

# Investment Letter

## Stijgende inflatie zet ILB's in de spotlight

Met het herstel van de wereldeconomie, loopt ook de inflatie snel op. De centrale banken verwachten dat de opleving van de inflatie slechts tijdelijk is. Op de financiële markten is inflatie echter voor het eerst sinds 2011 weer een thema onder beleggers. Inflatiegevoelige beleggingen staan daardoor weer in de belangstelling. Daaronder vallen inflatie gerelateerde obligaties of ILB's. Deze obligaties bieden de belegger bescherming tegen onverwachte inflatie. De negatieve reële rente laat echter zien dat deze veiligheid duur wordt betaald. Desondanks zijn ILB's in scenario's met verder olopende inflatie een aantrekkelijk alternatief voor nominale staatsobligaties.

### Samenvatting

- Door de snelle stijging van het prijspeil is inflatie weer een thema op de financiële markten. Hierdoor staan inflatie gerelateerde obligaties (ILB's) weer volop in de belangstelling.
- ILB's zijn obligaties waarvan de coupon en de hoofdsom meegroeien met de inflatie. Een ILB verbetert de diversificatie en inflatiegevoeligheid van een portefeuille.
- De hoogte van de reële rente bepaalt de absolute waardering van een ILB. De reële rente is momenteel negatief, ILB's zijn daarmee absoluut gezien duur.
- De relatieve waardering hangt af van de hoogte van de break-even inflatie (BEI).
- Relatief gezien zijn ILB's een aantrekkelijk alternatief voor nominale staatsobligaties. Vooral door de verhoogde risico's op een periode met hogere inflatie.

### Wereldwijd laat de inflatie een sterke opleving zien

De inflatie is bezig met een wereldwijde comeback. In zowel de Verenigde Staten, de eurozone als China stijgen de prijzen van goederen en diensten harder dan verwacht. Door de coronapandemie zakte de wereldeconomie in de eerste helft van 2020 weg in een diepe recessie. Dit ging gepaard met een grote deflatoire schok. De grondstoffenprijzen kelderden en de inflatiecijfers maakten een duikvlucht.

Inmiddels heeft de wereldeconomie de weg omhoog weer gevonden. Het coronavirus is op zijn retour waardoor de beperkende maatregelen worden afgebouwd en het maatschappelijk leven langzaam normaliseert. De heropening van de economie gaat gepaard met een krachtig economisch herstel. Dit wordt mede mogelijk gemaakt door zeer grote budgettaire en monetaire stimulansen. Door de opleving van de economie en de daarmee gepaard gaande snelle stijging van de grondstofprijzen heeft ook de inflatie de weg omhoog weer gevonden. In de eurozone lag de stijging van de consumentenprijzen (CPI) ten opzichte van een jaar geleden in mei voor het eerst sinds 2018 op 2%. De Amerikaanse inflatie steeg zelfs tot 5%, het hoogste niveau sinds 2008. In China blijft de inflatie (CPI) vooralsnog met 1,3% gematigd. De prijzen van grondstoffen en halffabricaten voor producenten stijgen daar echter des te harder.

### AUTEURS



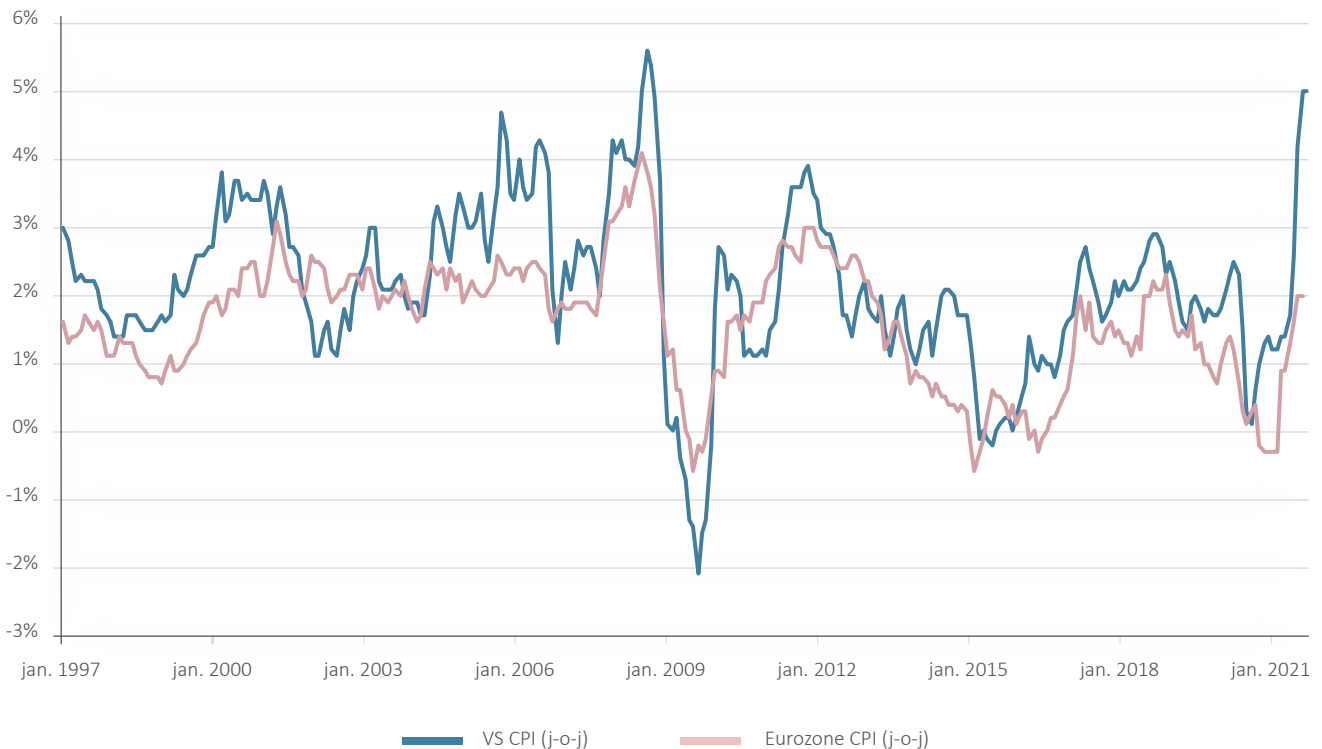
Coen van de Laar,  
Sr. Investment Strategist



Wim Barentsen,  
Chief Strategist



Figuur 1: Snelle en sterke opleving van de inflatie voedt de inflatieangst



Bron: Bloomberg, Achmea IM

“We are going to see more inflation. That’s not really a surprise, (...) I think it’s mostly temporary but that some of it will flow through to inflation expectations and that we will get inflation above 2% this year and into 2022.”

St. Louis Fed-president James Bullard (2021)

#### Inflatie is weer een thema op de financiële markten

Het tempo van de prijsstijgingen heeft velen verrast. Dat de inflatie momenteel hoger is dan een jaar geleden komt niet onverwacht. Door onder meer basiseffecten, een jaar geleden lag de inflatie op een dieptepunt, lag het voor de hand dat de inflatie in deze periode een stuk hoger zou liggen. De mate en snelheid waarin de inflatie oploopt, heeft de inflatie voor het eerst sinds 2011 weer een thema gemaakt bij beleggers.

Er is mogelijk meer aan de hand. Zo heeft de snelheid waarmee de grondstofprijzen zijn hersteld velen verrast. Veel industriële metalen flirten met recordprijzen en de olieprijs ligt alweer hoger dan voor de coronacrisis. Daarnaast is in bepaalde sectoren sprake van leveringsproblemen wat voor extra prijsdruk zorgt. Een voorbeeld daarvan is het tekort aan chips voor onder meer de auto-industrie.

Ook het feit dat zowel de centrale banken als de overheden het gaspedaal vol blijven indrukken, voedt de onrust over de inflatieontwikkeling. De monetaire en begrotingsstimulansen zijn vooral in de Verenigde Staten ongekend groot. Het is maar de vraag of de economie, die al een krachtig herstel laat zien, de steun in deze omvang nu nog nodig heeft. Al met al zijn er dus genoeg redenen voor beleggers om de ontwikkeling van de inflatie met argusogen te volgen.



Stijgende olieprijs leidt tot oplopende inflatie.

### ILB's staan weer volop in de belangstelling

Door de inflatieontwikkeling krijgen beleggers meer interesse in inflatie gerelateerde obligaties (ILB's). ILB's zijn obligaties die profiteren van de oplopende inflatie. Voor de meeste beleggingscategorieën pakt een langere periode van hoger dan verwachte inflatie niet goed uit. Onzekerheid over inflatie zorgt voor onrust en onzekerheid waardoor beleggers hogere risicopremies eisen. Stijgende risicopremies zijn slecht nieuws voor risicovolle beleggingen, zoals aandelen. Daarnaast is de eerste reactie van aandelenmarkten op het verkrappen van het monetaire beleid vaak negatief. Het verleden laat echter zien dat een langere periode van hogere inflatie vooral voor nominale obligaties desastreus uitpakt. De combinatie van hogere inflatie en dalende obligatiekoersen resulteert in negatieve (reële) rendementen. Gegeven de historisch lage rentes is de kwetsbaarheid van nominale obligaties voor hoge inflatie nu groter dan in het verleden. De belangstelling voor beleggingen die een zekere mate van bescherming bieden tegen onverwachte inflatie neemt daardoor toe. ILB's zijn dan een voor de hand liggende keuze.

### ILB's zijn obligaties waarvan de coupon en de hoofdsom meegroeien met de inflatie

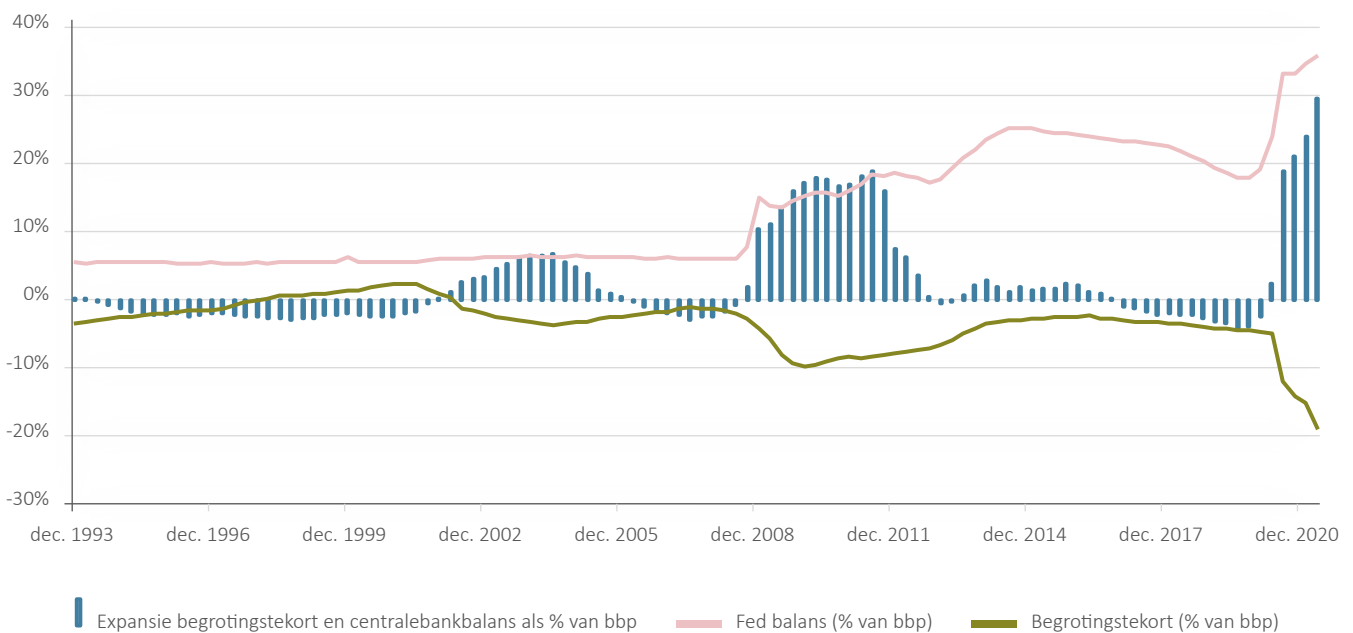
Een ILB is een reële belegging. Het rendement op een ILB bestaat uit twee componenten. De eerste is de reële rentevergoeding, die wordt bij aankoop van de obligatie vastgelegd. Het reële rendement op een ILB die tot het einde van de looptijd wordt

vastgehouden, is daarmee zeker. De coupon en de hoofdsom groeien gedurende de looptijd mee met de gerealiseerde inflatie. De gerealiseerde inflatie is daarmee de tweede component van het rendement. Het nominale totaalrendement op een ILB is bij aankoop dus onzeker. Het hangt af van het inflatieverloop gedurende de looptijd van de obligatie. Op dit punt verschillen ILB's fundamenteel van nominale obligaties. Bij een nominale obligatie die tot het einde van de looptijd wordt vastgehouden, is juist het nominale rendement zeker. Dat is gelijk aan de nominale effectieve rentevergoeding bij aankoop van de obligatie. Het reële rendement is echter onzeker en hangt af van de gerealiseerde inflatie gedurende de looptijd van de obligatie.

“Long-term inflation-indexed bonds, not cash instruments, are the riskless asset for conservative investors who care about financing their long-term spending plans or liabilities, such as investors saving for retirement, traditional pension funds, or endowments.”

Economist Luis Viceira (2013)

Figuur 2: Ongekend grote gecoördineerde stimulans van overheid en centrale bank voor de Amerikaanse economie





*ILB's verhogen de inflatiegevoeligheid van de portefeuille en maken deze zo robuuster.*

**De inflatiegevoeligheid van een ILB is fundamenteel anders dan van een nominale obligatie**

Een ILB heeft een uniek karakter door de positieve gevoeligheid voor onverwachte inflatie en de zekere reële rentevergoeding. De daarmee gepaard gaande bescherming tegen schokken in de inflatie is het belangrijkste voordeel van een ILB. Doordat een ILB niet onderhevig is aan inflatierisico, wordt een ILB van een veilig land ook wel als de 'echte' risicovrije belegging gezien. Een belegger in nominale obligaties loopt namelijk wel inflatierisico. In de nominale rente van een staatsobligatie zit de verwachte inflatie verwerkt. Zodra het verloop van de werkelijke inflatie echter afwijkt van deze inflatieverwachting, heeft dat impact op het reële rendement. Als de gerealiseerde inflatie hoger uitkomt dan de verwachte inflatie bij aankoop van de nominale obligatie, drukt dit het reële rendement. Voor een belegger in nominale obligaties is onverwachte inflatie dus één van de grootste risico's. Dat is een cruciaal verschil tussen een ILB en een nominale staatsobligatie.

**Break-even inflatie = nominale rente - reële rente**

Het rendement op een ILB is via de zogenaamde break-even inflatie (BEI) verbonden met het rendement op een nominale obligatie. Het prijsverloop van een nominale obligatie ontstaat door een verandering van de nominale rente. De waardering van een ILB is juist gevoelig voor een verandering van de reële rente. De ontwikkeling van de reële rente en de ontwikkeling van de nominale rente kunnen niet helemaal los van elkaar worden gezien. Deze renteniveaus hangen met elkaar samen. De nominale rente op een veilige staatsobligatie bestaat uit de reële rente, de verwachte inflatie en een risicopremie (voor onder meer het inflatierisico). Het verschil tussen de nominale rente op een nominale staatsobligatie en de reële rente op een ILB van hetzelfde land wordt de break-even inflatie genoemd.

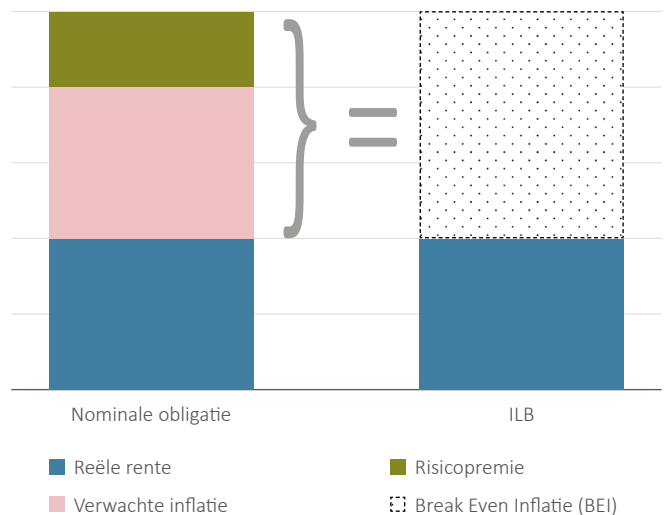
De BEI is dus een combinatie van de verwachte inflatie en een (inflatie)risicopremie. De verwachte inflatie is looptijdafhankelijk. De inflatie op een 5-jaarshorizon kan sterk afwijken van de inflatieverwachting op een 10-jaarshorizon. Dit betekent dat ook de BEI per looptijd verschilt. De BEI is een belangrijke variabele bij het vergelijken van een nominale staatsobligatie en een ILB. Wanneer de gerealiseerde inflatie over de betreffende looptijd exact gelijk is aan de BEI, dan is het rendement op de nominale staatsobligatie exact gelijk aan het rendement op de ILB.

**Een ILB verbetert de diversificatie en inflatiegevoeligheid van een portefeuille**

ILB's zijn een interessante beleggingscategorie voor een portefeuille die streeft naar meer robuustheid en betere inflatiebescherming. De combinatie van een hoge mate van veiligheid, een negatieve gevoeligheid voor de reële rente en een positieve gevoeligheid voor de inflatie geven ILB's een uniek profiel. Het risico-rendementsprofiel is daardoor onderscheidend van dat van andere beleggingscategorieën. Door het toevoegen van ILB's aan de portefeuille verbetert de diversificatie en de inflatiegevoeligheid. ILB's zijn de enige beleggingscategorie die positief gecorreleerd is met de combinatie van zowel lagere economische groei als opwaartse inflatieschokken (ofwel stagflatiescenario's).

Voor het verbeteren van het risico-rendementsprofiel van de totale portefeuille en het verhogen van de algehele inflatiegevoeligheid geven wij de voorkeur aan een wereldwijde benadering. Dit betekent dat naast de eurozone wordt belegd in onder meer Amerikaanse en Britse ILB's. Deze wereldwijde

**Figuur 3: Schematisch overzicht van verband tussen een ILB en een nominale obligatie**



Bron: Achmea IM

aanpak verlaagt het concentratierisico naar een beperkt aantal eurolanden en verbetert het risico-rendementsprofiel van de ILB-portefeuille. Voor het afdekken van reële verplichtingen zijn ILB's uit de eurozone echter wel de aangewezen beleggingscategorie.

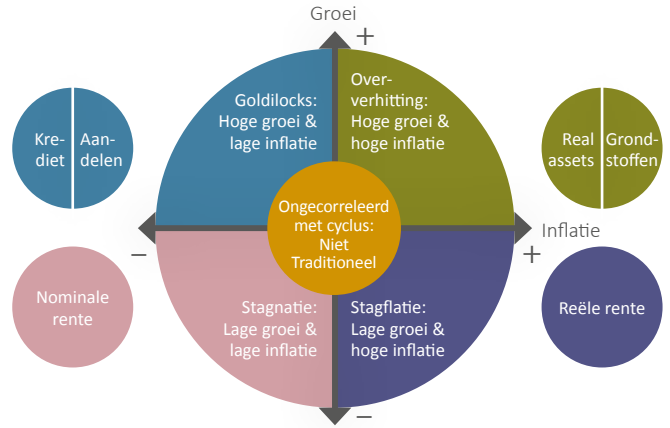
**De hoogte van de reële rente bepaalt de absolute waardering van een ILB**

De hoogte van de reële rente is de beste maatstaf voor het beoordelen van de absolute waardering van een ILB. Hoe hoger de reële rente des te aantrekkelijker een belegging in ILB's. De reële rente verschilt per looptijd en per land. Factoren die de hoogte van de reële rente beïnvloeden zijn onder meer de staat van de economie en het centralebankbeleid. De reële rente is de laatste jaren in tandem met de nominale rente gestaag gedaald. Hierdoor was het totaalrendement op ILB's relatief hoog.

**De negatieve reële rente reële maakt ILB's absoluut gezien duur**

De negatieve reële rente maakt ILB's en andere veilige obligaties duur. Sinds de Europese Centrale Bank de geldkraan in 2014 vol opendraaide, is er in de eurozone sprake van een structureel negatieve reële rente. Door de coronacrisis daalde deze naar ongeveer -2%. Dit betekent dat een belegger die op dit moment een 10-jarige Duitse of Franse ILB koopt zich vastlegt op een jaarlijks reëel rendement van -2%. Met andere woorden: een gegarandeerde daling van het reële vermogen. Daarmee zijn ILB's absoluut gezien een dure beleggingscategorie. Ook in de

**Figuur 4: Het toevoegen van ILB's (reële rente) vergroot de stabiliteit van de portefeuille door een betere spreiding over economische schokken**



Bron: Achmea IM

Verenigde Staten is de reële rente op ILB's door de coronacrisis negatief geworden. Met een reële 10-jaarsrente van ongeveer -1% zijn ze absoluut gezien wel wat minder duur dan eurozone-ILB's.

**De hoogte van de BEI bepaalt de relatieve waardering van een ILB versus een nominale obligatie**

Om de relatieve waardering van ILB's te bepalen, kunnen deze het beste worden vergeleken met vergelijkbare nominale

**Figuur 5: De Duitse reële rente is historisch laag terwijl de BEI rondom het langjarig gemiddelde schommelt**



Bron: Bloomberg, Achmea IM



**Figuur 6: De Amerikaanse reële rente en de BEI liggen circa 1% hoger dan in Duitsland**



Bron: Bloomberg, Achmea IM

staatsobligaties. Deze vergelijking loopt via de BEI. In principe geldt: hoe lager de BEI des te aantrekkelijker een ILB wordt als alternatief voor een nominale staatsobligatie. Immers, bij een lage BEI is een lage gerealiseerde inflatie voldoende om te resulteren in een hoger totaalrendement voor ILB's. Jarenlang lag de BEI in de buurt van de inflatiedoelstelling van de centrale bank. In de eurozone schommelde de BEI rond de 2% en in de Verenigde Staten rond de 2,5%. Sinds 2012 zakte de BEI wereldwijd gestaag weg. Tijdens de coronacrisis versnelde deze daling. ILB's werden hierdoor relatief aantrekkelijk ten opzichte van nominale obligaties. De laatste maanden zijn de BEI's in zowel de Verenigde Staten als de eurozone weer opgelopen. ILB's hebben het hierdoor beter gedaan dan nominale obligaties. Door de hogere BEI is naar de toekomst toe de aantrekkelijkheid van ILB's gedaald. De 10-jaars BEI ligt nu op 1,4% in de eurozone en 2,3% in de Verenigde Staten.

#### ILB's blijven relatief gezien aantrekkelijk

Ten opzichte van nominale staatsobligaties blijven ILB's een relatief aantrekkelijk alternatief. Dit komt met name doordat ze een betere bescherming bieden tegen het toegenomen inflatierisico dan nominale obligaties. In ons basisscenario is het (verwachte) rendement op een ILB absoluut gezien laag. Het rendement is vergelijkbaar met dat van nominale obligaties. Het lage verwacht rendement wordt veroorzaakt door de negatieve reële rente en de gematigde inflatieverwachting. In ons basisscenario ligt de gerealiseerde inflatie in de buurt van de huidige BEI. De risico's voor de inflatie zitten echter aan de bovenkant. In veel alternatieve economische scenario's ligt de inflatie hoger zijn dan

wat nu wordt ingeprijsd op de financiële markten. De BEI bevat momenteel nauwelijks een risicopremie voor dit inflatierisico.

#### ILB's hebben een hoger rendementspotentieel dan nominale obligaties

ILB's hebben een (veel) hoger opwaarts rendementspotentieel dan nominale staatsobligaties. ILB's hebben een asymmetrisch risicoprofiel ten opzichte van nominale staatsobligaties. De ruimte voor verdere daling van de nominale rente is beperkt, vooral in de eurozone. Het is namelijk zeer onwaarschijnlijk dat de nominale rente diep negatief kan worden. Beleggers zoeken dan immers hun heil in alternatieven. Daarmee is ook het opwaarts rendementspotentieel voor nominale staatsobligaties begrensd. Dit zagen we bijvoorbeeld tijdens de coronacrisis. Duitse staatsobligaties profiteerden maar beperkt van de paniek en het risk off sentiment op de financiële markten. De reële rente heeft echter geen 'natuurlijke' bodem. De reële rente kan diep negatief worden en heeft dat in het verleden ook met regelmaat laten zien.

#### ILB's zijn van toegevoegde waarde binnen een beleggingsportefeuille

Vanuit het oogpunt van portefeuilleconstructie blijft een uitruil van veilige nominale obligaties naar ILB's aantrekkelijk. Door het toevoegen van ILB's is een beleggingsportefeuille beter beschermd tegen een langere periode van onverhoopt hogere inflatie, zonder dat dit ten koste gaat van het verwachte rendement. De kans op een dergelijk scenario met hoge inflatie is de laatste tijd gestegen. De beleggingscategorie ILB is daarmee van toegevoegde waarde in een portefeuille.



#### 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](http://www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel)

E-mail: [achmeaim@achmea.nl](mailto: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](mailto:Jeroen.van.Rumund@achmea.nl), +31 6 224 559 26, of Ivo van der Veen, Business Development Director, [Ivo.van.der.Veen@achmea.nl](mailto:Ivo.van.der.Veen@achmea.nl), +31 6 535 987 24.

#### 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.