

Investment Letter

DRIELUIK SCENARIO-UPDATE, DEEL II

Flags & Frictions: breuk met het verleden

De macro-economische omgeving zal de komende jaren anders zijn dan die in het afgelopen decennium. Er is sprake van een multipolaire wereld met hoge macro-volatiliteit en grote geopolitieke risico's. Daarnaast zijn de inflatie en inflatierisico's hoger, is de beleidsruimte voor monetaire autoriteiten beperkter en is er sprake van een actiever begrotingsbeleid. Deze trends liggen ten grondslag aan ons basisscenario 'Flags & Frictions' en aan de alternatieve scenario's. Dit is deel twee van het drieluik over de periodieke update van de scenario-analyse.

Samenvatting

- We handhaven het basisscenario 'Flags & Frictions'. In deze meer multipolaire wereld staat de efficiëntie van de wereldeconomie onder druk.
- De macro-economische omgeving in 'Flags & Frictions' is op een aantal punten anders dan die in het afgelopen decennium.
- De inflatie, inflatierisico's en macrovolatiliteit zijn hoger, de beleidsruimte voor monetaire autoriteiten is beperkter en er is sprake van een actiever begrotingsbeleid.
- De aanname voor de verwachte (reële) rente is hoger dan voorheen, maar is in historisch perspectief nog steeds gematigd. De hoge schuld niveaus beperken de ruimte voor forse rentestijgingen.

Flags & Frictions is het basisscenario

We handhaven het basisscenario 'Flags & Frictions'. De term 'Flags' staat voor de gespannen internationale omgeving. De oorlog in Oekraïne en de moeizame relatie tussen de Verenigde Staten en China zijn tekenend hiervoor. 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. In deze meer multipolaire wereld staat de efficiëntie van de wereldeconomie onder druk door de grote rol van overheden en grotere nadruk op robuustheid. We zien drie belangrijke ontwikkelingen waardoor we verwachten dat de macro-economische omgeving het komende decennium er anders zal uitzien dan in de periode tussen de kredietcrisis en de coronacrisis. Dit zijn een hogere inflatie, een ander monetair regime en een hogere volatiliteit.

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

AUTEURS



Wim Barentsen,
Chief Strategist



Maurice Geraets,
Sr. Investment Strategist



Risico's voor inflatie liggen aan de bovenkant

De inflatieverwachtingen in het basisscenario 'Flags & Frictions' liggen op de middellange termijn beperkt boven de doelstelling van de centrale banken en de inflatierisico's liggen aan de bovenkant. Er zijn verschillende redenen waarom we een hogere en volatielere inflatie in vergelijking met het vorige decennium verwachten:

- Ten eerste het stokken van de globaliseringstrend. De nadruk ligt nu op de veerkracht van het productieproces en minder op efficiëntie door de productie naar het eigen land terug te halen (reshoring), dichterbij huis te brengen (nearshoring) of onder te brengen bij bevriende landen (friendshoring). Per saldo is de aanbodzijde van de wereldeconomie minder elastisch dan voorheen.
- Ten tweede eist de overheid een steeds belangrijkere rol op in het economisch proces. Dit vertaalt zich onder meer in toenemende regelgeving, hogere defensie-uitgaven en industriepolitiek. Per saldo zijn deze ontwikkelingen inflatoir.
- Ten derde zijn er de demografische trends. De afhankelijkheidsratio van ouderen stijgt wat leidt tot krappere arbeidsmarkten en hogere inflatiedruk.
- Ten vierde leidt de energietransitie tot hogere inflatie. Er is de afgelopen jaren te weinig geïnvesteerd in de winning van grondstoffen waardoor in veel markten krapte heerst. Daarnaast is de elektrificatie van de maatschappij een kostbare aangelegenheid en wordt het uitstoten van CO₂ steeds meer belast.

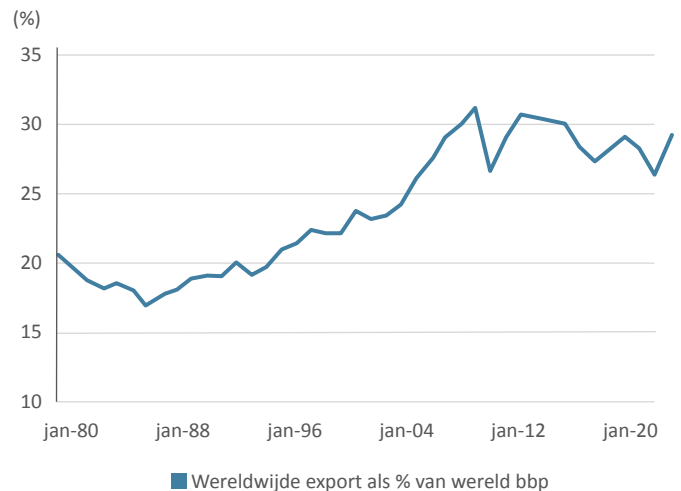


Het uitstoten van CO₂ wordt steeds meer belast, wat een inflatoire werking heeft.

'Indeed, even as we need more international cooperation on multiple fronts, we are facing the specter of a new Cold War that could see the world fragment into rival economic blocs. This would be a collective policy mistake that would leave everyone poorer and less secure.'

Kristalina Georgieva, directeur van het IMF, 16 januari 2023

Figuur 1: Globalisering stagneert

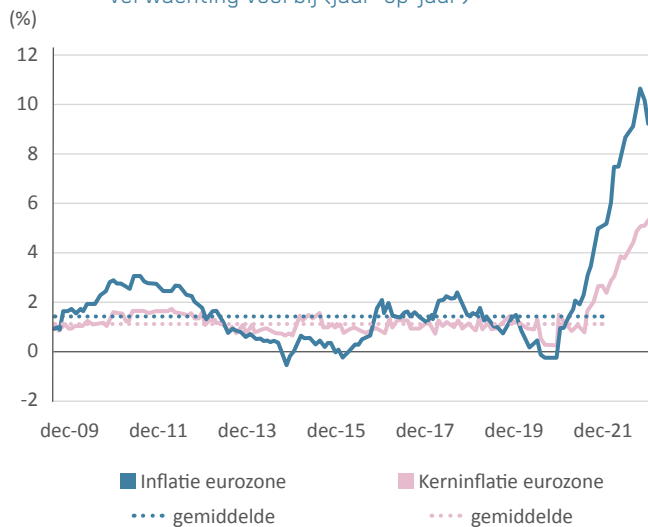


Bron: Bloomberg, Achmea IM

Een nieuw monetair regime is aangebroken

In deel één van dit drieluik beschreven we de abrupte draai in het monetaire beleid in het afgelopen jaar. Er kwam een einde aan een jarenlange periode van monetaire stimulansen. Dit aanhoudend ruime monetaire beleid is ingezet na de kredietcrisis in 2008/2009. De monetaire autoriteiten verlaagden de beleidsrentes en begonnen op grote schaal obligaties op te kopen. De ECB en diverse andere Europese centrale banken hanteerden zelfs een negatieve beleidsrente. Centrale banken waren van mening dat het ruime monetaire beleid gerechtvaardigd was omdat de inflatie (te) laag was. In de periode 2010-2021 bedroeg de inflatie in de eurozone gemiddeld 1,4% per jaar. De kerninflatie, exclusief voedsel- en energieprijzen, kwam gemiddeld op 1,1% uit. Centrale banken konden tegen deze desinflatore achtergrond snel ingrijpen bij een economische teruggang of financiële crisis en fungeerden als achtervang voor de financiële markten. Nu de inflatie fors is gestegen en diverse desinflatore krachten afnemen of wegvallen, maakt dit de taak voor de monetaire autoriteiten lastiger. De bewegingsruimte wordt beperkt en een belangrijke steun voor de financiële markten neemt af. Dit nieuwe monetaire regime als gevolg van de minder gunstige groei-inflatie trade off gaat gepaard met een hogere reële rente om de inflatieverwachtingen in toom te houden.

Figuur 2: Periode van structurele desinflatie is naar verwachting voorbij (jaar-op-jaar)



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Gespannen omgeving zorgt voor hogere macro-economische volatiliteit

De macro-economische volatiliteit zal de komende jaren hoog blijven door de hoge inflatie, het nieuwe monetaire regime en de geopolitieke risico's. De hogere volatiliteit geldt zowel voor de economische groei als de inflatie. In 2023 zal de inflatie verder afzwakken, mede door basiseffecten en de gedaalde grondstofprijzen. Op de financiële markten wordt ingeprijsd dat de inflatie op de middellange termijn terugkeert naar 2% à 2,5% in de eurozone. Uit onderzoek¹ blijkt echter dat hoge inflatie vaak 'sticky' is en lastig onder controle te krijgen is. Dit in combinatie met een minder elastische aanbodzijde in de wereldeconomie en minder bewegingsruimte voor centrale banken leidt naar verwachting tot een hogere inflatievolatiliteit.



Hetzelfde geldt voor de economische groei. Centrale banken zullen genoodzaakt zijn harder op de monetaire rem te trappen als de inflatie langdurig hoog blijft met negatieve gevolgen voor de economische groei. Al met al is er sprake van een minder gunstige groei-inflatie trade-off. De grote geopolitieke risico's en potentiële interne conflicten maken deze trade-off nog lastiger. Daarnaast zullen klimaatrisico's de verwachte rendementen in de verschillende scenario's beïnvloeden. Een ingrijpend klimaatbeleid zal voor tegenwind zorgen voor verschillende beleggingscategorieën, zoals aandelen uit de opkomende markten.

Figuur 3: Ingeprijsde inflatie op de middellange termijn



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Hogere reële rentes en risicopremies

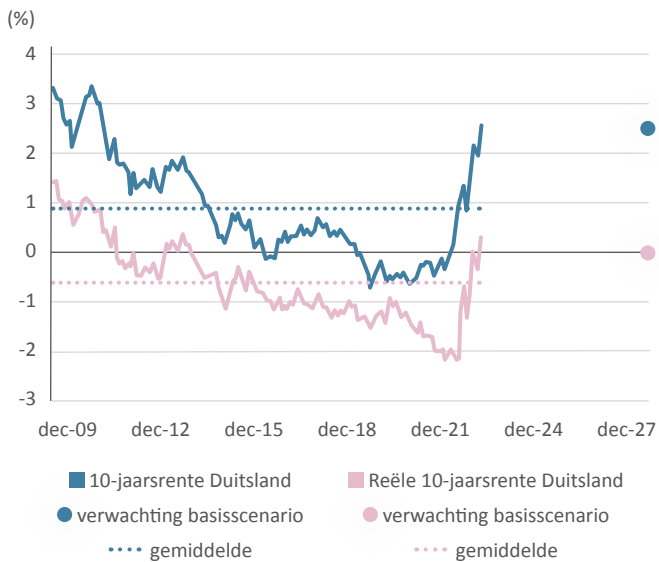
In ons basisscenario 'Flags & Frictions' verwachten we dat het komende decennium gekenmerkt wordt door een minder gunstige groei-inflatie trade-off, een hoger inflatierisico, een actiever begrotingsbeleid en een minder ruim monetair beleid waarbij het 'vangnet' van centrale banken lager ligt. Dit in tegenstelling tot de periode 2009-2021 die gekenmerkt werd door gematigde economische groei, desinflatie, een stimulerend monetair beleid en waar centrale banken fungeerden als achtervang voor de financiële markten. We veronderstellen in 'Flags & Frictions' dan ook hogere (reële) rentes op de middellange en lange termijn in vergelijking met de voorgaande periode.

In historisch perspectief zijn de rentes nog steeds gematigd rekening houdend met de inflatierisico's. De hoge schuld niveaus in de westerse landen belemmeren een forse rentestijging. Een verdere sterke stijging van de reële rente leidt waarschijnlijk tot een forse economische afkoeling of financiële instabiliteit. We veronderstellen ook hogere risicopremies voor sommige beleggingscategorieën. Een voorbeeld hiervan zijn aandelen uit de

¹ Onder andere: Research Affiliates, History Lessons: How "Transitory" Is Inflation, November 2022

opkomende markten die tegenwind ervaren in deze multipolaire wereld. In deel drie van dit drieluik vertellen we de verwachte rendementen en de verschillende economische scenario's in concrete beleggingsimplicaties.

Figuur 4: Periode van hogere reële rente



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Vervolg

- Deze Investment Letter is deel 2 van ons drieluik scenario-update.
- Lees [hier](#) deel 1.
- In deel 3 gaan we in op de concrete implicaties voor 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.