

# INVESTMENT LETTER

JANUARI 2021

Achmea Investment Management

## Scenario-analyse: lage verwachte rendementen na rally op beurzen

Medio 2020 hebben we uitgebreid aandacht besteed aan onze economische scenario's. Directe aanleiding voor de herziening was de coronacrisis. We wijzigden het basis-scenario voor de middellange en lange termijn van '3L' naar '3L - Debt Trap' en pasten de verwachte renteniveaus naar beneden aan. In de kern bleef ons basisscenario een scenario met lage economische groei, lage inflatie, lage rentes, hoge schuldquotes en gematigde rendementsverwachtingen. Daarnaast introduceerden we een alternatief scenario, 'The Great Retreat', en een aantal crisisscenario's. Ondertussen zijn we ruim een half jaar verder en beoordelen we opnieuw of de gemaakte aannames passend zijn. We handhaven de aannames in de scenario's '3L - Debt Trap' en 'The Great Retreat', maar vervangen het crisisscenario 'Pandemie XL'.

### Samenvatting

- We handhaven 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 schuldenva.
- De verwachte rendementen voor de middellange termijn zijn gedaald ten opzichte van een half jaar geleden. Dit komt door de daling van de kapitaalmarktrentes in de eurozone en de opgelopen waarderingen.
- Ons belangrijkste alternatieve scenario is 'The Great Retreat'. In dit scenario is sprake van milde stagflatie en zijn de reële verwachte rendementen voor veel beleggingscategorieën negatief.
- We nemen afscheid van het thematische crisisscenario 'Pandemie XL' omdat de kans op dit scenario is afgenomen.
- Het scenario 'Pandemic Struggle' komt hiervoor in de plaats. In dit scenario blijkt het lastiger dan gedacht om het coronavirus onder controle te krijgen en staan risicovolle beleggingen onder druk.

### Colofon

Deze Investment letter is een uitgave van Achmea Investment Management.

[www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel](http://www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel)

### Auteurs



Maurice Geraets,  
Sr. Investment Strategist



Wim Barentsen,  
Chief Strategist



### Coronapandemie niet voorbij, maar sterk herstel financiële markten

De beleggingsomgeving is veranderd ten opzichte van een half jaar geleden. De wereldeconomie herstelde sterk in het derde kwartaal van vorig jaar. Dit herstel volgde na een historische economische krimp in het tweede kwartaal. Door de opleving van de pandemie viel de economische groei over het vierde kwartaal weer terug. In de westerse wereld maakt het coronavirus een comeback. Een half jaar geleden leek het erop dat de coronapandemie in Europa onder controle was. In het najaar brak echter een tweede golf uit. Hierdoor werden de beheersingsmaatregelen opnieuw aangescherpt met alle nadelige economische gevolgen van dien.

Op het moment van schrijven zitten we in Nederland en in andere grote Europese landen, zoals Duitsland en Frankrijk, weer in een lockdown. Toch deed de opleving van de coronapandemie de financiële markten nauwelijks. In de tweede helft van 2020 stegen aandelenmarkten met bijna 20% en daalden de risico-opslagen van de kredietcategorieën. De kapitaalmarktrentes in de eurozone daalden per saldo, vooral die van de perifere landen. De Duitse 10-jaarsrente liet per saldo een kleine daling zien van 10 basispunten naar -0,57% ultimo 2020. Voor een uitgebreider jaaroverzicht van 2020 verwijzen we naar de Investment Highlights, Terugblik 2020: een jaar van extremen, januari 2021.

### Recente ontwikkelingen grosso modo in lijn met ons basisscenario

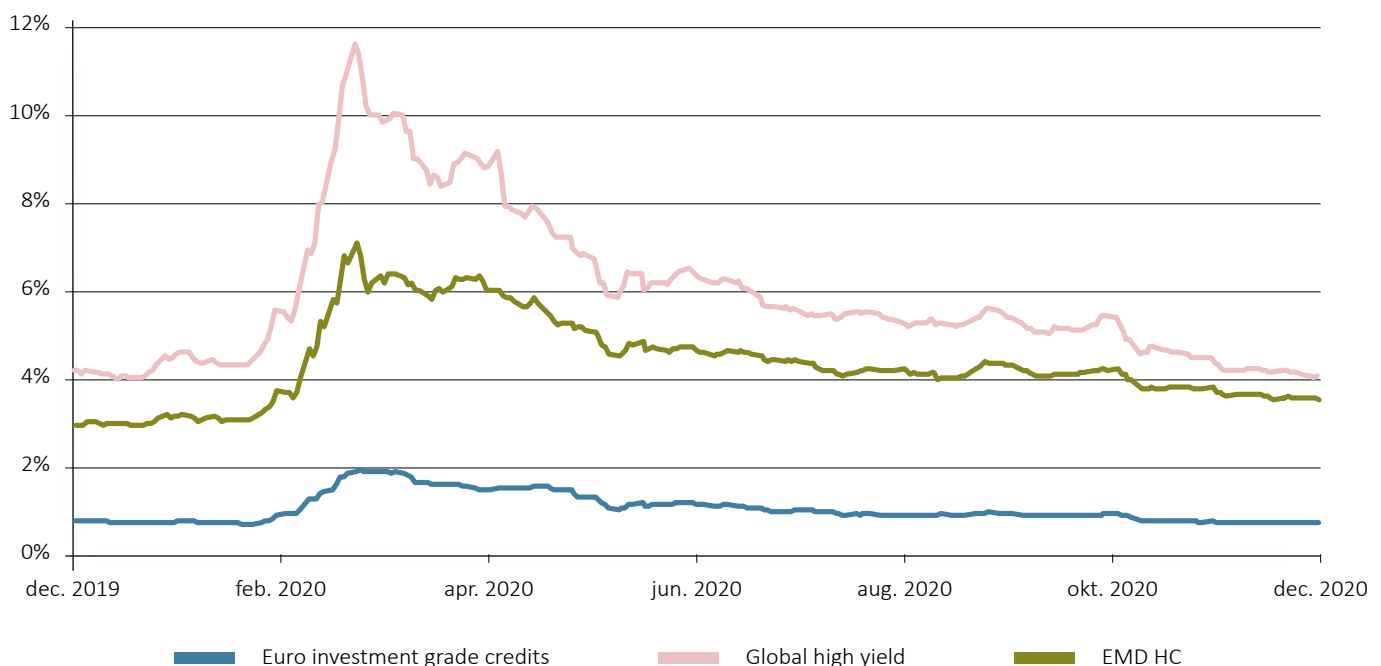
Na de uitbraak van de coronapandemie hebben we een tweetal scenario's voor de middellange termijn ontwikkeld: 'Beheerste Uitbraak' en 'Pandemie XL'. In 'Beheerste Uitbraak' gingen we ervan uit dat de virusuitbraak onder controle zou komen en dat

de wereldeconomie in de tweede helft van het jaar zou herstellen. Tegelijkertijd zouden risicovollere beleggingen opveren terwijl de rente juist laag zou blijven. Het geschetste beeld uit dit scenario is grosso modo uitgekomen. Wereldwijd zijn economieën sterk hersteld en de meeste risicovolle beleggingen zijn sterk gestegen van de dieptepunten uit maart. Het herstel van de risicovolle beleggingen was sterker dan verwacht. De renteniveaus blijven overwegend laag. Wel is de coronapandemie op dit moment nog niet goed onder controle, maar wij achten het waarschijnlijk dat de vaccinaties de komende maanden het verschil gaan maken. Effectieve vaccins zijn onderdeel van 'Beheerste Uitbraak'. Dit scenario sluit aan op ons langetermijnsenario '3L - Debt Trap' en blijft ons basisscenario.

### We handhaven de aannames in '3L - Debt Trap'

De ontwikkelingen in de tweede helft van 2020 geven geen aanleiding de aannames te wijzigen en we handhaven dan ook ons basisscenario '3L - Debt Trap'. We gaan uit van lage economische groei, lage inflatie en lage rentes voor de komende jaren. Door de hoge schuldquotes en begrotingstekorten dreigt een schuldenvaart voor westerse overheden. Centrale banken zijn niet in staat de rente te normaliseren vanwege de hoge schuld niveaus en een dreigend tekort aan bestedingen in de private sector. Het monetair beleid blijft voor lange tijd ruim. Tegelijkertijd faciliteren centrale banken een expansief begrotingsbeleid door de tekorten van overheden te financieren. Door de coronacrisis is de rol van overheden in de beleidsmix groter geworden. De verwachte rendementen voor de meeste beleggingscategorieën zijn lager dan een half jaar geleden. Dit komt door de verder gedaalde renteniveaus in de eurozone, de gedaalde risico-opslagen (zie figuur 1) en de opgelopen waardering van aandelenmarkten.

FIGUUR 1 RISICO-OPSLAGEN KREDIETOBLIGATIES DALEN SINDS DE PIEK IN MAART



Bron: Bloomberg, Achmea IM

### 'The Great Retreat' als alternatief scenario: oplopende inflatie blijft een risico

'The Great Retreat' is het belangrijkste alternatieve scenario. Dit scenario staat voor een grote terugtrekkende beweging op het vlak van globalisering 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. De reële rentes zijn sterk negatief en de verwachte (reële) rendementen zijn voor de meeste beleggingen lager dan in '3L - Debt Trap'. Beleggingen met inflatiegevoeligheid zijn relatief aantrekkelijk in dit scenario. Vooralsnog zien we dit als een risicoscenario. De ingeprijsde inflatieverwachtingen in de eurozone zijn nog steeds gematigd. De verwachting is dat de inflatie de komende maanden wel oploopt vanwege basiseffecten en de gestegen grondstofprijzen. Maar op middellange termijn houden structurele factoren, zoals technologie en automatisering, en de ontstane overcapaciteit door de coronacrisis de inflatie beperkt. Dit neemt niet weg dat het risico van hogere inflatie wel degelijk aanwezig is. In de Verenigde Staten zijn de inflatieverwachtingen de laatste maanden opgelopen. De verwachte inflatie op de middellange termijn bevindt zich daar nu boven de 2% (zie figuur 2). De samenwerking tussen overheden en centrale banken en de enorme omvang van alle stimuleringsmaatregelen zijn potentieel inflatoir.

### Het thematische crisisscenario 'Pandemie XL' is minder waarschijnlijk

Naast '3L - Debt Trap' en 'The Great Retreat' hebben we diverse thematische crisisscenario's opgesteld. Eén daarvan was 'Pandemie XL'. In dit crisisscenario zou de coronapandemie escaleren met een langdurige ontwrichting van de economie en financiële markten tot gevolg. Risicovolle beleggingen zouden in dit scenario nog verder dalen. Dit scenario is vooralsnog voorkomen. Maar de coronapandemie woekert nog steeds. Veel westerse landen

zitten in een lockdown en ook in Azië is de pandemie nog niet helemaal onder controle. Toch lijkt een ontwikkeling à la 'Pandemie XL' minder waarschijnlijk. De kennis over het coronavirus is toegenomen. Het virus is beter behandelbaar en de maatschappij past zich (gedeeltelijk) aan de nieuwe situatie aan. Daarnaast zijn veel landen begonnen met het vaccineren van de bevolking. Hierdoor moet de coronacrisis dit jaar onder controle gebracht worden. Ook alle stimuleringsmaatregelen van beleidsmakers zijn een belangrijke reden waarom 'Pandemie XL' minder waarschijnlijk is. Een grote ontwrichting van zowel de economie als de financiële markten door een verdere escalatie van de pandemie lijkt hierdoor onwaarschijnlijk. We nemen daarom afscheid van het crisisscenario 'Pandemie XL' voor de middellange termijn.

Janet Yellen: "While the pandemic is still seriously affecting the economy, we need to continue extraordinary fiscal support, but even beyond that I think it will be necessary."

### Nieuw crisisscenario: 'Pandemic Struggle'

Dit betekent niet dat er geen risico's zijn. We introduceren een nieuw crisisscenario dat aansluit bij de recente ontwikkelingen. We noemen dit scenario 'Pandemic Struggle'. In dit scenario voorzien we een langzamer economisch herstel dan in ons basisscenario. Het onder controle krijgen van de coronapandemie blijkt lastiger dan gedacht. Landen krijgen te maken met periodieke golven van het virus waardoor er geen structureel economisch herstel plaatsvindt.

Aanscherping van de beheersingsmaatregelen moet het virus onder controle brengen met bijbehorende economische schade tot gevolg. Een oorzaak kan zijn dat de vaccins niet de verwachte bescherming bieden. In ons basisscenario gaan we ervan uit dat

FIGUUR 2 INGEPRIJSDE INFLATIE OP DE MIDDELLANGE TERMIJN (5Y 5Y FORWARD INFLATION SWAP)



het coronavirus in 2021 definitief onder controle gebracht wordt. De huidige maatregelen om het virus te beheersen kunnen dan worden afgebouwd en de economie kan terugkeren naar een situatie zonder economisch significante beheersingsmaatregelen. In 'Pandemic Struggle' blijven maatregelen noodzakelijk en zal een aantal sectoren, onder andere toerisme en luchtvaart, hierdoor langere tijd op halve kracht draaien. De inflatie is daardoor de komende jaren zeer laag en vooral de eurozone schurkt tegen deflatie aan. De vraagzijde van de economie blijft onder druk staan door de periodieke opleving van het virus en de onzekerheid die hiermee gepaard gaat.

#### Rente blijft laag en risicovolle beleggingen onder druk in 'Pandemic Struggle'

In 'Pandemic Struggle' daalt de kapitaalmarktrente in eerste instantie en schommelt in de jaren daarna rond de huidige zeer lage niveaus. Het monetaire beleid blijft uitermate ruim en de huidige programma's zullen verder uitgebreid worden, bijvoorbeeld door ophoging en/of uitbreiding van het opkoopprogramma, een nieuwe ronde van leningen aan banken, etc. Centrale banken doen er alles aan om de rentes laag te houden. Deze ruimte hebben ze omdat de inflatie laag blijft. De risicovolle beleggingen komen onder druk te staan. De veronderstelde dalingen zijn minder groot dan in 'Pandemie XL', onder meer omdat de maatregelen van centrale banken zorgen voor een vangnet. Maar de waarderingen van de risicovolle beleggingen zijn sinds maart flink opgelopen. Risico-opslagen zijn gedaald en de ruimte voor tegenvallers is beperkt. Oplappende faillissementsverliezen en tegenvallende winstgroei beperken het rendement op risicovolle beleggingen.

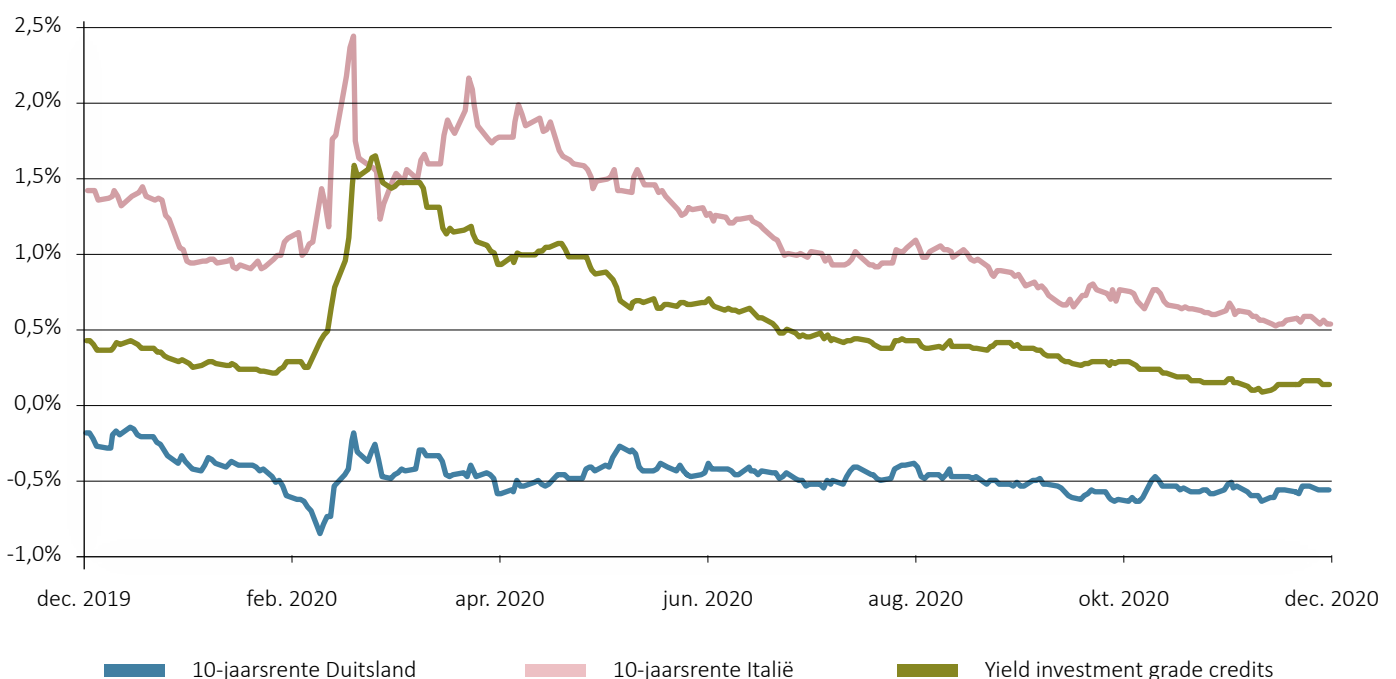
De daling van risicovolle beleggingen vindt vooral in het eerste jaar plaats en in de jaren daarna volgt een beperkt herstel. Het gemiddelde totaalrendement op aandelen op de middellange termijn is negatief in dit scenario.

Christine Lagarde: "We're not going to just stand still. We are going to use all the instruments that we have with the entire flexibility that we have (...) to address the situation."

#### Lage rente en opgelopen waarderingen drukken de rendementsverwachtingen

De lage renteniveaus drukken hun stempel op de beleggingsomgeving in onze scenario's. De verwachte rendementen voor veilige vastrentende categorieën zijn in zowel '3L – Debt Trap' als in de meeste andere scenario's laag. De Duitse 10-jaarsrente schommelt rond de -0,50% en de ruimte voor een verdere daling lijkt beperkt. We verwachten in de meeste scenario's ook geen sterke stijging. Maar zowel bij een constante of licht stijgende kapitaalmarktrente is het verwachte rendement op de middellange termijn negatief. Een vergelijkbaar beeld geldt voor de meeste vastrentende categorieën. De effectieve rendementen (yields) zijn historisch laag waardoor de verwachte rendementen lager zijn dan in het verleden. De kapitaalmarktrentes van Italië en Spanje bevinden zich in de buurt van de laagste niveaus ooit en ook de effectieve rente van bedrijfsobligaties staat op een zeer laag niveau (zie figuur 3). Dit komt door de lage risicovrije rente en een

FIGUUR 3 RENTENIVEAUS DALEN NAAR HISTORISCH LAGE NIVEAUS



sterk gedaalde risico-opslag. In '3L – Debt Trap' gaan we uit van negatieve reële rentes op middellange en lange termijn. Hierdoor zullen beleggers op zoek gaan naar alternatieven. Dit biedt ondersteuning aan risicovollere beleggingen, zoals aandelen, en andere 'real assets'. Maar ook van deze beleggingscategorieën is de waardering opgelopen en zijn de verwachte rendementen gedaald.

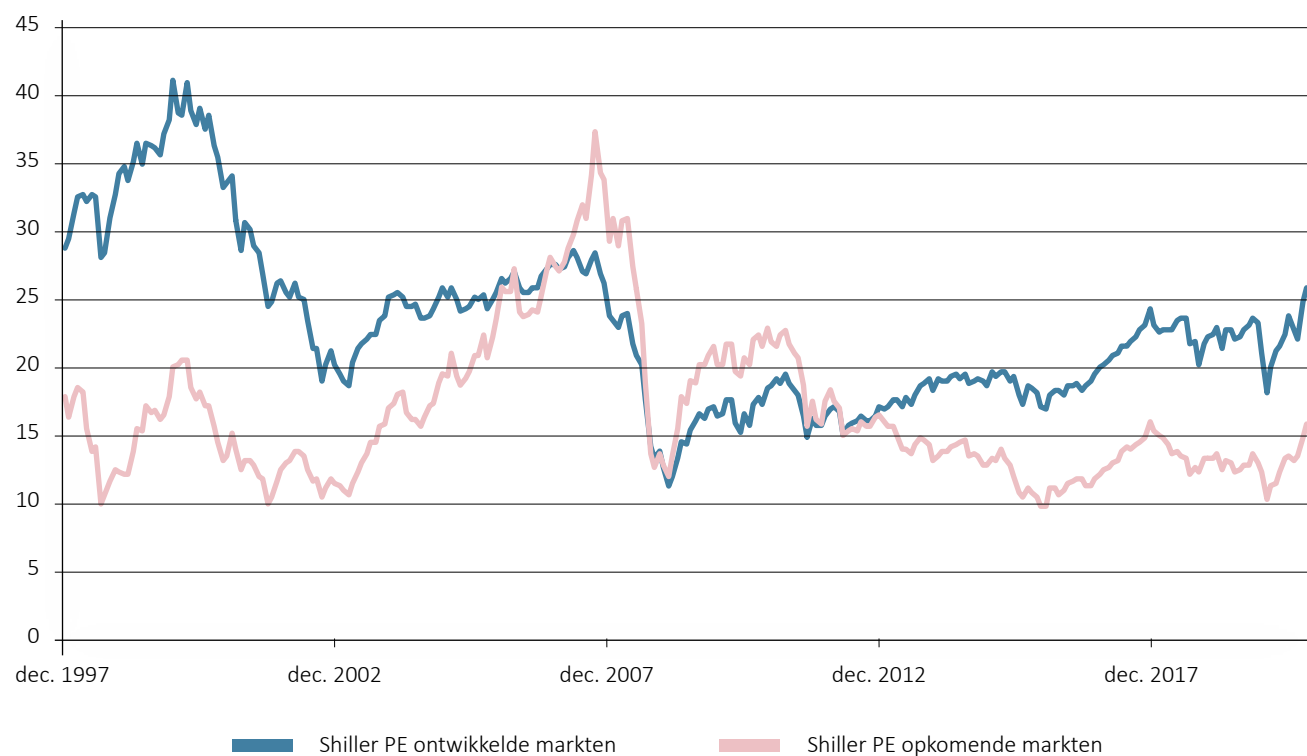
#### Beleggingsimplicaties: diversificatie en accenten aanbrengen

Beleggers moeten er rekening mee houden dat de beleggingsopbrengsten in de toekomst lager zullen zijn dan in het verleden. Dit geldt voor zowel de vastrentende als de zakelijke waarden. Het verwachte rendement voor beleggingen uit opkomende landen is relatief het aantrekkelijkst. Rentenniveaus liggen daar gemiddeld hoger en in sommige landen is de reële rente positief in tegenstelling tot in de eurozone. Ook de risico-opslagen in opkomende landen zijn gemiddeld hoger en de waardering van de

aandelenmarkten lager ten opzichte van de ontwikkelde markten (zie figuur 4). Daarom verwachten we hogere rendementen voor beleggingen uit opkomende landen al gaat dit gepaard met een hoger risico.

Daarnaast schatten we het risico op stijgende inflatie hoger in dan het risico op deflatie. Een deel van de beleggingsportefeuille inruimen voor inflatiegevoelige beleggingen is daarom verstandig. Maar het belangrijkste bij het samenstellen van een strategische beleggingsportefeuille is te zorgen voor effectieve spreiding. De coronacrisis van 2020 bracht deze les weer voor het voetlicht. De rendementsverschillen tussen landen en sectoren binnen de beleggingscategorieën waren zeer groot. Een te geconcentreerde beleggingsportefeuille en het inzetten op één scenario maakt de beleggingsstrategie fragiel.

FIGUUR 4 WAARDERING AANDELENMARKTEN GESTEGEN, OPKOMENDE MARKTEN RELATIEF AANTREKKELIJKER



De Shiller PE geeft een indicatie van de absolute waardering van de aandelenmarkt ten opzichte van de historie. Het is de koerswinst-verhouding waarbij de reële prijs gedeeld wordt door de gemiddelde reële winst per aandeel over de afgelopen tien jaar. Op deze manier wordt gecorrigeerd voor de economische cyclus.

Bron: Bloomberg, Achmea IM

## Conclusie

We handhaven de aannames uit het basisscenario '3L – Debt Trap' voor de middellange en lange termijn. Dit scenario kenmerkt zich door lage economische groei, lage inflatie en lage rentes. De verwachte rendementen voor de meeste beleggingscategorieën zijn gedaald ten opzichte van een half jaar geleden. Dit komt door de gedaalde rentes in de eurozone, de gedaalde risico-opslagen en de gestegen waarderingen. 'The Great Retreat' blijft het belangrijkste alternatieve scenario. De verwachte economische groei is lager dan in '3L - Debt Trap' en de inflatie hoger.

De inflatieverwachtingen voor de middellange termijn zijn momenteel nog gematigd, maar het risico op hogere inflatie is aanwezig. Het thematische crisisscenario 'Pandemie XL' achten we onwaarschijnlijk. We introduceren een nieuw crisisscenario dat aansluit bij de recente ontwikkelingen. We noemen dit scenario 'Pandemic Struggle' en in dit scenario blijkt het onder controle krijgen van de coronapandemie lastiger dan gedacht. Een oorzaak

kan zijn dat de vaccins niet de verwachte bescherming bieden. We voorzien in dit scenario een vlakker economisch herstelpad, zeer lage inflatie in de eurozone, zeer lage renteniveaus en risicovolle beleggingen die onder druk staan. Beleggers moeten er rekening mee houden dat de beleggingsopbrengsten in de toekomst lager zullen zijn dan in het verleden. Dit geldt voor zowel vastrentende als zakelijke waarden.

### Meer weten over scenarioplanning?

Bekijk onze videoserie over scenarioplanning met Twan van Erp en Maurice Geraets: handelingsperspectieven voor pensioenfondsen: <https://youtu.be/rXeX67X5bxY>  
Of beluister de podcast #5, #6 en/of #8 met Twan van Erp en Maurice Geraets (ook te beluisteren op uw favoriete podcast-app): <https://anchor.fm/achmeaim>



### 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.