

Investment Letter

DRIELUIK SCENARIO-UPDATE, DEEL III

Obligaties bieden weer rendementsperspectief

De economische groei staat onder druk en de inflatie neemt af. Het einde van de monetaire verkrappingscyclus komt in zicht. De verwachte rendementen zijn gestegen door de opgelopen rente. Tegen deze achtergrond en rekening houdend met de scenario-analyses zijn kredietobligaties relatief aantrekkelijk. Ook inflatiegevoelige beleggingen en alternatieve beleggingen spelen een belangrijke rol in een instabiele, multipolaire wereld.

Dit is deel drie van het drieluik over de periodieke update van de scenario-analyse. In dit deel gaan we in op concrete beleggingsimplicaties. De voorstellen volgen uit zowel de ontwikkelingen op de financiële markten ([zie deel I](#)) als de scenario-analyses ([zie deel II](#)).

Samenvatting

- Kredietobligaties zijn relatief aantrekkelijk door de gestegen rentes en krijgen de voorkeur boven aandelen.
- Inflatiegerelateerde obligaties zijn een aantrekkelijke beleggingscategorie in een omgeving waar de inflatierisico's aan de bovenkant liggen.
- Diversifiërende beleggingen vervullen een belangrijke rol in de huidige onzekere multipolaire wereld met grote geopolitieke risico's en hoge macrovolatiliteit.
- Liquiditeit blijft een belangrijk aandachtspunt voor beleggingsportefeuilles en verschillende illiquide beleggingen staan nog een herwaardering te wachten als gevolg van de rentestijgingen in 2022.

Economische groei onder druk en inflatie gepiekt

De wereldwijde economische groei staat onder druk. De kans bestaat dat zowel de Verenigde Staten als Europa in een recessie belanden. De inflatiedruk neemt af, maar de inflatie is nog steeds hoog. Centrale banken gaan daarom door met het verkrappen van het monetaire beleid. Het einde van verkrappingscyclus komt wel in zicht. De Fed en de ECB zullen de beleidsrentes in de eerste helft van 2023 nog verder verhogen en vervolgens een pauze inlassen. Dit alles vindt plaats tegen een achtergrond van een meer multipolaire wereld met aanzienlijke inflatierisico's (zie deel 2).

[Lees verder op de volgende pagina →](#)

AUTEURS



Wim Barentsen,
Chief Strategist



Maurice Geraets,
Sr. Investment Strategist



Tegelijkertijd zijn de verwachte rendementen hoger dan die in de afgelopen jaren. In dit beleggingsklimaat geven we de voorkeur aan kredietobligaties boven aandelen. Daarnaast zijn diversifiërende beleggingen aantrekkelijk in een hoog volatiele omgeving. Dit geldt voor beleggingen met een positieve inflatiegevoeligheid en voor beleggingen die geen of minder blootstelling hebben naar rente- en aandelenrisico. De ingeprijde inflatie ligt op een gematigd niveau terwijl uit onze scenario-analyse blijkt dat de inflatierisico's aan de bovenkant liggen. Liquiditeit blijft een belangrijk aandachtspunt voor beleggingsportefeuilles. De impact van de rentestijgingen in 2022 is nog niet in alle illiquide beleggingen verwerkt.

Figuur 1: Verwachte rendementen en volatiliteiten in 'Flags & Frictions' per ultimo 2022

Beleggingscategorieën	Scenario Flags & Frictions			
	MLT (5 jaar)		LT (15 jaar)	
	Rendement	Volatiliteit	Rendement	Volatiliteit
Kasgeld euro (€)	2,25%	0,75%	2,25%	1,25%
Duitsland euro-staatsobligaties (€)	2,50%	6,00%	2,50%	5,75%
Italië euro-staatsobligaties (€)	5,25%	10,25%	3,75%	10,50%
Global ILBs (€ hedged)	4,50%	5,75%	2,75%	5,75%
Investment Grade Credit euro (€)	3,50%	5,50%	3,50%	5,75%
Global High Yield (€ hedged)	5,00%	14,25%	5,00%	15,00%
Global Bank Loans (€ hedged)	6,50%	7,25%	6,75%	7,50%
Emerging Market Debt HC (€ hedged)	7,00%	11,75%	6,25%	12,25%
Emerging Market Debt LC (€)	7,00%	17,25%	7,00%	17,75%
Hypotheek (€)	5,25%	4,00%	4,25%	4,25%
Aandelen Ontwikkelde Landen (€ hedged)	4,50%	17,75%	5,75%	17,75%
Aandelen Opkomende Landen (€)	8,50%	27,75%	8,25%	28,50%
Beursgenoteerd Vastgoed (€ hedged)	4,50%	21,50%	5,75%	21,25%
Direct Vastgoed NL (€)	2,50%	6,00%	3,00%	6,00%
Grondstoffen (€ hedged)	2,50%	19,75%	3,75%	20,50%
Hedge funds (€)	5,00%	9,50%	5,00%	9,50%
Private equity (€ hedged)	7,50%	27,50%	8,75%	28,25%
Global Infrastructure (€ hedged)	4,00%	12,25%	5,25%	12,50%

Bron: Bloomberg, Achmea IM

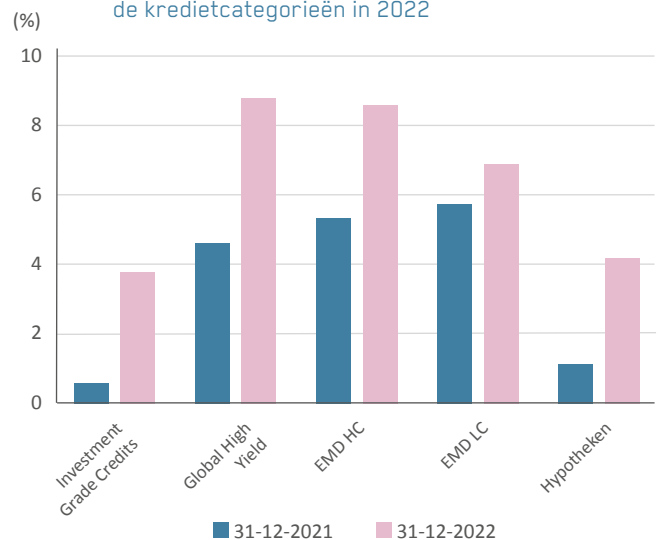
Kredietobligaties zijn relatief aantrekkelijk

Kredietobligaties zijn relatief aantrekkelijk door de gestegen rentes. De effectieve rendementen (yields) van de meeste kredietcategorieën staan op de hoogste niveaus in jaren. De yield van kredietobligaties uit de eurozone met een hoge kredietwaardigheid bedroeg eind 2022 circa 4%, het hoogste niveau sinds 2011. Dit geldt ook voor andere kredietcategorieën, zoals hypotheek en staatsobligaties uit opkomende landen in harde valuta. De yield van laatstgenoemde steeg afgelopen jaar tot

boven de 9%, een niveau dat sinds de kredietcrisis niet meer was voorgekomen.

De risicovrije rente is in 2022 fors gestegen en de risico-opslagen staan op gemiddelde tot aantrekkelijke niveaus. Dit betekent dat na jaren van zeer lage verwachte rendementen voor obligaties, de vooruitzichten zijn verbeterd. Kredietobligaties krijgen de voorkeur boven aandelen in de huidige beleggingsomgeving waarin de economische groei onder druk staat en het einde van de monetaire verkrappingscyclus in zicht komt. Bedrijfswinsten zijn kwetsbaar in een dergelijk economisch klimaat. Zeker ook door de grotere rol van de overheid waardoor het functioneren van de marktsector onder druk staat met potentieel negatieve gevolgen voor de winstontwikkeling. De huidige yields van kredietobligaties bieden beleggers daarnaast enige bescherming mochten risicovrije rentes verder stijgen of wanbetalingen oplopen als de economische situatie verslechtert.

Figuur 2: Forse stijging effectieve rendementen (yields) van de kredietcategorieën in 2022



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Voorkeur voor inflatiegerelateerde obligaties boven nominale staatsobligaties

Inflatiegerelateerde obligaties zijn een aantrekkelijke beleggingscategorie in een omgeving waar de inflatierisico's aan de bovenkant liggen. Deze obligaties krijgen dan ook de voorkeur boven de nominale tegenhangers. In 2022 viel het totaalrendement op inflatiegerelateerde obligaties tegen door de sterke stijging van de reële rente. Maar door deze stijging is de startwaardering van inflatiegerelateerde obligaties een stuk verbeterd. De reële rente is nu positief in zowel de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk als de eurozone. Dit in tegenstelling tot een jaar geleden. In deel 2 van dit drieluik gaven we aan waarom we verwachten dat de inflatie in de toekomst hoger zal zijn dan in het afgelopen decennium.

In het basisscenario liggen de inflatieaannames op de middellange termijn boven de doelstelling van de centrale banken, maar zijn deze per saldo nog gematigd en sluiten aan bij de niveaus die op de financiële markten zijn ingeprijsd. In de alternatieve scenario's liggen de inflatieaannames hoger. Vooral in een scenario waarbij de inflatie hoger uitkomt dan verwacht en de reële rente daalt, zijn inflatiegerelateerde obligaties één van de weinige categorieën die het goed doen. Ook andere beleggingscategorieën met een positieve inflatiegevoeligheid, zoals grondstoffen, blijven interessant in de huidige beleggingsomgeving.

Figuur 3: Reële rente van inflatiegerelateerde obligaties



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Diversifiërende beleggingen zijn belangrijk in een multipolaire wereld

Diversifiërende beleggingen vervullen een belangrijke rol in het robuuster maken van een beleggingsportefeuille. Dit was zeker het geval in 2022 (zie deel 1). We verwachten dat het belang van spreiding ook de komende jaren groot blijft. Zeker in de huidige onzekere multipolaire wereld met grote geopolitieke risico's en hoge macrovolatiliteit. Effectieve spreiding over beleggingscategorieën, regio's, sectoren en valuta's is daarbij belangrijk. Beleggingen die blootstelling hebben naar andere factoren dan de traditionele bèta's, renterisico en aandelenrisico, zorgen voor spreiding in de portefeuille. Dit zijn beleggingen die we scharen onder 'alternatieve diversificatie', zoals hedge funds.

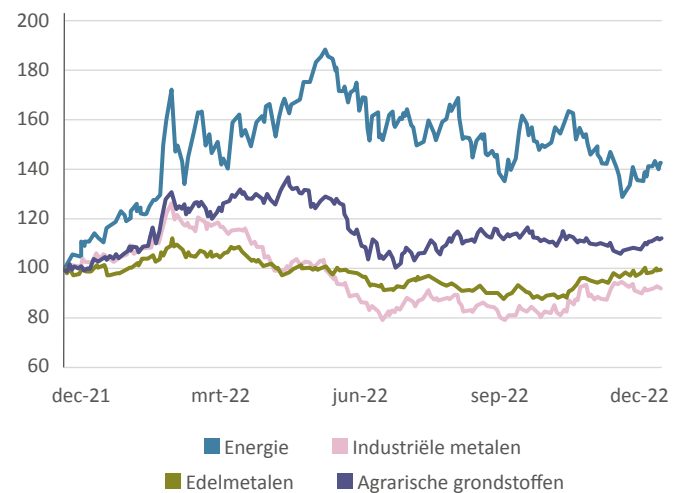
De beleggingsomgeving blijft de komende jaren naar verwachting uitdagend voor de traditionele beleggingscategorieën. Het onzekere beleggingsklimaat zorgt ook voor grote, vaak onvoorspelbare, rendementsverschillen binnen beleggingscategorieën en daarom moet het concentratierisico beperkt blijven. Dit geldt vooral voor de risicovollere beleggingen, zoals obligaties uit opkomende landen, waarbij voldoende spreiding over landen gewenst is. Ook bij grondstoffen is een effectieve spreiding over sectoren van belang gezien het verschil in

gevoeligheid voor specifieke risico's. Naast de geopolitieke risico's kunnen ook andere ontwikkelingen grote invloed hebben op specifieke beleggingen, zoals ESG-regelgeving die specifieke sectoren en landen raakt.



Grondstoffen kennen een positieve inflatiegevoeligheid.

Figuur 4: Grote verschillen in rendementsverloop grondstoffensectoren



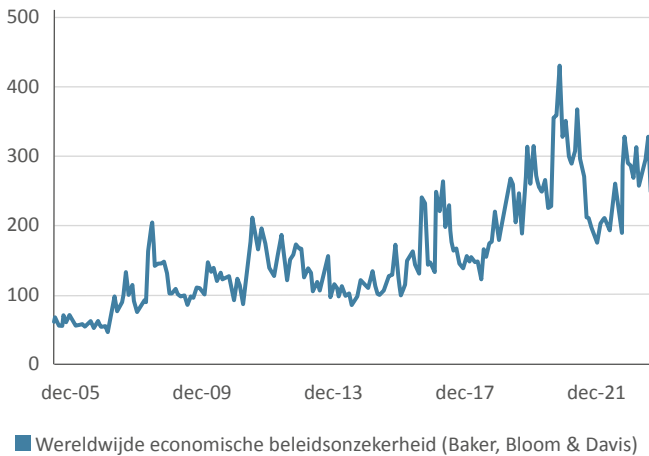
Bron: Bloomberg, Achmea IM

Voldoende liquiditeit is essentieel

Liquiditeit blijft een belangrijk aandachtspunt voor de beleggingsportefeuilles. De impact van de rentestijging uit 2022 is nog niet in alle illiquide beleggingen verwerkt. Daarnaast is de macro-economische omgeving verslechterd en zijn de financieringskosten gestegen. Deze factoren kunnen leiden tot een verdere herwaardering van deze beleggingen. Dit geldt bijvoorbeeld voor indirect vastgoed en private equity. De vertraagde prijsvorming van illiquide beleggingen bemoeilijkt het streven naar de gewenste portefeuilleallocatie. Daarnaast moet de beleggingsportefeuille uit voldoende liquide beleggingen bestaan indien op grote schaal rente- en valutarisico's worden afgedekt. Een mogelijke snelle en forse stijging van de rente en een forse

depreciatie van de euro leiden namelijk tot margeverplichtingen waaraan voldaan zal moeten worden. In het Verenigd Koninkrijk resulteerde de snelle en sterke stijging van de lange rente vorig jaar tot financiële instabiliteit en problemen bij pensioenfondsen (zie deel 1). In een wereld met veel onzekerheid, grote macrovolatiliteit en een ander monetair regime komen snelle en grote renteschokken waarschijnlijk vaker voor dan in het afgelopen decennium het geval was.

Figuur 5: Beleidsonzekerheid is hoog



Bron: Bloomberg, Achmea IM

'Fixed income is back to being investable.'

J.P. Morgan, december 2022

Drieluik scenario-update

- Deze Investment Letter is het laatste deel van ons drieluik scenario-update.
- Lees [hier](#) deel 1.
- Lees [hier](#) deel 2.



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.