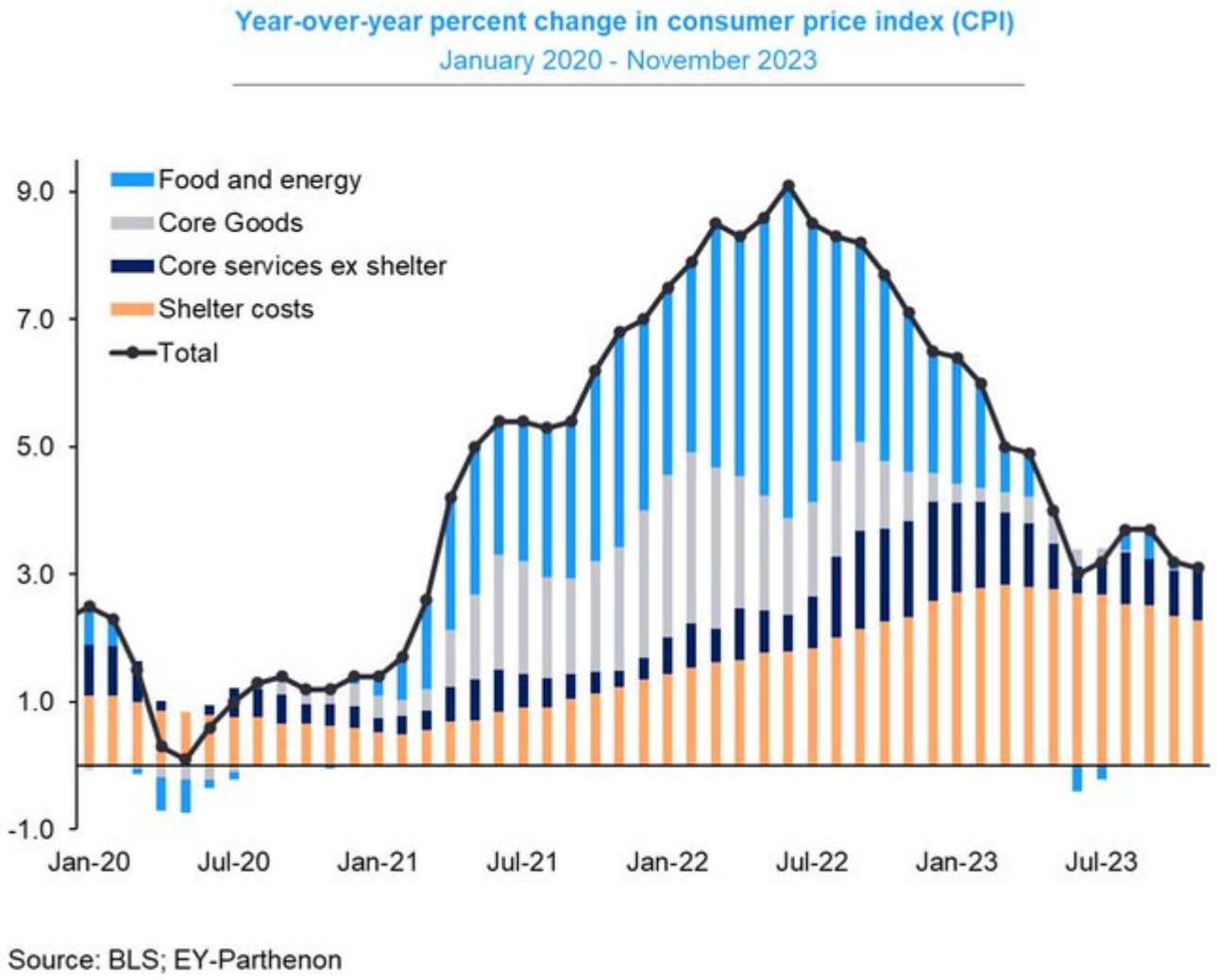
Scenarioâ??s inflatielinkers

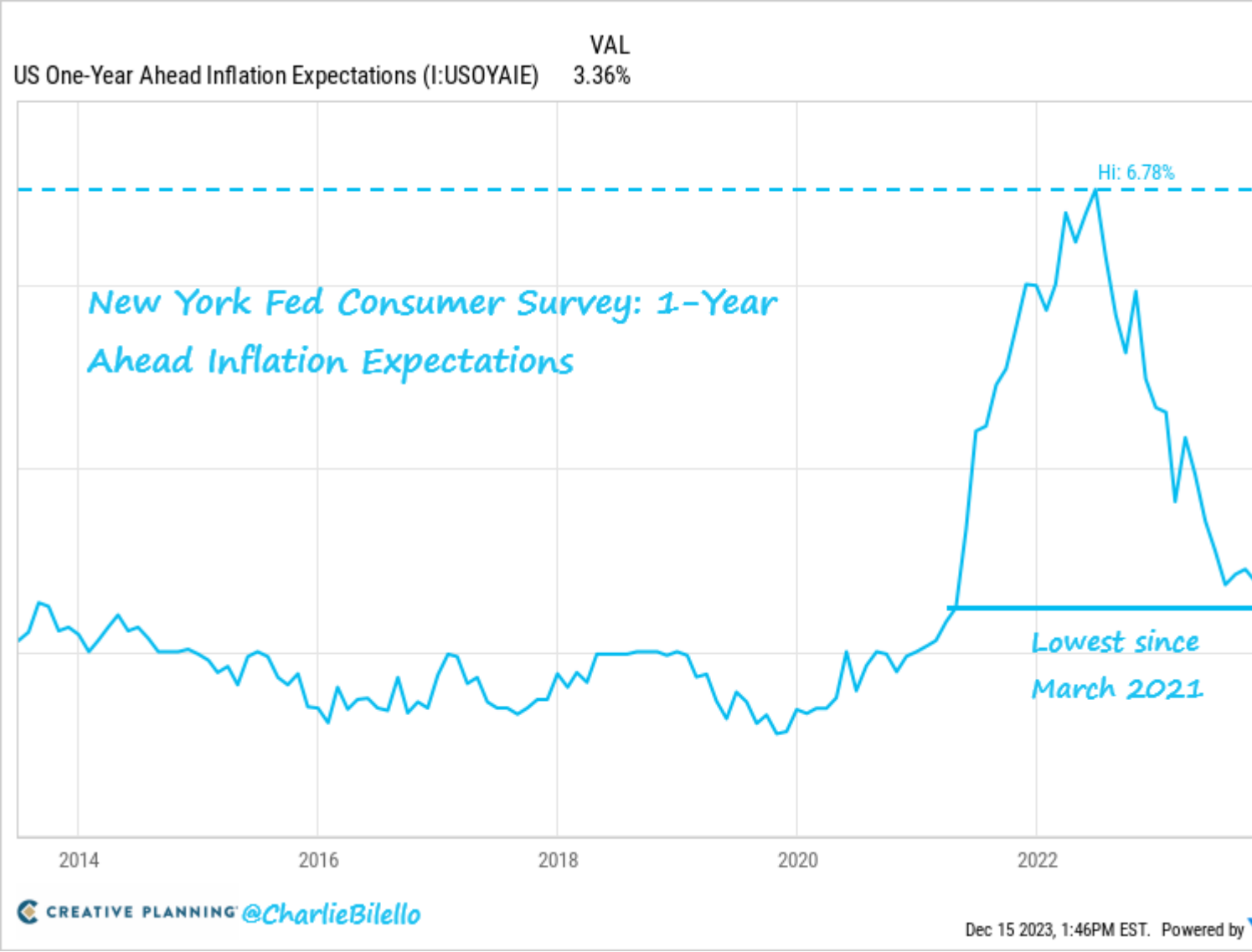
Beschrijving

Duitsland stopt volgend jaar met de uitgifte van inflatie-obligaties. Op dit moment staan er vier Duitse inflatie-obligaties uit voor in totaal 66,25 miljard met een looptijd van 2,5 tot 22,5 jaar. De belangrijkste Europese markten voor inflatie-obligaties zijn Frankrijk, ItaliÃ« en uiteraard het Verenigd Koninkrijk. Verder is er in de VS een uitgebreide markt met inflatie-obligaties (TIPS). Inflatie-obligaties presteren beter dan vergelijkbare gewone obligatie als de gerealiseerde inflatie hoger uitkomt dan de inflatieverwachting. Dit is geen Ã©Ã©n-op-Ã©Ã©n relatie, maar op wat langere termijn hebben inflatie-obligaties geprofiteerd van de hoger dan verwachte inflatie in de afgelopen jaren.



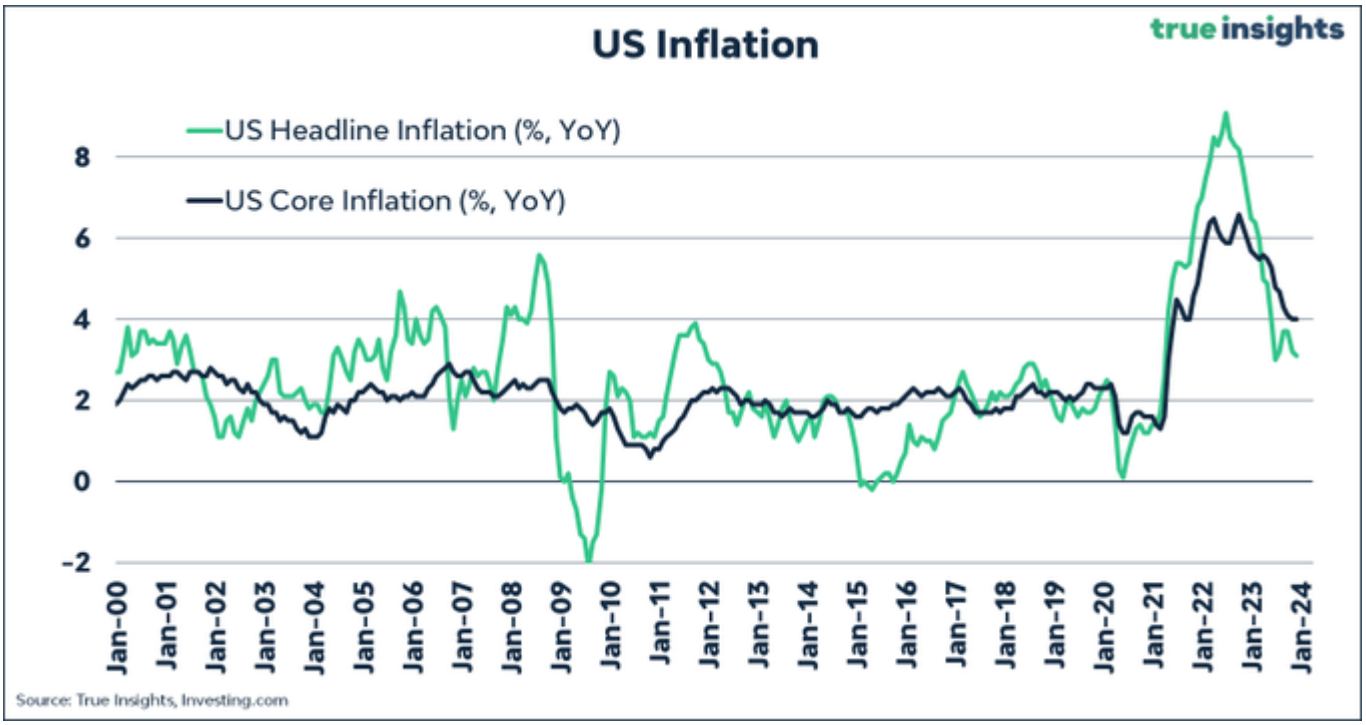
Durf vooruit te kijken

Nu de Federal Reserve aangeeft dat het volgend jaar drie keer de rente gaat verlagen, is de vraag wat dat betekent voor de inflatie. Tot op heden was de Federal Reserve â??data dependentâ?? en keek de centrale bank alleen nog naar de gerealiseerde inflatie en de ontwikkeling van de werkloosheid, twee echte â??laggingâ?? indicators. Sinds vorige week kan de centrale bank echter ook weer in de toekomst kijken, gelet op de mededeling dat men ruimte ziet om in 2024 drie keer de rente te verlagen. Blijkbaar ziet de centrale bank de inflatie volgend jaar verder dalen richting of zelfs beneden de doelstelling van 2 procent. Gelet op de verschillende indicatoren waaronder de met vertraging doorwerkende huizencomponent, het vertragende effect van de renteverhogingen, de oplopende werkloosheid en de economische groeivertraging kan het zo zijn dat de inflatie doorschiet tot beneden de 2 procent of zelfs uitkomt beneden de 0 procent. Dat terwijl er nog diverse partijen rekenen op hogere inflatieniveaus



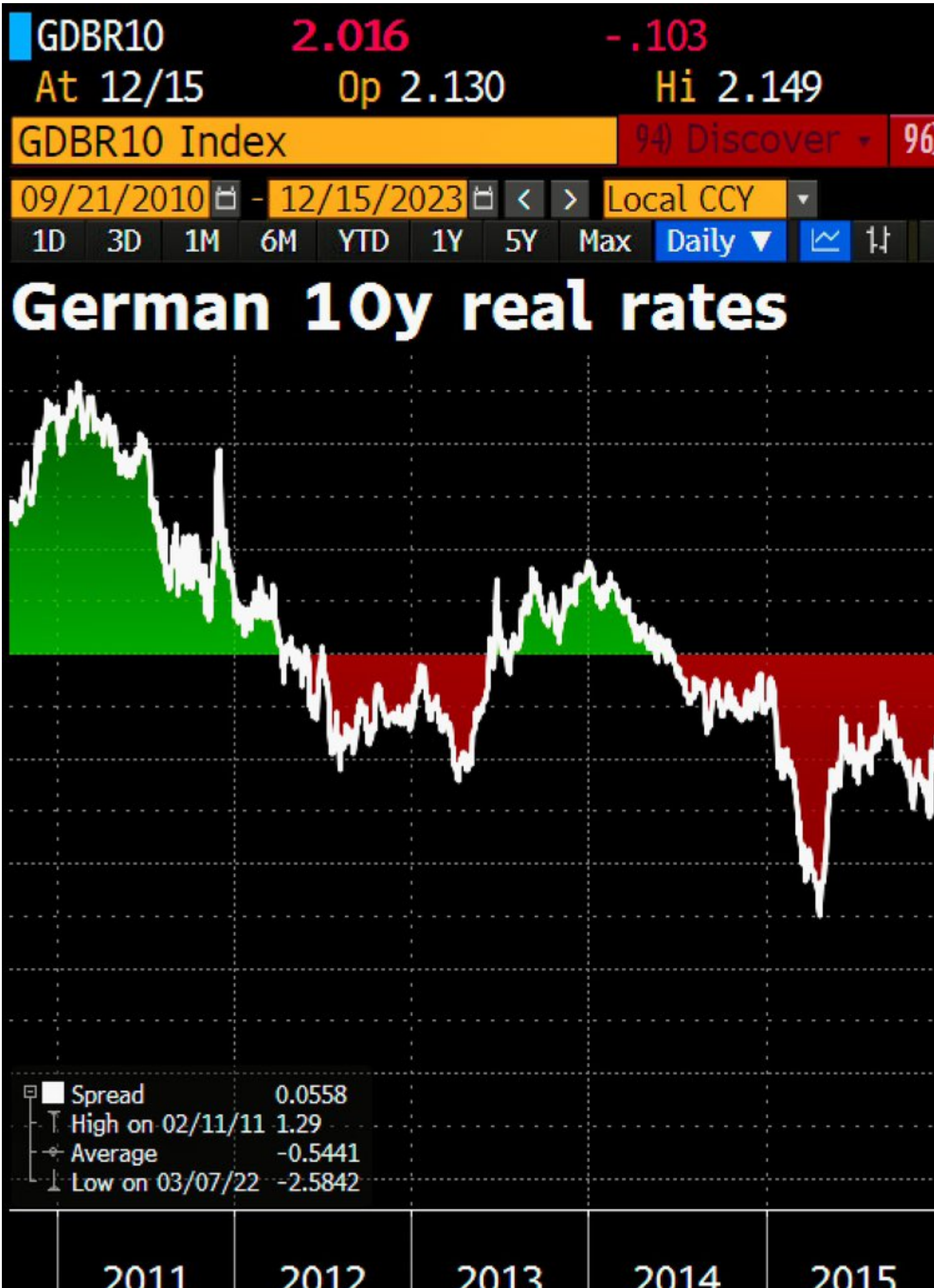
Inflatie onder controle zonder recessie

Het opmerkelijk van de aangekondigde renteverlagingen is dat er in de Verenigde Staten nog geen sprake is van een recessie. Dat betekent dus dat de fors opgelopen inflatie onder controle is gekregen zonder dat er een recessie aan te pas kwam. Als centrale bankiers op zoâ??n relatief eenvoudige wijze de inflatie onder controle kunnen krijgen, zijn waarschijnlijk verschillende risicopremies te hoog, waaronder de risicopremie die onderdeel is van de inflatieverwachtingen. Het risico is dus dat de inflatieverwachtingen in de loop van volgend jaar afkomen. Niet alleen door voortdurende desinflatie, maar ook doordat inflatie kennelijk veel minder een risico is dan voorheen.



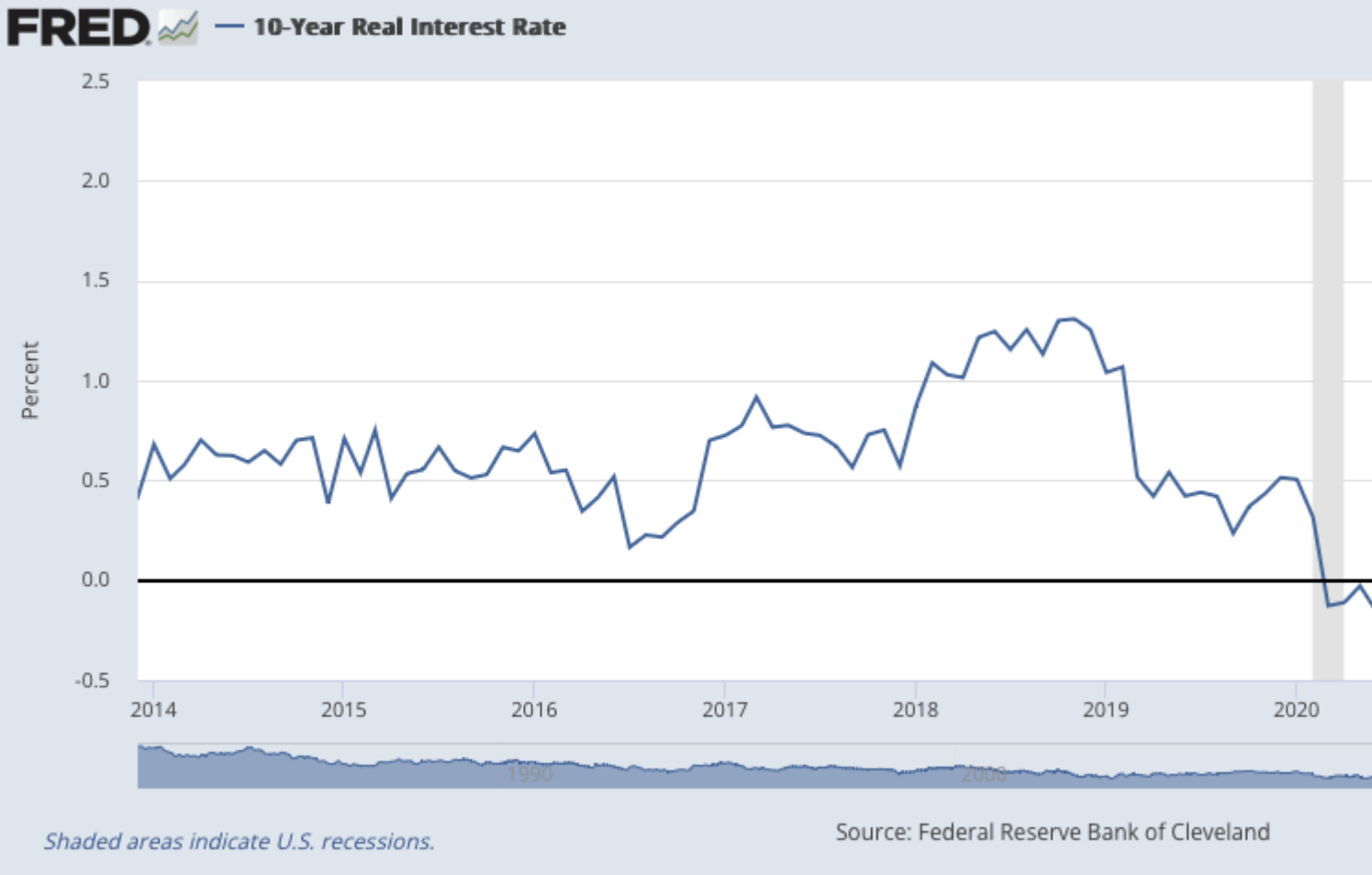
Structurele factoren en inflatie

Op wat lange termijn zijn er nog altijd argumenten dat inflatie eerder aan de bovenkant van de verwachtingen uitkomt. Zo gaat op dit moment de babyboomgeneratie met pensioen. Die stoppen met produceren en gaan voortaan alleen nog maar consumeren. Ze hebben jarenlang 1 of 1,5 dag in de week gewerkt voor dat pensioen, maar eindelijk wordt het tijd om deze uitgestelde bestedingen om te zetten in consumptie. Dat betekent dus een einde aan de spaarbubbel van deze generatie. De spaarbubbel maakte het mogelijk dat de schulden opliepen en desondanks de rente kon dalen. Nu zijn de schulden groter dan ooit, maar zal de rente stijgen. Er zijn nog meer zaken die inflatie kunnen veroorzaken, waaronder de energietransitie. Zo zijn er voorzienbare tekorten aan metalen en is er jarenlang onvoldoende geÃ¯nvesteerd in de winning van olie.


GDBR10 2.016 -.103
At 12/15 Op 2.130 Hi 2.149
GDBR10 Index
94) Discover
96
09/21/2010 - 12/15/2023
Local CCY
1D 3D 1M 6M YTD 1Y 5Y Max Daily
German 10y real rates
Spread 0.0558
High on 02/11/11 1.29
Average -0.5441
Low on 03/07/22 -2.5842
2011
2012
2013
2014
2015

Stijgende reÃ«le rente

Toch is het maar de vraag of de inflatieverwachtingen zullen oplopen of dat er hier juist sprake is van een reÃ«le rentestijging. Mogelijk gaan we niet terug naar de relatief lage reÃ«le rente pre-Corona, maar moet de reÃ«le rente omhoog gelet op al het kapitaal dat nodig is voor bijvoorbeeld infrastructuur en de energietransitie, niet in de laatste plaats in landen als China en India. Daar komt bij dat de potentie van kunstmatige intelligentie potentieel kan zorgen voor een hogere groeivoet van de economie en daar past een hogere reÃ«le rente bij.



Inflatie-obligaties beschermen wel tegen stijgende inflatie, maar niet tegen een stijgende reÃ«le rentes. Nu is de reÃ«le rente op dit moment als gevolg van het krappe monetaire beleid relatief hoog en met een voortdurend dalende inflatie, ziet de centrale bank dus ruimte om ook de reÃ«le rente te verlagen. Nu de inflatie voortdurend aan de onderkant verrast, is het zelfs zo dat zonder nominale verlaging van de rente er sprake is van een steeds hogere reÃ«le rente. Dus door de inflatiedaling drukt de reÃ«le rente steeds zwaarder op de economie. Als de Fed wil terugkeren naar een periode van reflatie, dan moet de Fed zowel de korte als de lange rente beneden de nominale groeivoet van de economie krijgen. Op dat moment dalende schulden als percentage van het BBP.

Conclusie

Het risico bestaat dus dat inflatie-obligaties volgend jaar slechter presteren dan gewone obligaties doordat de inflatie voortdurend meevalt ten opzichte van de verwachtingen en dat de risicopremie in inflatiepremie geleidelijk wegsmelt nu centrale bankiers hebben laten zien dat ze de inflatie vrij eenvoudig onder controle kunnen krijgen. Tegelijkertijd kan de reÃ«le rente stijgen, maar dat raakt alle obligatie even hard.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer