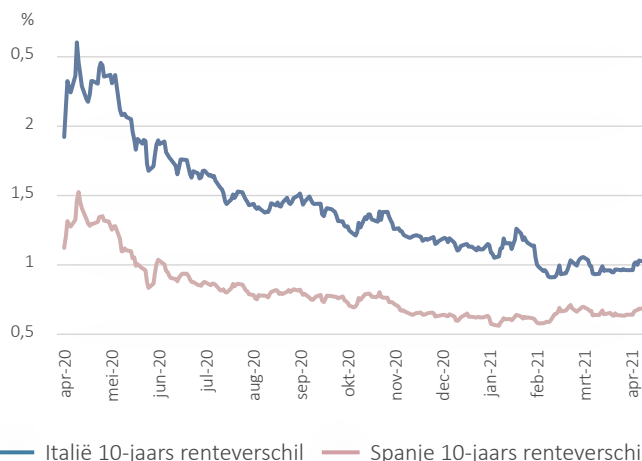
Naast de verbeterde vooruitzichten voor de economische groei steeg ook de inflatie in 1e kwartaal van -0,3% naar 1,3%. In het thema artikel voor dit kwartaal wordt verder ingegaan op de inflatieontwikkelingen. Door de toenemende inflatieverwachtingen liet de 10-jaars Duitse rente in het 1e kwartaal een stijging zien van bijna 0,3% naar -0,29%.

Grafiek 1: Duitsland 10-jaars rente



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Grafiek 2: Rentever verschillen Duitsland versus Italië/ Spanje



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Landenspreads bleven stabiel, al zorgde de val van de Italiaanse regering voor enige onrust. Na het ontslag van premier Conte werd er vrij snel een nieuwe regering gevormd onder leiding van de ex-president van de ECB: Mario Draghi. De markt reageerde positief op dit nieuws en de Italiaanse 10-jaars spread daalde tot onder de 1% ten opzichte van Duitsland.

ECB vergroot het opkoopprogramma

De ECB reageerde op de rentestijging door in maart aan te kondigen dat het opkoopprogramma in het 2e kwartaal significant verhoogd zal gaan worden. De verwachting is dat de PEPP aankopen van ongeveer EUR 60 miljard naar EUR 80 tot EUR 90 miljard per maand zullen gaan stijgen. De ECB wil hiermee voorkomen dat een te snelle stijging van de rente het economisch herstel gaat beperken. Pas als de vaccinaties verder toenemen en de 'lock downs' versoepeld kunnen worden, kan de ECB het opkoopprogramma weer afbouwen.

Fiscale stimulering in de Verenigde Staten, oplopende rentever verschillen met de eurozone

Ook in de Verenigde Staten liepen de inflatieverwachtingen op. De economische data laten een sterk herstel zien en door het snelle vaccineren kunnen Covid-19 maatregelen al geleidelijk worden teruggedraaid. Daarnaast werd er ook een nieuw fiscaal stimuleringsplan van USD 1.900 miljard goedgekeurd, wat de economie een extra duw in de rug geeft. De 10-jaars rente in de Verenigde Staten steeg een stuk harder dan in Duitsland, van 0,91% naar 1,74%. Het rentever verschil met Duitsland liep daardoor op tot boven de 2%.

Grafiek 3: Rentever verschil 10-jaars Duitsland versus VS



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Vooruitzichten

Economisch herstel stijgt mee met vaccinatiegraad

De vooruitzichten voor de Europese economie verbeteren. Het aantal vaccinaties per dag zal de komende maanden verder toenemen waardoor uiteindelijk de beperkende maatregelen afgebouwd kunnen worden. Naast de al goed presterende productiesector zal dan ook de dienstensector herstellen. Het is de vraag hoe groot de inhaalvraag zal zijn, maar gezien

de sterk toegenomen spaartegoeden en voortdurende fiscale steun vanuit de overheden staan consumenten er financieel goed voor. Ook de arbeidssector zal weer opveren bij het heropenen van de economie. De inflatie zal hierdoor verder stijgen, al lijkt dit voornamelijk gedreven door tijdelijke factoren.

ECB lijkt een onzekere factor

De ECB blijft de obligatiemarkt ondersteunen en kan door de significante stijging van de aankopen in het tweede kwartaal de rentestijging beperken. Maar bij een verder herstel van economie kan de ECB al in juni beslissen om de extra aankopen voor het derde kwartaal weer terug te draaien. Dit kan de rente verder onder druk zetten.

Groei in de VS stimuleert de eurozone

De Europese economie kan ook profiteren van de sterke groei in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk waar, door het snellere vaccineren, nu al restricties kunnen worden teruggedraaid. De Verenigde Staten profiteert de komende maanden extra van de recente fiscale stimulus en daarnaast wil President Biden ook nog een infrastructuur plan van ruim 2 triljard dollar laten goedkeuren. De economische groei blijft daarmee de komende kwartalen nog ondersteund worden door de overheden.



Thema: Inflatie-angst in de obligatiemarkten

In het vierde kwartaal van 2020 waren de inflatiecijfers in Europa negatief. Deflatie was dan ook een veel besproken thema binnen de centrale banken en onder beleggers. Nu, vier maanden verder, is de situatie volledig gedraaid en liggen de obligatiemarkten onder druk door de toenemende angst voor inflatie. Hoewel, niet alle obligaties hebben last van de inflatie: inflatie-gerelateerde obligaties (Inflation Linked Bonds) laten juist een mooie performance zien. Voor de korte termijn zal het inflatiespook nog wel even bij ons blijven, zo verwachten wij, maar onze 'base case' voor de komende jaren is een terugkeer naar lage inflatie. De convictie is echter niet meer zo hoog als deze was. Het risico op voortdurende stijgingen van de prijsniveaus is significant aanwezig.

Inflatie data verstoord door COVID19 crisis

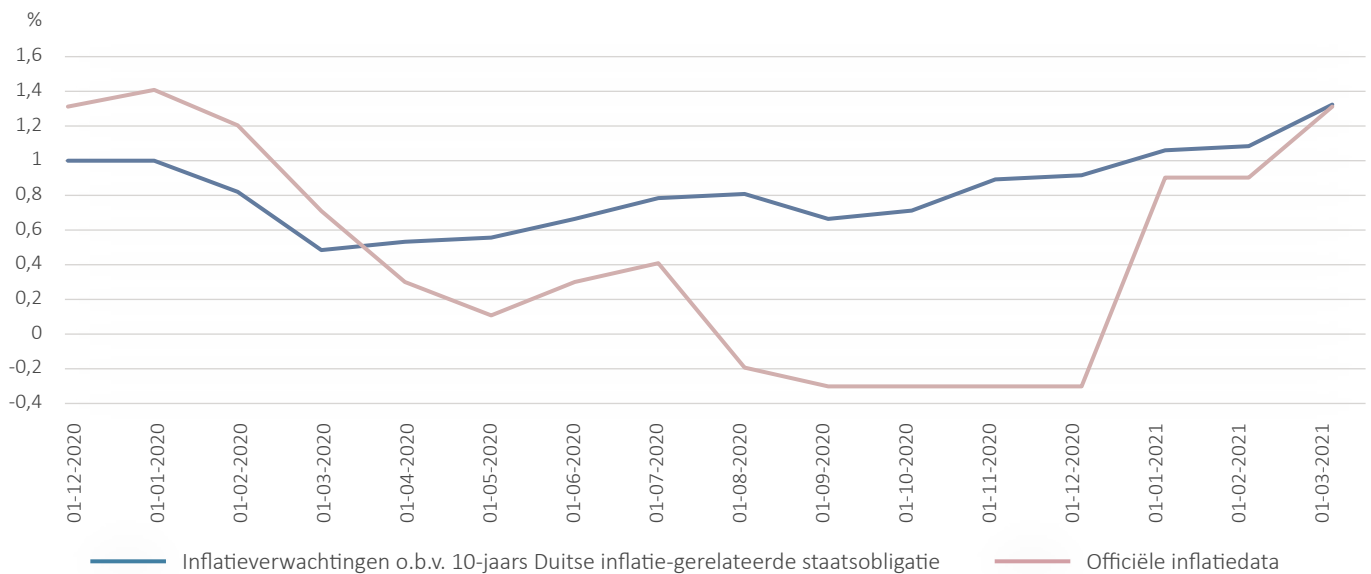
De inflatie data is momenteel behoorlijk verstoord door de COVID-19 crisis. Zo waren de inflatiecijfers in de eurozone eind

vorig jaar extra laag door allerlei technische en/of tijdelijke factoren. Bijvoorbeeld de btw-verlaging in Duitsland, uitgestelde zomeruitverkopen of prijsverlagingen van vliegtickets. Begin dit jaar zijn veel van deze factoren verdwenen waardoor een omgekeerd effect optreedt en de inflatiecijfers stijgen. Daarnaast is ook de olieprijs sterk gestegen. Door al deze verstoringen in de inflatedata, ontstaat een vertroebeld beeld van de werkelijke trend in de prijsontwikkelingen.

Inflatie-gerelateerde obligaties kijken vooruit

Om een beter beeld te krijgen van de onderliggende inflatie kijken beleggers en de ECB meer naar de inflatieverwachtingen zoals die door de obligatiemarkt 'ingeprijsd' worden. In grafiek 4 staan de inflatieverwachting op basis van een 10-jarige Duitse inflatie gerelateerde staatsobligatie en de officiële gemeten inflatie. De volatiliteit in de inflatedata van de afgelopen maanden

Grafiek 4: Inflatieverwachtingen



Bron: Bloomberg, Achmea IM

is niet terug te zien in de marktverwachtingen. Financiële markten kijken vooruit en hielden al rekening met de tijdelijke verstoringen in de data. Duidelijk is wel dat sinds maart 2020 de inflatieverwachtingen in de markt alleen maar zijn gestegen.

Er is een aantal belangrijke oorzaken waardoor inflatie in korte tijd een thema is geworden in de financiële markten. Als belangrijkste drie zien wij:

- **Snelle stijging van de gemeten inflatie**

Allereerst zijn de inflatiecijfers zelf in het eerste kwartaal van 2021 historisch snel gestegen, mede door de eerdergenoemde technische en/of tijdelijke factoren. Inflatie steeg van -0.3% in december tot +1.3% eind maart. De hoge cijfers hebben de inflatieangst in de markt alleen maar aangewakkerd.

- **Gratis geld vanuit de centrale banken**

Een tweede factor is het beleid van de centrale banken. In onze optiek is dit de meest onzekere factor. Om de effecten van de COVID-19 crisis op te vangen, hebben alle centrale banken wereldwijd een zeer ruim monetair beleid gevoerd. Renteverlagingen, opkoopprogramma's en goedkope (her) financieringsmogelijkheden hebben gezorgd voor een ongekende geldgroei. De inflatieangst in de markt wordt vooral veroorzaakt door de onzekerheid over de langere termijn gevolgen van al dit gratis geld. Daarnaast lijken de centrale banken nu ook hogere inflatie te accepteren dan in het verleden. De FED heeft het beleid zelfs al aangepast en kijkt nu meer naar de gemiddelde inflatie over een langere periode, in plaats van een specifiek inflatie

doel van 2% wat voorheen het geval was. Ook de ECB zal in onze verwachting bij de aanpassing van het strategische beleid dit jaar, aangeven iets flexibeler om te willen gaan met inflatie. Een stijging van de inflatie zal dus waarschijnlijk niet meteen leiden tot actie vanuit de centrale bank, wat de onzekerheid groter maakt.

- **Herstel economische groei gesteund door een ultra ruim fiscaal beleid**

Een derde belangrijke drijver voor de gestegen inflatieverwachtingen is de economische groei. Vooral de vraag naar goederen is wereldwijd sterk hersteld na de 1e lock down vorig jaar. In eerste instantie vooral in China maar vervolgens ook in de rest van de wereld. Terwijl de productiecapaciteit vaak nog beperkt wordt door de gevolgen van de COVID-19 crisis. Dit leidt onder andere tot langere levertijden, een stijging van grondstofprijzen en toenemende transportkosten. In de productiesector is er dus al sprake van een flinke prijsdruk, die tot nu toe gedeeltelijk wordt doorberekend in de verkoopprijzen.

Hier bovenop komt straks nog een sterk herstel van de service-sector als het vaccineren uiteindelijk leidt tot het heropenen van de economie. Gedurende de crisis hebben alle overheden zeer uitgebreide fiscale steunpakketten doorgevoerd waardoor de werkloosheid relatief laag is gebleven. De lock down en deze fiscale steun hebben geleid tot zeer hoge spaartegoeden. De consumenten staan er dus financieel goed voor en als de servicesector weer opengaat, zal de economie een flinke boost krijgen, verwachten wij.



Vooral in sectoren als toerisme en horeca zal er sprake zijn van zogenaamde inhaalvraag. Dit leidt tot een verdere toename van de inflatie. Anders dan bij vorige crises zal het herstel veel krachtiger kunnen zijn door deze inhaalvraag, maar kan daarentegen ook minder lang duren.

Inflatie stuwt het rendement van inflatie-gerelateerde obligaties

Inflatie heeft grote invloed op de obligatiemarkten. Beleggers willen immers een hogere rentevergoeding naarmate de inflatie stijgt. En een hogere rente betekent automatisch een waardedaling van nominale obligaties. In het eerste kwartaal van 2021 heeft een 10-jaars Duitse nominale staatsobligatie dan ook een negatief rendement behaald. De rente steeg van -0,57% naar -0,29%, wat leidde tot een negatief rendement van -2,1%.

Obligaties die wel bescherming bieden tegen een hoger dan verwachte stijging van de inflatie zijn de al eerdergenoemde inflatie-gerelateerde obligaties (Inflation Linked Bonds). Bij deze obligaties

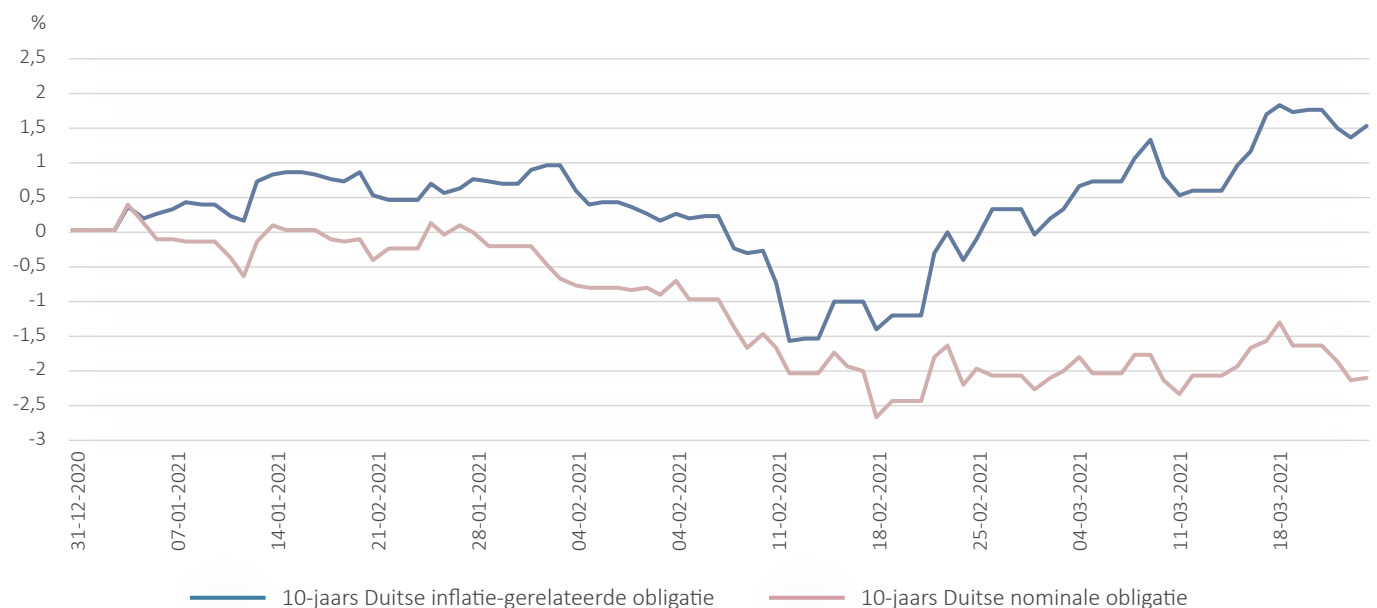
groeit namelijk de hoofdsom en de coupon mee met de gerealiseerde inflatie. Inflatie gerelateerde obligaties leveren daardoor een hoger rendement dan nominale staatsobligaties als de inflatieverwachtingen toenemen. In grafiek hieronder is het verschil in rendement duidelijk te zien. De 10-jaars Duitse inflatiegerelateerde obligatie laat in het 1e kwartaal zelfs nog een positief rendement zien van 1,5%. Dit komt omdat de inflatieverwachtingen met ongeveer 0,40% zijn toegenomen dit kwartaal.

Langere termijn verwachtingen

Voor dit jaar zal inflatieangst een belangrijke factor blijven op de financiële markten, verwachten wij. Zo lijkt de inflatie in de Verenigde Staten in het 2e kwartaal ruim boven de 3% uit te komen, terwijl in Europa inflatie richting de 2% gaat in het 4e kwartaal. Inflatie in Duitsland zal eind dit jaar zelfs boven 3% kunnen uitkomen. Het is dan ook de vraag of de centrale banken hun ruime monetaire beleid zullen gaan aanpassen als gevolg deze data, of dat ze inderdaad bereid zijn om het inflatierisico te laten oplopen.

In onze optiek zal, op wat langere termijn, een groot deel van bovenstaande factoren verdwijnen. De volatiliteit van de inflatie data neemt af, de productiecapaciteit herstelt en de economische groei zal geleidelijk normaliseren. Daarnaast blijven demografische ontwikkelingen de komende jaren wijzen op een lage groei en ook lage inflatie. Onze verwachting is dan ook dat vanaf 2022 inflatie weer normaliseert tot ruim onder het ECB-doel van 2%. Maar de risico's liggen meer dan ooit aan de bovenkant. Centrale banken zullen niet uit zichzelf de economische groei in de weg willen staan door een te streng inflatiebeleid. Veel zal afhangen van de politiek. En die hebben eigenlijk pas net ontdekt hoe mooi een leven zonder goudstandaard kan zijn...

Grafiek 5: Absolute rendement 10-jaars staatsobligaties Duitsland



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 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.