

Investment Letter

DRIELUIK SCENARIO-UPDATE, DEEL I

2022: de grote herwaardering

2022 gaat de geschiedenisboeken in als een memorabel jaar. De forse stijging van de reële rente zorgde voor een herwaardering van risico's op de financiële markten. Zowel aandelen als staatsobligaties lieten forse verliezen zien waardoor andere beleggingen voor stabiliteit in de portefeuille moesten zorgen. De verwachte rendementen zijn opgelopen door de gestegen rentes.

Dit is deel één van het drieluik over de periodieke update van de scenario-analyse. In dit deel gaan we in op de ontwikkelingen in 2022. Deze ontwikkelingen vormen namelijk het startpunt voor de analyse. Vooral de sterke stijging van de reële rente en de herwaardering van veel beleggingen in 2022 hebben grote impact op de verwachte rendementen. In deel twee gaan we dieper in op de macro-economische ontwikkelingen in de scenario's. In deel drie lichten we de beleggingsimplicaties toe.

Samenvatting

- De snelle en forse monetaire verkrapping in reactie op de hoge inflatie en de oploeiende geopolitieke risico's waren de belangrijkste onderwerpen in 2022.
- De forse stijging van de reële rente leidde tot een algehele herwaardering op de financiële markten. De periode van negatieve nominale rentes is voorbij.
- De correlatie tussen staatsobligaties en aandelen was in 2022 positief. Andere beleggingscategorieën, zoals grondstoffen en hedge funds, zorgden wel voor diversificatievoordelen.
- De verwachte rendementen voor de middellange termijn zijn voor de vastrentende waarden gestegen door de stijging van de rentes.

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

AUTEURS



Wim Barentsen,
Chief Strategist



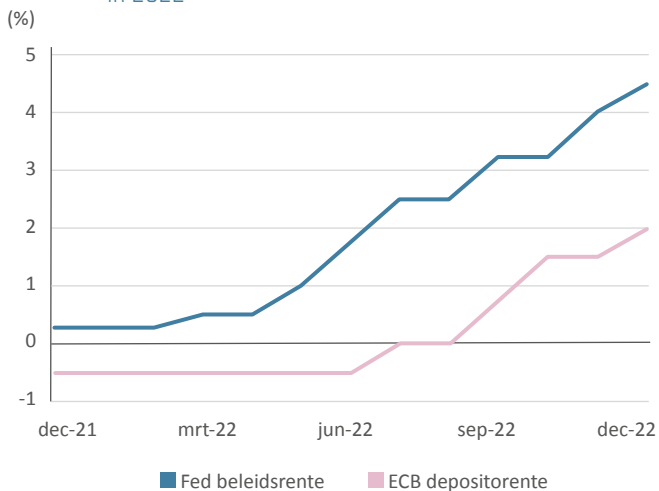
Maurice Geraets,
Sr. Investment Strategist



Monetaire draai maakt einde aan de laagrendementsomgeving

De afgelopen jaren zaten we in een laagrendementsomgeving. In de voorgaande scenario-analyses gaven we aan dat de verwachte rendementen voor de meeste beleggingscategorieën laag waren en dat veel beleggingen kwetsbaar oogden. De extreem lage (reële) rente was hiervan de belangrijkste oorzaak. De lage rente zorgde voor een asymmetrisch rendementsprofiel voor de obligatiecategorieën en joeg de waardering van de risicovollere beleggingen omhoog. Hier kwam in 2022 een abrupt einde aan. De monetaire autoriteiten zagen zich genoodzaakt de verrassend hoge inflatie te bestrijden. Onder aanvoering van de Amerikaanse centrale bank (Fed) werden de beleidsrentes fors en snel verhoogd. Een stuk sneller dan waar beleggers eind 2021 nog vanuit gingen. De Europese Centrale Bank (ECB) was in eerste instantie nog terughoudend, maar kwam in de tweede helft van 2022 in actie. De reactie van de centrale banken is een breuk met het verleden. Jarenlang werd een stimulerend monetair beleid gevoerd. De gematigde inflatie bood de monetaire autoriteiten deze ruimte. Aan dit tijdperk is nu een einde gekomen.

Figuur 1: Centrale banken verhoogden de beleidsrentes in 2022



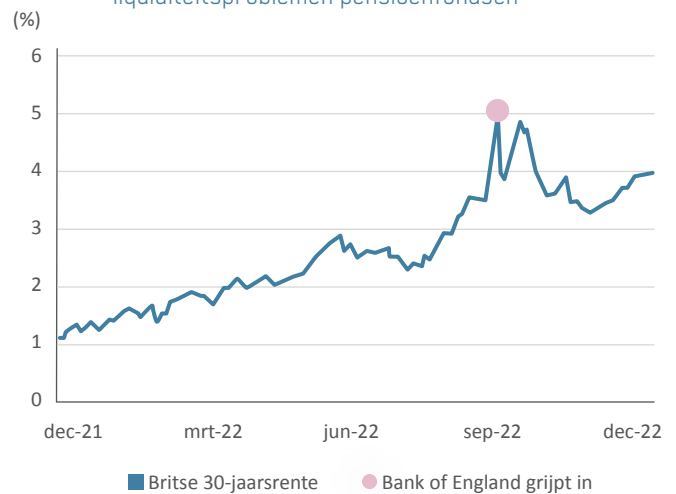
Bron: Bloomberg, Achmea IM

Geopolitieke ontwikkelingen drukken hun stempel op 2022

De oplopende en hoge inflatie zorgde in 2022 voor een forse verkrapping van het monetaire beleid. De inflatie liep in het begin van dat jaar al op onder invloed van zeer sterke, aan de pandemie gerelateerde beleidsstimulansen. De Russische invasie van Oekraïne zorgde vervolgens voor een schokgolf op de financiële markten. De oorlog in Oekraïne leidde tot veel onzekerheid en een forse stijging van grondstofprijzen en was daarmee een belangrijke aanjager van de inflatie. Met de Oekraïneoorlog zijn geopolitieke risico's weer volop actueel en deze hadden in 2022 grote impact. De ingestelde sancties tegen Rusland raakten verschillende beleggingscategorieën. Russische beleggingen werden uit de reguliere benchmarks verwijderd met vooral een negatieve

impact op de beleggingen uit opkomende markten. De afbouw van de afhankelijkheid van Russisch gas brengt de energietransitie mogelijk in een stroomversnelling. Maar tegelijkertijd bleek dat er een spanningsveld bestaat tussen energiezekerheid en de gewenste afbouw van de afhankelijkheid van fossiele energie. De stijgende rentes leidden ook tot liquiditeitsproblemen bij sommige beleggers. Vooral in het Verenigd Koninkrijk kwamen pensioenfondsen in de problemen door de snel en fors stijgende lange rente. De Britse centrale bank moest ingrijpen om de situatie te kalmeren.

Figuur 2: Bank of England grijpt in vanwege liquiditeitsproblemen pensioenfondsen



Bron: Bloomberg, Achmea IM

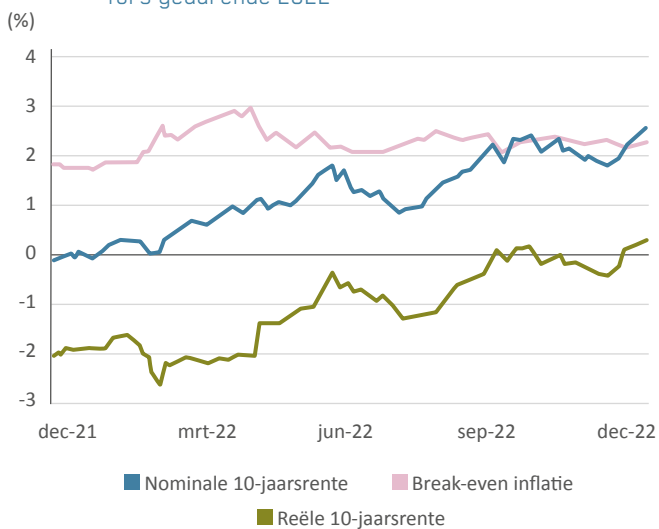
Forse stijging reële rente raakt nagenoeg alle beleggingscategorieën

De monetaire verkrapping leidde tot een algehele herwaardering op de financiële markten. Rentenniveaus gingen over de hele linie omhoog. De Duitse 10-jaarsrente steeg gedurende 2022 van -0,18% naar 2,57%, een stijging van 275 basispunten. Ondanks de hoge inflatie stegen de inflatieverwachtingen niet of nauwelijks. Er was dan ook vooral sprake van een stijging van de reële rente, zowel in de eurozone als in de Verenigde Staten. De stijging van de reële rente raakte nagenoeg alle beleggingscategorieën. Maar vooral beleggingen met een hoge rentegevoeligheid (duratie) stonden onder druk. Obligaties uit opkomende landen in harde valuta (EMD HC) daalden met meer dan 20%, mede door de relatief hoge duratie. De forse rentestijgingen zorgden ook voor flinke vermogensverliezen op de rente-afdekkingsstrategieën. Maar ook buiten het vastrentendewaardenspectrum zorgde de stijging van de reële rente voor forse verliezen. Het totaalrendement op aandelen was negatief. Vooral de rentegevoelige sectoren, zoals de technologiesector, werden hard geraakt. De verwachte winsten liggen daar verder in de toekomst waardoor een rentestijging een groter effect heeft op de contante waarde van deze beleggingen. Maar ook de rentegevoelige vastgoedaandelen gingen hard omlaag.



“We must bring inflation down. And we will deliver on this goal.”
 – ECB-President Christine Lagarde, januari 2023

Figuur 3: Duitse 10-jaarsrentes: vooral de reële rente steeg fors gedurende 2022



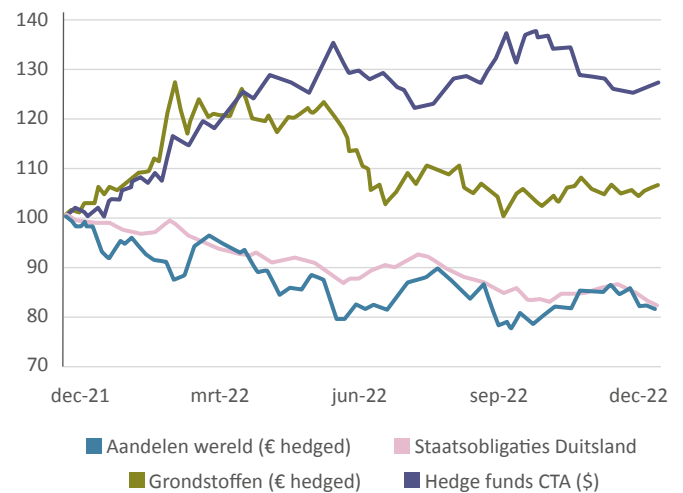
Bron: Bloomberg, Achmea IM

Spreiding blijft van cruciaal belang

Voor een robuuste beleggingsportefeuille is effectieve spreiding van cruciaal belang. 2022 was hiervoor exemplarisch. Vooral omdat staatsobligaties niet de gewenste diversificatie boden ten opzichte van aandelen. In voorgaande Investment Letters¹ hebben we gewaarschuwd dat het twijfelachtig was of staatsobligaties de rol van crisishedge konden vervullen als gevolg van de lage rente. De correlatie tussen staatsobligaties en aandelen was in de voorgaande decennia negatief. Een negatief rendement op aandelen werd vaak gecompenseerd door een positief rendement op staatsobligaties. Afgelopen jaar was de correlatie tussen beide

categorieën echter positief en was het totaalrendement op beide categorieën negatief. Andere beleggingscategorieën moesten zorgen voor de benodigde spreiding. De beleggingscategorie grondstoffen was in 2022 een welkome aanvulling in de beleggingsportefeuille en zorgde voor de gewenste diversificatie. Zowel de positieve inflatiegevoeligheid als de blootstelling aan geopolitiek risico pakten positief uit voor grondstoffen. Maar ook de beleggingen die wij scharen onder ‘alternatieve diversificatie’, zoals hedge funds en alternatieve risicopremies², deden wat ze moesten doen. De hedgefundstrategie CTA, trend following, had een positief jaar in tegenstelling tot de slechte performance van de traditionele beleggingscategorieën.

Figuur 4: Aandelen en staatsobligaties onderuit, andere beleggingen zorgen voor diversificatie



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Verwachte rendementen gestegen door hogere rente

De hogere reële rente leidt voor de meeste beleggingscategorieën tot hogere verwachte rendementen voor de middellange en lange termijn. Vooral voor vastrentende waarden zijn de verwachte rendementen gestegen ten opzichte van een half jaar geleden. De startwaarderingen zijn aantrekkelijker en de periode van negatieve nominale rentes is voorbij. Hiermee is een einde gekomen aan een periode waarin de rendementsverwachtingen over de hele linie zeer laag waren en obligaties geen aantrekkelijk alternatief waren voor de risicovollere beleggingen. De effectieve rendementen (yields) van sommige vastrentende categorieën staan nu op de hoogste niveaus in meer dan 10 jaar. Obligaties bieden hierdoor weer enig rendementsperspectief. Het verwachte totaalrendement van veilige staatsobligaties ligt nu boven de 2% en van risicovollere obligatiecategorieën ligt dat nog enkele procentpunten hoger. Het verwachte rendement voor een gemiddelde portefeuille bestaande uit aandelen en obligaties staat op het hoogste niveau in jaren. De renteniveaus liggen op dit moment niet meer op

¹Zie: Achmea IM Investment Letter, *The triumph of the pessimists, Deel 3: Safe haven no more, juni 2020*

²Zie: Achmea IM Investment Letter, *Nieuw beleggingsregime vraagt om vergaande diversificatie, oktober 2022*

extreem lage niveaus, maar zijn in historisch perspectief nog steeds gematigd gegeven de inflatierisico's. In het tweede deel van dit drieluik gaan we in op de macro-economische omgeving in de verschillende economische scenario's. In deel drie vertalen we de verwachte rendementen en de verschillende economische scenario's in concrete beleggingsimplicaties.

Vervolg

Deze Investment Letter is deel 1 van ons drieluik scenario-update.

Figuur 5: Geen obligaties meer met een negatieve effectieve rente



Bron: Bloomberg, Achmea IM



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.