

KWARTAALUPDATE

LDI/Staatsobligaties

IN DEZE UPDATE

Marktbeeld

- Ongekend grote volatiliteit
- Inflatie tikt recordhoogtes aan; ECB verhoogt rentes
- Oplopende renteversillen binnen de eurozone
- Bank of England grijpt in
- Fed verhoogt de rente tot 3,25% en blijft een hawkish beleid voeren

Vooruitzichten

- Recessie in Europa dreigt
- Inflatedruk neemt af
- ECB wil geleidelijk verkrappen

AUTEURS



Rob Dekker,
Senior Portfolio Manager
Fixed Income



Dimitar Serkyov,
Portfolio Manager
Fixed Income

THEMA

De ECB moet vooruit blijven kijken

“Inflation is largely transitory” beweerde ECB-president Lagarde precies een jaar geleden. Achteraf bleek dat ver van de werkelijkheid te liggen. Afgelopen september was het leven in Nederland weer veel duurder geworden dan een jaar geleden. Om precies te zijn 17,1%, een historisch hoog niveau. Het inflatiebeeld in de andere Europese landen is niet anders en de algemene verwachting voor de komende maanden is dat inflatie hoog blijft.

Om de hoge inflatie te bestrijden heeft de ECB de rente afgelopen maanden twee keer fors verhoogd. Daarnaast heeft de ECB aangegeven de beleidsrente waarschijnlijk nog verder op te trekken omdat de huidige inflatie in de Eurozone te hoog en breed verspreid is. De vraag is nu in hoeverre hogere rentes gaan helpen om de inflatie omlaag te brengen. De stijgende energie- en voedselprijzen zijn immers de belangrijkste aanjagers van inflatie. Vraag is ook of het ECB-beleid niet te veel achter de cijfers aanloopt.

[Lees meer op pagina 4 →](#)



Marktbeeld

Ongekend grote volatiliteit

In het derde kwartaal was de volatiliteit op de financiële markten ongekend groot. Forse renteverhogingen van centrale banken om de oplopende inflatie te beteugelen en afzwakkende economische data zorgden voor zowel dalende obligatie- als aandelenmarkten. De Duitse 10-jaars rente daalde in juli nog met ruim 0,50% om vervolgens met 1,30% te stijgen naar een niveau van 2,11% aan het einde van het kwartaal. Ook leidde de sterke rentestijging tot een vervlakking van de rentecurve waarbij de 30-jaars rente zelfs onder de 10-jaars rente kwam te liggen.

Inflatie tikt recordhoogtes aan

Europese inflatie kwam eind september uit op 10,0%, wat opnieuw een record betekende. De sterk gestegen energieprijzen van de afgelopen kwartalen werken nog steeds door in de inflatiedata en ook kerninflatie steeg in het derde kwartaal verder naar 4,80%. Aan de andere kant wordt een verdere stijging van inflatie nu beperkt door diverse prijslimieten die de overheden in Europa inmiddels hebben geïmplementeerd. De meeste grondstofprijzen lieten een daling zien in het derde kwartaal en ook de olie en gasprijzen zijn ruim lager dan de piek eerder dit jaar door de afzwakkende economische groei.

De ECB wil ten kostte van alles inflatie onder controle houden en heeft dan ook in zowel juli als september de rente flink verhoogd. De depositorente is inmiddels van -0,50% opgetrokken tot 0,75% en president Lagarde kondigde aan ook de komende vergaderingen de rente te willen verhogen. Zelfs als dit ten koste gaat van de economische groei.

Oplopende renteverschuiven binnen de eurozone

De inkoopmanagerindex daalde in Europa tot onder de 50, wat een economische krimp betekent. Ook het consumentenvertrouwen blijft verder dalen en bereikte een nieuw dieptepunt. De onzekerheid op de markten leidde ook tot oplopende renteverschuiven tussen Duitsland en de overige Europese landen. Zo liep het renteverschuif met Italië op tot boven de 2,50% in aanloop naar de Italiaanse verkiezingen.

Bank of England grijpt in

In het United Kingdom was de volatiliteit op de obligatiemarkt ongekend groot. Na aankondiging van het minibudget door de nieuwe minister van financiën Kwasi Kwarteng liep de rente sterk op en daalde het pond in waarde. Nadat de 30-jaars rente meer dan 1,50% opliep in enkele dagen tijd besloot de Bank of Engeland om tijdelijk weer obligaties op te gaan kopen. Dit zorgde dezelfde dag nog voor een rentedaling van 1%, wat voor een 30-jarige obligatie neerkomt op een waardeinstijging van 20% in 1 dag.

Fed verhoogt de rente tot 3,25%

In de Verenigde Staten heeft de Fed in het derde kwartaal de rente tweemaal verhoogd met 0,75% tot een niveau van 3,25%. Inflatie lijkt inmiddels over de piek heen in de Verenigde Staten maar vanwege de sterke arbeidsmarkt blijft de Fed vooralsnog een hawkish beleid voeren.

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

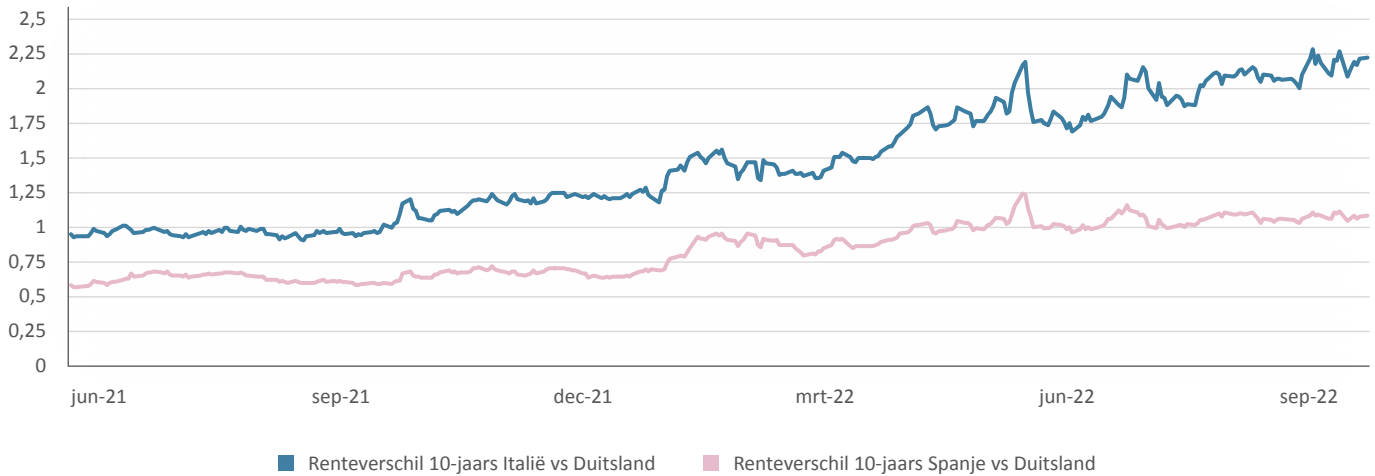


Bron: Bloomberg, Achmea IM



Plotseling sterk oplopende rentes in de UK waardoor de BoE moest ingrijpen door weer obligaties op te gaan kopen

Figuur 2: Ontwikkelingen rentevershil 10-jaars Italië en Spanje t.o.v. Duitsland



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Vooruitzichten

Recessie in Europa dreigt

De economie in Europa dreigt in het vierde kwartaal in een recessie terecht te komen. De toeristensector heeft in de zomermaanden nog kunnen profiteren, maar ook dit positieve effect zal nu wegvallen. Consumentenuitgaven staan onder druk door de hoge energiekosten en ook de renteverhogingen van de ECB zullen de komende tijd doorwerken in de economie. De fiscale steun vanuit overheden beperkt de impact van de energiekosten enigszins, maar is niet genoeg om een recessie te voorkomen.

Inflatiedruk neemt af

Het inflatiecijfer wordt meer en meer beïnvloed door prijslimieten die vanuit de overheid worden doorgevoerd. Onderliggend is de inflatiedruk aan het afnemen. Grondstoffen inclusief energie dalen en ook producentenprijzen in de inkoopmanagers index zijn over de piek heen. Daarnaast zal een economische neergang ook de inflatiedruk beperken. Loonkosten zullen naar verwachting echter nog gaan stijgen waarbij vooral gekeken zal worden naar de uitkomsten van de cao-onderhandelingen aan het dit jaar.

ECB wil geleidelijk verkrappen

Met de snel afzwakkende economie zal de ECB normaal gesproken voorzichtig zijn met het verkrappen van het monetaire beleid. De ECB kijkt echter momenteel alleen naar de huidige hoge inflatie en zal het beleid alleen aanpassen als hier een duidelijke daling te zien is. De fiscale stimulans vanuit de overheden heeft juist een inflatoire impact wat de situatie voor de ECB niet makkelijker maakt. Daarnaast wil de ECB een situatie als in het Verenigd Koninkrijk voorkomen door zo geleidelijk mogelijk het beleid te verkrappen.

Nu de onderliggende inflatiedata dalen, verwachten wij dat markt steeds meer de focus op de lagere groei gaat leggen. Dit zal verdere rentestijgingen beperken en uiteindelijk leiden tot een daling van de rente. Ook zal de rentecurve in dat scenario weer kunnen versteilen.

THEMA

De ECB moet vooruit blijven kijken

“Inflation is largely transitory” beweerde ECB-president Lagarde precies een jaar geleden. Achteraf bleek dat ver van de werkelijkheid te liggen. Afgelopen september was het leven in Nederland weer veel duurder geworden dan een jaar geleden. Om precies te zijn 17,1%, een historisch hoog niveau. Het inflatiebeeld in de andere Europese landen is niet anders en de algemene verwachting voor de komende maanden is dat inflatie hoog blijft.

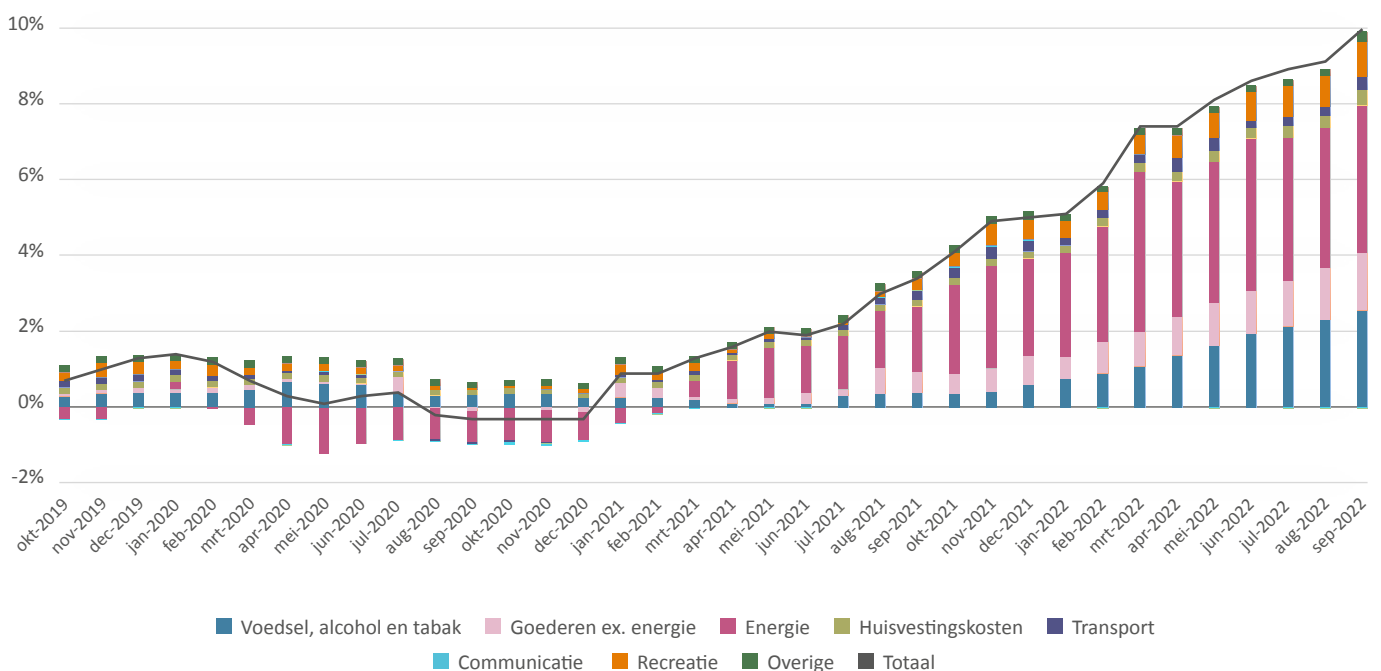
Om de hoge inflatie te bestrijden heeft de ECB de rente afgelopen maanden twee keer fors verhoogd. Daarnaast heeft de ECB aangegeven de beleidsrente waarschijnlijk nog verder op te trekken omdat de huidige inflatie in de Eurozone te hoog en breed verspreid is. De vraag is nu in hoeverre hogere rentes gaan helpen om de inflatie omlaag te brengen. De stijgende energie- en voedselprijzen zijn immers de belangrijkste aanjagers van inflatie. Vraag is ook of het ECB-beleid niet te veel achter de cijfers aanloopt.

We zetten de drijvers van de inflatie nog even op een rijtje:

- Belangrijke bron van inflatie waren en zijn de covid-19 ‘lockdowns’ en de daaruit voortkomende problemen in het productieproces. De fabrieken moesten plotseling dicht en dat zorgde voor verstoringen aan de aanbod keten.
- Daarnaast zorgt de oorlog in Oekraïne voor nog meer verstoringen aan de aanbodzijde. Energie en granen zijn moeilijk te importeren vanuit de oorlogsgebieden. De aanpassing van de bestaande ketens en zoeken van nieuwe leveranciers leidt tot meer kosten en tijdelijke product tekorten.
- De ECB voerde tijdens (maar ook al voor) de covid-19 crisis een vrijwel onbeperkt monetair verruimingsbeleid terwijl de overheden riant fiscale pakketten voor zowel bedrijven als voor de burgers in het leven riepen. Dat leidde tot forse toename van de hoeveelheid geld in de economie: meer geld stoppen in de economie met beperkingen aan de aanbodzijde leidt tot hogere inflatie.

De ECB was te laat met het aanpassen van het extreem verruimende monetaire beleid. De ECB heeft het laatste opkoopprogramma pas in de zomer van 2022 beëindigd en is daarna pas begonnen met het optrekken van de beleidsrente, die nog steeds negatief was.

Figuur 3: Inflatie-ontwikkelingen 2019 - september 2022

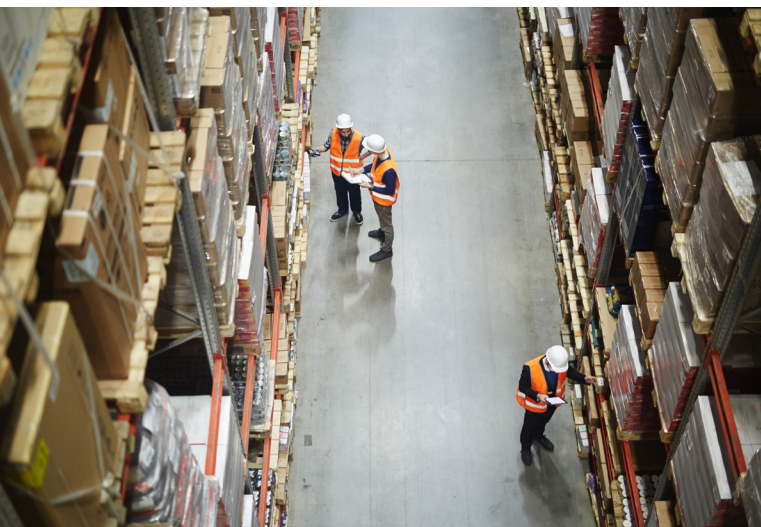


Bron: Bloomberg Achmea IM

Vooruitzichten duiden nu op lagere inflatie

De inflatie-effecten van de aanbodzijde zullen naar verwachting de komende tijd afnemen ongeacht het rentebeleid van de ECB. De verkrapping van het monetaire beleid zal de economische groei en inflatie verder dempen. Hogere rentes hebben een negatief effect op inflatie in het algemeen door impact op de vraagkant van de economie; die beperken het beschikbare kapitaal voor bedrijfsinvesteringen en privé consumptie. Hogere rentes leiden daarnaast tot lagere huis- en aandelenprijzen die onderdeel uitmaken van het vermogen van de consument. Als het vermogen daalt is ook de bereidheid om meer geld uit te geven minder groot.

Bedrijven kampen nu al met dalende nieuwe orders en hebben veel onverkochte goederen. Hun vertrouwen in de economie voor de komende maanden ligt op niveaus die op een recessie duiden. Voor de inflatie is dit echter ook een slecht teken. Hogere voorraden en langere verkooptijden veroorzaken meestal neerwaartse prijsdruk en dus lagere inflatie. Bovendien zijn de meeste grondstof- en voedselprijzen de laatste maanden fors gedaald. Ook hier is een belangrijk ingrediënt de grote kans op een recessie. Zo is olie 30% lager, koper 38% en tarwe 35%. Nederlandse gasprijzen zijn terug op het niveau van februari dit jaar. Recente maatregelen van de overheden zoals energie prijsplafonds spelen ook een actieve rol om de huidige hoge energieprijzen voor de consumenten te verlagen. Al heeft deze fiscale stimulus ook een inflatoir effect: de vraag blijft gelijk of gaat zelf stijgen.



Hogere voorraden en langere verkooptijden veroorzaken meestal neerwaartse prijsdruk en dus lagere inflatie

Daling van inflatie neemt wat meer tijd in beslag

Deze prijsdalingen van grondstoffen werken bij een aantal consumenten goederen direct door in de prijs, zoals benzine. Bij veel producten gaat het proces echter meer geleidelijk en zullen de prijzen meer geleidelijk dalen. Een factor hierbij is dat bedrijven ook kunnen interen op de winstmarges alvorens de consumentenprijzen te bevriezen of zelfs te verlagen. Dit zijn vaak de prijzen van producten die meegenomen worden in de kern inflatie.

Risico op loon-prijs spiraal in Europa nog beperkt

Hoe langer de prijsstijgingen aanhouden, des te groter wordt het risico van een loon-prijs spiraal. Dat betekent dat hogere inflatie tot hogere lonen leidt, wat weer leidt tot verdere inflatie, de zogenaamde tweede ronde effecten. Die zorgen voor een structurele hoge inflatie en dit is een risico voor de centrale banken. Een loon-prijs spiraal is in de Verenigde Staten al enigszins zichtbaar maar er zijn in Europa tot nu toe weinig tekenen voor. Het recente cijfer van de gemiddelde lonenstijging in Europa staat op slechts 2,41%. Additionele renteverhogingen om dit effect te voorkomen, lijken op dit moment dus helemaal niet nodig.

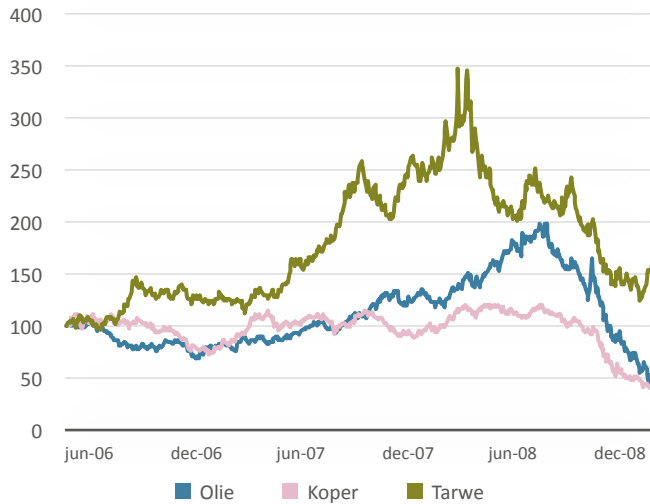
De ECB moet vooruit blijven kijken

De grootste uitdaging voor de ECB is om met haar beleid te anticiperen op het toekomstige inflatiepad. Monetair beleid heeft namelijk tijd nodig om de economische bedrijvigheid bij te sturen. De volledige effecten van een renteaanpassing zijn pas over een aantal kwartalen te zien. Het gemeten inflatiecijfer heeft betrekking op een periode in het verleden en zou het ECB beleid minder moeten beïnvloeden dan haar vooruitzichten.

Helaas hebben we in afgelopen jaren keer op keer gezien dat de inflatieverwachtingen van de ECB flink afweken van de uiteindelijke realisatie. In de periode voor de covid-19 crisis waren de ECB inflatieverwachtingen structureel te hoog en na de Covid-19 crisis was dat precies andersom. Zo heeft de ECB in september de inflatieverwachting voor 2022 en 2023 verhoogd naar 8,10% en 5,50%. Daarmee zijn de verwachtingen in slechts 6 maanden tijd met bijna 50% gestegen.

Grondstofprijzen laten inmiddels al een vergelijkbare ontwikkeling zien als in 2008. Ook toen koos de ECB voor een renteverhoging tijdens een recessie, om slechts enkele maanden later de rente snel te verlagen vanwege de toenemende financiële crisis.

Figuur 4: Ontwikkeling Grondstofprijzen 2006 - 2008



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Risico op te veel renteverhoging

Het risico bestaat dat de ECB de rente te veel verhoogt in haar strijd om het inflatiecijfer wat gepubliceerd wordt, omlaag te brengen. Hierdoor kan de inflatie te ver dalen en de economische recessie te diep worden. Dan kan de prijsdruk zomaar omslaan van inflatoir naar deflatoir. De verwachte reactie van de ECB in deze situatie is de rente weer te verlagen en zelfs QE weer op te starten.

Figuur 5: Ontwikkeling Grondstofprijzen juli 2021 t/m september 2022



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Vooruitzichten voor obligaties lijken gunstig

De kapitaalmarktrentes zijn nu op het hoogste niveau in 12 jaar. Dit is een gevolg van het centrale bankenbeleid en de verwachtingen van de financiële markten. Door de fors gedaalde grondstofprijzen lijkt inflatie de komende maanden te kunnen dalen. Daarnaast lijkt recessie wel een feit te zijn maar het is onzeker hoe diep die gaat worden. Het monetair beleid van de ECB is hierbij een bepalende factor. Normaal gesproken is het scenario van afdalende inflatie en lagere economische groei relatief gunstig voor staatsobligaties.

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.