

Investment Letter

Scenario-analyse: Een wereld vol conflicten

2022 kende een turbulent eerste halfjaar. De internationale spanningen liepen op door de oorlog in Oekraïne. De daaropvolgende energiecrisis zorgde voor verder stijgende inflatie. Centrale banken trokken vervolgens aan de rem en verhoogden de beleidsrentes. Het totaalrendement op de meeste beleggingscategorieën was negatief. Mede in het licht van deze ontwikkelingen wijzigen wij het basisscenario van '2L – Debt Trap' naar 'Flags & Frictions'. De groei-inflatie trade-off lijkt voor langere tijd verslechterd en dit gaat gepaard met hogere rentes op middellange termijn. Het regime van structurele desinflatie is voorbij en de inflatierisico's liggen aan de bovenkant.

Samenvatting

- We wijzigen het basisscenario van '2L – Debt Trap' naar 'Flags & Frictions'. Er is sprake van een meer gespannen internationale omgeving en de polarisatie in de westerse samenlevingen neemt toe. Een keer ten goede op deze terreinen lijkt ver weg.
- In 'Flags & Frictions' is de groei-inflatie trade-off minder gunstig. De veronderstelde inflatie en rentes zijn verhoogd.
- De verwachte rendementen voor de middellange termijn zijn per saldo hoger dan een half jaar geleden. Dit komt door de aantrekkelijkere startwaarderingen. In reële termen zijn de verwachte rendementen nog steeds laag.
- Het beleggingsklimaat blijft uitdagend. Het risico op hoger dan verwachte inflatie is groot. 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.
- Effectieve diversificatie blijft in de huidige politiek en economisch instabiele wereld van cruciaal belang en inflatiegevoelige beleggingen verdienen structureel een plek in de beleggingsportefeuille. Beleggingen met een hoge rentegevoeligheid ogen kwetsbaar.

Flags & Frictions vervangt 2L – Debt Trap

We wijzigen het basisscenario van '2L – Debt Trap' naar 'Flags & Frictions'. Een aantal ontwikkelingen in de afgelopen periode heeft onze vooruitzichten structureel veranderd. De grote geopolitieke strubbelingen leiden steeds meer tot een versnelde beweging naar een multipolaire wereld. De relaties tussen de verschillende machtsblokken staan steeds meer onder spanning. De oorlog in Oekraïne leidt tot een langdurig beschadigde relatie tussen het Westen en Rusland. Daarnaast blijft de relatie tussen de Verenigde Staten en China moeizaam. Zo zette het bezoek van Nancy Pelosi aan Taiwan kwaad bloed bij China. De term 'Flags' staat voor deze gespannen internationale omgeving. Tegelijkertijd neemt de polarisatie in de westerse samenleving verder toe. Dit bemoeilijkt het bereiken van consensus voor oplossingen terwijl er grote uitdagingen zijn op het gebied van klimaat, vergrijzing, ongelijkheid, sociale cohesie, etc. De term 'Frictions' staat voor dit moeizaam functioneren van gepolariseerde westerse samenlevingen.

AUTEURS



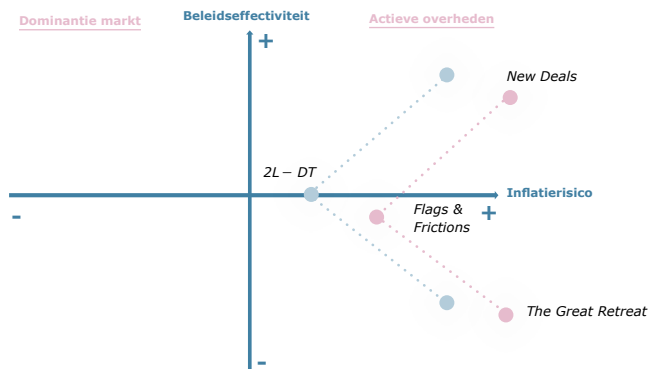
Wim Barentsen,
Chief Strategist



Maurice Geraets,
Sr. Investment Strategist



Figuur 1: Scenarioraamwerk



Bron: Achmea IM

Hogere rentes en inflatie

De veronderstelde rentes op middellange en lange termijn liggen hoger in 'Flags & Frictions' dan in '2L – Debt Trap'. Voor de mediane Duitse 10-jaarrente op de lange termijn betreft dit een verhoging van 1%-punt naar 2%. De inflatie in de eurozone op de middellange termijn is ook verhoogd. De verwachting voor de economische groei op de middellange termijn blijft constant, maar deze staat op korte termijn onder druk. '2L – Debt Trap' werd gekenmerkt door lage economische groei, gematigde inflatie en lage reële en nominale rentes.

In 'Flags & Frictions' is de groei-inflatie trade-off minder gunstig. Beleidsmakers scoren lager qua beleids-effectiviteit, onder andere door minder internationale samenwerking. Daarnaast is er sprake van een verhoogd inflatie-risico. De efficiëntie van de wereldeconomie staat verder onder druk mede door de grotere nadruk op veerkracht (resilience) in plaats van efficiëntie (efficiency). Deze beleggingsomgeving gaat gepaard met hogere nominale en reële rentes op vooral de middellange termijn. De eurozone blijft echter gekenmerkt door lage groei, een incomplete monetaire unie met veel schulden en lage reële rentes. Er is in de eurozone nog steeds sprake van een 'debt trap' waardoor de stijging van de reële rente op termijn begrensd is.

"We now understand better how little we understand about inflation."

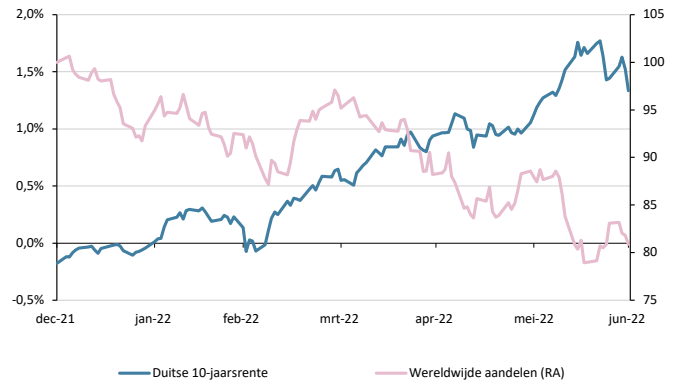
Jerome Powell, juni 2022

Verwachte rendementen gestegen

De verwachte rendementen voor de meeste beleggingscategorieën liggen in 'Flags & Frictions' hoger dan die in '2L – Debt Trap' per eind 2021. De aanpassingen van een aantal aannames in 'Flags & Frictions' zorgen echter voor een negatieve impact op het verwachte totaalrendement. De veronderstelde renteniveaus op middellange termijn liggen hoger en de evenwichtskoerswinstverhouding voor aandelen is naar beneden bijgesteld. Toch zijn de nominale verwachte totaalrendementen per saldo gestegen. Deze stijging is het gevolg van de marktontwikkelingen in de eerste helft van 2022. Rentes liepen fors op. De Duitse 10-jaarsrente steeg van -0,18% eind 2021 naar 1,34% eind juni. Ook risico-opslagen stegen en de waardering van aandelen stond onder druk. Aandelenmarkten daalden met circa 20%. De uitgangspositie voor de meeste beleggingscategorieën verbeterde door de negatieve rendementen.

Per saldo zijn de nominale verwachte totaalrendementen gestegen, maar blijven de verwachte reële rendementen laag. De verwachte inflatie in 'Flags & Frictions' daalt op lange termijn richting de doelstelling van de centrale bank, maar is op de middellange termijn gemiddeld ruim 3,5% per jaar. De verwachte reële rendementen zijn daardoor laag.

Figuur 2: Stijging kapitaalmarktrente en daling aandelenmarkt



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Risico en rendement gaan hand in hand

In het huidige uitdagende beleggingsklimaat blijft effectieve diversificatie van groot belang. Het verwachte rendement voor de meest kredietwaardige categorieën blijft laag, zeker in reële termen in een omgeving met verhoogde inflatierisico's. De verwachte rendementen voor risicovollere vastrentende categorieën zijn hoger. De risico-opslagen liggen historisch gezien op gemiddelde of aantrekkelijke niveaus. De hogere verwachte rendementen gaan gepaard met een hoger risico. De waardering van beleggingen in opkomende landen is laag, wat resulteert in aantrekkelijke verwachte rendementen. Sommige opkomende landen zijn relatief kwetsbaar in een multipolaire wereld met verhoogde geopolitieke risico's. Het fiasco met Russische activa in 2022 is daar een voorbeeld van. Tegelijkertijd zijn er ook opkomende landen die van deze trends kunnen profiteren. Gezien het toegenomen inflatierisico zijn inflatiegevoelige beleggingscategorieën potentieel aantrekkelijk. In scenario's met hoger dan verwachte inflatie zijn inflatiegerelateerde obligaties, grondstoffen en reële activa aantrekkelijke beleggingscategorieën. Beleggingen met een hoge rentegevoeligheid ogen kwetsbaar.



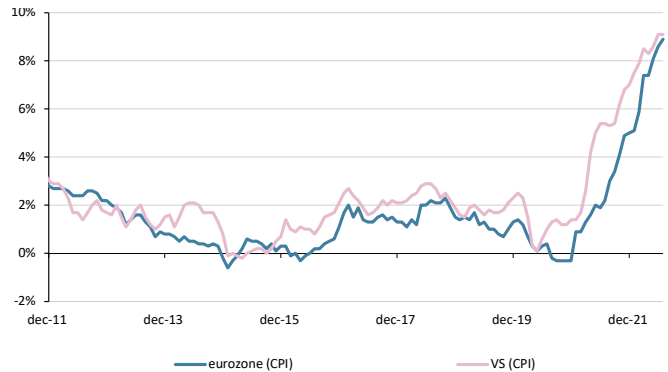
Nominale verwachte totaalrendementen zijn per saldo gestegen, maar de verwachte reële rendementen blijven laag

Plaatsbepaling: zeer turbulent eerste halfjaar

De hogere verwachte rendementen in het basisscenario worden voornamelijk veroorzaakt door de aantrekkelijkere startwaarderingen. Het totaalrendement op de meeste beleggingscategorieën was in de eerste zes maanden van 2022 negatief. Rentenniveaus en risico-opslagen stegen. Alleen de categorie grondstoffen onttrok zich aan het negatieve sentiment. De beleggingsomgeving was dan ook uitdagend. De geopolitieke spanningen liepen hoog op door de inval van Rusland in Oekraïne. Deze gebeurtenis is het equivalent van een stagflatieschok. Vooral de hoge energieprijzen drukken de economische groei en zorgen voor opwaartse inflatiedruk.

De inflatie bereikte het hoogste niveau in meer dan 40 jaar in zowel de Verenigde Staten als de eurozone. De jaar-op-jaarstijging van de consumentenprijzen liep op tot circa 9%. De hoge inflatie wordt niet alleen veroorzaakt door de stijging van de energie- en voedselprijzen. Ook de kerninflatie steeg en ligt op het hoogste niveau in jaren.

Figuur 3: Inflatie loopt fors op

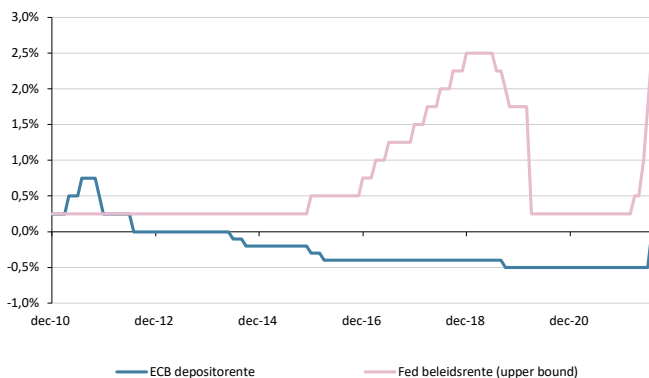


Bron: Bloomberg, Achmea IM

Plaatsbepaling: ECB verkrapt maar staat voor dilemma

Centrale banken moesten aan de rem trekken toen de hoge inflatie minder tijdelijk bleek dan eerder verwacht. Vooral de Amerikaanse centrale bank (Fed) kwam in actie. De Fed heeft de beleidsrente in vier stappen met 2,25%-punt verhoogd (tot en met juli) en bouwt de omvang van de balans af. Meer renteverhogingen liggen in het verschiet. De ECB is een stuk terughoudender. In juli verhoogde de ECB voor het eerst in elf jaar de beleidsrente. De depositorente is nu niet meer negatief. Maar van echte verkrapping van het monetaire beleid is geen sprake. De ECB kampt met een dilemma. De economische groei staat onder druk, mede door de energiecrisis, en een nieuwe eurocrisis lijkt nooit ver weg. Maar de hoge inflatie vereist een krappere monetair beleid. Vooralsnog zit de ECB op het pad van een trage normalisatie en ligt de focus op het beperkt houden van renteversillen tussen de eurolanden. Met een behoedzame koers riskeert de ECB wel dat de inflatieverwachtingen ongewenst verder oplopen.

Figuur 4: Centrale banken verhoogden de beleidsrentes



Bron: Bloomberg, Achmea IM



Meer renteverhogingen in het verschiet

Breuk met het verleden

De aanhoudend hoge inflatie en de reactie daarop van centrale banken is een breuk met het verleden. In '2L – Debt Trap' veronderstelden we dat centrale banken in een zeer gematigd tempo het monetaire beleid zouden normaliseren. Op de financiële markten werd per eind 2021 dan ook maar een beperkte verhoging van de beleidsrente ingeprijsd. Centrale banken hebben echter steviger ingegrepen waardoor renteniveaus over de hele linie zijn gestegen. De hardnekkig hoge inflatie brengt centrale banken in een lastig parket. Ze willen stevig ingrijpen om de inflatie onder controle te brengen omdat deze hoge inflatie een gevaar is voor de economische groei, maatschappelijk ontwrichtend is en de geloofwaardigheid van centrale banken op het spel zet. Maar tegelijkertijd zwakt de economische groei af waardoor de beleidsmakers niet te hard op de rem willen trappen. Op de financiële markten wordt ingeprijsd dat de inflatie de komende jaren onder controle wordt gebracht. De verwachte inflatie op de middellange termijn in zowel de Verenigde Staten als de eurozone schommelt rond de centralebankdoelstelling.

Inflatierisico's zijn groot

De huidige hoge jaar-op-jaar-inflatie zal de komende maanden dalen onder andere vanwege basiseffecten en gedaalde grondstofprijzen. Maar we verwachten niet dat de relatief stabiele combinatie van positieve economische groei met beperkte inflatie van het afgelopen decennium terugkeert. Op lange termijn veronderstellen we wel dat centrale banken erin slagen de inflatie richting de centralebankdoelstelling te sturen, maar dat zal een geleidelijk proces zijn. Vooral op de middellange termijn is de groei-inflatie trade-off verslechterd en zal de inflatie en inflatievolatiliteit hoger zijn dan in het vorige decennium. Het risico op hoger dan verwachte inflatie is groot. In onze alternatieve scenario's 'The Great Retreat' en 'New Deals' gaan we daarom uit van hogere inflatie dan in ons basisscenario. In 'The Great Retreat' wordt de hogere inflatie veroorzaakt door een minder efficiënte aanbodkant van de economie die onder druk staat door afnemende globalisering. In 'New Deals' neemt de polarisatie in de samenleving af en leiden nieuwe stimuleringsprogramma's van overheden tot extra impulsen aan de vraagkant welke de inflatie doen oplopen.

Uitdagende omgeving

Al met al zullen de komende jaren uitdagend worden voor beleggers. Decennialang was overwegend sprake van mondiale stabiliteit en een relatief gunstige groei-inflatie trade off waarbij de inflatie beperkt werd door verschillende desinflatoire krachten. Eén daarvan was de gestage toename van de globalisering waarbij de handel van en naar opkomende markten de prijzen laag hield. Dit regime is echter al enige tijd op z'n retour. De groei-inflatie trade-off is verslechterd, de geopolitieke spanningen blijven langdurig hoog en de polarisatie in westerse samenlevingen neemt toe. Tegen deze achtergrond zijn de verwachte rendementen in reële termen beperkt. De nominale verwachtingen liggen wel hoger dan een half jaar geleden door de aantrekkelijkere startniveaus. Effectieve diversificatie blijft in de huidige onzekere en instabiele wereld van cruciaal belang. Gegeven de verhoogde inflatierisico's verdienen inflatiegevoelige beleggingen een plek in de beleggingsportefeuille.



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, risicomangement 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.