

Investment Letter

Achmea Investment Management



Maart 2018

Inflatiekriebels

Beleggingsomgeving
Inflatedruk
neemt toe

Marktontwikkelingen
Volatiliteit
keert terug

Vooruitzichten
Opkomende
landen
veerkrachtig

Special
Vastgoed
dempt impact
van inflatie

Inflatiedruk neemt toe

Het thema inflatie staat weer in de belangstelling van beleggers. Vooral nog speelt dit vooral in de Verenigde Staten. De inflatiedruk neemt toe doordat de Amerikaanse economie tegen capaciteitslimieten aanloopt. Deze stijgende inflatiedruk, zorgen over het oplopende begrotingstekort en de normalisatie van het monetaire beleid resulteren in stijgende renteniveaus. Vooral nog leidt dit niet tot problemen, maar een fors stijgende rente kan in een sneller einde van de economische cyclus resulteren. Gezien het belang van de Amerikaanse economie en centrale bank op het wereldtoneel, beïnvloedt dit ook de wereldwijde economie en financiële markten.

Eurozone: van herstel naar expansie

De sterke economische ontwikkelingen in de eurozone houden aan. Vertrouwenscijfers staan op recordniveaus en de werkloosheid daalt gestaag. De economische groei in 2017 kwam uit op 2,7%. Dit is het hoogste niveau in meer dan 10 jaar. De groei wordt breed gedragen. Wel zijn er nog steeds grote verschillen tussen de landen onderling. Dit neemt niet weg dat alle landen in het eurogebied economische groei laten zien. De ECB spreekt sinds kort dan ook niet meer van een economisch herstel, maar van expansie van de economische activiteit. Op basis van meerdere maatstaven blijkt dat de onderbezetting van de economische capaciteit sterk is afgenomen. Zo daalt de werkloosheid gestaag. Deze bedraagt nu 8,7% in de eurozone. Vertrouwenscijfers, waaronder het Duitse ondernemersvertrouwen, staan op recordniveaus. Deze cijfers duiden op handhaving van het huidige groeimomentum. Geopolitieke ontwikkelingen zijn naar de achtergrond verschoven en deren de economie (vooral nog) niet. In Duitsland wordt de grote coalitie van CDU en SPD voortgezet en de aanloop naar de Italiaanse verkiezingen leidde niet tot onrust.

Verenigde Staten: laat cyclisch

De Amerikaanse economie groeit robuust. In 2017 was sprake van een economische expansie van 2,3%, in lijn met voorgaande jaren. De Verenigde Staten bevinden zich verder in de economische cyclus dan de eurozone. De economie groeit sinds de financiële crisis in 2008/2009 gestaag en dit komt op meerdere plekken tot uiting. De werkloosheid zit al jaren in een dalende trend en bedraagt nu 4,1%. Huizenprijzen stijgen en het consumentenvertrouwen is hoog. Leidende indicatoren, zoals de inkoopmanagerindices, duiden erop dat de

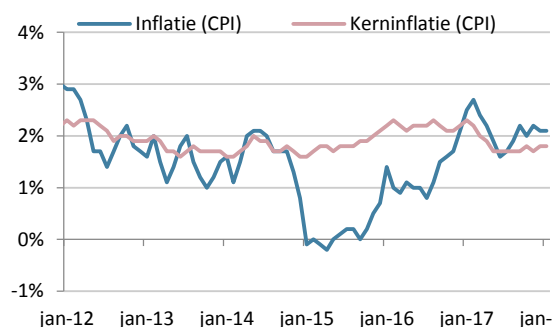
groei voorlopig aanhoudt. Sterker nog, de economie krijgt nieuwe impulsen van de belastingverlagingen en infrastructuurplannen van de regering Trump. De maatregelen zijn gunstig voor de economische groei op de korte termijn. Er zijn wel zorgen over de betaalbaarheid van de plannen en de begrotingssituatie van de Amerikaanse overheid op de lange termijn. Door de belastingverlaging en infrastructuurplannen neemt het begrotingstekort toe. Het tekort is momenteel al groot, zeker gezien de gunstige economische situatie. In januari was er nog sprake van een tijdelijke *shutdown* van de Amerikaanse overheidsdiensten vanwege het bereiken van het schuldenplafond. Vervolgens werd een akkoord gesloten om de *shutdown* op te heffen, maar de schuldenlast blijft een terugkerend probleem.

Inflatiedruk Verenigde Staten neemt toe

De inflatie in de Verenigde Staten blijft per saldo nog gematigd. Wel verrast de Amerikaanse inflatie de laatste maanden aan de bovenkant van de verwachtingen. De consumentenprijsinflatie (CPI) bedroeg 2,1% jaar-op-jaar in januari (zie figuur 1). Exclusief de volatiele voedsel- en energieprijzen lag het inflatietempo op 1,8% jaar-op-jaar. Er zijn tekenen van toenemende loondruk vanwege de krapte op de arbeidsmarkt. De uurlonen stegen in januari harder dan verwacht, wat leidde tot turbulentie op de financiële markten. De capaciteitsbenutting is toegenomen en de sterke economische groei leidt tot krapte in diverse sectoren. Lange tijd bleef de inflatie laag, maar er zijn steeds meer signalen dat de sterke cyclische condities doorsijpelen in de inflatiecijfers. Dit neemt niet weg dat het huidige inflatieniveau nog steeds gematigd is en in de buurt ligt van de doelstelling van de Amerikaanse centrale bank (Fed). Zeker gezien de laat-cyclische fase waarin de Amerikaanse economie zich bevindt.

FIGUUR 1 INFLATIE VERENIGDE STATEN

Bron: Bloomberg, Achmea IM



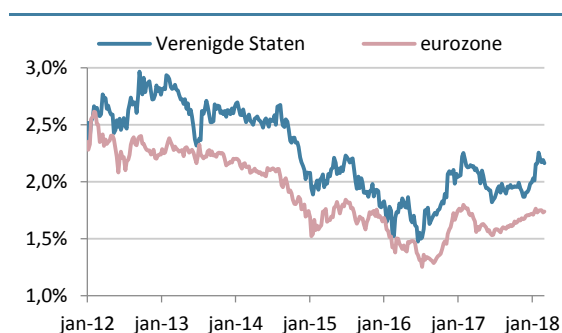
Hoge inflatie is een langetermijnsrisico

In de eurozone is de inflatie lager, maar van deflatieangst is al lang geen sprake meer. De ingeprijsde inflatieverwachtingen op de financiële markten zijn de afgelopen periode licht opgelopen (zie figuur 2).

Ondanks deze stijging ligt ook hier de verwachte inflatie onder of rond de doelstelling van de centrale banken. Financiële markten verwachten dus geen sterk stijgende inflatie in de komende jaren. We delen deze conclusie omdat de huidige cyclische druk op de inflatie gecompenseerd wordt door een aantal structurele deflatoire krachten. De belangrijkste krachten zijn technologie (automatisering) en globalisering. In ons basisscenario voor de middellange termijn gaan we ervan uit dat de inflatie in de eurozone voorlopig gematigd blijft en langzaam oploopt naar de ECB-doelstelling van dichtbij maar onder de 2%. Dit scenario lijkt nog steeds het meest aannemelijk. Dat neemt echter niet weg dat een sterk stijgende inflatie een serieus risicoscenario blijft. Daarom adviseren we een beleggingsportefeuille in te richten die bestand is tegen meerdere economische scenario's. Door te streven naar effectieve spreiding in verschillende economische scenario's resulteert een robuustere portefeuille.

FIGUUR 2 INGEPRIJSDE INFLATIE (OVER 5 JAAR)

Bron: Bloomberg, Achmea IM



Verdere normalisatie van het monetaire beleid

De gunstige economische ontwikkelingen en de gematigde inflatie zijn redenen voor de centrale banken om het beleid in een rustig tempo te normaliseren. De Fed hield in januari de beleidsrente constant. De nieuwe Fed-president Powell gaf wel aan dat dit jaar meerdere renteverhogingen in het verschiet liggen. Afgaande op de mediane Fed-verwachting wordt de beleidsrente dit jaar drie keer met 25 basispunten verhoogd. Waar de financiële markten de afgelopen jaren een gematigder tempo van renteverhogingen inprijsden, is dat nu niet

meer het geval. Uit de *federal fund futures* blijkt dat beleggers uitgaan van bijna drie renteverhogingen dit jaar. Ondertussen krimpt de balans van de Fed. In het eerste kwartaal van 2018 bouwt de Fed de balans met \$20 miljard per maand af. De Europese Centrale Bank (ECB) daarentegen koopt nog steeds voor €30 miljard per maand aan obligaties op. Dit programma loopt tot en met september en zal vervolgens worden beëindigd, zo nodig met een korte afbouwfase. Een eventuele renteverhoging vindt pas op zijn vroegst in 2019 plaats. Het monetaire beleid in de eurozone is dus nog steeds ruim, maar de roep om het onconventionele beleid te beëindigen wordt steeds luider. De Britse centrale bank (BoE) gaf recentelijk aan de beleidsrente sneller te verhogen dan dat eerder was aangegeven.

Renteniveaus lopen op

De stijgende inflatiedruk, zorgen over het oplopende begrotingstekort en de normalisatie van het monetaire beleid hebben geleid tot stijgende renteniveaus. Zowel de korte als de lange rente in de Verenigde Staten zijn de afgelopen maanden opgelopen (zie *Marktontwikkelingen*). De geplande investeringen van de Amerikaanse overheid komen op een moment dat de economie al op volle toeren draait en tegen capaciteitslimieten aanloopt. Naar verwachting neemt de inflatiedruk hierdoor verder toe, wat kan leiden tot een snellere stijging van de beleidsrente. Daarnaast neemt de uitgave van staatsobligaties door de Amerikaanse overheid toe door de geplande begrotingsmaatregelen. Tegelijkertijd bouwt de Fed de balans af waardoor de vraag naar staatsobligaties afneemt. Hierdoor ontstaat opwaartse druk op de renteniveaus. De monetaire normalisatie gecombineerd met de stijgende renteniveaus kunnen het economische groeimomentum afremmen. Vooralsnog leiden de stijgende rentes niet tot problemen. Maar indien de rentestijging doorzet, zullen de financieringslasten voor de private en publieke sector toenemen. De stimulerende begrotingsmaatregelen van de overheid zorgen dus tot een kortetermijnimpuls voor de economie, maar kunnen op middellange termijn leiden tot een sneller einde van deze economische expansie. In de eurozone is dit risico beperkter. De eurozone loopt wat betreft economische fase een aantal jaren achter op de Verenigde Staten. De inflatiedruk is beperkter en de normalisatie van het monetaire beleid zit nog in de beginfase.

Volatiliteit keert terug

De volatiliteit keerde in februari terug op de financiële markten. Deze marktturbulentie volgde op een lange periode van rust. Er was geen directe aanleiding voor de correctie, al speelde de versnelling in de loonkostenontwikkeling in de Verenigde Staten een rol. De gunstige economische omgeving leidt tot oplopende renteniveaus. De meeste staatsobligaties staan dan ook in de min, gemeten over de eerste twee maanden van 2018. Aandelenmarkten herstelden van de correctie en leverden per saldo alleen de winst van januari in. Al met al zijn de bewegingen op de financiële markten in lijn met de sterke economische groei en oplopende inflatie.

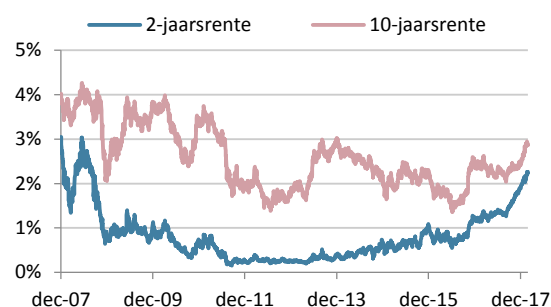
Renteniveaus in de lift

Renteniveaus zijn de afgelopen maanden verder opgelopen. De totaalrendementen over de eerste twee maanden van 2018 waren dan ook negatief voor de meeste vastrentende categorieën (zie figuur 3). De Amerikaanse 2-jaarsrente is gestegen naar het hoogste niveau in 10 jaar tijd (zie figuur 4). Ook de lange rente zet de opwaartse lijn door. In het kielzog van de Verenigde Staten stijgen ook de renteniveaus in de eurozone. De Duitse 10-jaarsrente steeg naar circa 0,75% medio februari. Dit is het hoogste niveau sinds 2015. In de tweede helft van februari daalde de Duitse 10-jaarsrente weer wat. Opvallend is het positieve totaalrendement van Italiaanse staatsobligaties. Deze bleven goed liggen ondanks de teruggekeerde volatiliteit. Staatsobligaties uit opkomende landen in lokale valuta noteerden een plus en deze categorie was de witte raaf onder de vastrentende beleggingen. Risico-opslagen voor de meeste kredietobligaties liepen

gemiddeld genomen licht op tijdens de correctie begin februari. Al met al was de stijging beperkt. Aandelenmarkten begonnen 2018 met een flinke plus in januari. Na de forse correctie in februari en het daaropvolgende herstel resulteerde per saldo een nagenoeg vlak totaalrendement. De Amerikaanse dollar gaf in de eerste maanden van 2018 terrein prijs ten opzichte van de meeste andere valuta's. Dit kwam mede door het verwachte toenemende begrotingstekort en het tekort op de lopende rekening in de Verenigde Staten. De euro profiteerde van het sterke economische groeimomentum. De ECB zal hierdoor het beleid sneller normaliseren dan dat de markt eerst verwachtte. De aanloop naar de Italiaanse verkiezingen van begin maart had nauwelijks effect op de waarde van de euro. Grondstofprijzen kenden een volatiel verloop. Uiteindelijk sloot de olieprijs rond het niveau waarop het jaar begonnen werd.

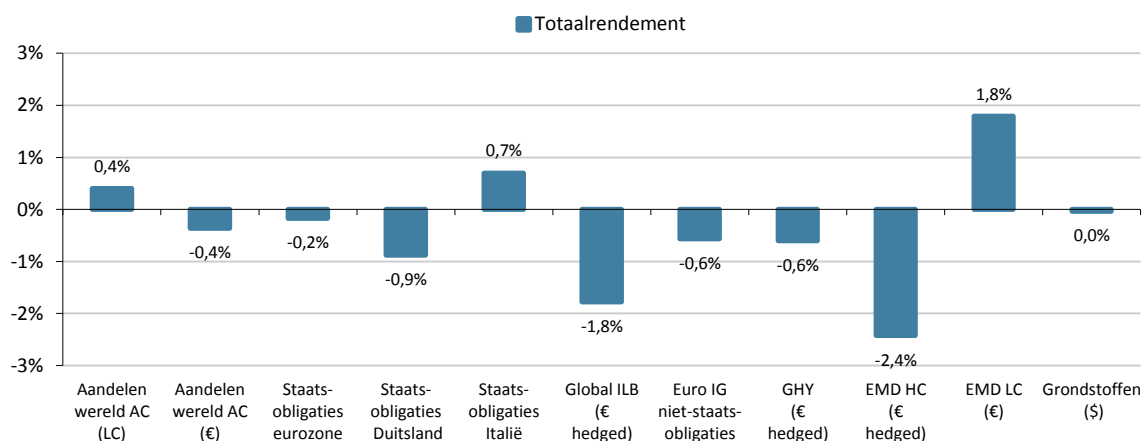
FIGUUR 4 AMERIKAANSE RENTENIVEAUS STIJGEN

Bron: Bloomberg, Achmea IM



FIGUUR 3 TOTAALRENDEMENTEN IN 2018 T/M ULTIMO FEBRUARI

Bron: Bloomberg, Achmea IM



Opkomende landen veerkrachtig

De volatiliteit zal de komende periode op een hoger niveau blijven liggen. De schok op de financiële markten in februari was hiervan een eerste signaal. Een hogere volatiliteit past bij de laat-cyclische fase waarin de Amerikaanse economie zich bevindt. Daarbij vervalt één van de belangrijkste drijvers achter de lage volatiliteit: het zeer ruime monetaire beleid. De verwachte rendementen voor de middellange termijn zijn voor de meeste beleggingscategorieën laag. Beleggingen uit de opkomende landen krijgen de voorkeur. De waarderingen zijn aantrekkelijker dan in de ontwikkelde markten en deze landen zijn veerkrachtiger dan in het verleden.

Stijgende volatiliteit

De verwachte rendementen voor de middellange termijn zijn gemiddeld genomen nog steeds laag (zie figuur 5). Door de gestegen renteniveaus zijn de verwachte rendementen voor de meeste vastrentende waarden licht opgelopen. Maar door de nog steeds lage renteniveaus zijn de rendementsverwachtingen gematigd. We verwachten dat de volatiliteit de komende maanden op een hoger niveau blijft liggen. Dit past bij de laat-cyclische fase waarin de Verenigde Staten zich bevindt. Door de verdere normalisatie van het monetaire beleid en de toenemende inflatiedruk neemt de kans op schokken toe. Zeker in het licht van de lage

risico-opslagen voor veel beleggingscategorieën. Dit geldt ook voor de perifere staatsobligaties in de eurozone. De robuuste bedrijfswinsten ondersteunen de aandelenmarkten nog steeds. Maar de relatieve aantrekkelijkheid neemt af door de gestegen kapitaalmarktrente. Dit geldt vooral voor de Verenigde Staten.

Voorkeur voor opkomende landen

Onze voorkeur gaat nog steeds uit naar beleggingen uit opkomende landen. Dit geldt zowel voor aandelen als voor obligaties. De waarderingen zijn aantrekkelijker dan die van de evenknieën in de ontwikkelde landen. Daarnaast zijn de economische en financiële omstandigheden in veel opkomende landen de afgelopen jaren sterk verbeterd. Zo zijn ze per saldo minder afhankelijk van buitenlands kapitaal en profiteren ze volop van de sterke wereldgroei. Positief was dat beleggingen uit de opkomende landen de turbulentie van begin februari goed doorstonden. Ook de stijgende renteniveaus in de Verenigde Staten hebben niet geleid tot problemen. Dit weerspiegelt de toegenomen veerkracht van veel opkomende landen. In het verleden werden juist de beleggingen uit opkomende landen hard geraakt tijdens turbulente periodes.

FIGUUR 5 MIDDELLANGETERMIJNVERWACHTINGEN (ULTIMO FEBRUARI 2018)

Bron: Achmea IM

Beleggingscategorie	Negatief	Positief	Allocatie	MLT-visie	Toelichting
Emerging Market Debt LC	■		+	6,00%	Relatief aantrekkelijke renteniveaus ten opzichte van ontwikkelde markten
Aandelen Opkomende Markten	■		+	7,50%	Relatief aantrekkelijk gewaardeerd en economische opleving zichtbaar
Emerging Market Debt HC	■			2,75%	Risico-opslag schommelt rond de historische mediaan
Aandelen Ontwikkelde Markten	■			3,50%	Gematigd verwacht rendement voor de middellange termijn
Grondstoffen	■			2,75%	Verwacht opwaarts potentieel voor de olieprijs is beperkt
Global High Yield	■		-	1,75%	Risico-opslag is laag, maar faillissementsverliezen zijn momenteel beperkt
Kasgeld	■			0,25%	Verwacht rendement op kasgeld laag door zeer ruim ECB-beleid
Staatsobligaties Niet-Kernlanden	■			0,00%	Lage renteniveaus en gevoelig voor politieke risico's
Global ILB	■			0,00%	Verwacht rendement wordt gedomineerd door lage reële rente
Investment Grade Credits	■			0,00%	Laag verwacht rendement, maar voorlopig nog actieve kopersrol ECB
Staatsobligaties Kernlanden	■		-	-0,50%	Laag verwacht rendement door lage rente en verwachte rentestijging

Deze tabel bevat de middellangetermijnvisie voor de liquide beleggingscategorieën. De verwachte rendementen zijn gemiddelde rendementen per jaar en hebben betrekking op de komende vijf jaar. De verwachte rendementen zijn in euro's of afgedekt naar euro's (Aandelen Ontwikkelde Markten, GHY, EMD HC, Global ILB en Grondstoffen). De verwachte totaalrendementen zijn na kosten. De aantrekkelijkheid van de beleggingscategorieën komt tot stand op basis van zowel rendements- als risicoschattingen.

Vastgoed dempt impact van inflatie

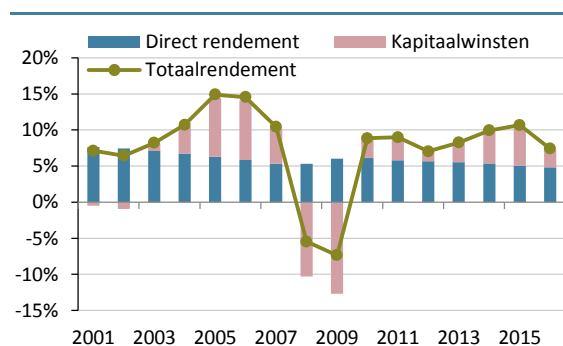
Vastgoed is al decennia lang een populaire beleggingscategorie. Terecht, want vastgoed koppelt een aantrekkelijk rendement aan een relatief beperkt risico. Toch is dat niet de enige reden om vastgoed op te nemen in een beleggingsportefeuille. Vastgoed verhoogt ook de inflatiegevoeligheid van de portefeuille. Mede daardoor is het een waardevolle bron van portefeuillediversificatie. Dat zijn aantrekkelijke eigenschappen, zeker in de huidige beleggingsomgeving. In deze special gaan we dieper in op de relatie van niet-beursgenoteerd vastgoed met de inflatie. Daarnaast gaan we kort in op het verwachte rendement voor vastgoed.

Aantrekkelijk historisch rendement

De historische rendementen van vastgoed zijn aantrekkelijk, zowel in Nederland als wereldwijd. Gemiddeld genomen ligt zowel het rendement als het risico op vastgoed tussen dat van staatsobligaties en aandelen in. Uit de beschikbare historische data blijkt dat het rendement dichterbij aandelen ligt dan bij staatsobligaties. Historisch lag de risicopremie van vastgoed boven kasgeld op 3% tot 4% na kosten. Gedurende de financiële crisis en de jaren daarna gingen de vastgoedmarkten door een moeilijke periode. De laatste jaren behaalde vastgoed wereldwijd echter goede rendementen (zie figuur 6). De beleggingsomgeving was dan ook erg gunstig voor vastgoed. De economie trok aan waardoor de vraag naar vastgoed onder consumenten en bedrijven aantrok. De *search for yield* onder beleggers zorgde voor een toenemende beleggersvraag naar vastgoed. In combinatie met de zeer lage rente zorgde dat voor stijgende vastgoedprijzen.

FIGUUR 6 GOEDE VASTGOEDRENDEMENTEN

Bron: Bloomberg, MSCI/IPD, Achmea IM



Rendement vastgoed leunt op huurinkomsten

De huurinkomsten zijn mede bepalend voor het rendement op een vastgoedbelegging. Het rendement van vastgoed bestaat uit een tweetal componenten. De eerste component is het directe rendement, dat zijn de periodieke huurinkomsten. Dit directe rendement is stabiel en verantwoordelijk voor meer dan de helft van het totaalrendement. De tweede component bestaat uit de waardeverandering van het vastgoedobject. Dit is de meer volatiele component van het totaalrendement. De prijs van een vastgoedobject wordt door veel verschillende factoren bepaald. Denk aan de vraag-aanbodverhoudingen, de locatie en de hoogte van de rente. Uiteindelijk is echter de (potentiële) huuropbrengst per meter bepalend voor de waarde van het vastgoedobject. Wanneer een vastgoedobject structureel geen huurinkomsten kan opbrengen, is het gebouw eigenlijk waardeloos en daalt de waarde tot de grondprijs.

Positieve relatie tussen inflatie en huurinkomsten

De inflatiegevoeligheid van vastgoed loopt vooral via de huurinkomsten. Langlopende nominale (staats)obligaties hebben een vaste couponrente, dit maakt deze beleggingen erg gevoelig voor oplopende inflatie. De vastgoedhuren worden echter veelal geïndexeerd. Dit betekent dat ze contractueel zijn gekoppeld aan de inflatieontwikkeling. Met andere woorden, de huren worden gedurende de looptijd van het huurcontract periodiek verhoogd met de inflatie. Het directe rendement van vastgoed heeft hierdoor een positieve gevoeligheid voor inflatie.

Prijzontwikkeling en inflatie

Een groot aantal factoren bepaalt de jaar tot jaar prijschommelingen van vastgoed. Over een lange termijn heeft echter ook de waardeontwikkeling van vastgoed een positieve relatie met de inflatie. Dit loopt enerzijds via de markthuren die meestijgen met de inflatie. De lange termijn contante waarde van de kasstromen stijgt hierdoor. Anderzijds laten de historische data zien dat ook de grondprijzen en de bouwkosten over lange termijn meelopen met de inflatie.

Vastgoed is geen inflatiehedge...

De positieve gevoeligheid van vastgoed voor inflatie betekent echter niet dat vastgoed een inflatiehedge is.

Een hedge impliceert een directe en stabiele relatie tussen het rendement op vastgoed en de inflatieontwikkeling. Daarvan is geen sprake. Er zijn teveel andere factoren van invloed op de kortetermijnontwikkeling van het vastgoedrendement. De correlatie tussen de inflatieontwikkeling en het rendement op vastgoed is dan ook laag, maar op de lange termijn wel positief. In figuur 7 staat de 5-jaars voortschrijdende correlatie tussen de kwartaal-op-kwartaal verandering van de Amerikaanse inflatie en de kwartaalrendementen van een aantal beleggingscategorieën. De lage en instabiele correlatie met de inflatie komt duidelijk naar voren. Uit de figuur blijkt echter dat dit ook voor andere beleggingscategorieën geldt. Daarnaast komt de negatieve correlatie tussen de inflatie en nominale staatsobligaties duidelijk naar voren.

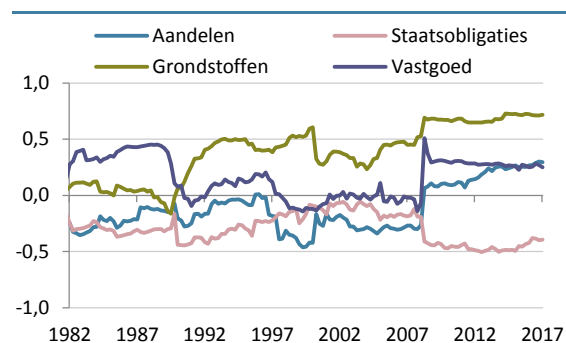
... maar verhoogt wel de inflatiegevoeligheid

Ondanks de lage en instabiele correlatie verhoogt vastgoed wel degelijk de inflatiegevoeligheid van de portefeuille. Uit meerdere (academische) studies blijkt dat vastgoed het in periodes met hoge en oplopende inflatie relatief goed doet. Vastgoed draagt volgens deze studies dan ook positief bij aan de inflatiegevoeligheid van de portefeuille. Dit illustreren wij aan de hand van figuur 8. Uit de beschikbare historische data worden voor de Verenigde Staten de volgende regimes gedefinieerd:

- Periodes met stijgende en dalende inflatie op basis van de ontwikkeling van de jaar-op-jaarverandering van de consumentenprijsindex;
- Periodes met hoge en lage inflatie door de jaar-op-jaarverandering van de consumentenprijsindex te vergelijken met een voortschrijdend gemiddelde.

FIGUUR 7 CORRELATIE MET INFLATIE IS RELATIEF LAAG EN INSTABIEL

Bron: Bloomberg, Achmea IM



Vervolgens wordt per regime het gemiddelde kwartaalrendement voor een aantal beleggingscategorieën bepaald. Uit de data blijkt dat het gemiddelde absolute rendement van vastgoed inderdaad beter is in kwartalen waarin de inflatie stijgt dan in kwartalen waarin de inflatie daalt. Ook blijkt het gemiddelde vastgoedrendement in hoog-inflatieperiodes duidelijk hoger dan in periodes met lage inflatie. Voor aandelen en vooral staatsobligaties geldt het tegenovergestelde. Deze historische Amerikaanse data ondersteunt het bestaan van de positieve fundamentele relatie tussen vastgoed en de inflatie. De data laat zien dat door het toevoegen van vastgoed aan de portefeuille, het portefeuillerendement beter bestand is tegen hoge en oplopende inflatie.

Vastgoed alleen is niet genoeg

Voor het verbeteren van de inflatiegevoeligheid van de portefeuille kan niet alleen vertrouwd worden op vastgoed. De relatie tussen vastgoed en de inflatie is namelijk niet stabiel. Wanneer de oplopende inflatie

FIGUUR 8 VASTGOED IN VERSCHILLENDE INFLATIEREGIMES

Bron: Bloomberg, MSCI, S&P, NCREIF, Achmea IM

	Kasgeld	Aandelen	Staatsobligaties	Grondstoffen	Vastgoed
1972 - 2017*					
Stijgende inflatie	1,20%	2,27%	1,16%	5,05%	2,64%
Dalende inflatie	1,21%	2,89%	2,40%	-0,75%	1,88%
Vershil	-0,01%	-0,62%	-1,24%	5,80%	0,76%
1975 - 2017*					
Hoog inflatie	1,28%	2,73%	1,45%	4,75%	2,65%
Laag inflatie	1,12%	2,89%	2,08%	-0,37%	1,95%
Vershil	0,16%	-0,16%	-0,63%	5,11%	0,70%

*Amerikaanse data op kwartaalbasis. Voor vastgoed (NCREIF) is de gebruikte periode 1978 - 2017.

bijvoorbeeld gepaard gaat met zware economische tegenwind en oplopende leegstand, zal vastgoed het hoogstwaarschijnlijk niet goed doen. Daarom combineren wij in onze modelportefeuille vastgoed met andere beleggingen die een positieve inflatiegevoeligheid hebben. Dit zijn infrastructuur, inflatiegerelateerde obligaties en grondstoffen. Doordat deze beleggingen verschillende gevoeligheden hebben voor de economische cyclus en de (reële) rente, vullen ze elkaar in portefeuilleverband goed aan. Naar verwachting resulteert dit per saldo in een stabielere inflatiegevoeligheid.

Relatief hoog aanvangsrendement

De aantrekkelijkheid van vastgoed voor beleggers komt momenteel vooral van het relatief hoge aanvangsrendement. Het directe rendement als percentage van de waarde van het vastgoed is hoog vergeleken met de directe rendementen op veel andere beleggingen. Vooral ten opzichte van (staats)obligaties is het directe rendement van vastgoed heel aantrekkelijk. Dit ondanks het feit dat de aanvangsrendementen op vastgoed de afgelopen jaren gestaag zijn gedaald. De daling van de aanvangsrendementen duidt op gestaag oplopende waarderingen. Hiervoor zijn twee belangrijke oorzaken aan te wijzen: de gestaag dalende rente en de *search for yield* onder beleggers, mede het gevolg van de extreme verruimingsmaatregelen van centrale banken. Vastgoedbeleggers namen daardoor genoeg met steeds lagere aanvangsrendementen.

Het verwachte vastgoedrendement voor de middellange termijn bedraagt ongeveer 5% na kosten. In vergelijking met de verwachte rendementen op veel andere beleggingscategorieën, is dat hoog. Het directe rendement is bepalend voor deze verwachting. Naar verwachting zullen de huren de komende jaren stijgen door de combinatie van inflatie en robuuste economische omstandigheden.

Renteontwikkeling is een risico

Er zijn twee belangrijke risico's voor het verwachte rendement op vastgoed. Dat zijn economische tegenwind en herwaarderingen. In een economische teruggang zal de vraag naar vastgoed dalen en de leegstand oplopen. Het risico op dit scenario schatten wij momenteel laag in. Het risico op negatieve herwaardering van vastgoed door een stijging van de (reële) rente schatten wij momenteel hoger in. Een stijgende rente door oplopende inflatieverwachtingen is daarbij minder negatief dan een stijgende rente door een oplopende reële rente. Hogere inflatie vertaalt zich immers na verloop van tijd ook in stijgende huren. De rentestijging kan vastgoed dan weliswaar op de korte termijn raken, maar op langere termijn compenseren de hogere huurinkomsten dat effect. Een stijging van de reële rente kan echter resulteren in een fors lagere waarde van het vastgoed, zonder dat dit gecompenseerd wordt door hogere huurinkomsten. Vastgoed is niet de enige categorie die gevoelig is voor een dergelijke schok in de reële rente. Het is een risicoscenario voor iedere beleggingscategorie met een lange duratie.

Colofon

Deze Investment Letter is een uitgave van Achmea Investment Management; opgesteld door het team Investment Strategy in maart 2018. Meer weten? Neem dan contact op met uw fondsmanager of account CIO.

Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. ('Achmea IM') heeft de informatie in dit document met zorg samengesteld. De 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, (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies, (iii) geen juridisch, fiscaal of ander advies. Achmea IM raadt u af een (beleggings)beslissing uitsluitend te baseren op de informatie in dit document. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch, fiscaal of andere adviseur. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van zo'n (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. 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. Achmea Investment Management B.V., statutair gevestigd te Zeist (KvK 18059537), beschikt over een vergunning als beheerder van beleggingsinstellingen zoals bedoeld in de Wet op het financieel toezicht. Achmea Investment Management B.V. is ingeschreven in het register van de Stichting Autoriteit Financiële Markten onder nummer 15001209.