

KWARTAALUPDATE

LDI/Staatsobligaties

IN DEZE UPDATE

Marktbeeld

- Obligatiemarkten zeer volatiel
- ECB verhoogt de rente tot 3%
- Bankencrisis smooft, focus terug op inflatie

Vooruitzichten

- Economische groei rond het nulpunt
- ECB zal blijven verkrappen
- Risico op oplopende rentever schillen tussen de Europese landen

AUTEURS



Rob Dekker,
Senior Portfolio Manager
Fixed Income



Raymond Verstraelen,
Head of Rates & LDI



THEMA

Bankencrisis is belangrijk waarschuwingssignaal voor de ECB

Na het omvallen van de Silicon Valley Bank in de Verenigde Staten sloeg de bankencrisis al snel over naar Europa en moest Credit Suisse halsoverkop gered worden. De situatie is inmiddels enigszins gekalmeerd maar de onzekerheid onder beleggers over het beleid van de centrale banken blijft. De ECB richt zich ondertussen vooral op de hoge inflatie en lijkt dan ook de rente verder te willen optrekken ondanks de toenemende problemen op de financiële markten.

De ECB lijkt hiermee een groot risico te nemen. Is de huidige economie sterk genoeg om met deze hogere rente om te gaan? Kan de economie geleidelijk afkoelen en een recessie worden voorkomen? Of zijn de centrale banken toch te ver gegaan met hun agressieve monetaire beleid en zijn er al snel weer renteverlagingen nodig om de economische teruggang te beperken? Kijkend naar het verleden lijkt het 'trackrecord' van de centrale banken niet al te goed. Door te lang in de achteruitkijkspiegel te kijken, voert de ECB momenteel nog steeds een pro-cyclisch beleid, terwijl juist een meer anticyclisch beleid gewenst is.

[Lees meer op pagina 3 →](#)

Marktbeeld

Obligatiemarkten zeer volatiel

Het eerste kwartaal van 2023 was wederom zeer volatiel voor obligatiemarkten. Een sterke daling van de rente in het begin van jaar werd gevolgd door een flinke stijging, vooral gedreven door de aanhoudend hoge (kern)inflatie en vele nieuwe uitgiftes. Door de bankencrisis in maart nam de vraag naar veilige staatsobligaties weer toe en daalde de rente opnieuw, waardoor de Duitse 10-jaars rente het kwartaal toch lager afslot op een niveau van 2,29%.

ECB verhoogt de rente tot 3%

De ECB verhoogde de beleidsrente in februari en maart met telkens 0,5%. Vooral de hoger dan verwachte kerninflatie baart de ECB zorgen. De headline-inflatie daalde daarentegen fors, vooral gedreven door lagere energieprijzen. Door de twee renteverhogingen heeft de beleidsrente van de ECB inmiddels het niveau van 3,0% bereikt.

Bankencrisis smooft

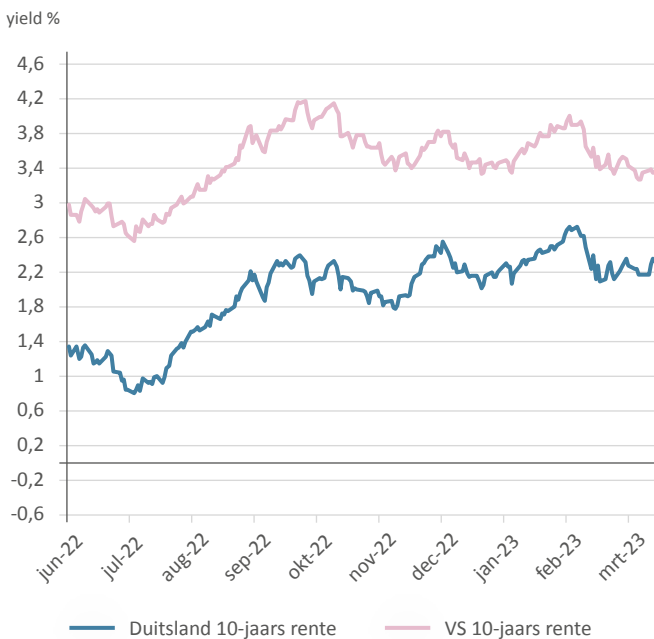
Economische data kwamen in het eerste kwartaal beter uit dan verwacht. De heropening van China en de daling van de energieprijzen waren positief voor de economische groei. Door de verbetering van de economische data nam de angst voor een recessie gedurende het kwartaal af. Dit beeld veranderde begin maart toen de Amerikaanse Silicon Valley Bank in de problemen kwam, gevolgd door een noodzakelijke overname van Credit Suisse.



De bankencrisis leidde tot veel volatiliteit in de markt en de verwachte renteverhogingen werden snel uitgedrukt. Na snel ingrijpen kalmeerde de situatie tegen het einde van het kwartaal en kwam de focus weer te liggen op inflatie en mogelijke renteverhogingen van de ECB. Ook de renteversillen tussen Italië en Spanje versus Duitsland liepen wat op begin maart, maar de impact was zeer beperkt en spreads lieten vooral een zijwaartse beweging zien in het eerste kwartaal.

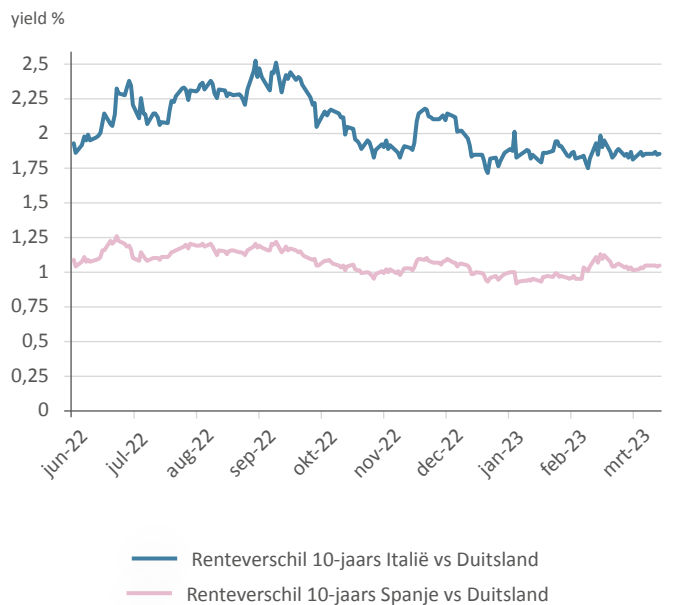
Ook in de Verenigde Staten daalde de 10-jaars rente als gevolg van de onrust rondom de bankensector. Inflatedata laten al wel een daling zien, maar de Fed verhoogde de rente verder, vooral vanwege de sterke arbeidsmarkt in de Verenigde Staten. De rentestappen waren al wel minder groot dan in Europa met twee verhogingen van 0,25% tot een niveau van 4,75% respectievelijk 5%.

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



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Figuur 2: Ontwikkeling 10-jaars renteverskil Italië en Spanje t.o.v. Duitsland



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Vooruitzichten

Economische groei rond het nulpunt

De verwachting is dat de economische groei rond het nulpunt zal blijven liggen de komende maanden. De vooruitzichten zijn daarmee iets verbeterd ten opzichte van vorig kwartaal, vooral vanwege de gedaalde energieprijzen. De risico's voor de economie blijven wel aan de onderkant. De gevolgen van de agressieve renteverhogingen op de economie zullen de komende maanden zichtbaar worden, terwijl het positieve effect van de China heropening en de lagere gasprijzen geleidelijk zal afnemen. Daarnaast zal het effect van de bankencrisis zorgen voor een verdere verkrapping van de financiële condities.

ECB zal blijven verkrappen

Ondanks de matige economische vooruitzichten blijft de ECB voorlopig het monetair beleid verkrappen. In het tweede kwartaal worden er nog twee renteverhogingen van 0,25%

verwacht. Vooral kerninflatie zal nog geruime tijd boven de 2% doelstelling van de ECB liggen. Headline inflatie is al aan het dalen en een verdere daling wordt verwacht, vooral vanwege de lagere energieprijzen.

Risico op oplopende renteversillen tussen de Europese landen

Met de sterke focus op kerninflatie, die met een flinke vertraging reageert op de economische ontwikkelingen, neemt de kans toe dat de ECB het monetair beleid te lang te krap houdt. Het risico op een recessie neemt hierdoor toe wat naar verwachting zal leiden tot een versteiling van de rentecurve en oplopende renteversillen tussen de Europese landen. Vooral de minder kredietwaardige landen met relatief hoge schulden en dus hoge leenbehoefte kunnen onder druk komen te staan.

THEMA

Bankencrisis is belangrijk waarschuwingssignaal voor de ECB

Na het omvallen van de Silicon Valley Bank in de Verenigde Staten sloeg de bankencrisis al snel over naar Europa en moest Credit Suisse halsoverkop gered worden. De situatie is inmiddels enigszins gekalmeerd maar de onzekerheid onder beleggers over het beleid van de centrale banken neemt nog steeds toe. De ECB blijft zich ondertussen vooral richten op de hoge inflatie en lijkt dan ook de rente verder te willen optrekken ondanks de toenemende problemen op de financiële markten. De ECB lijkt hiermee een groot risico te nemen.

Impact van hogere rente moet nog komen

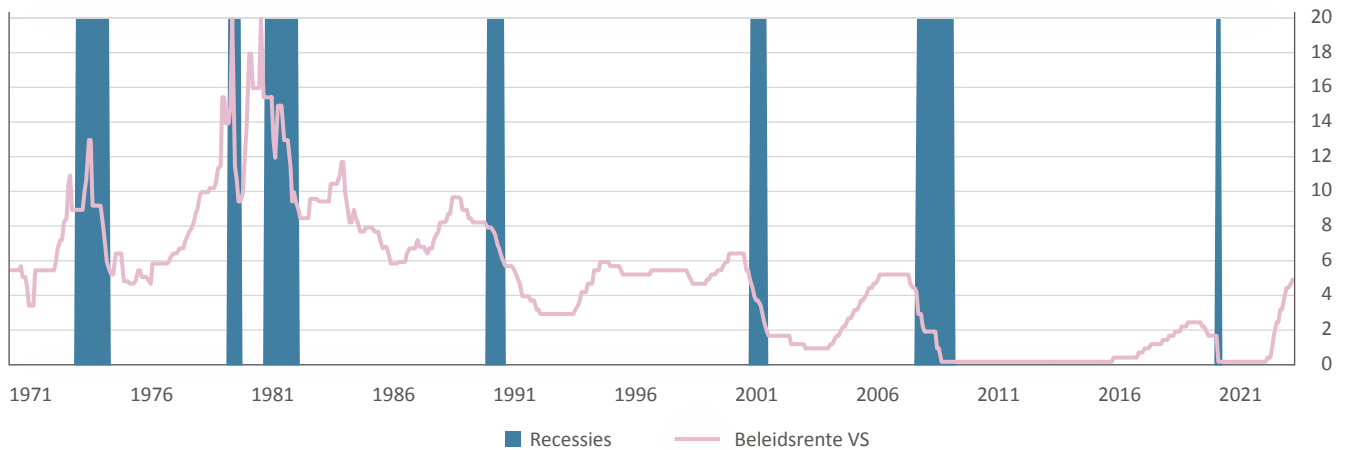
In de eerste maanden van dit jaar liet de economie een herstel zien. Vooral de snelle daling van gasprijzen en de heropening van China droegen bij aan het positievere sentiment. De komende maanden zullen deze effecten naar verwachting echter geleidelijk afnemen en zal juist de impact van de forse renteverhogingen toenemen. De sterke stijging van de rente heeft al voor een afkoeling van de huizenmarkt gezorgd, maar de rest van de economie zal nog moeten gaan wennen aan het feit dat geld niet meer gratis en minder makkelijk beschikbaar is. Leningen die

aflopen zullen tegen veel hogere rentes doorgerold moeten worden en nieuwe projecten zijn opeens niet of veel minder rendabel met de huidige hogere financieringslasten. Daarnaast zijn banken ook minder snel geneigd om een lening te verstrekken, zeker in het meer risicovolle segment.

Een inschatting die de meeste economen maken, is dat het tussen de 12 en 24 maanden duurt voordat effecten van een renteverhoging doorwerken in de economie. Aangezien de Fed in maart 2022 en de ECB in juli 2022 zijn begonnen met renteverhogingen, zullen de effecten op de economie het komend half jaar zichtbaar worden.

Is de huidige economie sterk genoeg om met deze hogere rente om te gaan? Kan de economie geleidelijk afkoelen en een recessie worden voorkomen of zijn de centrale banken toch te ver gegaan met hun agressieve monetaire beleid en zijn er al snel weer renteverlagingen nodig om de economische teruggang te beperken? Kijkend naar het verleden lijkt het 'trackrecord' van de centrale banken niet al te goed.

Figuur 3: Recessies bijna altijd voorafgegaan door periode van renteverhogingen



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Zoals in figuur 3 te zien is, volgt er na een periode van renteverhogingen (—) nagenoeg altijd een recessie (■). Wij hebben geen redenen om aan te nemen dat het dit keer anders gaat zijn.

ECB's meest agressieve monetaire beleidsaanpassing uit de historie

Met het stopzetten van de opkoopprogramma's, gevolgd door een serie forse renteverhogingen, het vroegtijdig beëindigen van goedkope bankfinanciering (TLTRO) en het starten van kwantitatieve verkrapping (QT) heeft de ECB de meest agressieve monetaire beleidsaanpassing uit de historie doorgevoerd. Daarnaast hebben nagenoeg alle andere centrale banken in de wereld op hetzelfde moment een vergelijkbaar verkrappend monetair beleid gevoerd. Dat dit uiteindelijk een significante impact op de economische groei gaat hebben, is dan ook een logische verwachting.

Inflatie volgt economie met vertraging

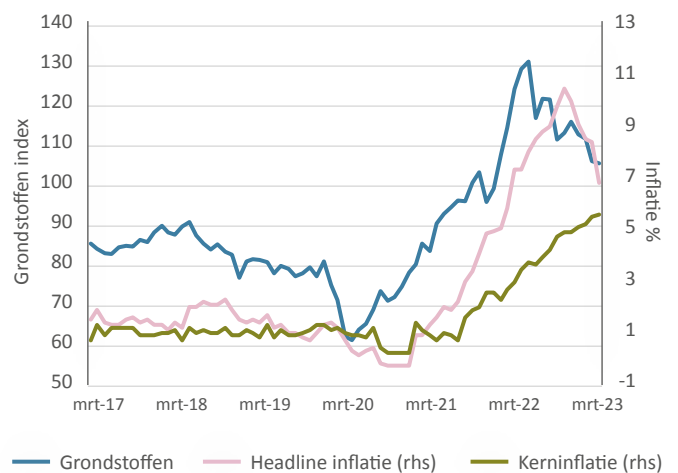
De ECB en andere centrale banken hebben natuurlijk niet voor niks de rente zo snel verhoogd. Inflatie ligt namelijk al geruime tijd flink hoger dan de doelstellingen van de centrale banken. De ECB heeft de doelstelling dat de inflatie op de middellange termijn op de 2% ligt. Echter, juist deze doelstelling zorgt voor een procyclisch monetair beleid in plaats van een anticyclisch monetair beleid. Daarbij is het belangrijk te kijken of de inflatie veroorzaakt wordt door een te sterke economische groei of dat er sprake is van een probleem aan de aanbodzijde. Een te hoge vraag kan beter bestreden worden met renteverhogingen dan bijvoorbeeld een energieschok, die op zichzelf al een negatieve impact heeft op de economie.

Nog belangrijker is het feit dat inflatieveranderingen pas na enige vertraging zichtbaar zijn in de officiële cijfers. In figuur 4 is te zien dat vrij kort na de coronacrisis grondstoffen (—) snel in prijs stegen, overigens net als aandelenmarkten en huizenprijzen. Deze stijging werd pas zes maanden later zichtbaar in het headline inflatiecijfer (—). Vervolgens duurde het nogmaals een half jaar voordat de kerninflatie (—) dezelfde beweging omhoog liet zien.

Kijkend naar inflatie-ontwikkelingen is het opvallend dat de ECB tot halverwege 2022 heeft vastgehouden aan de negatieve rente in combinatie met de forse opkoopprogramma's. Meer vooruitkijkend zien we nu precies dezelfde ontwikkeling de andere kant op. Grondstoffen zijn al sinds mei 2022 aan het dalen, met de piek in headline inflatie bijna 6 maanden later. Een daling van de kerninflatie over enkele maanden lijkt dan ook een logisch gevolg. Als de conclusie is dat de ECB veel te laat is begonnen met het verkrappen van het monetaire beleid, lijken ze nu te veel door te schieten de andere kant op door de sterke focus op de achterblijvende inflatiedata.

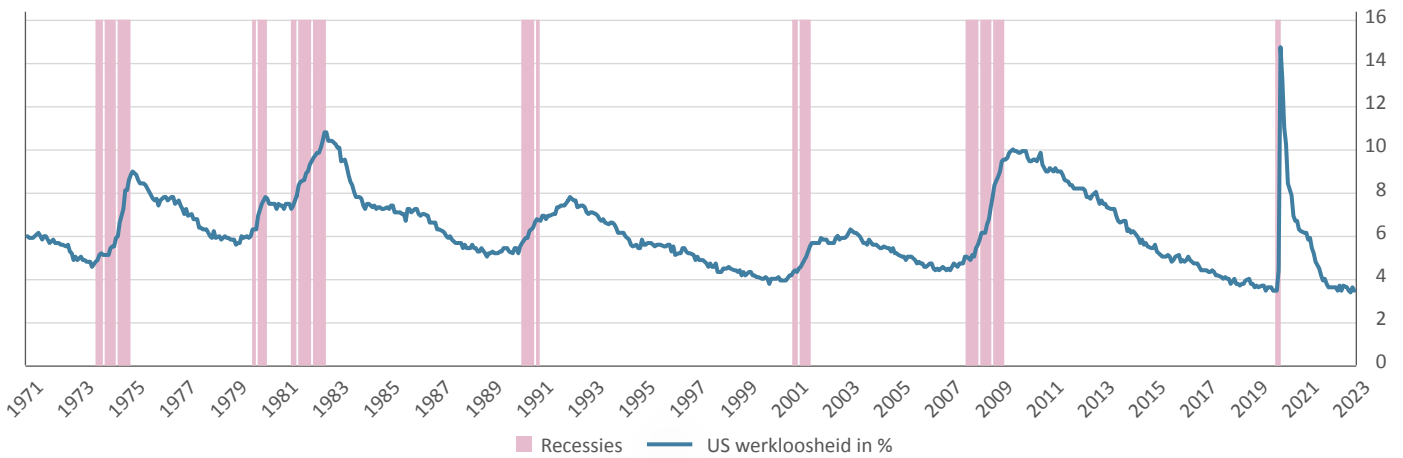
De conclusie is dan ook dat een periode van renteverhogingen nagenoeg altijd leidt tot een recessie. Dit wordt vooral gedreven door de focus op inflatie, die van nature met vertraging reageert op de economische ontwikkelingen. Het beleid van de centrale banken loopt hierdoor altijd achter de feiten aan.

Figuur 4: Inflatie volgt economie met duidelijke vertraging



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Figuur 5: Werkloosheid altijd laag vlak voor een recessie



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Arbeidsmarktontwikkelingen

Vaak wordt er naar de huidige sterke arbeidsmarkt gewezen als indicator dat een recessie vermeden kan worden. Als we echter kijken naar de historie is het juist vrij normaal dat de arbeidsmarkt zeer sterk is vlak voor een recessie. Het is in veel gevallen ook juist een van de redenen waarom de centrale banken op dat moment de rente verhogen.

Figuur 5 laat zien dat de werkloosheid (—) altijd zeer laag was vlak voor een recessie (■) en gedurende de recessie dan onverwacht snel oploopt. De huidige sterke arbeidsmarkt is dus geen garantie voor een zachte landing van de economie. Enig verschil is wel het enorme aantal vacatures, wat in deze huidige cyclus de arbeidsmarkt nog krappert dan ooit.

Ondanks dat we nu al de eerste tekenen zien van een afzwakking van de arbeidsmarkt, zal het daarom langer duren dan voorheen voordat de werkloosheid echt hard gaat oplopen. Het gevolg van deze berg vacatures is dat looninflatie langzamer daalt dan in voorgaande cycli en de centrale banken dan ook minder snel weer een verruimend beleid zullen moeten voeren. In feite betekent dit juist dat er een grotere groei afzwakking dan normaal nodig is om ook de arbeidsmarkt genoeg te laten afkoelen.

Meer anticyclisch ECB-beleid gewenst

De ECB heeft vorig jaar na lang overleg besloten de strategische inflatie doelstelling te wijzigen van “dichtbij, maar lager dan 2%” naar een symmetrisch “2% op middellange termijn”. Met een doelstelling die met flinke vertraging achter de economische ontwikkelingen aanloopt, kijkt de ECB vooral in de achteruitkijkspiegel. Daarnaast werkt het belangrijkste stuurinstrument, de beleidsrente, ook nog eens met vertraging.

De ECB voert hiermee eerder een procyclisch beleid; economische pieken worden hoger en de economische dalen veel dieper dan nodig. Met meer focus op de economische groei en de ontwikkelingen op de financiële markten zou het beleid van de ECB veel effectiever zijn.

Financiële markten worden deels gedreven door emotie en reageren daarom wel eens overdreven. Maar het blijft de beste barometer voor hoe de economie ervoor staat. De recente bankencrisis is dan ook niet een op zichzelf staande gebeurtenis. Het is gewoon een van de gevolgen van de snelle verandering van een ruim monetair beleid naar een verkrappend beleid. Met de al snel dalende inflatie, lage economische groei en verkrappende financiële condities moet de ECB zich niet blindstaren op de nog huidige hoge inflatiedata. Het risico dat de ECB te ver en te lang doorgaat met een verkrappend beleid lijkt inmiddels groter dan het uit de hand lopen van inflatie. De bankencrisis is slecht het eerste waarschuwingssignaal van de financiële markten voor de ECB. Een pas op de plaats maken en afwachten hoe de genomen maatregelen de komende maanden uitwerken, zou voor de ECB de beste strategie zijn.

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 (video) 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 is reclame. Raadpleeg het prospectus van het betreffende Achmea IM beleggingsfonds voordat u een beleggingsbeslissing neemt. 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.