

Investment Letter

Scenario-analyse: inflatie is terug als belangrijk strategisch thema

Elk half jaar worden de macro-economische scenario's bijgewerkt. We toetsen de scenario's aan de actualiteit en houden de onderliggende aannames tegen het licht. Het inflatiebeeld is gekanteld en de inflatierisico's nemen toe. We verhogen de verwachte inflatie voor de eurozone voor de middellange termijn en wijzigen daarom de naam van het basisscenario van '3L – Debt Trap' naar '2L – Debt Trap'. Het regime van structurele desinflatie lijkt voorbij. De overige aannames en de beleggingsimplicaties blijven ongewijzigd. Het basisscenario wordt gekenmerkt door lage economische groei, lage rentes, hoge schuldquotes en gematigde rendementsverwachtingen.

Samenvatting

- Het inflatiebeeld is gekanteld. We verhogen de inflatieverwachting voor de middellange termijn voor de eurozone. De naam van het basisscenario verandert daardoor van '3L – Debt Trap' naar '2L – Debt Trap'.
- De risico's voor inflatie liggen aan de bovenkant. In de alternatieve scenario's 'The Great Retreat' en 'New Deals' gaan we uit van een langere periode met hoge inflatie dan in het basisscenario.
- Een robuuste strategische beleggingsportefeuille bevat voldoende inflatiegevoelige beleggingen, zoals inflatiegerelateerde obligaties en grondstoffen.
- De overige aannames in het basisscenario wijzigen niet. Het basisscenario wordt gekenmerkt door lage economische groei, lage renteniveaus en hoge schuldquotes. Voor westerse overheden dreigt een schuldenval die wordt voorkomen door langdurige financiële repressie.
- De verwachte rendementen voor de middellange termijn zijn beperkt en financiële markten zijn kwetsbaar voor tegenvallers. Dit komt vooral door de lage rentes.

Economisch herstel in 2021

De wereldeconomie herstelde sterk in 2021. Volgens het IMF bedroeg de economische expansie vorig jaar bijna 6%. Dit hoge groeicijfer volgde op de diepe economische neergang die in 2020 plaatsvond. De maatregelen van overheden en het zeer ruime monetaire beleid waren belangrijke factoren achter het groeiherstel. Ook hebben steeds meer landen en regio's de coronabeheersingsmaatregelen versoepeld mede door de beschikbaarheid van vaccins en medicijnen. Het economische momentum neemt momenteel af maar het is de verwachting dat het economische herstel dit jaar doorzet. De IMF-groeiprognose voor 2022 voor de wereldeconomie bedraagt bijna 5%.

AUTEURS



Maurice Geraets,
Sr. Investment Strategist

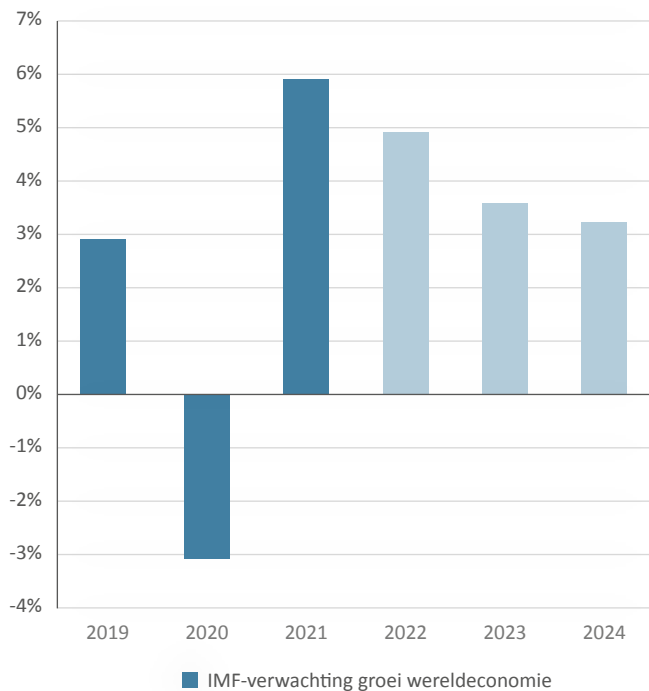


Wim Barentsen,
Chief Strategist



De opleving van de coronapandemie is wel een risico. De omikron-variant van het coronavirus is besmettelijker dan eerder varianten, maar leidt tot minder ernstige ziekteverschijnselen. De impact van de coronacrisis op de economie en financiële markten neemt af en corona is niet meer het dominante onderwerp.

Figuur 1: Sterk economisch herstel in 2021
(IMF-verwachting wereldeconomie)



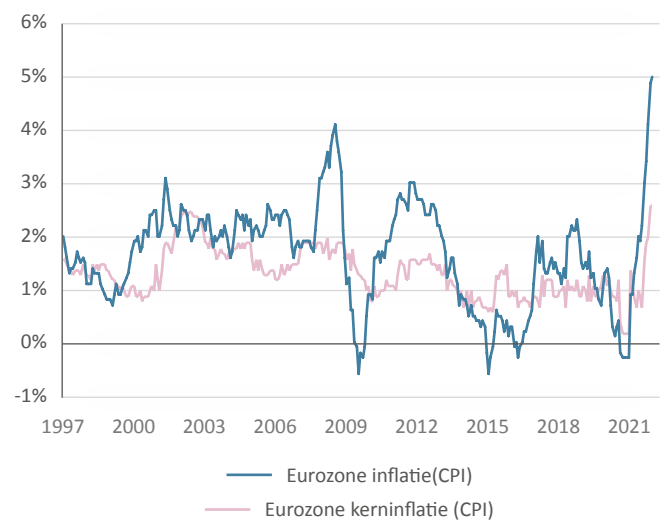
Bron: Bloomberg, Achmea IM

Sterke stijging inflatie

De sterke stijging van de inflatie was de opvallendste ontwikkeling in 2021. Zowel in de Verenigde Staten als in de eurozone steeg de inflatie naar het hoogste niveau in decennia. In de eurozone bedroeg de consumentenprijsinflatie in december 5% ten opzichte van een jaar geleden. Dit is het hoogste niveau in het bestaan van de gezamenlijke eenheidsmunt. De kerninflatie, de inflatie exclusief de volatiele energie- en voedselprijzen, kwam uit op 2,6%.

In de Verenigde Staten steeg het algemeen prijspeil nog sterker. De Amerikaanse consumentenprijzen stegen in december met 7% ten opzichte van een jaar eerder. De kerninflatie bedroeg 5,5%. De sterke stijging van de energieprijzen en de verstoringen in de aanvoer- en productieketens zijn naar verwachting van tijdelijke aard. Toch lijken ook structurele factoren een rol te spelen in de sterke stijging van de inflatie, zeker in de Verenigde Staten.

Figuur 2: Forse inflatiestijging in de Eurozone



Bron: Bloomberg, Achmea IM

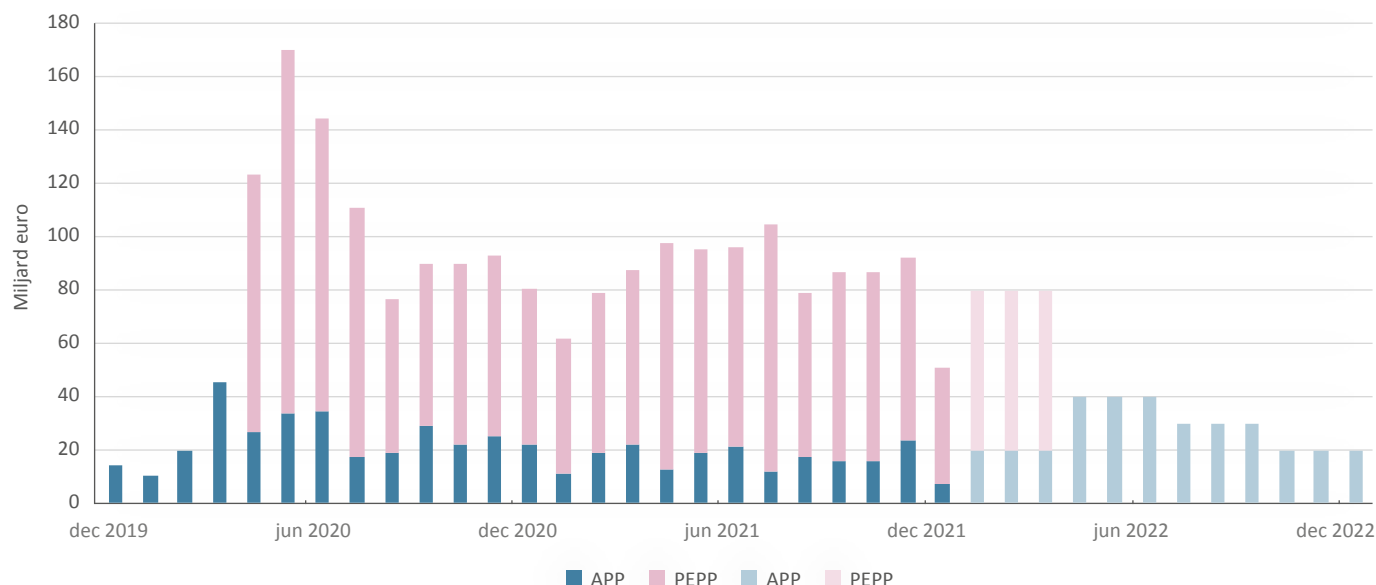
Draai in het monetair beleid

Centrale banken gingen er in eerste instantie vanuit dat de hoge inflatie van tijdelijke aard was. De Amerikaanse centrale bank (Fed) stelde deze verwachting eind 2021 echter bij en begon het monetair beleid te normaliseren. De Fed bouwde de omvang van het opkoopprogramma sneller dan verwacht af. In het eerste kwartaal van 2022 stopt de Fed met het opkopen van obligaties. Daarnaast wil het beleidscomité de rente sneller gaan verhogen. Voor dit jaar staan nu circa drie renteverhogingen van 25 basispunten op de rol. De Europese Centrale Bank (ECB) stelt zich terughoudender op. ECB-voorzitter Christine Lagarde houdt vol dat de hoge inflatie tijdelijk is. De ECB verwacht voor 2022 een inflatie van boven de 3%, maar voor de jaren daarna gaat de centrale bank uit van 1,8%. De ECB schroeft wel de omvang van het totale opkoopprogramma (APP en PEPP) terug en stopt in maart met het pandemisch opkoopprogramma (PEPP).



De FED verwacht minimaal drie renteverhogingen van 25 basispunten in 2022. De ECB stelt zich terughoudender op.

Figuur 3: ECB bouwt omvang opkoopprogramma's af in 2022



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Einde aan desinflatoir regime

Bij de vorige update van de scenario-analyse gaven we aan dat de inflatierisico's toenamen. In de alternatieve scenario's 'The Great Retreat' en 'New Deals' ligt de aanname voor inflatie hoger dan in ons basisscenario. Tegelijkertijd verhoogden we de inflatie-aanname voor de Verenigde Staten in ons basisscenario. Dit doen we nu ook voor de eurozone. We verhogen de verwachte inflatie voor de eurozone op de middellange termijn van 1,5% naar 2%. Het desinflatore regime sinds de kredietcrisis waarin de inflatie gemiddeld genomen onder de doelstelling van de ECB uitkwam, lijkt ten einde. De inflatie-aanname op de middellange termijn

sluit nu aan bij de doelstelling van de ECB en ligt daar niet meer onder. Dit betekent dat de karakterisering 'lage inflatie', één van de drie L-en in de naamgeving, niet meer van toepassing is. We wijzigen daarom de naam van het basisscenario van '3L – Debt Trap' naar '2L – Debt Trap'.

Redenen voor hogere inflatieverwachting op middellange termijn

Er zijn meerdere redenen voor de verhoging van de inflatieverwachting in de eurozone op de middellange termijn.

- Ten eerste is de ingeprijsde inflatieverwachting voor de middellange termijn gestegen. Deze bedroeg eind 2021 circa 2%.
- Ten tweede voeren de lidstaten in de eurozone een steeds actiever begrotingsbeleid. De verhouding tussen 'markt' en 'overheid' in het beleid verschuift naar de laatste, net als in de Verenigde Staten. In veel landen klinkt de roep om een vernieuwd sociaal contract met meer aandacht van de overheid voor bevolkingsgroepen die op achterstand zijn geraakt in de afgelopen decennia.
- Ten derde is de energietransitie inflatoir. Door een gebrek aan investeringen blijven de prijzen van fossiele brandstoffen waarschijnlijk hoog en volatiel en zorgen investeringen in groene energie voor stijgende prijzen van onder andere metalen. Ook het beprijzen van CO₂-uitstoot leidt tot hogere kosten voor producten en diensten.
- Ten vierde neemt de krapte op de arbeidsmarkt toe. In steeds meer sectoren is er een tekort aan gekwalificeerd personeel. Vooralsnog zijn er echter geen tekenen van een loonprijsspiraal in de eurozone.



In steeds meer sectoren is er een tekort aan gekwalificeerd personeel. Vooralsnog zijn er in de eurozone geen tekenen van een loonprijsspiraal.

“But in an environment of large excess savings and protracted supply disruptions, the energy transition may lead to inflation remaining higher for longer, thereby potentially raising the risks of inflation expectations destabilising.”

Isabel Schnabel, januari 2022

Inflatiedruk neemt op korte termijn naar verwachting af, maar inflatierisico's aan de bovenkant

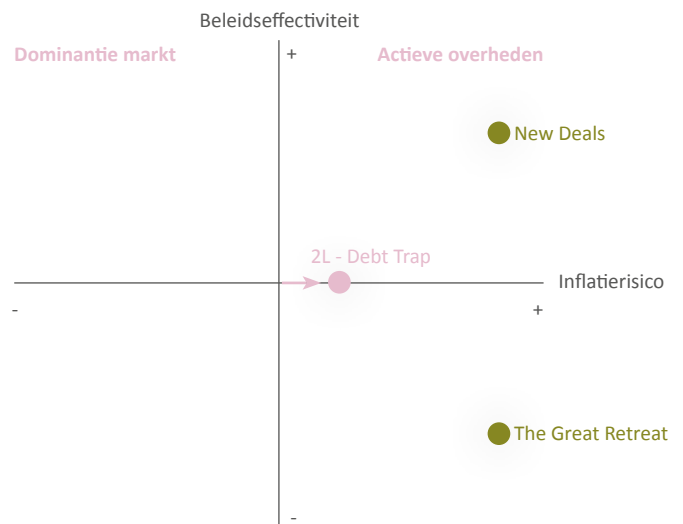
In ons basisscenario gaan we ervan uit dat de huidige hoge inflatiedruk op korte termijn afneemt en op middellange termijn richting de doelstelling van de centrale bank tendeert. Er is een aantal redenen om aan te nemen dat de inflatiestijging zal afvlakken. Basiseffecten lopen uit de inflatiecijfers, problemen in de aanvoerketens zullen naar verwachting worden opgelost en er zijn geen tekenen van een loonprijsspiraal in de eurozone. We taxeren wel dat de inflatierisico's aan de bovenkant liggen en dat het risico van een langdurig deflatorisch scenario inmiddels sterk is afgenomen. In de alternatieve scenario's liggen de aannames voor de inflatie dan ook hoger dan in het basisscenario. In 'New Deals' ontstaat de inflatiedruk vooral vanuit de vraagkant van de economie doordat beleidsmakers een sterk stimulerend beleid blijven voeren. In 'The Great Retreat' komt de inflatiedruk vooral vanuit de aanbodkant. Een flinke terugval in de globalisering zal leiden tot een minder efficiënte markteconomie met hogere kosten tot gevolg.

Figuur 4: Ingeprijsde inflatieverwachting eurozone ligt rond de centralebankdoelstelling



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Figuur 5: Schematische weergave scenario's



Bron: Achmea IM

Renteniveaus in het basisscenario wijzigen niet

De overige aannames in het basisscenario, zoals die voor economische groei en renteniveaus, wijzigen niet. We gaan uit van een beperkte economische groei op de middellange en lange termijn. Daarnaast blijven de rentes laag. Door de hoge schuldquotes is de ruimte voor sterke rentestijgingen beperkt. Dit betekent dat centrale banken de beleidsrente maar beperkt kunnen normaliseren. Tegelijkertijd tolereren centrale banken een hogere inflatie dan in het verleden. De afgelopen jaren hebben zowel de Fed als de ECB hun inflatiedoelstelling naar boven bijgesteld. Hierdoor is officieel ruimte gecreëerd om het monetaire beleid langer ruim te houden. Overheden maken graag gebruik van deze ruimte door een expansief begrotingsbeleid te voeren. Per saldo zijn de reële rentes over de hele periode negatief in ons basisscenario. Deze financiële repressie wordt toegepast vanwege de debt trap waar we inzitten en wordt door schuldenaars gezien als oplossing van het schuldenprobleem. Negatieve reële rentes zijn echter zeer nadelig voor spaarders en gaan gepaard met verstoringen in economie en financiële markten.

“This printing of money and buying of debt assets has driven interest rates so low that cash and bonds are stupid to own.”

Ray Dalio, January 2022

Lage verwachte rendementen voor de meeste beleggingscategorieën

De verwachte rendementen in het basisscenario ‘2L – Debt Trap’ zijn gemiddeld genomen laag. De lage renteniveaus in de eurozone zijn de belangrijkste reden hiervoor. Het verwachte rendement op kredietwaardige vastrentende beleggingen is laag tot negatief. De nominale verwachte rendementen zijn beperkt, maar in reële termen zijn deze nog lager. Het gerealiseerde rendement op Duitse staatsobligaties in 2021 is exemplarisch. Het nominale totaalrendement bedroeg bijna -3%. Met een gemiddelde inflatie van 2,6% in 2021 bedroeg het reële verlies meer dan 5%. Naast de lage renteniveaus zijn de risico-opslagen ook overwegend beperkt. Alleen in de opkomende landen liggen deze hoger. Dit geldt zowel voor aandelen als obligaties uit opkomende landen. De hogere verwachte rendementen van deze beleggingen gaan wel gepaard met een hoger risico.

Figuur 6: Koerswinstverhouding aandelen opkomende markten relatief aantrekkelijk (op basis van MSCI forward earnings)



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Inlatiegevoelige beleggingen in een robuuste portefeuille

We hebben de inflatieverwachting voor de middellange termijn voor de eurozone verhoogd en de inflatierisico's nemen toe. In de alternatieve scenario's 'The Great Retreat' en 'New Deals' gaan we uit van een langere periode met hoge inflatie dan in het basisscenario. Een robuuste strategische beleggingsportefeuille houdt stand in meerdere soorten beleggingsregimes en bevat daarom ook inflatiegevoelige beleggingen, zoals inflatiegerelateerde obligaties en grondstoffen. Het totaalrendement van deze beleggingscategorieën was vorig jaar positief toen de inflatie boven de marktverwachting uitkwam. Het totaalrendement op veilige vastrentende waarden was juist negatief, zowel in nominale als reële termen. Kredietwaardige staatsobligaties doen het juist goed in desinflatoire regimes wanneer de inflatie laag is. Ook bepaalde illiquide beleggingen, zoals de real assets vastgoed en infrastructuur, bevatten inflatiegevoeligheid door de inflatiegerelateerde kasstromen. Een goede balans met betrekking tot verschillende economische regimes in de strategische beleggingsportefeuille is van cruciaal belang.

Een uitdagende beleggingsomgeving

De hoge schuld niveaus, het extreme monetaire beleid, de dominante rol van overheden, de complexe energietransitie en langdurige periodes met negatieve reële rentes maken het een uitdagende beleggingsomgeving. Een brede spreiding over verschillende beleggingscategorieën, landen, sectoren en factoren, is een verstandige manier om met deze onzekerheden om te gaan. Bijvoorbeeld regionale spreiding vanwege de geopolitieke risico's en de grote verschillen in monetair en overheidsbeleid. De lage (reële) rentes ondersteunen vooralsnog de waarderingen op de financiële markten. Maar hierdoor zijn veel beleggingen wel kwetsbaar voor een stijging van de (reële) rente. Dit kan gepaard gaan met volatiele periodes op de financiële markten.

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, risicomanagement 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 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.