

Investment Letter

Scenario-update: overheden aan het roer

Introductie

Elk half jaar vindt een update van onze macro-economische scenario's plaats. We toetsen de scenario's aan de actualiteit en houden de onderliggende aannames tegen het licht. Sinds medio 2020 hanteren we het basisscenario '3L - Debt Trap'. In grote lijnen handhaven we dit scenario. In de kern blijft het een scenario met lage economische groei, lage inflatie, lage rentes, hoge schuldquotes en gematigde rendementsverwachtingen. We zien wel een verschuiving in beleidsprioriteiten en we introduceren een alternatief scenario genaamd 'New Deals'. In dit scenario neemt de rol van de overheid op diverse vlakken verder toe, via beleidsacties die gericht zijn op macro-stabilisatie, versterken van sociale cohesie en klimaattransitie.

Samenvatting

- We handhaven in grote lijnen ons basisscenario '3L – Debt Trap' waarin de verwachte economische groei, inflatie en renteniveaus laag zijn. De schuldquotes zijn hoog en voor westerse overheden dreigt een schulderval.
- We introduceren het alternatieve scenario 'New Deals'. In dit scenario neemt de rol van de overheid verder toe en ligt oververhitting van de economie op de loer.
- We handhaven het alternatieve scenario 'The Great Retreat'. In dit scenario is sprake van milde stagflatie en zijn de reële verwachte rendementen voor veel beleggingscategorieën negatief.
- De verwachte rendementen voor de middellange termijn zijn in alle scenario's laag. Dit komt door de lage rentes in de eurozone en de verder opgelopen waarderingen van risicovolle beleggingen.
- De kans op hogere inflatie neemt toe vanwege de toegenomen tolerantie van centrale banken voor inflatie, de forse overheidsstimulansen, mogelijke loonkostenstijgingen en de stijging van de productiekosten door nearshoring (afname globalisering).
- Financiële markten zijn door de hoge waarderingen kwetsbaar voor tegenvallers en acties van autoriteiten domineren de fundamentals. Effectieve diversificatie blijft van cruciaal belang en inflatiegevoelige beleggingen verdienen een plek in de beleggingsportefeuille van pensioenfondsen.

AUTEURS



Wim Barentsen,
Chief Strategist



Maurice Geraets,
Sr. Investment Strategist



Reinout van Tuyl,
Sr. Investment Strategist



Economische en financiële ontwikkelingen

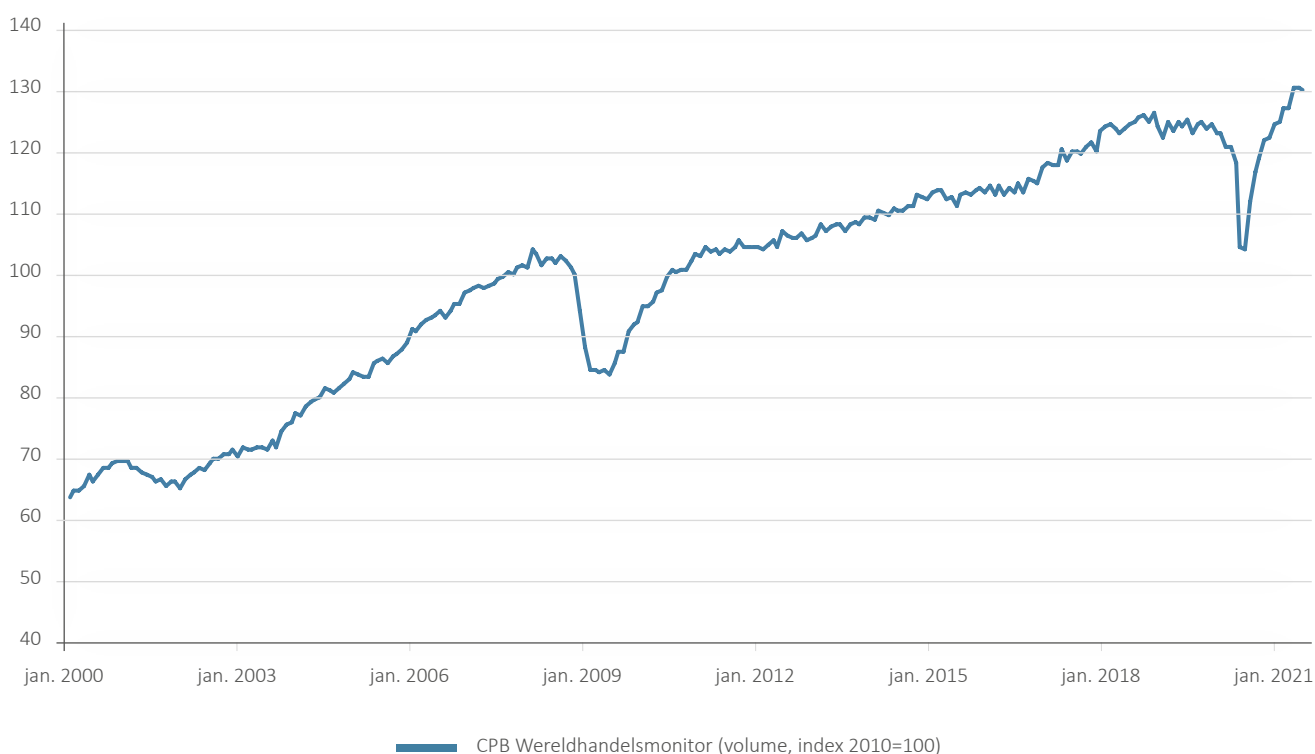
Sterk economisch herstel, deltavariant vormt risico

De wereldeconomie herstelt sterk. Het herstel volgt op de forse economische krimp als gevolg van de coronacrisis in de eerste helft van 2020. Steeds meer landen en regio's draaien de coronabeheersingsmaatregelen terug. Dit gebeurt vooral in de landen met een voortvarend vaccinatieprogramma. Hierdoor veren de economieën op. Ook de begrotingsstimulansen en het zeer ruime monetaire beleid ondersteunen de economische groei. De consumptie van huishoudens neemt toe en de bedrijfsinvesteringen trekken aan. De economische opleving vindt wereldwijd plaats en de wereldhandel zit dan ook flink in de lift. Diverse instanties verwachten een wereldwijde economische groei van meer dan 6% dit jaar. De snelle verspreiding van de deltavariant van het coronavirus vormt echter wel een risico. Sommige landen overwegen nieuwe beheersingsmaatregelen om de golf aan besmettingen te bedwingen. Vooral nog lijken de vaccins wel te beschermen tegen ernstige klachten waardoor het aantal ziekenhuisopnames minder hard stijgt dan bij de vorige virusgolf.



Sterke groei van de wereldwijde economie sinds de start van de vaccinatieprogramma's

Figuur 1: Wereldhandel herstelt sterk na coronacrisis



Inflatie stijgt sterk

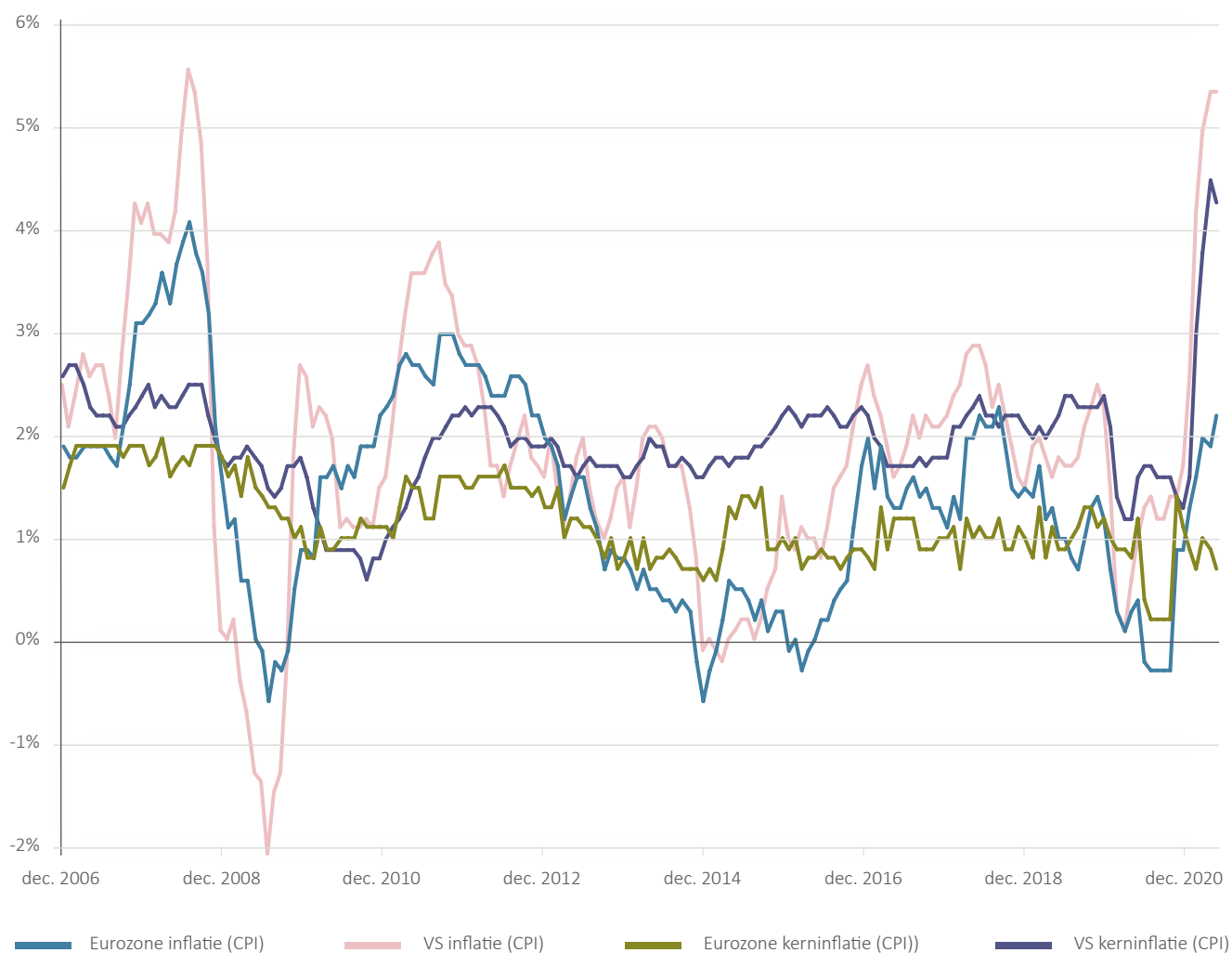
De wereldwijde inflatie is de afgelopen maanden gestegen parallel aan het economisch herstel. In de eurozone bedroeg de consumentenprijsinflatie in juli ruim 2% ten opzichte van een jaar geleden. De kerninflatie, de inflatie exclusief de volatiele energie- en voedselprijzen, kwam uit op 0,7% en blijft laag. In de Verenigde Staten is de inflatie veel sterker opgelopen. De Amerikaanse consumentenprijzen zijn in juli met 5,4% gestegen ten opzichte van een jaar geleden. De kerninflatie bedroeg meer dan 4%. Dit is het hoogste niveau in 30 jaar tijd. Basiseffecten en verstoringen in productieketens spelen een belangrijke rol in de inflatiestijging. Zo stijgen de prijzen van occasions sterk nu de autoproductie last heeft van het chiptekort. Ook in de sectoren die profiteren van de heropening van de economie stijgen de prijzen, zoals van hotelovernachtingen, vliegtickets en huurauto's. De vraag of de

inflatiestijging tijdelijk is of een meer structureel karakter heeft, speelt een belangrijke rol in de vormgeving van onze scenario's. Hier komen we later nog op terug.

"While on the downside, the spread of virus mutations continues to be a source of risk, on the upside, brighter prospects for global demand and a faster-than-anticipated increase in consumer spending could result in an even stronger recovery."

Christine Lagarde

Figuur 2: Inflatie stijgt vooral fors in de Verenigde Staten



ECB past inflatiedoelstelling aan

De Europese Centrale Bank (ECB) heeft haar inflatiedoelstelling aangepast. De ECB mikt nu op een inflatie van 2% op de middellange termijn. Voorheen luidde de inflatiedoelstelling "onder, maar dichtbij de 2%". Dit beleid gold sinds 2003. Nu stuurt de ECB op een meer symmetrische doelstelling van 2% waarbij tijdelijk ook een hogere inflatie dan 2% getolereerd wordt. Hiermee volgt de ECB de Amerikaanse centrale bank (Fed). De Fed heeft vorig jaar een vergelijkbare, maar wel verdergaande, wijziging doorgevoerd. De Fed stuurt nu actief op een gemiddelde inflatie van 2% over een bepaalde periode, die ze overigens niet specificeert. De beleidswijziging van de ECB heeft geen direct effect en past bij het beleid dat al gevoerd wordt. Het betekent wel dat de ECB de facto ruimte gecreëerd heeft om het monetaire beleid langer ruim te houden. De beleidsrente zal langdurig laag gehouden worden en het opkopen van obligaties wordt een standaardinstrument in de gereedheidskist van de ECB.

Inflatie: tijdelijk of structureel?

Bij de update van de macro-economische scenario's toetsen we onze aannames aan de actualiteit. Het sterke economische herstel en de gestegen inflatie zijn een logisch gevolg van de enorme economische terugval door de coronacrisis. Deze ontwikkelingen veranderen ons beeld voor de middellange en lange termijn niet. We verwachten voor de (middel)lange termijn een gematigde economische groei vanwege structurele factoren (demografie en productiviteit). Vooralsnog gaan we er ook vanuit dat de inflatie



De ECB heeft de inflatiedoelstelling verhoogd

op middellange termijn gematigd blijft. We sluiten daarmee aan bij de verwachtingen van centrale banken. Zowel de Fed als de ECB verwachten dat de huidige inflatiestijging tijdelijk is. Deze verwachting komt overeen met het beeld op de financiële markten. De ingeprijsde verwachte inflatie op de middellange termijn schommelt onder of rond de doelstelling van de centrale banken. Structurele factoren, zoals technologische ontwikkelingen, een nog steeds sterke mededinging op veel (internationale) markten en een latent grote spaarneiging in de particuliere sector zijn factoren die de inflatie drukken.

"Inflation data has been higher than expected and hoped for, but they're actually still consistent with what we've been talking about."

Jerome Powell



Figuur 3: Ingeprijsde inflatieverwachtingen zijn gematigd



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Inflatierisico's nemen toe

Toch zien we het inflatierisico wel toenemen. Verschillende structurele factoren die de afgelopen decennia voor desinflatie zorgden, lijken te draaien. Ten eerste het beleid van centrale banken. De afgelopen decennia lag de nadruk op het in toom houden van de inflatie, zeker in de eurozone. Dit beleid is de afgelopen jaren veranderd en zowel de Fed als de ECB hebben hun inflatiedoelstelling officieel verhoogd. Daarnaast verschuift de focus van centrale banken naar andere doelstellingen, zoals klimaatbeleid. In de toekomst wordt een hogere inflatie getolereerd dan in het verleden.

Ten tweede kan de globalisering onder druk komen te staan. Vooralsnog is dit niet zichtbaar in de cijfers, maar de trend naar meer lokaal en het verlagen van de afhankelijkheid van

andere landen lijkt door te zetten (nearshoring). Per saldo is deze trend inflatoir omdat niet op efficiëntie gestuurd wordt maar op zekerheid. Ook de energietransitie kan de inflatie aanjagen. Ten derde neemt potentieel de macht van de factor arbeid ten opzichte van kapitaal toe wat een inflatoir effect heeft. Dit komt mede door de trend naar meer lokaal, maar ook vanwege maatschappelijke ontwikkelingen, zoals de roep om de vermogensongelijkheid te verkleinen.

'3L – Debt trap' blijft het basisscenario

We handhaven in grote lijnen het basisscenario

'3L – Debt Trap'

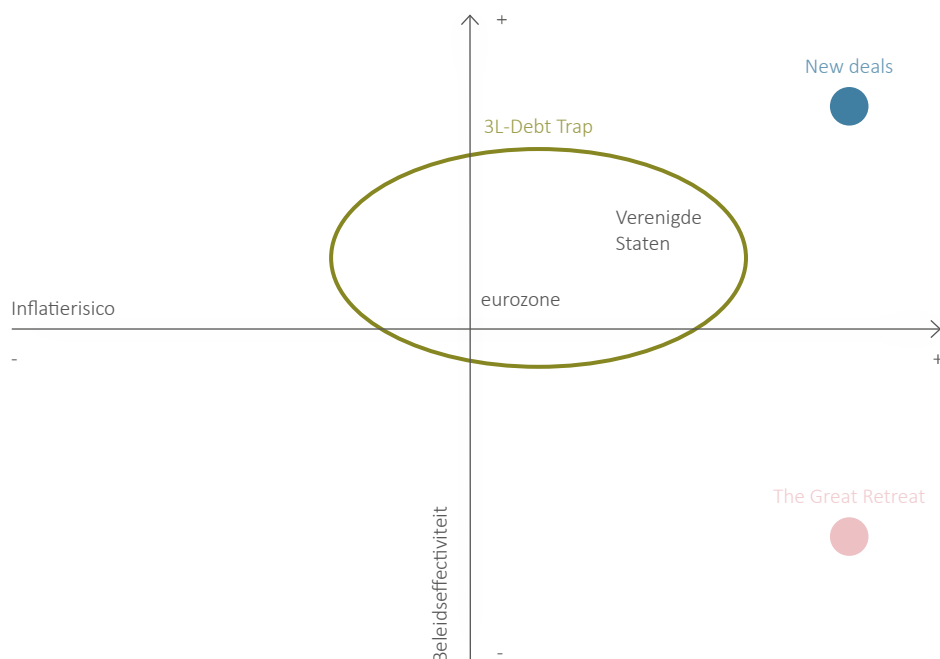
We handhaven in grote lijnen het basisscenario '3L – Debt Trap'.

We gaan uit van lage economische groei, beperkte inflatie en lage rentes voor de komende jaren. Door de hoge schuldquotes en begrotingstekorten dreigt een schuldenval voor westerse overheden. Centrale banken zijn maar beperkt in staat de rente te normaliseren vanwege de hoge schuld niveaus. Een eventueel (tijdelijk) hogere inflatie wordt getolereerd. Door het aanpassen van de inflatiedoelstelling hebben centrale banken ruimte gecreëerd om het monetaire beleid langer ruim te houden. Tegelijkertijd faciliteren centrale banken een expansief

begrotingsbeleid door de tekorten van overheden te financieren.

Door de toegenomen maatschappelijke onvrede over de effecten van het huidige economische bestel (onder andere ongelijkheid), de coronacrisis en het klimaatprobleem, is de rol van overheden in de beleidsmix groter geworden. Ons scenarioraamwerk loopt dan ook volgens twee kritische onzekerheden, namelijk beleidseffectiviteit en inflatierisico. Inflatierisico is afhankelijk van de vraag-/aanbodverhoudingen en de efficiëntie van de 'markt'. Beleidseffectiviteit weerspiegelt de voortgang van overheden op belangrijke beleidsgebieden. Binnen dit scenarioraamwerk hebben we een nieuw alternatief scenario vormgegeven, namelijk 'New Deals'.

Figuur 4: Achmea IM scenarioraamwerk



Bron: Achmea IM

Alternatieve scenario's: new deal en the great retreat

'New Deals': rol overheid wordt dominant

In het alternatieve scenario 'New Deals' neemt de rol van de overheid verder toe. De overheid stuurt via grote en effectieve beleidsacties actief op macro-stabilisatie, sociale cohesie en klimaattransitie. In dit scenario veronderstellen we dat de verwachte economische groei en inflatie hoger zijn dan in '3L - Debt Trap'. Hierdoor verwachten we ook hogere nominale en reële rentes op middellange en lange termijn. Het scenario heeft kenmerken van 'oververhitting'. Overheden stimuleren de vraagkant van de economie via verschillende kanalen. Voorbeelden hiervan zijn de verschillende noodpakketten gericht op macro-stabilisatie, zoals het 'American Jobs Plan' in de Verenigde Staten en het EU-Herstelfonds in Europa. De overheid pakt in dit scenario ook een actieve rol in de klimaattransitie. De Europese Unie heeft in juli een ambitieus en omvangrijk klimaatpakket gepresenteerd dat de hele samenleving zal raken.



Overheden gaan nadrukkelijk sturen op terugdringen van CO₂-uitstoot



In de VS wordt grootschalig geïnvesteerd in infrastructuur

'The Great Retreat' gehandhaafd als alternatief scenario

We handhaven daarnaast het alternatieve scenario 'The Great Retreat'. Dit scenario staat voor een grote draai naar deglobalisering en een verhoogde terughoudendheid bij consumenten en investeerders. De verwachte economische groei is lager dan in '3L - Debt Trap' en de inflatie hoger. Het scenario kenmerkt zich door milde stagflatie. Reële rentes zijn in dit scenario fors negatief. Zowel in 'New Deals' als in 'The Great Retreat' veronderstellen we hogere inflatie dan in ons basisscenario. Dit sluit aan bij het eerder genoemde onzekere inflatiebeeld. Enkele jaren geleden heerste, vooral in de eurozone, de angst voor deflatie. Deze trend is gekeerd en nu voert het inflatierisico de boventoon. In 'New Deals' vindt de hogere inflatie haar oorsprong in de vraagkant van de economie. Overstimulering leidt tot oververhitting van de economie en tot stijgende inflatie. In 'The Great Retreat' ontstaat de hogere inflatie in de aanbodkant van de economie. De afnemende globalisering leidt tot minder efficiënte productieketens en hogere kosten.

Figuur 5: Overzicht uitgangspunten scenario's

Uitgangspunten	3L - Debt Trap	The Great Retreat	New Deals
Economische groei	Gematigd	Laag	Gematigd/hoog
Inflatierisico	Gematigd/stijgend	Hoog	Hoog
Beleidsdoelmatigheid	Gematigd	Laag	Hoog
Globalisering	Stabiel	Afname	Stabiel
Nominale rente	Lichte stijging	Daling	Stijging
Reële rente	Lichte stijging	Daling	Stijging
Bedrijfswinsten	Normalisatie	Tegenwind	Normalisatie/tegenwind
Tempo energietransitie	Gematigd	Langzaam	Snel
CO ₂ -prijs	Gematigde stijging	Laag	Hoog

Klimaatrisico's onderdeel van de scenario's

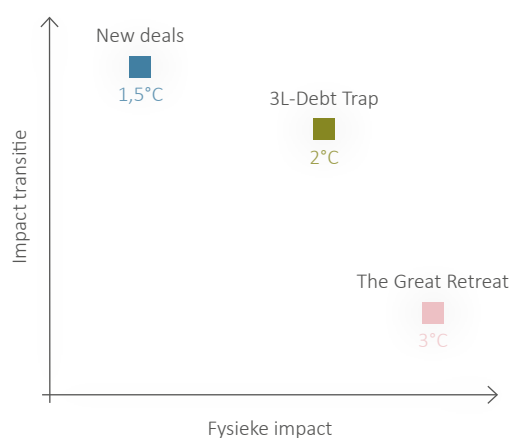
Klimaatrisico's zijn onderdeel van de scenario's

Bij deze update zijn de klimaatrisico's onderdeel geworden van de beschreven scenario's. Voorheen hanteerden we een separaat 'klimaatrisicoscenario' om de klimaatrisico's voor de verschillende beleggingscategorieën in kaart te brengen. Klimaatrisico's zijn in te delen in twee onderdelen: transitierisico's en de fysieke risico's. Transitierisico's bevatten allerlei maatregelen om de opwarming van de aarde tegen te gaan. Dit zijn onder andere CO₂-beprijzing, investeringen in duurzame infrastructuur en regelgeving ten aanzien van CO₂-uitstoot. Deze maatregelen spelen op de middellange termijn. De fysieke consequenties van klimaatverandering, zoals extreem weer en het verlies van biodiversiteit, spelen meer op de langere termijn.

Vertaling klimaatrisico's naar impact op beleggingscategorieën
We vertalen de klimaatrisico's naar een impact op de verschillende beleggingscategorieën. In ons basisscenario gaan we ervan uit dat de opwarming van de aarde beperkt blijft tot 2°C (doelstelling van Parijs). We gaan ervan uit dat dit scenario is ingeprijsd op de financiële markten. In 'New Deals' veronderstellen we dat striktere klimaatmaatregelen worden afgedwongen waardoor de opwarming beperkt blijft tot 1,5°C. Deze strengere transitiemaatregelen zijn vooral nadelig voor bedrijven in de

fossiele-energiesector. In 'The Great Retreat' veronderstellen we dat de voorgenomen klimaatmaatregelen niet volledig geïmplementeerd worden waardoor de opwarming van de aarde oploopt naar 3°C. Fossiele brandstoffen blijven in dit scenario vooralsnog een belangrijke rol vervullen.

Figuur 6: Klimaataannames in de scenario's



Bron: Achmea IM

Rendementsverwachtingen en consequenties voor de beleggingsportefeuilles

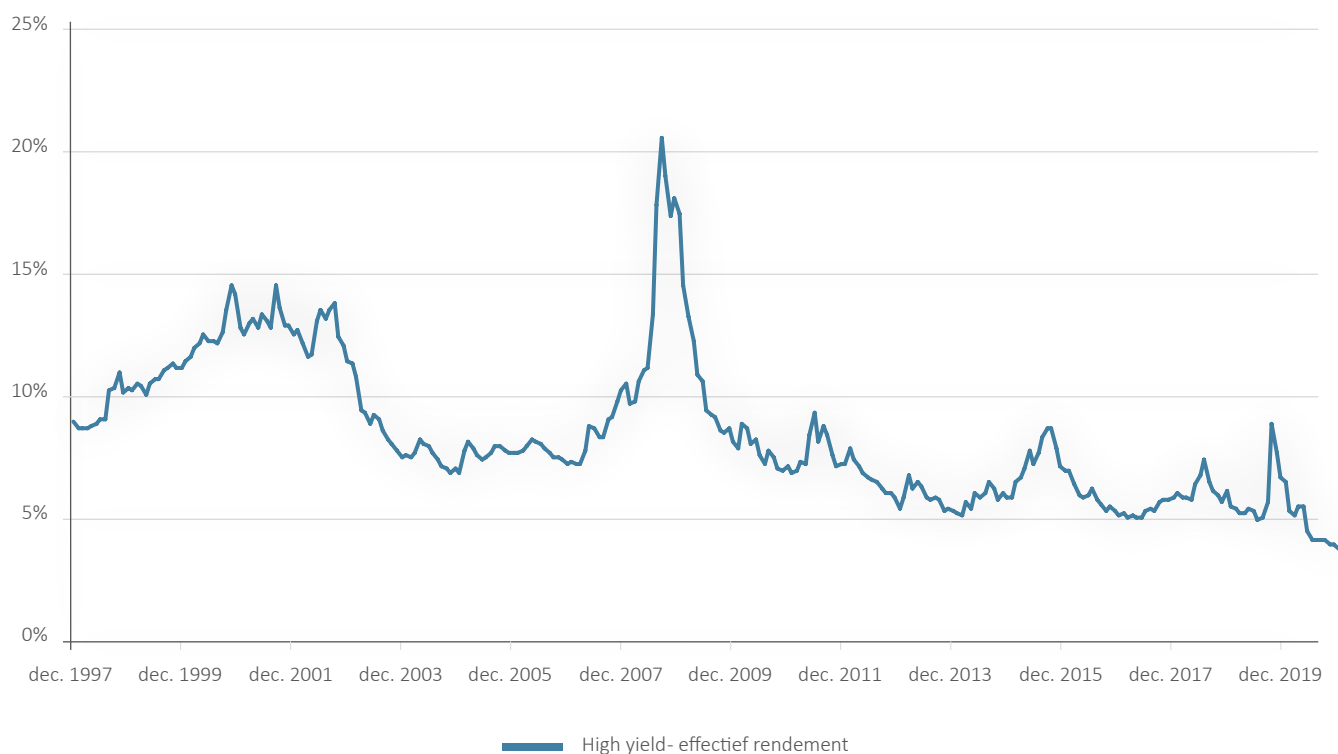
Lage verwachte rendementen voor de meeste beleggingscategorieën

De verwachte rendementen in het basisscenario '3L – Debt Trap' zijn laag. De lage renteniveaus en risicopremies zijn de belangrijkste oorzaak. We gaan uit van langdurig lage renteniveaus in de eurozone, waarbij de reële rente zowel op middellange als lange termijn negatief blijft. De verwachte rendementen voor de meeste veilige vastrentende categorieën zijn licht negatief voor de middellange termijn.

Ook voor de risicovollere kredietcategorieën zijn de rendementsverwachtingen laag. Zeker voor high yield waar het effectieve renteniveau door de lage rente en de daling van de

risico-opslag op het laagste niveau ooit staat. De waardering van de aandelenmarkten is het afgelopen half jaar verder opgelopen. Hierdoor is het verwachte rendement voor aandelen uit ontwikkelde landen op de middellange termijn laag en lager dan het historisch gerealiseerde rendement. De aanhoudend negatieve reële rente biedt wel ondersteuning aan risicovollere beleggingen. Dit betekent dat de hoge absolute waarderingen van deze beleggingscategorieën langere tijd kunnen aanhouden.

Figuur 7: Effectief aanvangsrendement High Yield op laagste niveau ooit



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Beperkte rendementsverwachtingen in de alternatieve scenario's

Ook in de alternatieve scenario's 'New Deals' en 'The Great Retreat' zijn de verwachte rendementen beperkt. De reële totaalrendementen zijn laag tot negatief omdat de verwachte inflatie in deze scenario's hoger ligt. Beleggingscategorieën met een positieve inflatiegevoeligheid doen het in deze scenario's wel beter dan in '3L – Debt Trap'. Daarentegen zijn veilige vastrentende categorieën kwetsbaar en ondervindt het bedrijfsleven tegenwind. In 'New Deals' zal toenemende regelgeving en stijgende inflatie-onzekerheid leiden tot een lagere koerswinstverhouding voor aandelen. In 'The Great Retreat' zal de winstgroei van bedrijven onder druk komen te staan vanwege de hogere kosten door de minder efficiënte productieketens.

Beleggingsimplicaties: diversificatie tegen kwetsbaarheid

De financiële markten zijn de afgelopen jaren kwetsbaarder geworden, doordat schuldniveaus, waarderingen en de rentegevoeligheid zijn gestegen en acties van overheden en centrale banken de fundamentals domineren. Daarbij komen ook nog de energietransitiemaatregelen die landen en bedrijven in verschillende scenario's in uiteenlopende mate raken. Beleggers

staan voor een dilemma: diverse risicovolle beleggingen ogen duur en kwetsbaar, zeker in verschillende scenario's, maar de perspectieven voor veilige vastrentende beleggingen zijn ook onaantrekkelijk. En als de reële rentes langdurig negatief blijven, biedt dit juist ondersteuning aan risicovollere (illiquide) beleggingen. De zoektocht naar rendement en alternatieve beleggingscategorieën gaat door en effectieve diversificatie blijft van groot belang. De inflatierisico's nemen toe waardoor beleggingen met een positieve inflatiegevoeligheid een plek in de beleggingsportefeuille verdienen. Per saldo zijn beleggingen uit opkomende landen aantrekkelijker gewaardeerd. Gemiddeld genomen is de reële rente in deze landen wel positief. Maar al met al moeten beleggers er rekening mee houden dat de beleggingsopbrengsten in de toekomst lager zijn dan in het verleden.



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

E-mail: achmeaim@achmea.nl

Contact:

Neem contact op met uw contactpersoon bij Achmea Investment Management.
Of met Renier Brenninkmeijer, Business Development Director, Renier.Brenninkmeijer@achmea.nl, +31 6 201 384 74,
of Mark Bakker, Business Development Director, Mark.Bakker@achmea.nl, +31 6 101 851 94.

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.