

Alleen voor professionele beleggers

Beleggingsnota 2023

Recessie, fragmentatie en onzekerheid

Augustus 2022

Inhoudsopgave

| | |
|---|----|
| Introductie | 3 |
| Economische vooruitzichten | 4 |
| Financiële Markten en Capital Market Assumption | 14 |
| Scenarioanalyse | 24 |
| Belangrijke Informatie | 30 |



Introductie

Beleggingsnota 2023

Voor u ligt onze Beleggingsnota 2023 met daarin onze vooruitzichten voor de economie en financiële markten.

Er is sprake van toenemende fragmentatie wereldwijd; economisch, financieel, politiek, technologisch en militair. Geopolitiek is de wereld lange tijd niet zo turbulent geweest, met onder andere een oorlog in Oekraïne, een energiecrisis en klimaatverandering, een steeds nadrukkelijker conflict tussen de VS en China, en militaire spanningen rondom Taiwan. En ook COVID-19 is nog niet volledig uitgespeeld wereldwijd. Daarnaast is er politieke onzekerheid, met verkiezingen in onder meer Italië en in de VS.

Als gevolg daarvan zijn de macro-economische ontwikkelingen ook aanzienlijk volatieler dan normaal; historisch hoge inflatiecijfers -die wellicht een piek hebben bereikt-, centrale banken die de markten verrassen met grote rentestappen, en een toenemende vrees voor recessie in de VS en in de eurozone. De voorspellingen voor zowel de inflatie als de groei zijn daarom een stuk onzekerder dan in voorgaande jaren, met een grote spreiding aan verwachtingen. In de basis wordt uitgegaan van een gepiekte inflatie die in de komende jaren weer gaat dalen in de richting van de ECB-doelstelling, en een afzwakkende groei (met mogelijk recessie) in ontwikkelde markten en, na een hapering dit jaar, een toenemende groei in opkomende markten volgend jaar.

Dat zorgt er ook voor dat de vooruitzichten voor de financiële markten onzekerder zijn dan normaal. Ondanks de geopolitieke spanningen en het recessiegevaar, zijn de verwachte rendementen voor alle beleggingscategorieën in ons CMA-model aanzienlijk gestegen vergeleken met een jaar geleden. Hogere startrentes en hogere start dividend yields, in combinatie met lagere waarderingen (lagere aandelenkoersen en hogere spreads) zijn de voornaamste verklaring. Ook betreft het nominale rendementen. Wordt gecorrigeerd voor toegenomen inflatieverwachtingen, dan is in reële termen lang niet in alle gevallen sprake van hogere verwachte rendementen.

Aandelen opkomende markten wordt -net als in voorgaande jaren- het hoogste verwachte rendement toegewezen, en staatsobligaties het laagste, zij het wel positief dit jaar. Met name risicovolle obligaties -de verliezers van afgelopen jaar- kennen dit jaar een aantrekkelijke rendement/risico-verhouding. Ook commodities en catastrofe obligaties scoren dit jaar goed in ons CMA-model.

Een scenarioanalyse geeft tot slot aan, dat in het hoge inflatie scenario commodities goed presteren gevolgd door inflatie-geïndexeerde obligaties, maar ook 'absolute return' categorieën zoals deposito's, catastrofe obligaties en hedge funds. In het lage groei scenario presteren nominale staatsobligaties met een lange looptijd relatief goed. Een belangrijke constatering is dat op lange termijn het nagenoeg niet mogelijk is om het rendement te beschermen tegen een daling van reële rentes en reële inkomsten, omdat op lange termijn inkomsten de initiële koerseffecten domineren. Beleggingsrendementen zijn dan een reflectie van lagere reële inkomsten uiteindelijk. Op korte termijn bieden positieve koerseffecten op obligaties bescherming, maar op lange termijn resteert voornamelijk maar één oplossing: het lagere rendement compenseren door riskanter te beleggen. Daarvoor dient echter wel ruimte te zijn in het risicobudget.



Jitzes Noorman
Delegated CIO &
Investment Strategist

Economische vooruitzichten

Terugblik en evaluatie

De trefwoorden vorig jaar in de Beleggingsnota 2022 waren: COVID-19, productieverstoringen, en “peak growth”. De inflatie begon al te stijgen, maar was nog relatief beperkt (2,2% in de eurozone en 5,4% in de VS), en werd voornamelijk als tijdelijk aangeduid. De economische groei werd -na een inhaalslag in 2021- geacht te normaliseren in 2022, en Westerse centrale banken werden geacht de rente in 2022 nog ongewijzigd te laten. Voor commodities en staats- en bedrijfsobligaties werden negatieve rendementen voorzien, en voor aandelen positieve rendementen, met name in opkomende markten.

De uitkomsten zijn gemengd. De economische groei is inderdaad afgenomen, en staatsobligaties en spread producten hebben een negatief rendement opgeleverd. Maar onvoorzien was dat ook aandelen negatief hebben gerendeerd terwijl commodities juist de winnaar waren, de inflatie ongekend is gestegen en dat centrale banken reeds gestart zijn met het verkrappen van het monetair beleid. Een belangrijke drijver van deze ontwikkelingen was uiteraard de Russische invasie in Oekraïne.

Geopolitiek

COVID-19

De COVID-19 pandemie is sinds het eerste kwartaal 2022 geen dominant thema meer voor de Westerse economieën. Vaccinaties, een minder schadelijke variant (Omikron) en een afnemend draagvlak voor maatregelen, hebben gezorgd voor het heropenen van economieën. De economische impact verschoof daarmee van lockdowns (welke de dienstensector raakten) naar arbeidstekorten in menig sector doordat vele besmette werknemers in quarantaine moesten. Alleen in China blijft COVID-19 een belangrijke drijver van de economie; de combinatie van een zeer besmettelijke variant en een zero-tolerance beleid resulteert in hernieuwde lockdowns in enkele grote steden.

Hoewel nieuwe varianten in combinatie met kouder weer eind 2022 en begin 2023 mogelijk nieuwe maatregelen verlangen, lijkt het Westen COVID-19 definitief als ‘endemisch’ in plaats van ‘pandemisch’ te benaderen. Wel lijkt de pandemie structureel gezorgd te hebben voor een andere kijk op wereldwijde productieketens, de manier van werken, en klimaat.

Oorlog in Oekraïne

Sinds 24 februari 2022 gaat alle aandacht uit naar de oorlog in Oekraïne. De Russische invasie heeft ervoor gezorgd dat ook met het naar de achtergrond verdwijnen van de COVID-19 pandemie, de wereld turbulent blijft, zowel vanuit politiek, militair, humanitair, economisch, financieel, als klimaat oogpunt.

De gebeurtenissen worden in Europa een keerpunt in de geschiedenis genoemd. Een EU die eensgezinder dan ooit acteert met een stevig pakket van economische sancties, en zelfs wapenleveranties gaat financieren. Een herboren NAVO (na eerder obsoleet verklaard te zijn door Trump en hersendood door Macron), met Finland en Zweden die wensen toe te treden, en landen zoals Duitsland die hun jaarlijkse defensiebijdrage fors ophogen tot de NAVO-norm van 2% van het BBP. Ook wordt de EU geforceerd om haar energievoorziening op korte termijn drastisch aan te passen en veilig te stellen, en de afhankelijkheid van Russisch gas rap af te bouwen. Zo is er inmiddels een EU Gasnoodplan dat een vrijwillige vermindering beoogt van het gasverbruik met 15% tussen augustus 2022 en eind maart 2023. Dit zorgt voor een versnelde doch chaotische energietransitie, en waarbij kortstondig juist zelfs gekozen kan worden voor minder duurzame oplossingen zoals het heropenen van kolencentrales en het bouwen van LNG faciliteiten¹.

Hoewel de oorlog zich momenteel lijkt te stabiliseren in het oosten van Oekraïne, blijft het verdere verloop moeilijk te voorspellen. Mogelijke uitkomsten variëren nog steeds van een verdrag en vrede, een lange guerrillaoorlog, een overwinning door Rusland met een pro-Rusland regime in Kiev en een langdurig patstelling tussen Rusland en het Westen, tot een derde wereldoorlog met kernwapens.

Wel lijkt inmiddels duidelijk dat deze oorlog wereldwijd tot een verdere fragmentatie leidt. Al enkele jaren was sprake van een polarisatie waarbij grote landen zoals de VS en China eigen belangen vooropstelden, en internationale instanties zoals de VN aan invloed hebben ingeboet (zo heeft Donald Trump als Amerikaans president meerdere internationale verdragen opgezegd). Na de Russische invasie werd niet eensgezind geacteerd door de wereld. Lang niet alle landen hebben de invasie veroordeeld noch sancties ingevoerd. Sterker nog, de Westerse sancties (het afsluiten van enkele Russische banken van SWIFT, het bevriezen van Westerse tegoeden van de Russische centrale bank, verbod op export van high-tech) vormen een prikkel voor niet-Westerse landen om alternatieve betalingssystemen en eigen technologieën te ontwikkelen om zo minder kwetsbaar te worden. Tegelijkertijd vormt de oorlog voor Westerse landen en bedrijven een prikkel om productieketens robuuster te maken en weer te ‘insourcen’, en minder afhankelijk te worden van de rest van de wereld wat betreft energie.

¹ <https://climateactiontracker.org/publications/global-reaction-to-energy-crisis-risks-zero-carbon-transition/>

VS – China conflict

Sinds de tweede wereldoorlog hebben de Verenigde Staten van het Verenigd Koninkrijk de rol als wereldmacht overgenomen op economisch, militair en politiek vlak. Aan deze periode lijkt met de opkomst van China geleidelijk een einde te komen. China werpt zich steeds nadrukkelijker op als nieuwe wereldmacht. Het 'America First' beleid ingezet door Trump in 2017 leek daar een reactie op.

De omvang van de Chinese economie (uitgedrukt in USD) verhoudt zich per 2021 tot circa 77% van die van de Verenigde Staten (bron: World Bank). En uitgaande van een groeiverschil van 5%-punt, zou China in 2027 de VS passeren. Ook op militair vlak nadert China de VS. Volgens de "PowerIndex" van GlobalFirePower is China de nummer 3 na de VS (1) en Rusland (2)².

De relatie tussen de VS en China verslechtert langzaam van 'concurrenten' tot 'vijanden'. Dat begon o.a. met de invoering in 2018 van handelstarieven en -barrières door Trump. Naast een handelsoorlog is ook sprake van een 'Tech war'. Maatregelen zijn o.a. het uitsluiten van het gebruik van Chinese technologie bij Amerikaanse communicatienetwerken, en bijvoorbeeld een exportverbod van Amerikaanse software en chips aan Huawei. China op zijn beurt probeert een eigen chipindustrie van de grond te krijgen. Het conflict krijgt ook steeds meer een militaire invalshoek, met als trigger Taiwan dat door China als een afvallige provincie wordt beschouwd. Zo heeft China gerichte militaire acties aangekondigd rondom Taiwan in reactie op het bezoek van Pelosi (voorzitter van het Amerikaanse Huis van Afgevaardigden) aan Taiwan. En hoewel de VS de "One China policy" erkent, verklaarde president Biden in mei in een persconferentie dat de VS militair zou interveniëren mocht China Taiwan met geweld willen inlijven³. Voorts is bekend geworden dat China de gesprekken met de VS op hoog militair niveau alsook de klimaatdialoog heeft stilgelegd.

Fragmentatie

Zowel als gevolg van de COVID-19 pandemie, de oorlog die Rusland voert in Oekraïne, als het conflict tussen de VS en China, is sprake van fundamentele en schoksgewijze geopolitieke veranderingen, met een ongewisse uitkomst. Het IMF gaf dit jaar aan dat deze ontwikkelingen tezamen met klimaatverandering resulteren in lagere groei, hogere inflatie, een negatieve impact op huishoudens wegens hogere voedsel- en energieprijzen, een sterk toenemende volatiliteit op de financiële markten, hogere staatsschulden, en de-globalisering.

Expliciet noemde het IMF het sterk toegenomen risico van 'geo-economische fragmentatie', waardoor het vermogen om deze crises het hoofd te bieden wordt beperkt⁴. Schattingen van het IMF geven aan dat bijvoorbeeld alleen al de onzekerheid over het handelsbeleid het wereldwijde BBP in 2019 met 1%-punt heeft verlaagd, en dat technologische fragmentatie zou kunnen leiden tot verliezen van 5% BBP in vele landen. Ook parallelle niet-gekoppelde betalingssystemen zouden nieuwe transactiekosten tot gevolg hebben. Volgens het IMF is het daarom essentieel dat het vertrouwen hersteld wordt in het "rules-based global system". Vier prioriteiten worden aangestipt: het robuuster maken van internationale handel (niet zozeer door insourcing, maar via diversificatie van importen), het gecoördineerd herstructureren van schulden van lage inkomens landen, het moderniseren van internationale betalingssystemen, en beleid dient gericht te zijn op mensen in plaats van winsten.

Klimaatverandering

Het doel van het Klimaatakkoord van Parijs -de opwarming van de aarde beperken tot ruim onder 2 graden Celsius en met een duidelijk zicht op 1,5 graden Celsius- lijkt steeds verder uit beeld te raken. De opwarming van de aarde bedraagt inmiddels al 1,2C en de kans dat deze eeuw de 1,5C wordt overschreden is 95% en afhankelijk van de scenario's -variërend van zeer optimistisch tot het huidige beleid- lopen de projecties uiteen van 1,5C tot 3,6C⁵. De wereld ervaart al in toenemende mate de fysieke consequenties, zoals overstromingen, droogte, hittegolven en bosbranden. Naast mitigatie neemt daarom ook de aandacht voor adaptie toe.

Klimaatverandering zal naast fysieke, humanitaire en economische consequenties ook een geopolitieke impact hebben. Zo stelt "The Economist" dat de transitie naar duurzame energie nieuwe grondstoffen grootmachten zal voortbrengen⁶. De energietransitie is een commodity transitie van kolen, gas, olie, naar metalen zoals kobalt, koper, nikkel, lithium, aluminium (nodig voor zonne-energie, windenergie, elektrische auto's, accu's, etc.). De markt voor deze metalen zal verzevenvoudigen tussen nu en 2030. De top-10 landen van deze metalen zullen geconcentreerder zijn dan nu het geval is met producenten van fossiele brandstoffen. Veel van deze 'groene' metalen-landen zijn arme landen en autocratieën. Winnaars zijn o.a. Australië, China, Chili, Congo, Peru, Indonesië. Verliezers zijn hoge-kosten oliestaten zoals Algerije, Egypte, Angola, Nigeria, VK, en Noorwegen. The Economist noemt meerdere 'uitdagingen'. Het duurt 16 jaar om een mijn te bouwen en het zal enorme investeringen vereisen. De kwaliteit van mijnen neemt af. Er is sprake van technologisch risico: de samenstelling van batterijen verandert vrij snel momenteel, wat lange termijn investeringen riskant maakt. Tot slot is er politiek risico: de nieuwe rijkdom kan in arme landen resulteren in corruptie, politieke turbulentie, geconcentreerde economieën, en inkomensongelijkheid. De paradox -volgens Juan Carlos Jobet, voormalig energieminister in Chili- is dat "If we stop mining, we won't be able to cut emissions."

² <https://www.globalfirepower.com/countries-listing.php>

³ <https://edition.cnn.com/2022/05/23/politics/biden-taiwan-china-japan-intl-hnk/index.html>

⁴ IMF, "Why We Must Resist Geoeconomic Fragmentation—And How", 22 mei 2022

⁵ <https://climateactiontracker.org/global/cat-thermometer/>

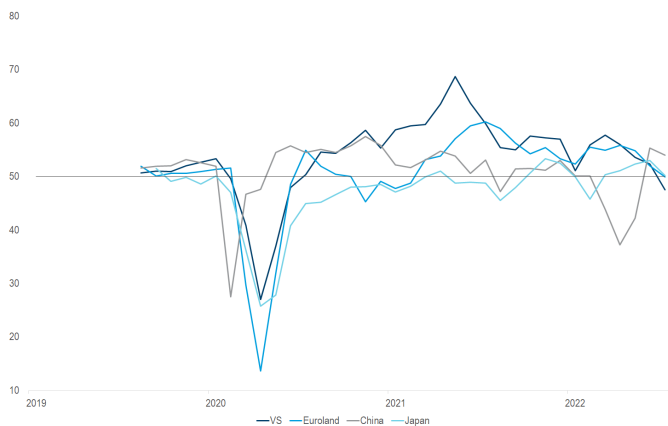
⁶ <https://www.economist.com/finance-and-economics/2022/03/26/the-transition-to-clean-energy-will-mint-new-commodity-superpowers?gclid=c0071e55-884f-4d5c-8a76-dac39dd72b8>

Economische groei

De impact van bovenstaande geopolitieke en klimaat ontwikkelingen op de economisch groei is logischerwijs negatief, maar zorgt eveneens voor een grotere onvoorspelbaarheid dan normaal. Die onzekerheid uit zich in aanzienlijke schommelingen op de financiële markten, maar ook in grotere bandbreedtes wat betreft macro-economische voorspellingen.

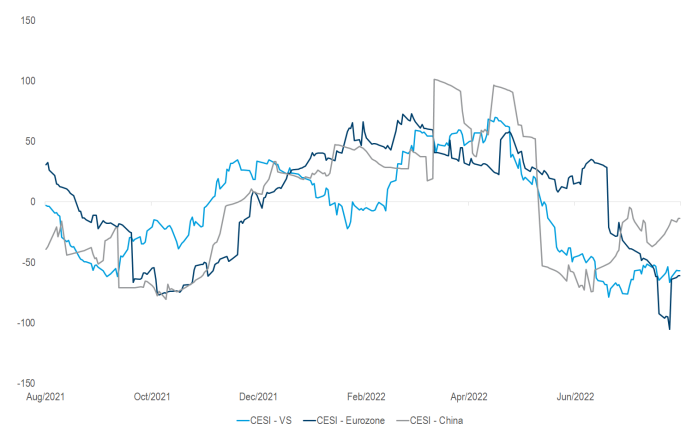
Ook cyclisch is sprake van een afnemend economisch momentum wereldwijd. De Purchasing Manager Indices (PMI's) laten in de meeste regio's een daling zien (de diensten PMI in de VS ligt al onder het 50-groei/krimp-niveau) en de meeste macro-cijfers stellen teleur ten opzichte van de consensusverwachting, in zowel de VS, de eurozone als in China.

Samengestelde 'Purchasing Manager Indices'



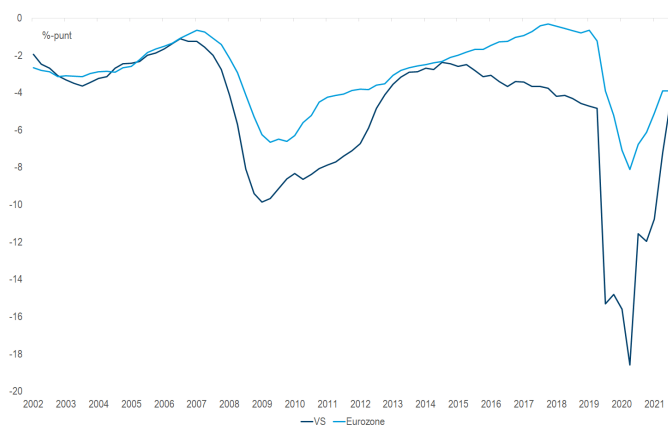
Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, S&P Global, Citi, 3 augustus 2022

Citi "Economic Surprise" (CESI) indices



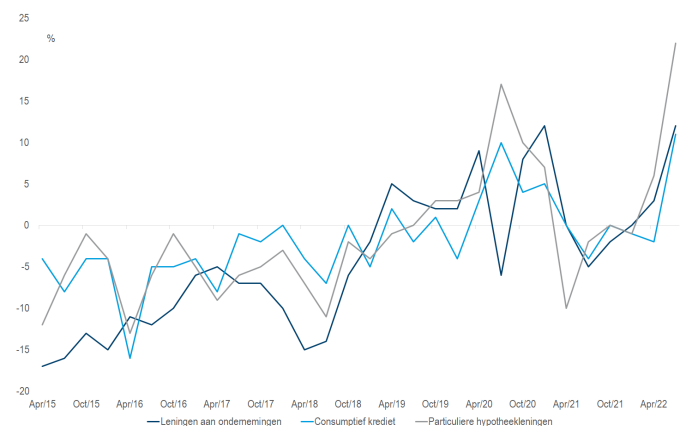
Een groei-afzwakking is goed verklaarbaar: na een initiële inhaalslag wat betreft consumptie na de COVID-19 dip, volgt nu enige normalisatie. Ook valt de groei-impuls weg van de enorme overheidsstimulering ten tijde van de lockdowns. Hoewel nog steeds sprake is van begrotingstekorten, zijn deze aanzienlijk beperkter dan in de voorgaande twee jaren in zowel de VS als in de Eurozone.

Begrotingsbalans (% BBP)



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, Q2 2022

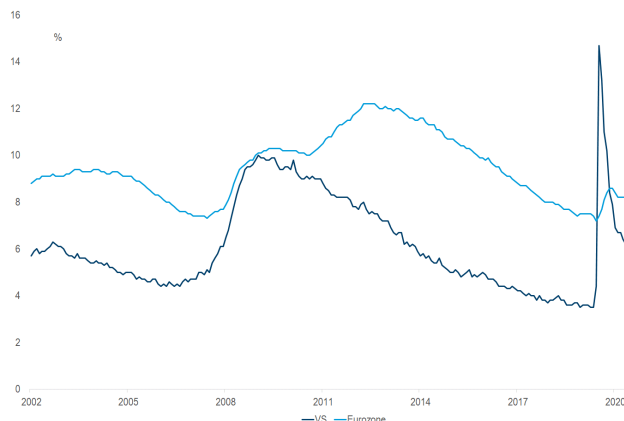
Netto percentage eurozone bankleningen dat kredietcondities verkrappt



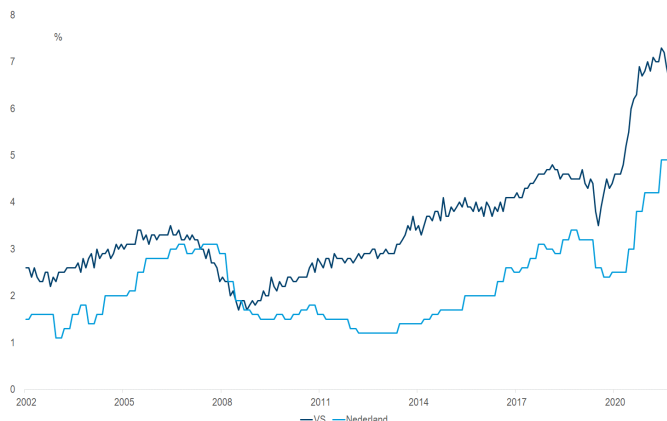
Bron: Columbia Threadneedle Investments, ECB Bank Lending Survey, juli 2022

Ook wordt de groei geremd door fors hogere energieprijzen, een hoge inflatie, aanhoudende productieverstoringen, personeelstekorten, en krappere financiële condities door een krappere monetair beleid, hogere rentes en strengere kredietstandaarden van banken. Dat laatste wordt gedreven doordat de risicotolerantie van banken afneemt en het kredietrisico hoger wordt ingeschat.

Werkloosheid



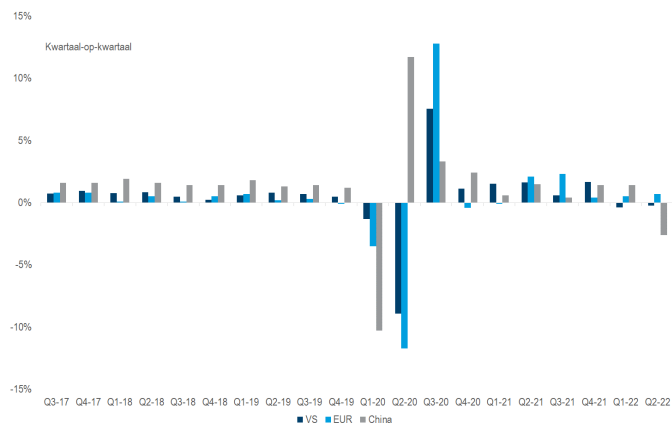
Vacatures



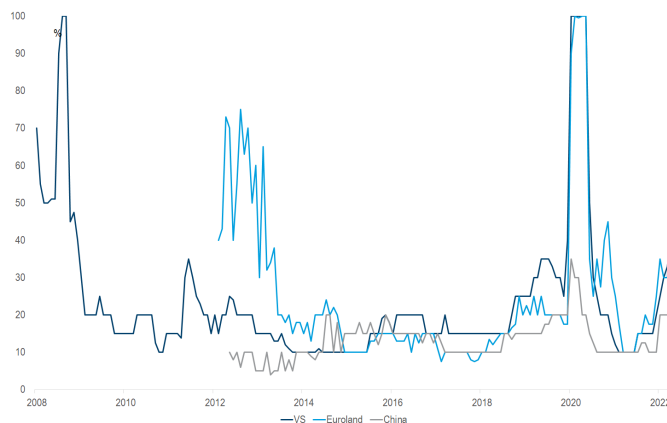
Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, Bureau of Labor Statistics, Eurostat, 3 augustus 2022

De groeivoorzichten verslechteren wereldwijd. Voor nagenoeg alle landen worden consensus groeiramingen naar beneden bijgesteld. Zowel voor de VS, de eurozone (m.n. Duitsland), China als de wereldeconomie zijn de verwachtingen voor 2022 sinds de start van dit jaar met circa -1½ tot -2%-punt afgenomen. Hoewel in de basis de consensus nog uitgaat van positieve groei in de kalenderjaren 2022 en 2023 voor deze economieën, neemt de vrees voor recessie toe. Voor de VS wordt door enkele partijen al uitgegaan van een negatieve groei in 2022, en ook 2023. Voor de eurozone is de meest pessimistische raming voor 2022 nog steeds positief (2%), maar wordt door een aantal analisten wel een recessie voorspeld voor 2023. Voor 2024 worden geen negatieve groeiramingen geobserveerd noch voor de VS, noch voor de eurozone. Voor China worden geen negatieve groeicijfers voorspeld, maar de meest pessimistische raming voor 2022 bedraagt 2%, wat voor Chinese begrippen als een recessie zou aanvoelen.

BBP-groei



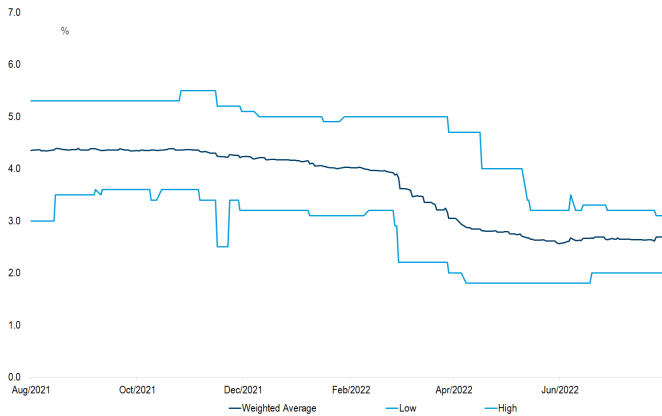
Bloomberg consensus (mediaan): kans op een recessie op een 1-jaars horizon



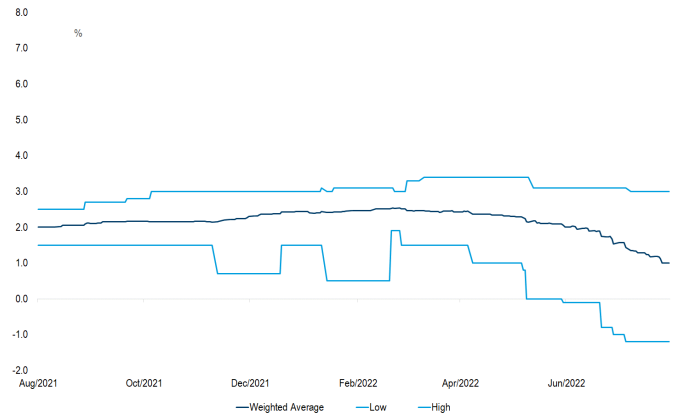
Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, 3 augustus 2022

Wel kent de recessievrees regionaal verschillende achtergronden en nuances. In de VS zal de Federal Reserve de economie noodgedwongen moeten afkoelen om de inflatie te temperen, aangezien deze niet louter gedreven wordt door voedsel- en energieprijzen, maar een structureler karakter begint te krijgen via de arbeids- en huizenmarkt. Ook een negatieve bijdrage aan de groei van de overheidsbestedingen speelt een rol. In de eurozone is het niet zozeer het monetaire beleid (want minder verkrapping nodig wegens lagere kerninflatie), maar veeleer de toegenomen kosten van levensonderhoud (deels gecompenseerd door loonstijgingen) die de bestedingen onder druk zetten, en de energiecrisis die de winstgevendheid van het bedrijfsleven raakt. De groei in China tot slot hapert door hernieuwde lockdowns, en problemen in de vastgoedsector en aanverwant ook in de bankensector. De groei-doelstelling van de Chinese overheid van 5,5% zal daarmee zo goed als zeker niet gehaald worden in 2022.

Consensus BBP-groei: eurozone 2022

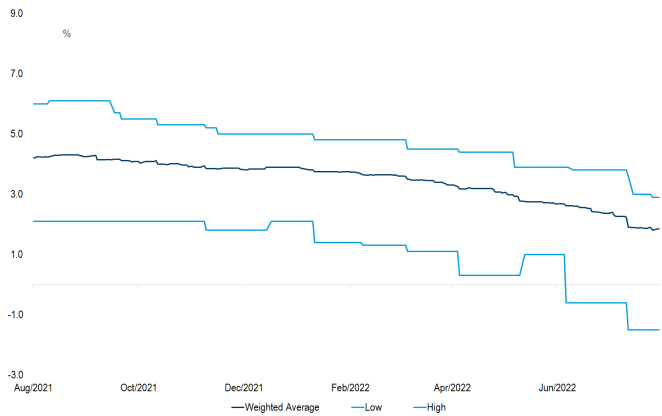


Consensus BBP-groei: eurozone 2023

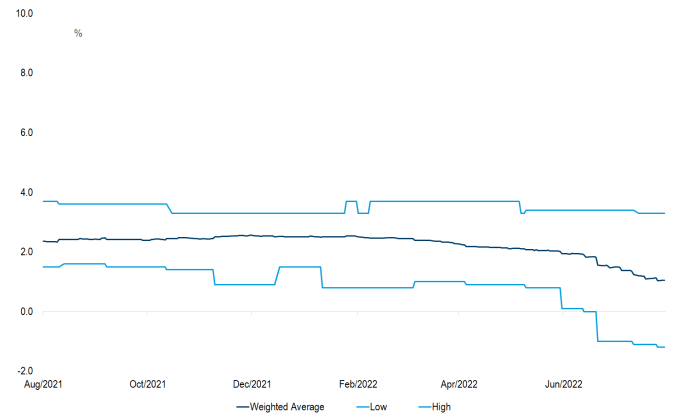


Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, 3 augustus 2022

Consensus BBP-groei: VS 2022



Consensus BBP-groei: VS 2023



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, 3 augustus 2022

Wat verder opvalt is dat de meningen van analisten meer uiteenlopen dan normaal. Zo is het verschil tussen de hoogste raming voor de eurozone in 2023 (3%) en de laagste raming (-1,2%) maar liefst 4,2%-punt. Voor de VS en China is voor 2023 sprake van een bandbreedte van respectievelijk 4,5%-punt en 3%-punt. De recentste “World Economic Outlook” van het IMF kende dan ook als titel “Gloomy and More Uncertain”⁷. Voor Europa zal veel afhangen van het feit of Poetin de gaskraan wel of niet volledig gaat dichtdraaien en in de VS tot hoever de Fed de rente zal verhogen.

Overigens is in de VS technisch al sprake van een recessie met negatieve groei in twee opeenvolgende kwartalen (Q1 en Q2 2022). Lage overheidsbestedingen, een hoge import, en investeringen waren hier debet aan. Nog niet bekend is of het NBER deze neergang ook als een officiële recessie bestempeld. Dat wordt bepaald aan de hand van een breed scala aan indicatoren (waarvan BBP geen onderdeel uitmaakt). Vooralnog zijn ook nog enkele positieve indicatoren waarneembaar zoals consumptie en een lage werkloosheid.

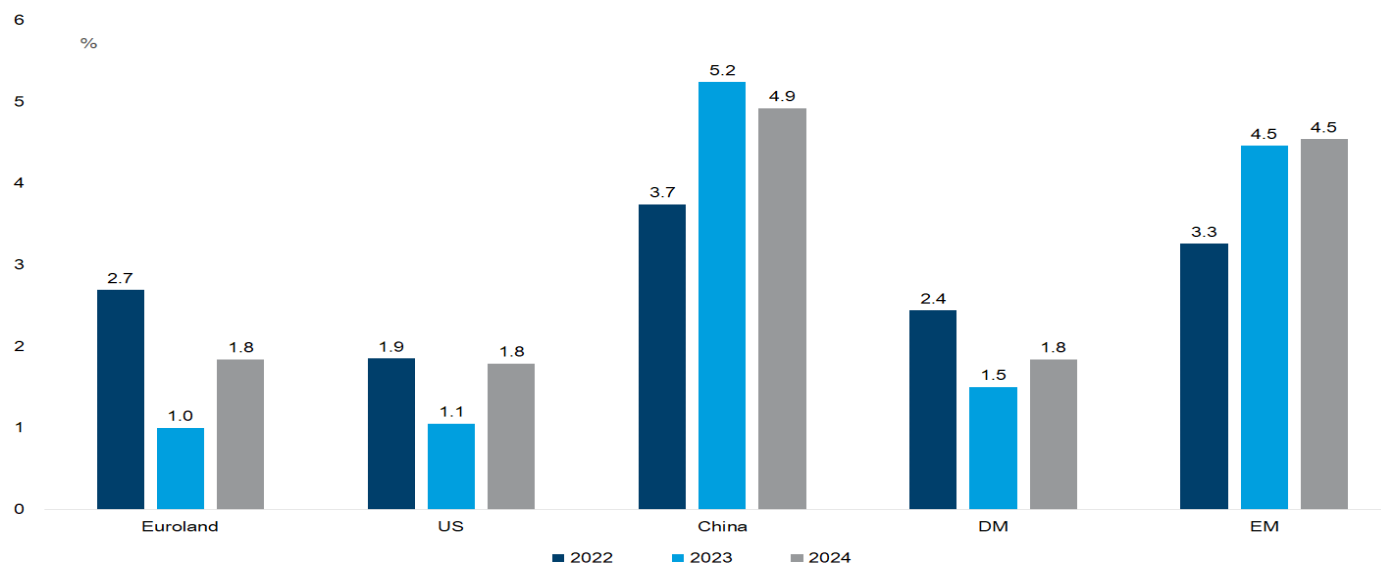
Resumerend zijn de (Bloomberg) consensusverwachtingen -welke dienen als input voor de verwachte rendementen in het volgende hoofdstuk- als volgt:

- Een afnemende doch positieve economische groei wordt voorzien in het huidige kalenderjaar 2022 in nagenoeg alle landen: eurozone +2,7%, de VS +1,9%, China +3,7%, Japan +1,6%.
- In 2023 zal de groei verder krimpen in het Westen tot slechts circa 1% in zowel de eurozone als de VS. Voor China wordt in 2023 reeds een aantrekkelijke groei voorzien tot 5,2%.

⁷ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2022/07/26/world-economic-outlook-update-july-2022>

- In 2024 treedt enige normalisatie op, maar wordt nog steeds niet uitgegaan van uitbundige groei: 1,8% in de eurozone en in de VS, en 4,9% in China.
- Het groeiverschil tussen opkomende landen (EM) en ontwikkelde landen (DM) zal naar verwachting toenemen, ten gunste van EM. Wordt voor 2022 rekening gehouden met een groeiverschil van 0,9%-punt, in 2023 is de verwachting dat EM +3%-punt harder zal groeien.

Groeiverwachtingen per kalenderjaar (Bloomberg consensus)



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, 3 augustus 2022

Inflatie

De inflatie is afgelopen jaar fors meer gestegen dan verwacht, tot de hoogste niveaus in veertig jaar tijd: in de VS 9,1% (juni 2022, jaarbasis) en in de eurozone 8,9% (juli 2022, jaarbasis). De kerninflatie (excl. voedsel en energie) in beide regio's bedraagt respectievelijk 5,9% en 4,0%. Drijvende krachten waren initieel COVID-19 gerelateerde productieverstoringen en een inhaalvraag, gevolgd door het inflatoire effect van de oorlog in Oekraïne. De CPI-componenten die in de eurozone de grootste stijging laten zien zijn energie en woning gerelateerde kosten, gevolgd door transport en voedsel.

De vraag is of de inflatie een piek heeft bereikt. Veel prijsindicatoren die initieel bijdroegen aan de ongekende inflatiestijging hebben inmiddels een daling ingezet ten opzichte van de piekniveaus. Zo zijn de kosten van vervoer met containerschepen afgenomen, is de geldgroei in de eurozone weer genormaliseerd (5,7% i.p.v. 12,5%), en hebben grondstofprijzen -zowel van energie, metalen als voedsel inclusief tarwe- wereldwijd een daling laten zien sinds enkele maanden.

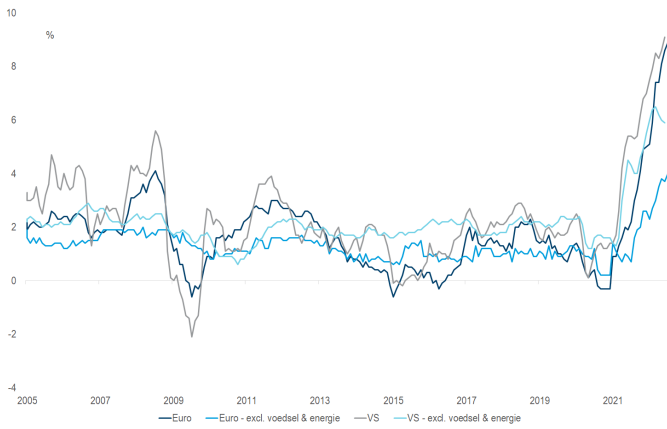
Een uitzondering hierop vormen de energieprijzen in Europa. Door het (gedeeltelijk) dichtdraaien van de gaskraan door Poetin zijn gasprijzen geëxplodeerd (momenteel circa EUR 200 versus EUR 7 een jaar geleden), en zijn ook kolen -als alternatieve energiebron- in prijs gestegen. Het risico is dat energieprijzen nog verder stijgen mocht de gasleverantie aan Europa volledig stilvallen.

Een ander inflatierisico, is dat de inflatie een meer permanent karakter krijgt via 2e-orde effecten via de arbeids- en de huizenmarkt. Dit speelt met name al in de VS, waar ook de kerninflatie fors gestegen is. Zo zijn lonen alsook huren in de VS reeds circa 5% á 6% gestegen op jaarbasis. In de eurozone -met een hogere werkloosheid en een economie die nog niet op volle capaciteit draait- speelt dit minder. Maar nihil is dit risico niet, blijkt lonen die circa 3% zijn gestegen.

Tot slot is er sprake van enkele structurele inflatierisico's wegens fragmentatie en klimaatverandering. Fragmentatie zal de wereldeconomie minder efficiënt maken en daarmee kostprijsverhogend uitpakken. Klimaatverandering kan 'greenflation' tot gevolg hebben: de kosten die gepaard gaan met de noodzakelijke transitie naar duurzame energie. Deze transitie zal grote investeringen vergen, kan gepaard gaan met de introductie van een 'carbon taks' door overheden, en kan de vraag naar en daarmee de prijs van 'groene' metalen fors doen opdrijven. Daar staat tegenover dat technologische vooruitgang ten aanzien van duurzame energie een prijsdrukkend effect kan hebben⁸.

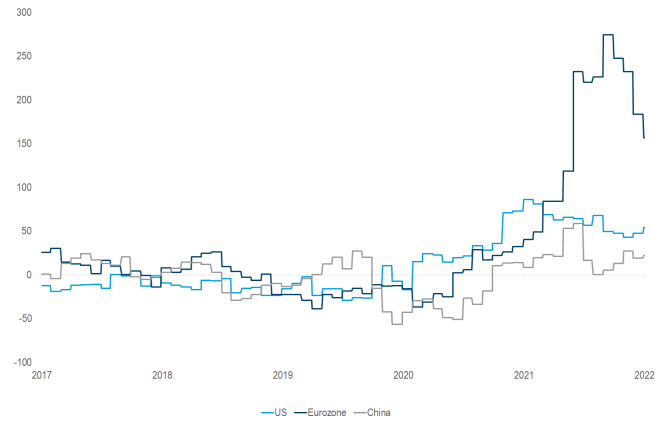
⁸ <https://carbontracker.org/solar-and-wind-can-meet-world-energy-demand-100-times-over-renewables/>

Gerealiseerde inflatie

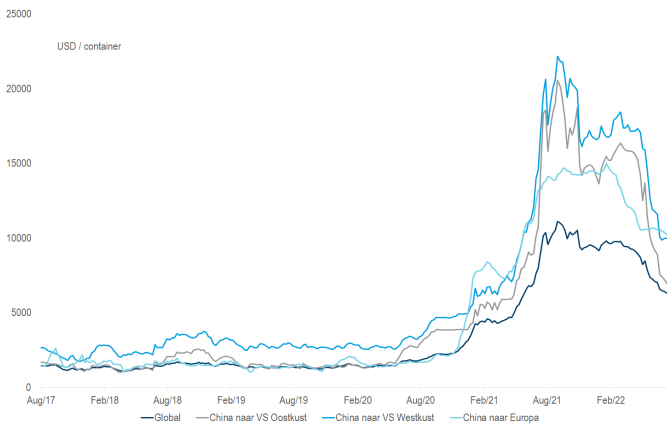


Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, Citi, 3 augustus 2022

Citi "Inflation Surprise" (CESI) indices



Prijsindex vracht containerschepen

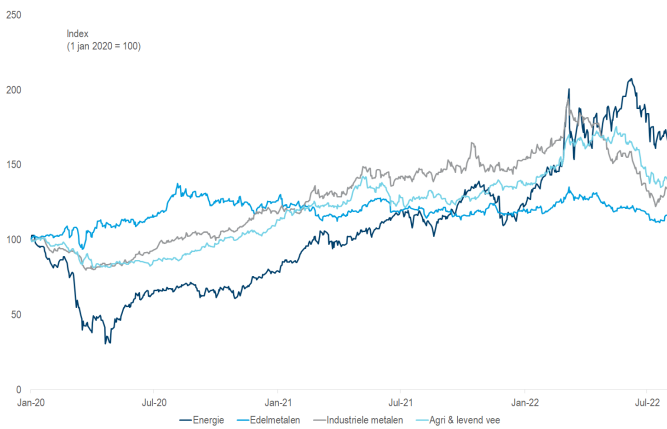


Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, Freightos, ECB, 3 augustus 2022

M3-geldgroei eurozone (jaarbasis)

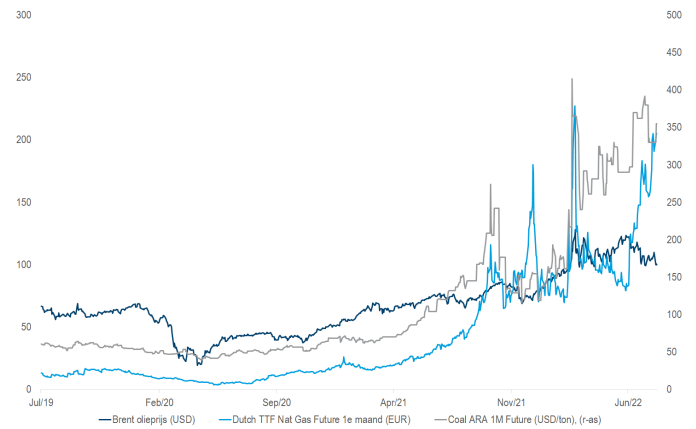


Grondstoffenprijzen (S&P GSCI spot-indices)

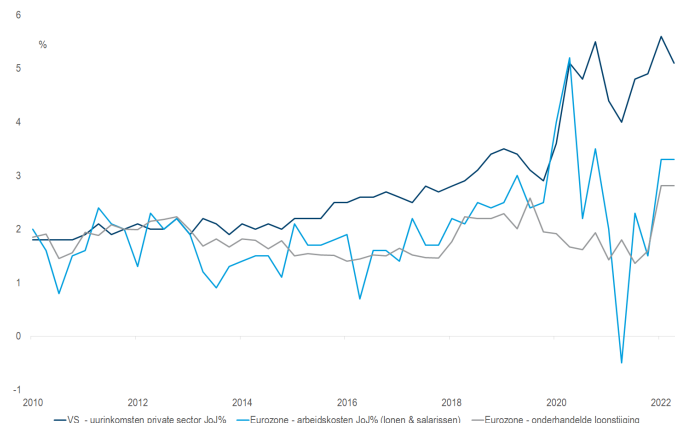


Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, S&P, 3 augustus 2022

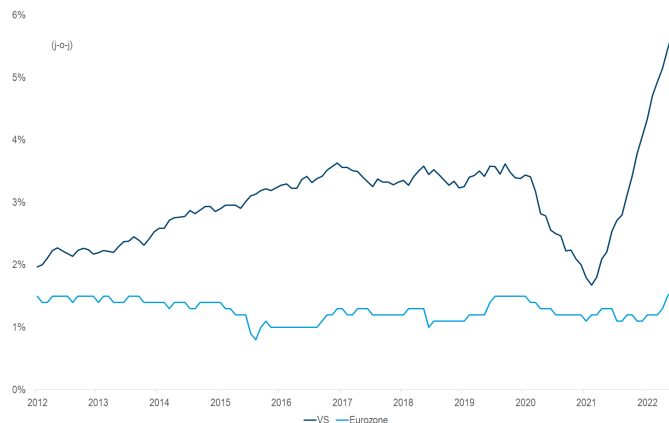
Energieprijzen



Loonstijging op jaarbasis

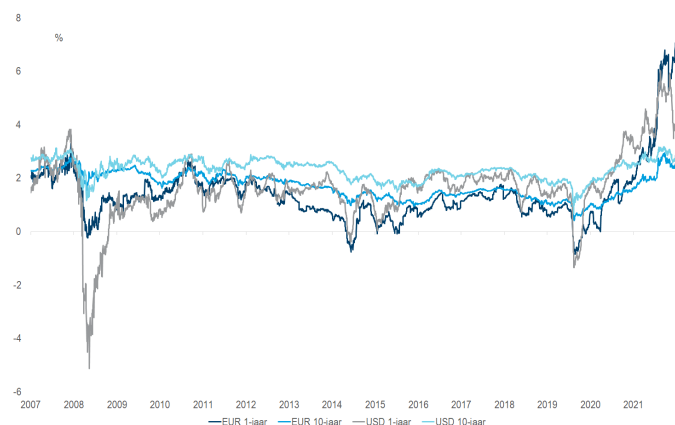


Huurontwikkeling op jaarbasis (CPI-index)

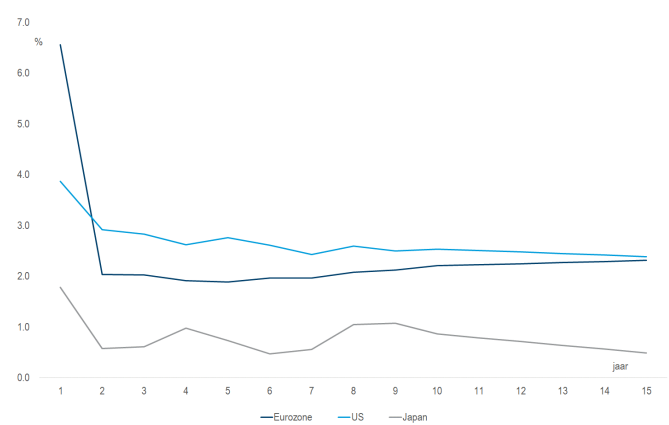


Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, Bureau of Labor Statistics, Eurostat, ECB, 3 augustus 2022

Euro en USD inflatieswaps



Forward pad 1-jaars inflatie o.b.v inflatieswaps

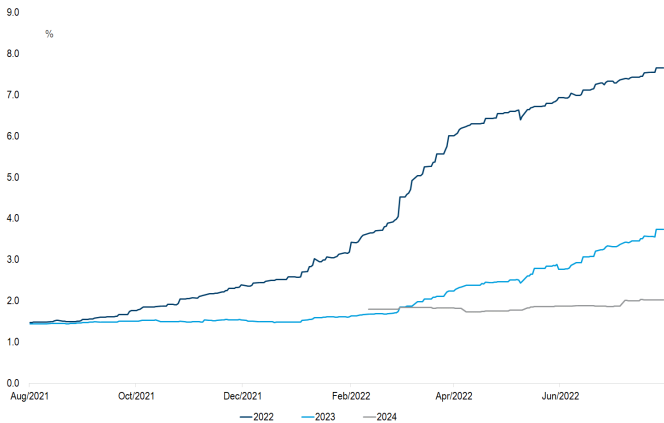


Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, 3 augustus 2022

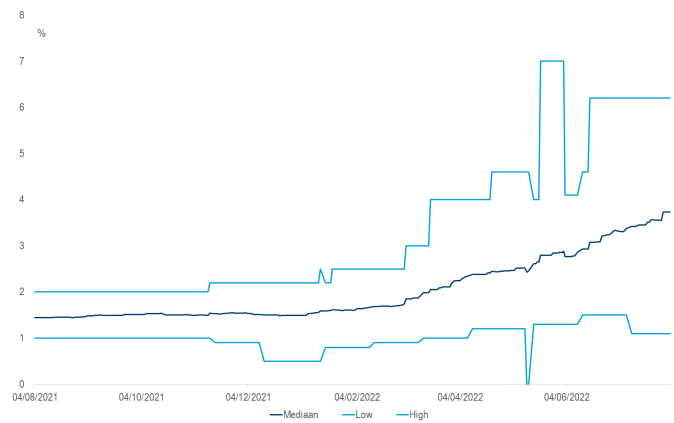
Sinds eind 2020 hebben inflatieswaps in lijn met de gerealiseerde inflatie een stijging laten zien. Sinds mei 2022 is daar echter een kentering in gekomen. Terwijl de gepubliceerde data nieuwe records bereikte, namen de inflatieverwachtingen in de markt af. Met name in de wat langere looptijden. Enkele factoren dragen daaraan bij. Allereerst wordt de hoge inflatie toch nog steeds hoofdzakelijk als tijdelijk beschouwd. Daarnaast hebben enkele forse rentestappen van centrale banken in combinatie met een agressieve toon en toenemende vrees voor een recessie de inflatieverwachtingen getemperd. Wat verder opvalt is dat de korte termijn verwachtingen in de VS en de eurozone uiteen zijn gaan lopen. De 1-jaars euro inflatieswap is verder gestegen tot maar liefst 6,6% door toedoen van de fors stijgende gasprijzen. In de VS daarentegen is de 1-jaars USD inflatieswap in korte tijd enkele procentpunten gedaald tot 3,6% (piek 6% in maart) als gevolg van het ingrijpen van de Fed en toegenomen recessievrees.

Evenals voor de groeiramingen het geval was, lopen de meningen van analisten meer uiteen dan normaal. Zo is het verschil tussen de hoogste raming voor de inflatie in de eurozone in 2023 (6,2%) en de laagste raming (1,1%) maar liefst 5,1%-punt. Voor de VS is voor 2023 sprake van een bandbreedte van 5,5%-punt.

Consensusinflatieverwachting eurozone



2023 euro inflatieverwachtingen



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, 3 augustus 2022

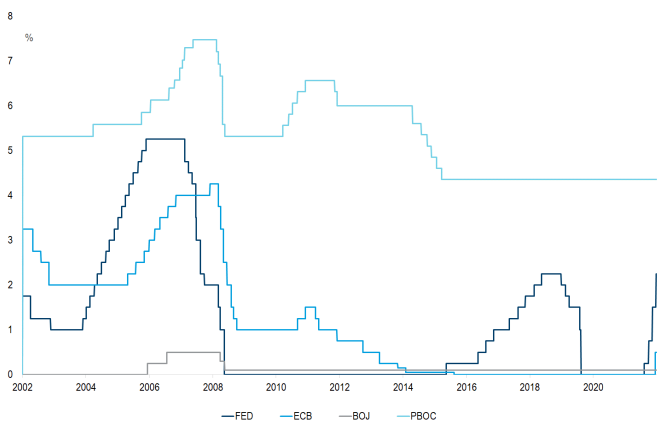
Resumerend zijn de (consensus) inflatieverwachtingen -welke dienen als input voor de verwachte rendementen in het volgende hoofdstuk- als volgt:

- Voor de eurozone wordt een 'break-even' inflatie ingeprijsd van 6,6% voor de komende twaalf maanden, waarna deze in de eerste jaren daarna zal dalen tot circa 2%. Vervolgens wordt een geleidelijke stijging voorzien tot 2,3% over vijftien jaar; iets boven de doelstelling van de ECB maar zeker niet buitensporig. Ook de Bloomberg consensusverwachting van analisten en economen gaat uit van een tijdelijke inflatiepiek, blijkend uit de ramingen voor de eurozone inflatie in 2022, 2022 en 2024 van respectievelijk 7,7%, 3,7% en 2,0%.
- Voor de VS gaat de markt uit van een geleidelijk dalende inflatie van 3,9% tot 2,4% over vijftien jaar.

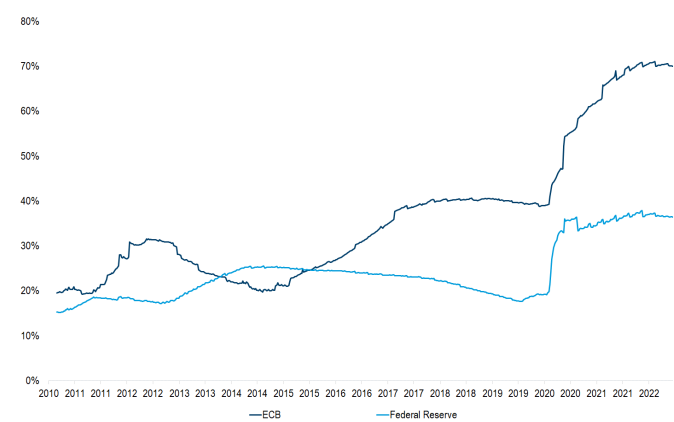
Centrale banken

De forse inflatiestijging heeft centrale banken ertoe gedwongen veel eerder dan voorzien het zeer accommoderende beleid te verkrappen. De ECB heeft haar netto opkoopprogramma (APP) beëindigd en de Federal Reserve is inmiddels begonnen met het afbouwen van haar balans. Voorts hebben beide centrale banken een aanvang genomen met het verhogen van de rente. Het Fed tarief is in vier forse stappen (waarvan de laatste twee van maar liefst 75 bps) verhoogd van 0% tot 2,25% (augustus 2022) en de ECB heeft een eerste renteverhoging van 50 bps doorgevoerd op 21 juli 2022, nadat het refi-tarief zes jaar op rij 0% is geweest.

Centrale Bank tarieven



Omvang centrale bankbalansen (% economie)



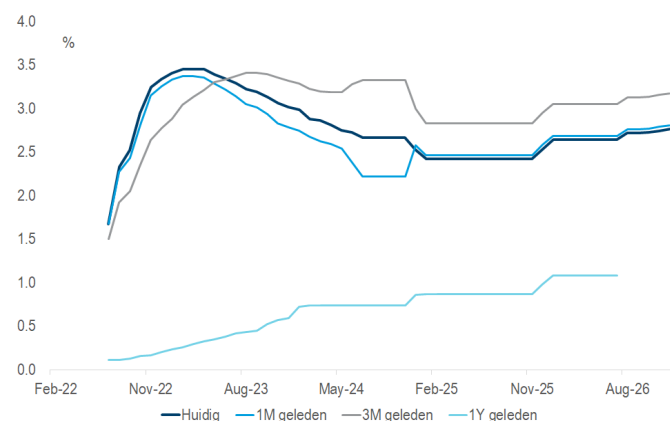
Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, 3 augustus 2022

Centrale banken worden geconfronteerd met een steeds groter wordende spagaat. Enerzijds stijgt de inflatie verder, terwijl anderzijds de vooruitzichten voor de economische groei versomberen. Maar de Fed en de ECB hechten duidelijk de meeste waarde aan het doel om op termijn een inflatie van 2% te bereiken en accepteren het risico van een eventuele harde landing, ingegeven door de zorg dat als hogere inflatieverwachtingen zich 'verankeren', het kostbaarder wordt om deze te bestrijden. Wel geven beide centrale banken aan dat het pad niet vastligt, en dat rentebeslissingen per vergadering genomen zullen worden afhankelijk van economische ontwikkelingen.

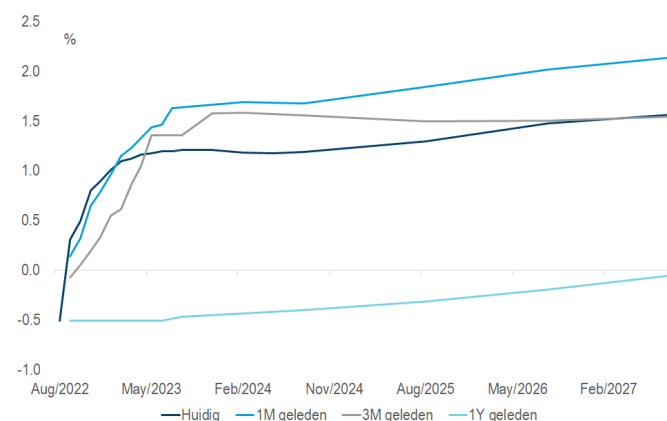
De financiële markt prijst nu in dat de Fed de rente zal verhogen tot een piek van 3,45% in maart 2023. Enkele maanden geleden werd nog uitgegaan van een piek van 4%. De verwachtingen zijn aanzienlijk getemperd doordat de Fed reeds agressiever heeft ingegrepen dan eerder was voorzien in combinatie met toegenomen recessievrees. Sterker nog, de markt prijst inmiddels zelfs al in dat de Fed vervolgens de rente met circa 0,5%-punt zal verlagen in de tweede helft van 2023.

Voor de ECB gaat de markt uit van een verdere renteverhoging van in totaal bijna 1,5%-punt in twee jaar tijd. In tegenstelling tot de Fed, gaat de markt niet uit vervolgens van een verruiming, maar een relatief stabiele rente.

Fed Funds Futures curve



Forward pad 1-maands euro rente (EONIA)



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, 3 augustus 2022

Naast inflatie ziet de ECB de fragmentatie in de obligatiemarkt als een gevaar voor een gelijke transmissie van het monetaire beleid in de verschillende euro lidstaten. Staatsrentes in periferie landen (Italië, Spanje, Portugal, Griekenland) waren namelijk al behoorlijk gestegen ten opzichte van de renteniveaus in de kernlanden, vooruitlopend op een krasser monetair beleid en het stopzetten van opkoopprogramma's in combinatie met verslechterde groeivoorzichten. Om dat risico te mitigeren zal de ECB allereerst flexibel omgaan met herinvesteringen in het "Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)". Zo kunnen bijvoorbeeld de opbrengsten van expirerende obligaties uit kernlanden worden geherinvesteerd in obligaties van periferielanden. Voorts maakte de ECB op 21 juli een nieuw instrument bekend; het "Transmission Protection Instrument (TPI)"⁹. Via dit TPI mag het Eurosysteem -gegeven enkele criteria-overheidsgerelateerde obligaties met een maximale looptijd van tien jaar opkopen in landen waar de financieringscondities verslechteren zonder dat dit wordt gerechtvaardigd door fundamentele land specifieke ontwikkelingen. Er dient aan vier criteria te worden voldaan: 1) niet in overtreding van EU begrotingsregels, 2) geen ernstige macro-economische onevenwichtigheden, 3) een houdbare staatsschuld, en 4) goed macro-economisch beleid. Er is geen limiet bekend gemaakt op voorhand wat betreft de omvang van TPI. En obligaties dienen te worden verkocht als de transmissie is verbeterd, of indien het oordeel is dat spanningen te wijten zijn aan het land zelf. Ondanks de voorwaarden kan TPI wel rekenen op enige weerstand in enkele kernlanden, met de vraag of dit wel binnen het mandaat valt van de ECB. Ook is het de vraag of de ECB beter in staat is om te bepalen wat een gerechtvaardigde fundamentele spread is dan de markt.

Risico's

Zoals al enkele malen opgemerkt, zijn de vooruitzichten voor zowel de groei als inflatie met meer onzekerheid omgeven dan normaal als gevolg van een turbulente geopolitieke omgeving. Samengevat zijn de belangrijkste risico's: de oorlog in Oekraïne, het conflict tussen de VS en China en de kwestie Taiwan¹⁰, een hoge inflatie, klimaatverandering, een energiecrisis, een krasser monetair beleid, olopende staatsschulden en in de eurozone de politiek in Italië in het bijzonder, en een eventuele opleving van COVID-19. De belangrijkste onderwerpen op de politieke agenda zijn achtereenvolgens: parlamentsverkiezingen in Italië op 25 september, het vijfjaarlijkse Partijcongres in China in oktober (beslissing over derde ambtstermijn van Xi Jinping), en de midterm-verkiezing in de VS in november.

⁹ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220721~973e6e7273.en.html>

¹⁰ Taiwan neemt meer dan de helft van de chipproductie wereldwijd voor haar rekening. Een verdere escalatie zou daarmee de wereldeconomie danig kunnen verstoren.

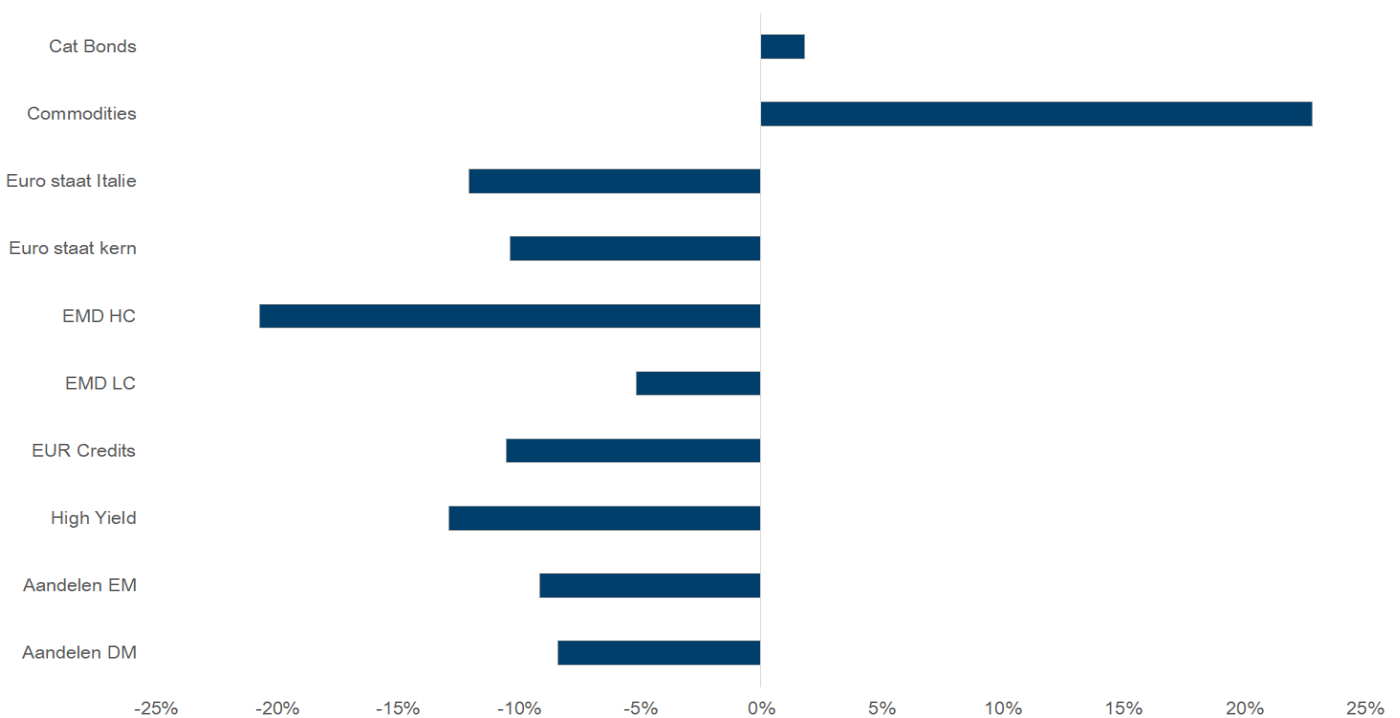
Financiële Markten en Capital Market Assumptions

Introductie

In deze sectie beschrijven wij de ontwikkelingen op de financiële markten en delen wij onze verwachte rendementen (geometrisch, netto) en verwachte volatiliteiten voor 22 individuele beleggingscategorieën op zowel een 5-jaars, 10-jaars als 15-jaars horizon. De Columbia Threadneedle verwachtingen zijn actueel, marktgebaseerd, consistent en incorporeren de consensusverwachtingen ten aanzien van economische groei en de ingeprijsde inflatie zoals geschetst in het voorgaande hoofdstuk.

In het afgelopen jaar sinds onze vorige Beleggingsnota hebben nagenoeg alle categorieën negatief gerendeerd: aandelen, staatsobligaties, en spread producten. De grootste verliezer was EMD HC. Commodities waren de grote winnaar. Ook Catastrofe Obligaties noteerden als een van de weinige categorieën een (beperkt) positief rendement.

Rendement in euro's (hedged, EM & EMD LC unhedged), afgelopen 12 maanden



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, 3 augustus 2022

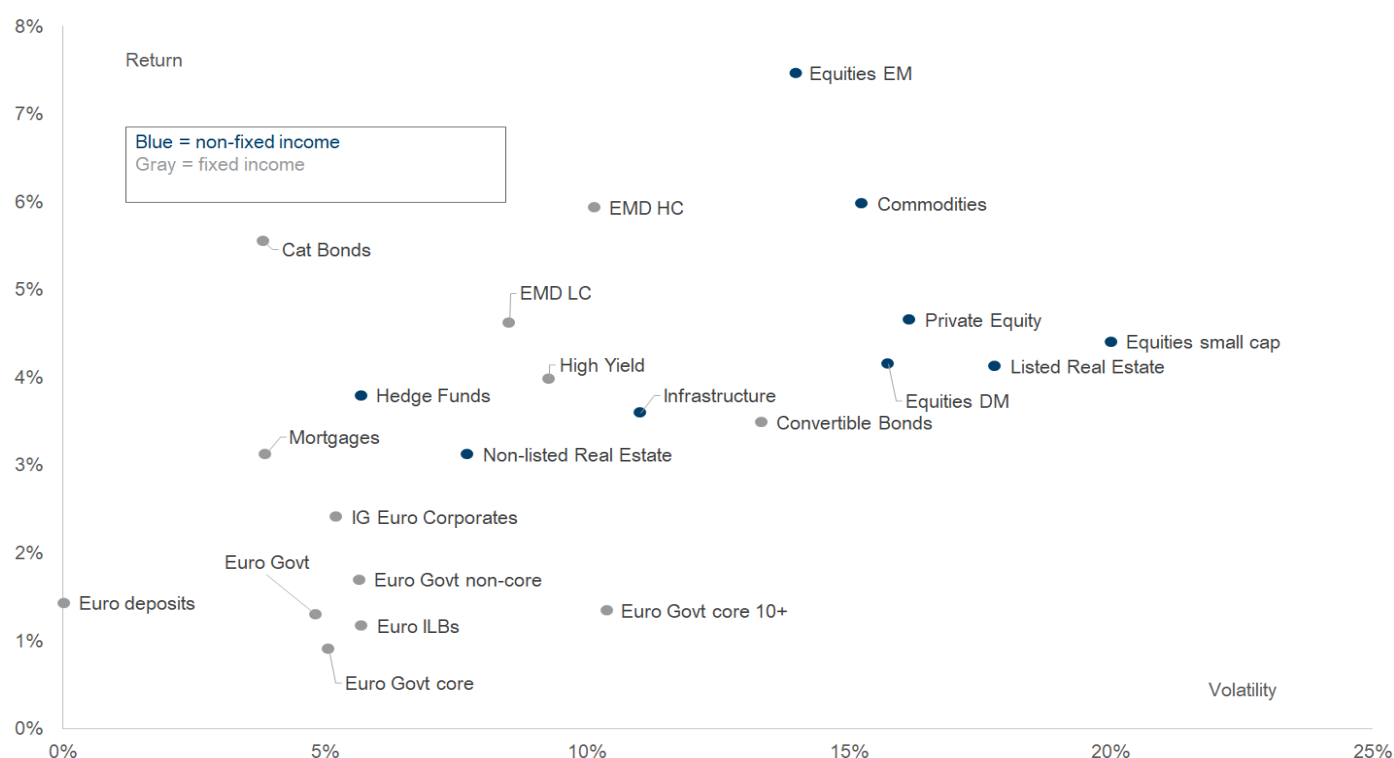
Ondanks de geopolitieke spanningen en het recessiegevaar, zijn de verwachte rendementen voor alle beleggingscategorieën in ons "Capital Market Assumptions (CMA)"-model aanzienlijk gestegen vergeleken met een jaar geleden. Hogere startrentes en hogere start dividend yields in combinatie met lagere waarderingen (lagere aandelenkoersen en hogere spreads) zijn de verklaring. Ook betreft het nominale rendementen. Wordt gecorrigeerd voor toegenomen inflatieverwachtingen, dan is in reële termen lang niet in alle gevallen sprake van een hogere verwachte rendementen.

Aandelen opkomende markten wordt -net als in voorgaande jaren- het hoogste verwachte rendement toegewezen, en staatsobligaties het laagste, zij het wel positief dit jaar. Met name risicovolle obligaties -de verliezers van afgelopen jaar- kennen dit jaar een aantrekkelijke rendement/risico-verhouding. Ook commodities en catastrofe obligaties scoren dit jaar goed in ons CMA-model.

Verwachte 5-, 10- en 15-jaars rendementen en volatiliteiten (in euro's)

| Asset classes | Return | | | Volatility | | | |
|-------------------------|---|---------|---------|------------|---------|---------|--------|
| | 5 Year | 10 Year | 15 Year | 5 Year | 10 Year | 15 Year | |
| Listed Equity | Equities developed markets (EUR, hedged) | 4.20% | 4.40% | 4.50% | 15.80% | 12.90% | 15.10% |
| Listed Equity | Equities emerging markets (EI-JR, unhedged) | 7.50% | 8.10% | 8.30% | 14.00% | 13.40% | 17.40% |
| Listed Equity | Equities small caps (EUR, hedged) | 4.40% | 4.70% | 4.70% | 20.00% | 16.20% | 19.30% |
| Listed Alternatives | Listed real estate (EUR, hedged) | 4.10% | 4.40% | 4.50% | 17.80% | 15.10% | 20.20% |
| Listed Alternatives | Commodities (EUR, hedged) | 6.00% | 4.90% | 4.90% | 15.30% | 14.10% | 17.50% |
| Listed Alternatives | Convertible bonds (EUR, hedged) | 3.50% | 3.70% | 3.70% | 13.40% | 10.60% | 12.20% |
| Listed Alternatives | Catastrophe bonds (EUR, hedged) | 5.50% | 5.70% | 5.90% | 3.80% | 3.20% | 5.90% |
| Non-listed Alternatives | Private Equity (EUR, hedged) | 4.70% | 4.90% | 5.00% | 16.20% | 13.40% | 18.60% |
| Non-listed Alternatives | Non-listed real estate | 3.10% | 3.40% | 3.50% | 7.70% | 6.30% | 9.70% |
| Non-listed Alternatives | Infrastructure | 3.60% | 3.90% | 3.90% | 11.00% | 9.60% | 10.70% |
| Non-listed Alternatives | Residential mortgages | 3.10% | 3.40% | 3.60% | 3.90% | 3.60% | 4.00% |
| Non-listed Alternatives | Hedge Funds (EUR, hedged) | 3.80% | 4.10% | 4.10% | 5.70% | 4.60% | 5.30% |
| Fixed Income | Emerging Markets Debt - HC (EUR, hedged) | 5.90% | 5.40% | 5.20% | 10.20% | 8.50% | 9.70% |
| Fixed Income | Emerging Markets Debt - LC (EUR, unhedged) | 4.60% | 4.60% | 4.50% | 8.50% | 9.20% | 9.40% |
| Fixed Income | High Yield (EUR, hedged) | 4.00% | 4.20% | 4.30% | 9.30% | 7.50% | 10.50% |
| Fixed Income | Investment grade EUR Corporates | 2.40% | 2.30% | 2.30% | 5.20% | 4.30% | 4.50% |
| Fixed Income | Euro government bonds | 1.30% | 1.70% | 1.80% | 4.80% | 4.60% | 4.60% |
| Fixed Income | Euro government bonds core | 0.90% | 1.30% | 1.40% | 5.10% | 4.80% | 4.70% |
| Fixed Income | Euro government bonds core 10+ | 1.30% | 1.60% | 1.60% | 10.40% | 10.30% | 10.00% |
| Fixed Income | Euro government bonds non-core | 1.70% | 2.20% | 2.40% | 5.70% | 5.50% | 6.00% |
| Fixed Income | Inflation-linked Euro government bonds | 1.20% | 1.50% | 1.60% | 5.70% | 5.10% | 5.60% |
| Fixed Income | Deposits (Euro) | 1.40% | 1.70% | 1.80% | 0.00% | 0.10% | 0.40% |

5-jaars verwachte rendementen en volatiliteiten (EUR hedged, EM & EMD LC unhedged)



Bron: Columbia Threadneedle Investments, 3 augustus 2022

Aandelenmarkten

Aan de onafgebroken koersstijging sinds de COVID-19 correctie in maart 2020, kwam afgelopen jaar een eind. De forse inflatie, een krappere monetaire beleid en hogere rentes, en de oorlog in Oekraïne waren hier debet aan. Officieel is zowel in ontwikkelde markten als opkomende markten sprake van een 'bear market' met koersdalingen groter dan 20%. Zo noteert de MSCI EM index circa -30% lager dan de piek in 2021, en noteerde de MSCI World index tijdelijk -23% lager dan de piek op 4 januari 2022. Inmiddels is deze laatste index weer iets hersteld en bedraagt de neergang per saldo -15%.

De meeste sectoren rendeerden negatief afgelopen twaalf maanden, met Communication Services als grootste verliezer. De grote winnaar was de sector Energy. Dat was het spiegelbeeld van de sectorprestaties tijdens de COVID-19 pandemie.

“Value” aandelen hebben -na vele jaren van underperformance- afgelopen jaar aanzienlijk beter gepresteerd dan “Growth” aandelen. De verklaringen zijn onder meer hogere rentes en dalende IT-koersen.

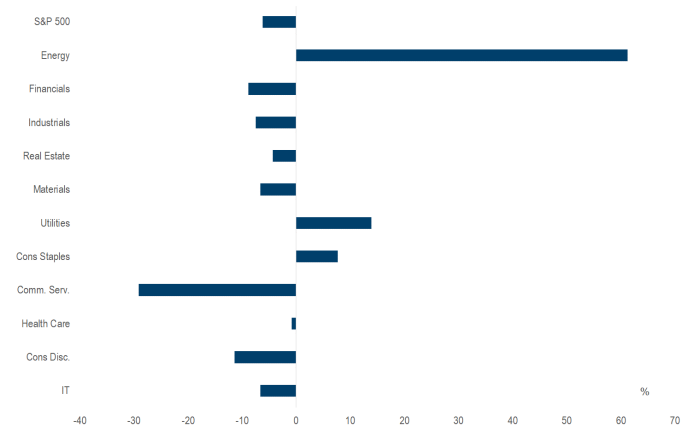
De outperformance door Energy werd ook weerspiegeld in het feit dat de meeste ESG-indices en klimaat-indices een underperformance lieten zien afgelopen twaalf maanden ten opzichte van reguliere marktgewogen indices.

Koersontwikkeling MSCI aandelen indices



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, MSCI, S&P, 3 augustus 2022

Rendement S&P 500 sectoren afgelopen jaar



De daling van aandelenkoersen valt in ontwikkelde markten volledig toe te schrijven aan lagere waarderingen. De koers/winst-ratio van de MSCI World index is gedaald van een piek van 25 eind 2020 en een niveau van 20 een jaar geleden tot een huidig niveau van 16. Zowel de gerealiseerde als de verwachte inkomsten (+11%) zijn echter verder gestegen afgelopen jaar.

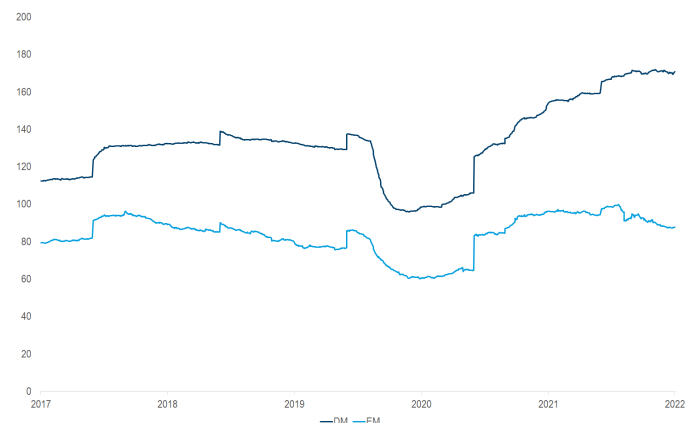
In ontwikkelde markten kent de koersdaling meerdere drijvers. Zo is de waardering afgenomen van een piek van 20 tot 13,5 een jaar geleden tot een huidige K/W van 11,2. Tevens zijn de verwachte inkomsten gedaald met -9% in een jaar tijd.

De lagere waarderingen hebben ook geresulteerd in hogere dividendrendementen, met name in opkomende markten.

Koers/winst-ratio (o.b.v. verwachte winst)



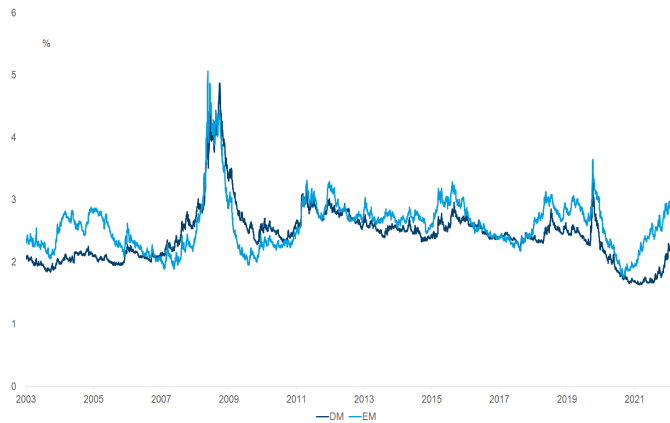
Verwachte winsten voor het 1e fiscale jaar



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, MSCI, 3 augustus 2022

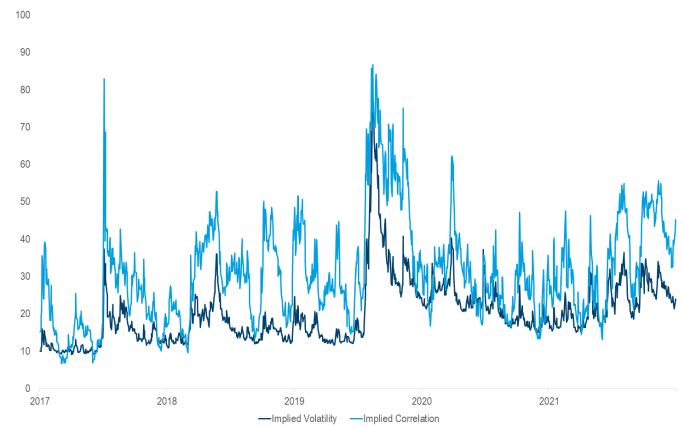
De volatiliteit in de aandelenmarkt is tot nu toe in 2022 hoger geweest dan in 2021. De VIX index (de “implied volatility” van de S&P 500) beweegt zich dit jaar in een bandbreedte van circa 20%-35%. Hoewel hoger dan gemiddeld is dat niet buitensporig. De volatiliteit komt niet zozeer tot uitdrukking in grote procentuele uitslagen op dagbasis, maar meer in het feit dat correcties van -10/-15% en ‘rallies’ van circa 10% elkaar op en af opvolgen. Wat verder opvalt is dat de ‘impliciete correlatie’ tussen de aandelen in de S&P 500 Index is toegenomen. Dat impliceert dat aandelenkoersen meer dan in het voorgaande jaar worden gedreven door algemeen marktrisico en minder door individuele bedrijfsspecifieke ontwikkelingen. De hogere volatiliteit en de hogere correlatie zijn een reflectie van de toegenomen geopolitieke turbulentie en de grote macro-economische onzekerheid.

Dividend yield MSCI indices



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, MSCI, S&P, 3 augustus 2022

S&P 500 Index: volatiliteit en correlatie

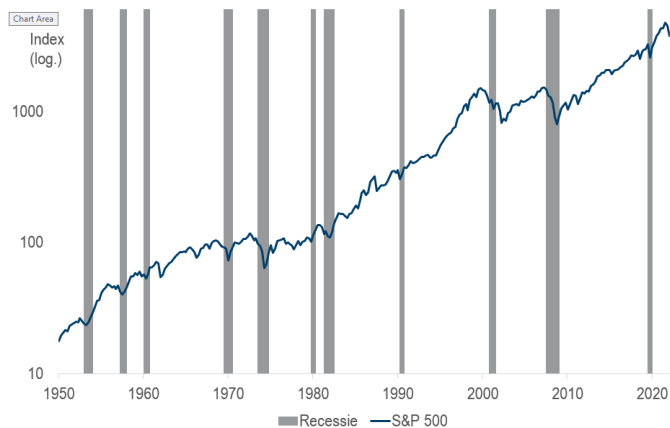


Aandelen ontwikkelde markten

De vooruitzichten voor aandelen zijn dus nog onzekerder dan normaal. Naast de geopolitieke ontwikkelingen (Oekraïne oorlog, conflict VS – China – Taiwan) zijn de voornaamste vragen voor aandelen ontwikkelde markten of en wanneer de Amerikaanse en Europese economieën in een recessie belanden, of de inflatie gepiekt heeft, hoe de midterm verkiezingen uitpakken in de VS en hoe agressief de Federal Reserve nog zal zijn.

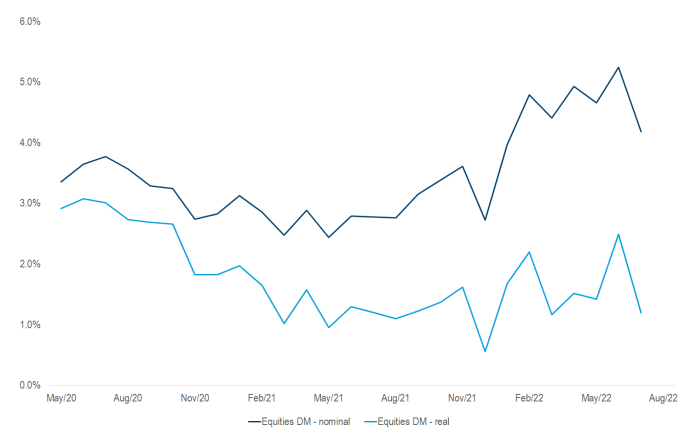
Zoals gezegd zijn waarderingen reeds aanzienlijk gedaald, en is de huidige koers/winst-ratio van de MSCI World Index al weer een stuk neutraler vanuit historisch perspectief. Maar een verdere koersdaling is natuurlijk zeer goed mogelijk. Tegelijkertijd leert het verleden dat recessies uiteraard negatief zijn voor aandelen, maar dat aandelenkoersen vaak 1 à 2 kwartalen voor het officiële einde van een recessie weer de weg omhoog inslaan.

S&P 500 Index en recessies



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, NBER, S&P, CMA-model, 3 augustus 2022

5-jaars verwacht rendement aandelen DM



Het rendement op aandelen is in theorie gelijk aan het inkomstenrendement (dividendrendement) plus het koersrendement. Het dividendrendement koppelen wij aan de meest recente dividend yield van de MSCI World index (nu circa 2,1% versus 1,65% een jaar geleden). Het veronderstelde koersrendement is gelijk aan de economische groei plus de inflatie in ontwikkelde markten. Voor de eerste drie jaar baseren wij de groeiverwachting op de (eerder behandelde) actuele consensusverwachtingen in Bloomberg en voor de resterende twaalf jaar hanteren wij een lange termijn gemiddelde. De inflatieverwachtingen worden gebaseerd op inflatieswaps tot en met vijftien jaar voor USD, EUR en YEN.

Ook wordt een aanpassing gemaakt voor het afdekken van het valutarisico. Op euro-hedged basis resulteert dat momenteel in een afslag, omdat USD rentes hoger zijn dan EUR rentes.

Tot slot wordt een aanpassing gemaakt voor de waardering. Om een oordeel te vellen over de waardering kijken wij naar de koers/winst-ratio op basis van verwachte winsten voor het 3e fiscale jaar en niet het 1e fiscale jaar, omdat deze maatstaf robuuster is en minder gevoelig voor korte termijn fluctuaties in de inkomsten. Onze lange termijn target bedraagt 11,7 (gemodelleerd op basis van volatiliteit en forward rentes), en ligt daarmee nog onder de vigerende K/W-ratio (FY3) van 14,1. Ofwel, het waarderingsperspectief drukt het verwacht rendement.

Uiteindelijk resulteert dit in een verwacht rendement voor aandelen ontwikkelde markten van 4,2% op een 5-jaars horizon en 4,5% op een 15-jaars horizon.

Het mag wellicht verrassen dat het verwacht rendement nog behoorlijk positief is en hoger dan een jaar geleden (2,8%), in een omgeving van monetaire verkrapping en recessievrees. Drie nuances zijn op zijn plaats. Allereerst zijn waarderingen al gedaald afgelopen jaar. Voorts heeft de verwachting betrekking op een 5-jaars horizon en niet op een 1-jaars horizon. Daarnaast moet niet vergeten worden dat het een nominaal verwacht rendement betreft met inflatieswaps als een van de componenten in ons CMA-model. Inflatieverwachtingen zijn aanzienlijk gestegen afgelopen jaar. Wordt daarvoor gecompenseerd dan resteert een verwacht reëel rendement van slechts 1,2%, grofweg gelijk aan een jaar geleden en aanzienlijk lager dan de reële projecties twee jaar geleden.

Aandelen opkomende markten

Evenals voor ontwikkelde markten geldt dat de vooruitzichten voor aandelen opkomende markten onzeker zijn. Een "bearish" alsook een "bullish" casus zijn beide te maken.

In het "bearish" beeld ligt de focus op de verslechterende relatie tussen China en de VS en de fragmentatie die op meerdere gebieden optreedt tussen het Oosten en het Westen. Ook spelen de oplopende spanningen tussen China en Taiwan; de twee grootste landen in de MSCI EM index met gewichten van respectievelijk 32% en 14%. Een ander risico is dat meer Westerse bedrijven en beleggers China in de ban doen vanuit een ESG-perspectief. Overige risico's voor opkomende markten zijn een eventuele recessie in de VS en de eurozone die de export drukt uit opkomende markten, en hoge grondstoffenprijzen voor opkomende landen die netto commodities importeur zijn.

In het 'bullish' beeld is de aanname dat allereerst veel slecht nieuws al is inprijsd. Zo zijn aandelenkoersen in opkomende markten reeds fors meer onderuitgegaan dan in ontwikkelde markten, en is de koers/winst-verhouding vanuit een historisch perspectief reeds neutraal tot laag te noemen, terwijl de dividend yield juist hoog is. Niet alleen vanuit historisch perspectief, maar ook in vergelijking tot aandelen ontwikkelde markten zijn aandelen opkomende markten momenteel relatief laag gewaardeerd. Het verschil in dividend yield is bijvoorbeeld niet eerder zo hoog geweest: 1%-punt. En daar waar volgens ons CMA-model aandelen ontwikkelde markten nog iets te hoog gewaardeerd zijn, geeft het model aan dat de K/W-ratio (o.b.v. verwachte winsten voor het 3e fiscale jaar) momenteel reeds gelijk is aan de lange termijn target (9,6).

En economisch is de verwachting dat het momentum eerder zal verbeteren. De inflatie liep al eerder op in opkomende markten waardoor centrale banken ook eerder zijn begonnen met verkrappen. Zoals in het vorige hoofdstuk al is geschetst, gaat de consensus ervan uit dat in EM de groei in 2023 zal aantrekken ten opzichte van 2022, terwijl men voor DM juist uitgaat van een verdere afzwakking. Het groeiverschil zal dus toenemen ten gunste van EM. Tot slot kan in het 'bullish' beeld juist benadrukt worden dat hoge grondstofprijzen gunstig zijn voor de groep netto commodities exporteurs.

De methodiek voor het verwachte rendement voor aandelen EM is identiek aan die voor DM. Het enige verschil is dat wij voor aandelen opkomende markten ook een afslag toepassen wegens een lagere governance score, om zo het verschil te benadrukken tussen de ontwikkelde en nog in opkomst zijnde markten. Deze afslag is niet veranderd ten opzichte van vorig jaar. Op basis van een dividend yield van 3,1% (vorig jaar 2,1%), een neutrale waardering, en de macro-economische vooruitzichten zoals geschetst in het vorige hoofdstuk, genereert ons CMA-model uiteindelijk een verwacht rendement voor aandelen opkomende markten van 7,5% op een 5-jaars horizon en 8,3% op een 15-jaars horizon (uitgedrukt in euro's).

Het verschil in verwacht rendement tussen EM en DM bedraagt op een vijfjaars horizon circa 3%-punt. Dat is even hoog als vorig jaar, maar hoger dan in een verder verleden. Zoals reeds toegelicht is dat toe te schrijven aan relatief hogere groeiverwachtingen en een relatief lagere waardering.

Vastrentende waarden

Staatsobligaties en swaprentes

Risicovrije rentes zijn in het afgelopen jaar in zowel de VS als de eurozone aanzienlijk gestegen. Zo is de 30-jaars euro swaprente gestegen van circa 0% tot 1,55%, na een tijdelijke piek van 2,32% (21 juni 2022). Aanvankelijk werd de rentestijging gedreven door hogere inflatieverwachtingen (de 30-jaars euro inflatieswap is gestegen per saldo van 1,84% tot 2,41%). Sinds het tweede kwartaal van dit jaar laten ook reële rentes een stijging zien (de 30-jaars reële swaprente is gestegen van -1,62% tot -0,87%) ingezet door een krasser monetair beleid. De reële rentes zijn nog wel negatief in alle looptijden. Behoudens enkele geldmarkttarieven zijn alle nominale rentes in de eurozone met looptijden langer dan 1 jaar weer positief.

Sinds juni 2022 zijn rentes wereldwijd weer iets gedaald, doordat recessievrees de overhand nam van inflatievrees.

10-jaars rentes



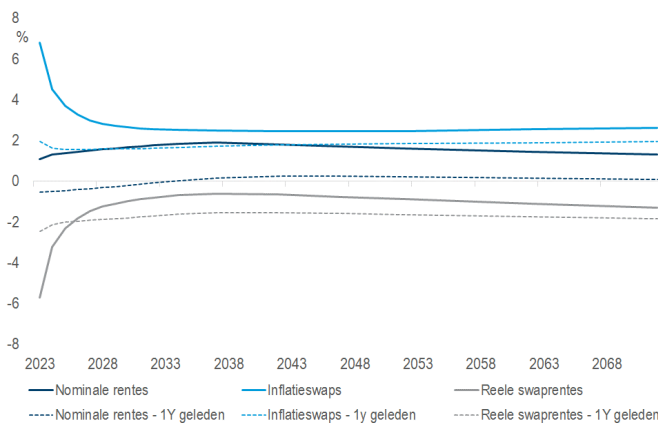
30-jaars euro swaprente inclusief componenten



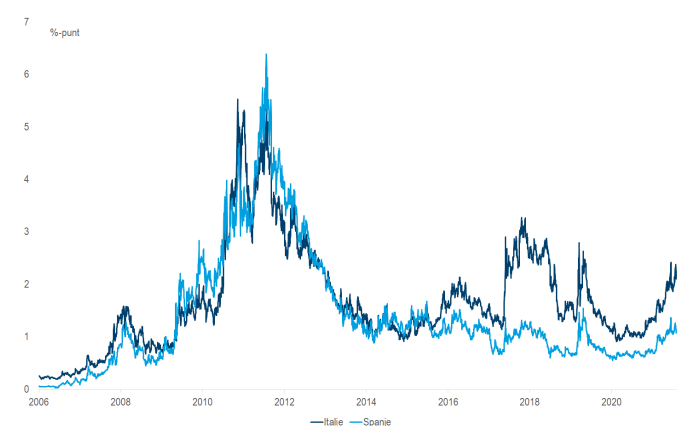
Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, 3 augustus 2022

Rentever verschillen tussen minder kredietwaardige overheden in de eurozone en kernlanden zijn toegenomen. Met name het rentever verschil tussen Italië en Duitsland liet een duidelijke stijging zien; in het 10-jaars segment nam het verschil toe van circa 1%-punt tot 2,2%-punt. De markt verlangt een hogere risicopremie op Italiaans papier door de combinatie van een oplopende staatsschuld (152,6%, Q1 2022, Eurostat), stijgende rentes en afnemende groeivoorzichten. Italië importeert relatief veel gas uit Rusland waardoor Italië kwetsbaar is. Daarnaast is sprake van verhoogd politiek risico wegens het opstappen van Draghi en de nieuwe verkiezingen op 25 september. Het nieuwe "Transmission Protection Instrument (TPI)" van de ECB heeft de spread ontwikkeling nog niet kunnen keren. Dat valt ook te verklaren doordat TPI volgens de door de ECB gestelde criteria momenteel niet ingezet mag worden in de Italiaanse obligatiemarkt.

Euro swap rentetermijnstructuur



10-jaars staatsrentever verschil t.o.v. Duitsland



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, 3 augustus 2022

De verwachte rendementen voor euro staatsleningen uit kernlanden zijn positief op alle horizonnen: +0,9% op een 5-jaars horizon en +1,4% op een 15-jaars horizon. Vorig jaar was nog sprake van negatieve verwachte rendementen. Deze verwachtingen komen tot stand op basis van de startrenteniveaus en de forwardpaden voor de rentes van de verschillende overheden in de komende vijftien jaar (aansluitend bij de forwardmethodiek die de Commissie Parameters voorschrijft). Dat resulteert voor elk kalenderjaar in een 'yield' rendement, een 'roll down' rendement, en een koersrendement. Zo gaan de forwards voor de Nederlandse 10-jaars rente uit van een (beperkte) stijging van het huidige niveau van 1,18% tot 1,70% in 2030 om vervolgens weer iets af te nemen tot 1,39% in 2037. Het beperkte koersverlies in de eerste jaren wegens een (beperkte) renteverandering wordt meer dan gecompenseerd door het voorziene inkomstenrendement. De 10+ kernleningen kennen een iets hoger verwacht rendement: 1,3% op een 5-jaars horizon. De verklaring is een iets hogere startrente, alsook het feit dat nagenoeg geen rentestijging in het lange eind wordt ingeprijsd.

De methodologie voor periferie leningen in ons CMA-model is identiek aan die voor kernlanden, met de toevoeging dat nog een geringe afslag wordt toegepast voor kredietverlies voor deze categorie (gebaseerd op de kredietwaardigheid en historische faillissementsstatistieken). Euro staatsleningen uit de periferie worden een verwacht rendement toegedicht van 1,7% op een 5-jaars horizon en 2,4% op een 15-jaars horizon. De forwards wijzen wel op een iets hogere rentestijging voor periferie landen, maar dat wordt meer dan goed gemaakt door de hogere startrentes.

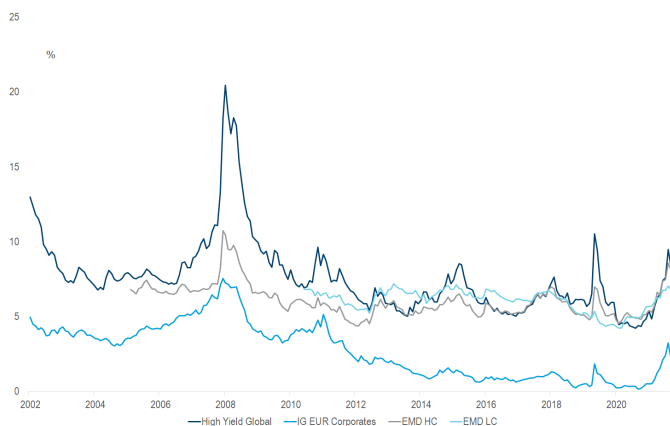
Spread producten

Alle risicovolle obligatiecategorieën rendeerden negatief afgelopen twaalf maanden, meer nog dan aandelen. Koersen van spread producten werden negatief getroffen door zowel stijgende risicovrije rentes als hogere spreads. Voor HY en IG bedrijfsobligaties in ontwikkelde markten speelde nog de negatieve factor mee van het stopzetten van opkoopprogramma's door de Fed en de ECB.

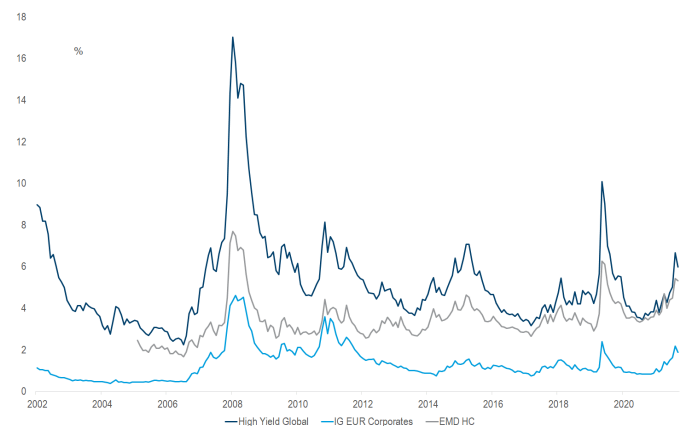
Spreads op EMD HC, High Yield en euro investment grade bedrijfsobligaties liepen respectievelijk op met 1,6%-punt tot 5,2%, met 1,7%-punt tot 5,2% en met 1,0%-punt tot 1,9%.

De grootste verliezer waren EMD HC obligaties (-20%) op euro hedged basis. De reden is onder meer de forse appreciatie van de USD versus de euro; een beweging die zorgde voor een negatief rendement op de valutahedges. EMD LC obligaties daarentegen hielden de schade relatief beperkt (-5%) op euro unhedged basis, omdat de yield op EMD LC obligaties minder opliep dan op EMD HC obligaties en doordat opkomende markten valuta apprecieerden versus de euro. High Yield en Euro IG bedrijfsobligaties rendeerden respectievelijk circa -13% en -10%.

Spreads versus risicovrije rentes



Yields op risicovolle obligaties

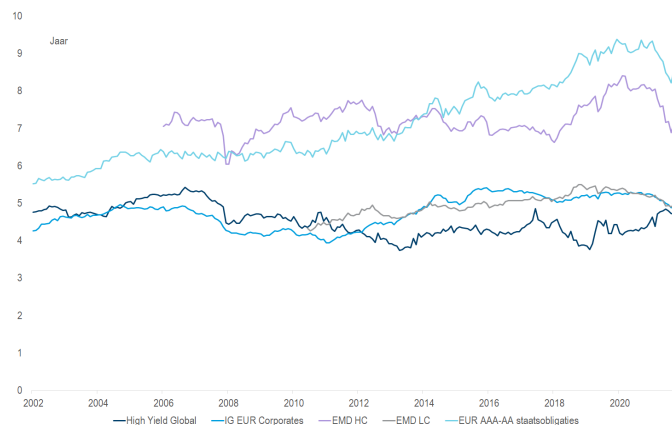


Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, JPMorgan, 3 augustus 2022

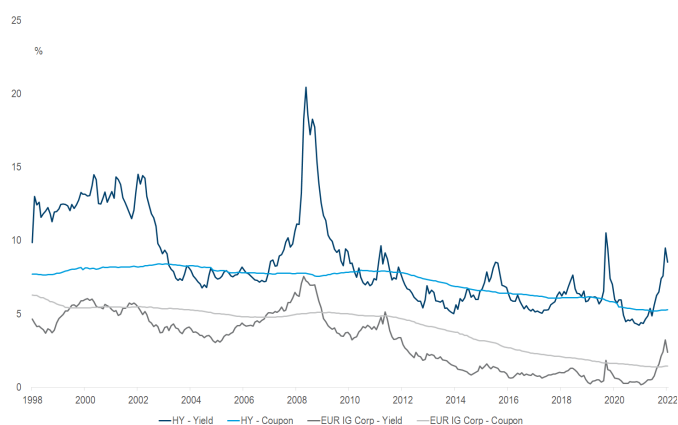
Het kredietrisico op obligaties van zowel staats- als bedrijfsobligaties neemt toe, door toedoen van geopolitieke spanningen, en verslechterde groeivoorzichten. Daarbij zorgen ook hogere rentes ervoor dat de rentelasten toenemen. Toch is voor bedrijfsobligaties ook sprake van dempende factoren. Zo is de leverage van balansen van zowel HY als IG bedrijven afgenomen afgelopen jaar. Voorts hebben met name veel High Yield ondernemingen zich geherfinancierd in 2020/2021. Dat blijkt ook het feit dat de gemiddelde duratie in de Global High Yield markt is gestegen met circa een half jaar tot 4,7 jaar, terwijl de meeste andere obligatiemarkten de duratie hebben zien dalen gemiddeld als gevolg van hogere rentes. Het gevolg is dat ondanks dat de High Yield markt de grootste yield stijging liet zien, de gemiddelde coupon nog relatief laag is en er niet veel schuld geherfinancierd hoeft te worden op korte termijn.

Desondanks neemt het default risico toe in zowel de staatsobligatiemarkt voor ontwikkelde en opkomende markten als in bedrijfsobligatiemarkten. Moody's gaat er bijvoorbeeld vanuit dat het default percentage op high yield bedrijfsobligaties zal toenemen van iets meer dan 2% tot 3,3% op een 12-maands horizon. Dat ligt overigens nog iets onder het historische gemiddelde.

Gemiddelde duratie obligatiecategorieën



Gemiddelde yield en coupon bedrijfsobligaties



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, JPMorgan, 3 augustus 2022

Rendementen voor spreadproducten worden op vergelijkbare wijze gemodelleerd als voor staatsobligaties. Op basis van startrentes, verwachte rentepad en duraties, worden voor de verschillende kalenderjaren inkomsten-, carry- en koersrendementen berekend. De enige aanvulling is dat het rentepad bestaat uit een afzonderlijk pad voor de risicovrije rentecomponent (o.b.v. de forwards) en een afzonderlijk pad voor de spread component (deze beweegt van het actuele niveau naar het lange termijn gemiddelde op dat moment). Tevens worden afslagen toegepast voor kredietverliezen (o.b.v. lange termijn statistieken van kredietbeoordelaars Moody's per rating categorie). De gehanteerde afslagen zijn hoger dan de historische gemiddeldes indien de VIX index, een indicator voor de risicoperceptie in de markt, ook hoger dan gemiddeld is.

Tot slot worden de rendementen vertaald naar euro's voor categorieën die nog niet in euro's luiden. In lijn met de 'interest pariteit' theorie, doen wij dit op basis van rentever schillen tussen de verschillende valuta's en de euro. Gezien de huidige rentever schillen tussen de eurozone met de rest van de wereld zorgt dat momenteel voor een lager verwacht rendement uitgedrukt in euro's.

De verwachte rendementen zijn aanzienlijk hoger dan vorig jaar. Toen werden HY en IG bedrijfsobligaties op een 5-jaars horizon zelfs nog negatieve rendementen toegedicht. Momenteel resulteert het CMA-model op een 5-jaars horizon in verwacht rendementen van 2,4% voor euro IG bedrijfsobligaties, 4,0% voor High Yield (euro hedged), 4,6% voor EMD LC (euro unhedged) en 5,9% voor EMD HC (euro hedged). Ofwel, de categorie die afgelopen jaar het slechts rendeerdte en momenteel de hoogste yield kent, wordt nu het hoogste verwachte rendement toegewezen. De hogere verwachte rendementen dit jaar voor Spread producten zijn te verklaren door hogere start rentes alsook het feit dat spreads nu boven de historische gemiddeldes liggen waardoor -i.t.t. vorig jaar- positieve koerseffecten worden verondersteld.

Alternatieven

Particuliere hypotheke

Evenals publiek verhandelbare spread producten, lieten hypotheekbeleggingen een negatief rendement zien. Voor een flink deel is dat te verklaren uit de beweging van de marktrente. Maar ook de spread liep aanzienlijk op met gemiddeld ruim 50 bps. Het risico is ook de afgelopen jaren weer zeer laag gebleken.

De huidige spread niveaus geven een voldoende beloning voor de risico's. Vooral de lage werkloosheid is gunstig voor hypotheke. Scheiding en werkloosheid vormen de grootste bron van wanbetaling voor een hypotheek.

Deze categorie wordt in ons CMA-model gemodelleerd op basis van (mean-reversion) projecties voor de hypotheke spread en de swaprente inclusief forwards. Dat resulteert net als bij obligaties in verwachte inkomsten-, carry-, en koersrendementen. Daarnaast is sprake van een aanname voor kredietverlies, welke nagenoeg nihil is.

Het verwacht rendement op een 5-jaars horizon bedraagt 3,1%, een duidelijke toename ten opzichte van vorig jaar (0,45%). Dat is toe te schrijven aan het hogere start hypotheke rente alsook een positief indirect rendement doordat de actuele spread boven de target ligt.

Vastgoed

Woningvastgoed in Nederland heeft de afgelopen jaren de wind in de zeilen gehad. Maar voor de komende jaren zal genoeg met minder genomen moeten worden. De politieke druk om in te grijpen is groot, en de nodige regulering is al in het vooruitzicht gesteld. De ‘middenhuur’ (tot 1000-1250 EUR) zal naar verwachting grotendeels gereguleerd gaan worden, huren zullen volgens WWS-norm vastgesteld worden, de huurstijging voor zittende huurders zal waarschijnlijk gemaximeerd worden, overdrachtsbelasting zal stijgen en projecten zullen aan veel meer landelijke en lokale regels moeten voldoen. De nadruk bij nieuwbouw moet komen op betaalbare huur. Vooralsnog lijkt de nieuwbouwmarkt op alle fronten af te koelen: minder verkopen, minder opleveringen en minder vergunningen. Dit zal het tekort in stand houden, en biedt voor beleggers op de lange termijn dan ook het nodige houvast.

Winkelvastgoed heeft het lange tijd erg moeilijk gehad. Nederland had voor het uitbreken van de Covid Pandemie al een zekere mate van overaanbod aan winkelmeters. Tijdens de pandemie kwamen hier nog legio andere problemen bij; huurkortingen en afwaarderingen. Momenteel staat winkelvastgoed er beter voor. De aanvangsrendementen liggen nu op een hoger niveau zodat een tegenslag niet gelijk leidt tot verliezen. De (verwachte) recessie zal ook voor winkelvastgoed weer leiden tot moeilijke tijden.

De markt voor kantoren is ondanks al het thuiswerken nog nauwelijks in beweging gekomen. Kwalitatief goede kantoren op de toplocaties zullen huurders blijven vinden voor hun meters, voor de gedateerde en perifeer gelegen kantoren ziet het een stuk minder florissant uit.

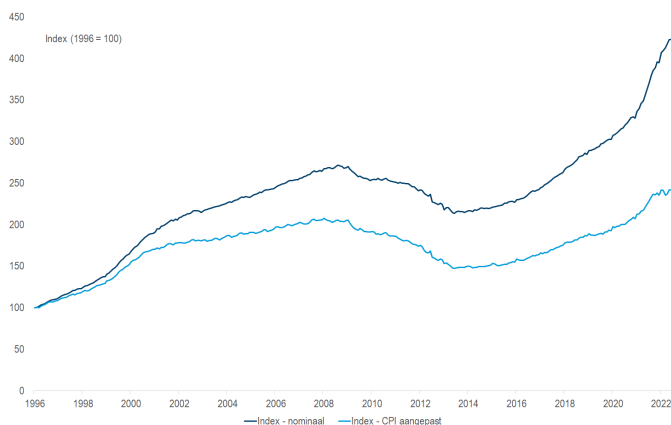
Zorgvastgoed blijkt in de praktijk een containerbegrip. Structureel is er een sterke vraag naar dit type vastgoed, en bovendien is de huidige voorraad vaak gedateerd. Door het beperkte aanbod zijn de aanvangsrendementen gedaald, maar zijn deze nog voldoende gegeven het lage risico.

Het vertrekpunt in ons CMA-model voor beursgenoteerd vastgoed zijn onze verwachtingen ten aanzien van reguliere beursgenoteerde aandelen ontwikkelde markten. Wel worden de rendementen aangepast voor de grotere rentegevoeligheid van vastgoed. Deze aanpassing vindt plaats op basis van de forward rentes en een geschatte gevoeligheid. Gegeven de aanname van een beperkte rentestijging (in lijn met de forwards) resulteert dat momenteel in een iets lager verwacht rendement dan reguliere aandelen.

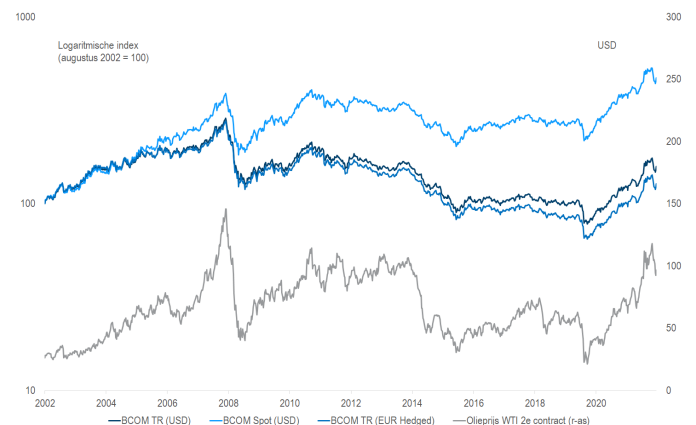
Voor niet-beursgenoteerd vastgoed hanteren wij structureel een 1%-lagere risicopremie dan beursgenoteerd vastgoed (gegeven het lagere risicoprofiel en een relatief lage leverage). En ook voor deze categorie wordt rekening gehouden met het (negatieve) effect van een iets stijgende rente.

Op een vijfjaars horizon hanteren wij een verwacht rendement voor beursgenoteerd en niet-beursgenoteerd vastgoed van respectievelijk 4,1% en 3,1%.

Nederlandse huizenprijs index (CBS)



Bloomberg Commodities index en de olieprijs



Bron: Columbia Threadneedle Investments, CBS, Bloomberg, 3 augustus 2022

Commodities

Terwijl nagenoeg alle categorieën negatief renderden, noteerden Commodities afgelopen twaalf maanden een positief rendement van maar liefst 22% (BCOM, euro hedged). De redenen zijn genoeglijk bekend; de oorlog in Oekraïne, een energiecrisis, en een forse stijging van energie-, metaal-, en voedselprijzen als gevolg.

De vraag is in hoeverre deze prijsstijgingen zullen doorzetten. Grondstofprijzen zijn notoir volatiel en moeilijk te voorspellen. Daar komt bij dat de huidige grondstofprijzen niet louter worden bepaald door cyclische economische vraag- en aanbodfactoren, maar ook door een oorlog waarvan het verdere verloop verre van duidelijk is.

Terwijl Commodities vorig jaar zelfs nog een negatief verwacht rendement kenden, worden Commodities Futures momenteel in het CMA-model een van de hoogste verwachte rendementen toegewezen; 6,0% op een 5-jaars horizon.

Wij hanteren drie verwachte rendementsbronnen voor commodities in ons CMA-model. Het verwachte 'spot' rendement is positief (o.b.v. positieve verwachte wereldwijde inflatie in combinatie met een multiplier). De 'roll yield' is nog steeds (aanzienlijk) negatief. Deze baseren wij op een lange termijn gemiddelde. Het verwachte rendement op het onderpand is positief en gestegen ten opzichte van voorgaande jaren, in lijn met de Amerikaanse geldmarktrente (2,5%) en die volgens de forwards nog iets zal stijgen. Tot slot vindt een aanpassing plaats voor de omrekening naar euro-hedged basis.

Overige alternatieven

De verwachtingen voor Small Caps en Private Equity worden eenvoudigweg bepaald als het verwachte rendement op aandelen inclusief een opslag van respectievelijk 0,25%-punt en 0,5%-punt. Op een vijfjaars horizon resulteert dat in een verwacht rendement van resp. 4,4% en 4,7%.

Voor infrastructuur wordt een afslag gehanteerd van -0,5%-punt versus aandelen, alsook een aanpassing voor de hogere rentegevoeligheid. Gegeven een ingeprijsde rentestijging, resulteert dat in een (geringe) additionele afslag. Op een vijfjaars horizon resulteert dat in een verwacht rendement van 3,6%.

Voor converteerbare obligaties passen wij 'mapping' toe. Zo komt het verwachte rendement tot stand als een combinatie van de aannames voor IG bedrijfsobligaties, High Yield en DM aandelen, minus een afslag voor de impliciete optie die aangeschaft wordt. Op een vijfjaars horizon resulteert dat in een verwacht rendement van 3,5%.

Voor Hedge Funds hanteren wij als verwacht rendement een gewogen gemiddelde van het verwachte rendement op aandelen en cash+premie. Op een vijfjaars horizon resulteert dat in een verwacht rendement van 3,8%.

Het verwachte rendement voor Catastrofe Obligaties komt tot slot tot stand op basis van (forward) projecties voor de Amerikaanse geldmarktrente in combinatie met een 'mean-reversion' benadering voor de Spread op Cat Bonds, minus een afslag voor het verwachte verlies a.g.v. natuurrampen. Ook vindt een aanpassing plaats voor het afdekken van valutarisico. Op een vijfjaars horizon resulteert dat in een verwacht rendement van 5,5%; dat is hoog gegeven een verwachte volatiliteit van slechts 3,8% op deze horizon. Dat verdient enige toelichting. Los dat deze categorie structureel gekenmerkt wordt door een lage standaarddeviatie ten opzichte van het rendement (het 'cliff risico' wordt niet meegenomen in deze risicomastaf), is de spread momenteel relatief hoog door capaciteitsbeperkingen in de herverzekeringmarkt. Ook speelt mee dat de risicovrije geldmarkt component in de coupon een variabel karakter kent. De rentestijging waar forwards op wijzen, resulteert daarom niet in negatieve koerseffecten, iets dat wel het geval is bij reguliere obligatiecategorieën.

Scenarioanalyse

Inflatie, recessie of stagflatie?

Hoofdstuk één heeft de economische vooruitzichten geschetst, die tevens als input worden gebruikt voor onze Capital Market Assumptions. Een belangrijk thema dit jaar is dat de economische verwachtingen met een grotere onzekerheid zijn omgeven dan normaal. Het is daarom zaak om niet louter een basisvisie te hanteren, maar ook om oog te houden voor alternatieve scenario's. In dit hoofdstuk wordt de impact doorgerekend op de verwachte rendementen van een drietal macro-scenario's.

Inflatie: hoewel de inflatie reeds tot recordhoogte is gestegen, prijzen de markten op middellange termijn een inflatie in die niet buitensporig is en in de buurt van de doelstelling van de ECB. Een hoger dan verwachte inflatie is echter zeer goed mogelijk. In de eurozone bijvoorbeeld door een verdere escalatie van de energiecrisis en in de VS door tweede orde effecten via de arbeids- en de huizenmarkt. Daarom rekenen wij ook een scenario door met 1%-punt hogere inflatie dan in het basisscenario.

Recessie: zoals toegelicht is reeds sprake van recessievrees en voorspellen meerdere partijen een recessie in de VS in 2022 en 2023 en in de eurozone in 2023. De consensusramingen gaan echter nog uit van positieve groei in beide regio's komende jaren. Daarom achten wij een recessie scenario met 1%-punt lagere reële economische groei dan in de basis ook relevant.

Stagflatie: de combinatie van bovenstaande scenario's -overeenkomstig de jaren '70- is natuurlijk ook goed mogelijk, ofwel stagflatie. Daarom wordt tot slot een scenario doorgerekend met 1%-punt hogere inflatie gecombineerd met 1%-punt lagere reële groei.

Capital Market Assumptions model

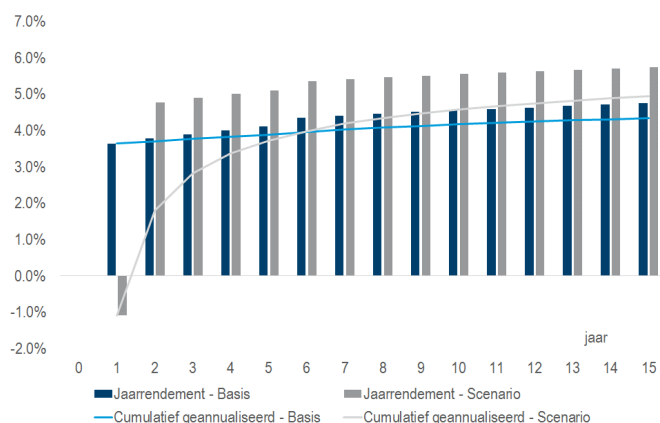
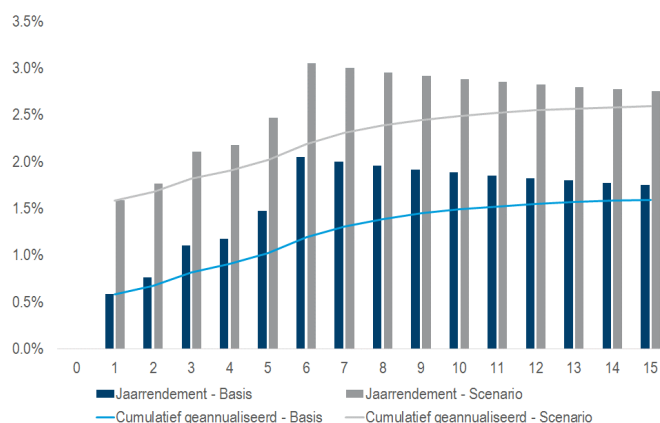
Ons "Capital Market Assumptions (CMA)"-model is in staat om de impact door te rekenen van onmiddellijke en permanente inflatieschokken en/of economische groeischokken op de verwachte rendementen van de verschillende categorieën en op verschillende horizonnen (5-jaar, 10-jaar en 15-jaar). Groei- en inflatiescenario's kunnen afzonderlijk of tegelijkertijd worden ingevoerd. De scenario's zijn relatief en worden uitgedrukt als het verschil ten opzichte van de consensusverwachting voor de inflatie en de economische groei.

Bij de vastrentende categorieën hebben een hogere inflatie of een hogere economische groei – via een hogere nominale rente – initieel een negatief koerseffect en vice versa. De mate waarin hangt af van de duratie per categorie. Tegelijkertijd zal een hogere nominale rente ook resulteren in een permanent hogere yield en hogere couponinkomsten en vice versa. Na verloop van tijd compenseert dit inkomsteneffect het initiële koerseffect, waardoor op een langere beleggingshorizon uiteindelijk sprake kan zijn van een hoger verwacht nominaal rendement. Hoe korter de duratie van een vastrentende categorie, hoe eerder dit effect optreedt.

Voor aandelen is sprake van een initieel negatief effect. Er bestaat namelijk een positief verband tussen "bond yields" en "earnings yields" (de inverse van de koers/winst-ratio). Hogere rentes gaan dus samen met hogere (vereiste) earnings yields voor aandelen ofwel lagere koers/winst ratio's. Omdat winsten niet meteen meestijgen met de oplopende rente betekent dit lagere aandelenkoersen en dus op de korte termijn lagere verwachte aandelenrendementen. Vervolgens is er het lange termijneffect van naar verwachting hogere (nominale) bedrijfswinsten en hogere dividendinkomsten dat gaat zorgen voor hogere verwachte aandelenrendementen.

Dus ook voor aandelen zijn de korte en lange termijneffecten tegengesteld. Aandelen ontwikkelde markten kennen een grotere koersgevoeligheid dan aandelen opkomende markten door de hogere K/W-ratio en dus de lagere 'Earnings Yield' (de inverse van de K/W).

Voor de meeste andere categorieën werken inflatie en BBP-scenario's op vergelijkbare wijze door in het verwachte rendement, dan wel via een zogenaamde 'mapping' methode (waarbij de berekeningen voor een categorie afgeleid zijn van een combinatie van uitkomsten bij andere categorieën).

Impact +1% inflatie: High Yield**Impact +1% inflatie: Euro Inflatie-index bonds**

Bron: Columbia Threadneedle Investments, CMA-model, augustus 2022

Impact 'hoge inflatie'-scenario (+1%)

Onderstaand is grafisch de impact weergegeven van een +1%-inflatie-scenario (een permanente +1% schok boven op de inflatie in het basisscenario) op de verwachte rendementen op een 5-jaars, 10-jaars en 15-jaars beleggingshorizon, zowel vanuit een nominaal als een reëel perspectief. Ook is de impact op de verwachte rendementen voor een tweetal categorieën in meer detail (bovenstaand) weergegeven.

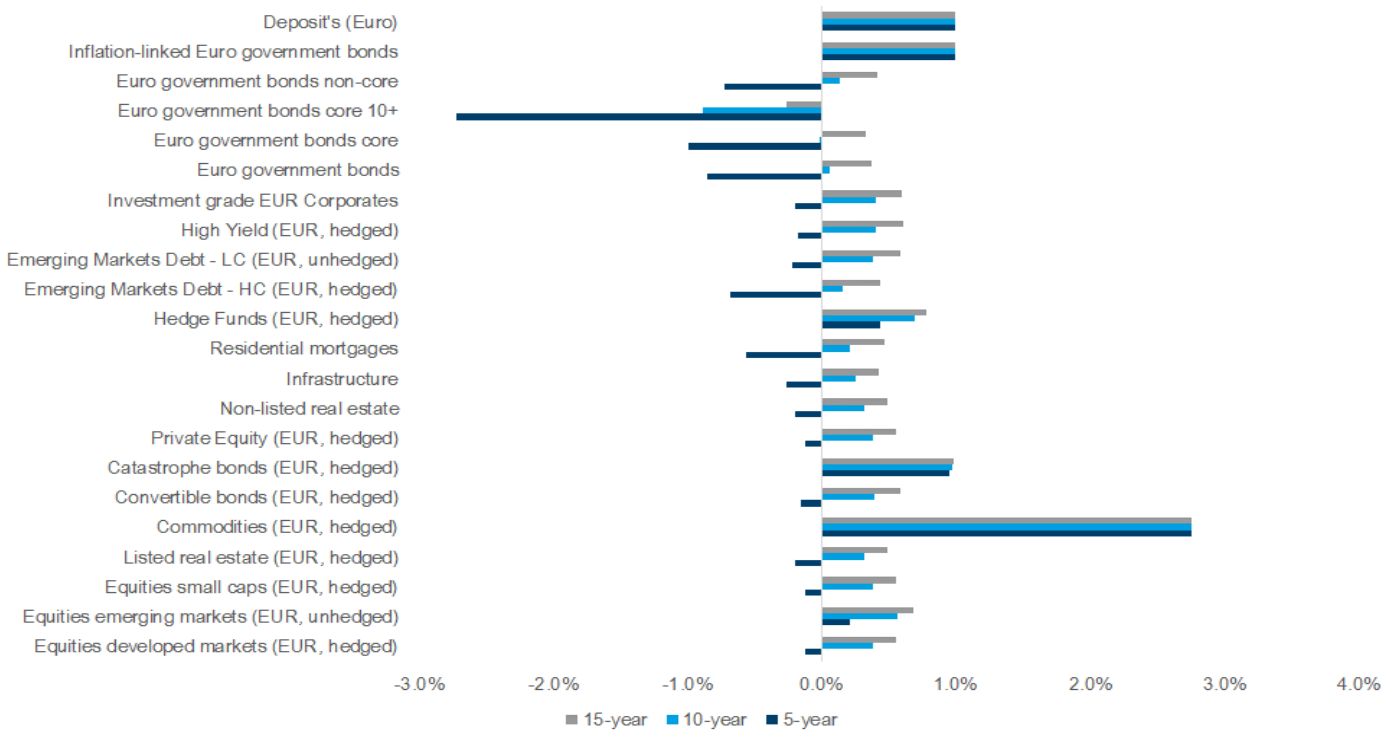
De voornaamste observaties zijn als volgt:

- De meeste categorieën reageren negatief op een 5-jaars horizon als gevolg van negatieve koerseffecten door de hogere inflatie;
- Uiteindelijk -in nominale termen althans- reageren nagenoeg alle categorieën positief op een 10-jaars en 15-jaars horizon. In reële termen is in bijna alle gevallen sprake van een lager rendement, uitgezonderd inflatie-geïndexeerde obligaties (ILBs), deposito's, catastrofe obligaties en commodities (de enige winnaars).
- Euro staatsleningen kernlanden 10+ reageren verreweg het meest negatief, als gevolg van de lange duratie. De negatieve impact op een 5-jaars horizon is het grootst van alle categorieën, en zelfs op een 15-jaars horizon is nog sprake van een gemiddeld cumulatief negatief effect;
- Risicovolle obligaties reageren minder negatief dan risicovrije staatsobligaties. Binnen de Spread producten worden high yield obligaties initieel het minste geraakt en is het positieve effect op een 15-jaars horizon het grootst. De verklaring is de relatief korte duratie van high yield. Wat betreft EMD valt op dat de initiële negatieve impact groter is voor hard currency (HC)-obligaties dan local currency (LC)-obligaties, wederom met als verklaring het verschil in duratie;
- Binnen aandelen worden aandelen EM minder geraakt dan aandelen DM. De verklaring is de lagere koersgevoeligheid wegens een lagere koers/winst-ratio, waardoor de positieve inkomsten effecten eerder domineren;

Enkele beleggingscategorieën verdienen speciale aandacht, omdat daar de initiële koerseffecten minder sterk zijn en de gevolgen voor de inkomsten snel domineren:

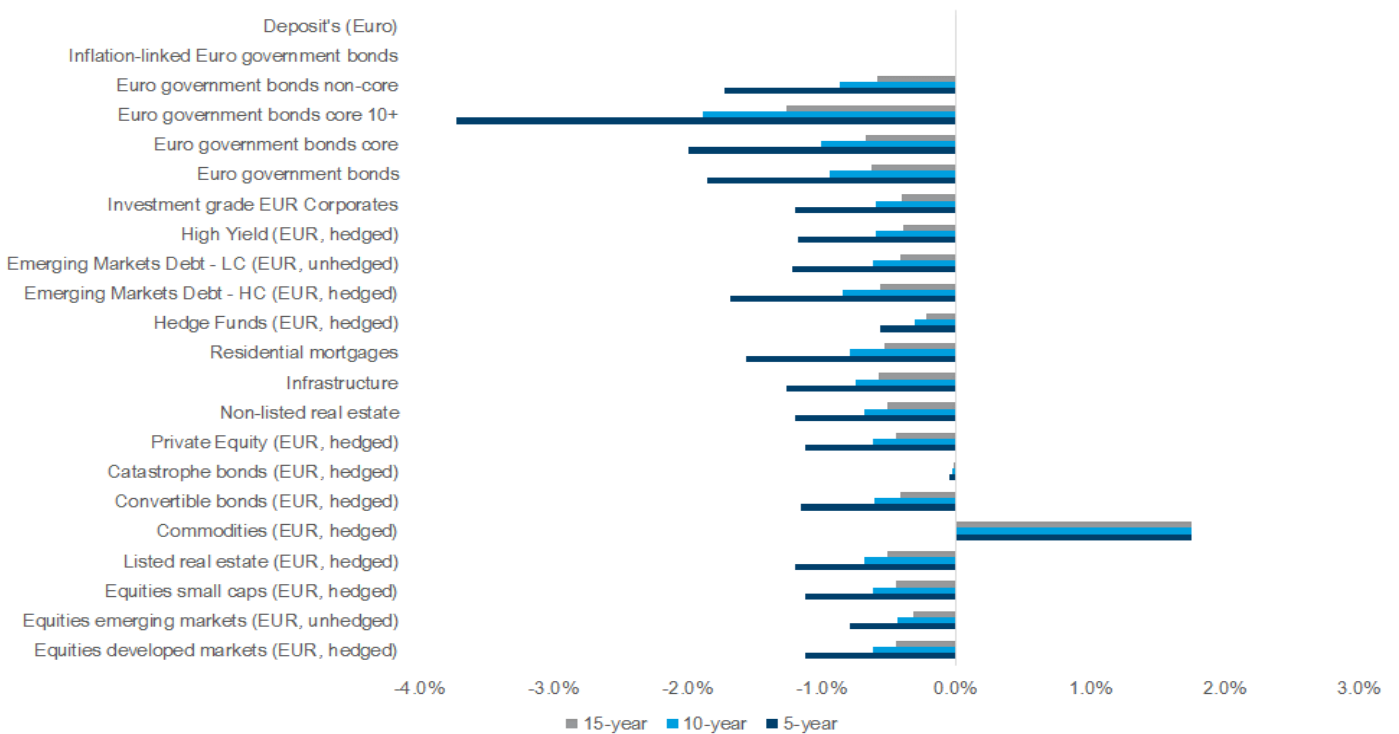
- Inflatie-geïndexeerde obligaties: een hogere inflatie leidt niet tot een initieel negatief koerseffect, wegens de inflatie-indexatie van de hoofdsom (louter veranderingen in de reële rente hebben invloed op de koers van deze obligaties). Wel zal het inkomen direct meestijgen. Dat zorgt ervoor dat reeds op een korte beleggingshorizon het (nominale) verwachte rendement van deze categorie zal stijgen terwijl dat van andere categorieën juist daalt;
- Commodities: ook hier resulteert een hogere inflatie direct in een hoger verwacht rendement, zelfs met een multiplier, zonder dat een negatief koerseffect optreedt. Door de multiplier is dit zelfs de enige categorie waarbij niet alleen het nominale rendement stijgt, maar zelfs in reële termen sprake is van een hoger verwacht rendement;
- Absolute return-categorieën zoals Deposito's, Hedge Funds en Catastrofe Obligaties, allen met een variabele geldmarktcomponent, worden ook minder geraakt door eventuele initiële koerseffecten. In reële termen is de impact nihil voor deposito's en catastrofe obligaties. De inflatie vertaalt zich eenvoudigweg één-op-één door in de rentetarieven.

Impact op het nominale verwachte geannualiseerde rendement (verschil t.o.v. basisscenario op verschillende beleggingshorizonnen) als gevolg van 1%-punt hogere inflatie



Bron: Columbia Threadneedle Investments, 3 augustus 2022

Impact op het reële verwachte geannualiseerde rendement (verschil t.o.v. basisscenario op verschillende beleggingshorizonnen) als gevolg van 1%-punt hogere inflatie



Bron: Columbia Threadneedle Investments, augustus 2022

Impact 'lage groei'-scenario (-1%)

Onderstaand is grafisch de impact weergegeven van een -1%-groei-scenario (een permanente -1% schok ten opzichte van de reële economische groei in het basisscenario) op de verwachte rendementen op een 5-jaars, 10-jaars en 15-jaars beleggingshorizon, zowel vanuit een nominaal als een reëel perspectief.

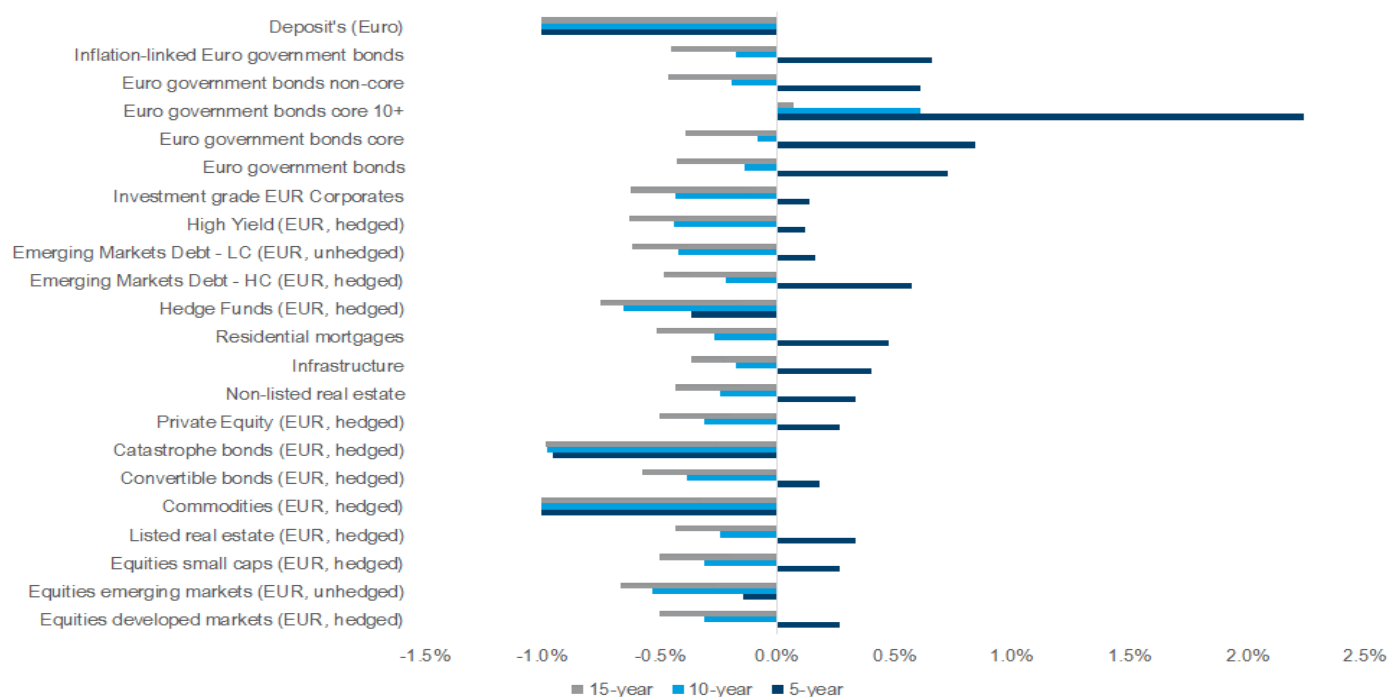
De voornaamste observaties zijn als volgt:

- Er is geen verschil tussen het nominale en het reële perspectief. Een groeiverandering heeft een identiek effect op nominale en reële rentes;
- De meeste categorieën reageren positief op een 5-jaars horizon als gevolg van positieve koerseffecten door de lagere groei (vanwege de lagere rente);
- Uiteindelijk reageren nagenoeg alle categorieën negatief op een 10-jaars en 15-jaars horizon (dus zowel vanuit een nominaal als een reëel perspectief);
- Euro staatsleningen kernlanden 10+ reageren verreweg het meest positief, als gevolg van de lange duratie. De positieve impact op een 5-jaars horizon is het grootst van alle categorieën, en zelfs op een 15-jaars horizon is nog sprake van een gemiddeld cumulatief positief effect;
- Risicovolle obligaties reageren minder positief dan risicovrije staatsobligaties, als gevolg van een kortere duratie, waardoor de negatieve inkomsten effecten al snel domineren.
- Binnen aandelen worden aandelen EM meer geraakt dan aandelen DM. De verklaring is de lagere koersgevoeligheid wegens een lagere koers/winst-ratio, waardoor de positieve inkomsten effecten (wegens lagere discontovoeten) minder in staat zijn om de negatieve inkomsten effecten te compenseren;

Enkele beleggingscategorieën verdienen speciale aandacht:

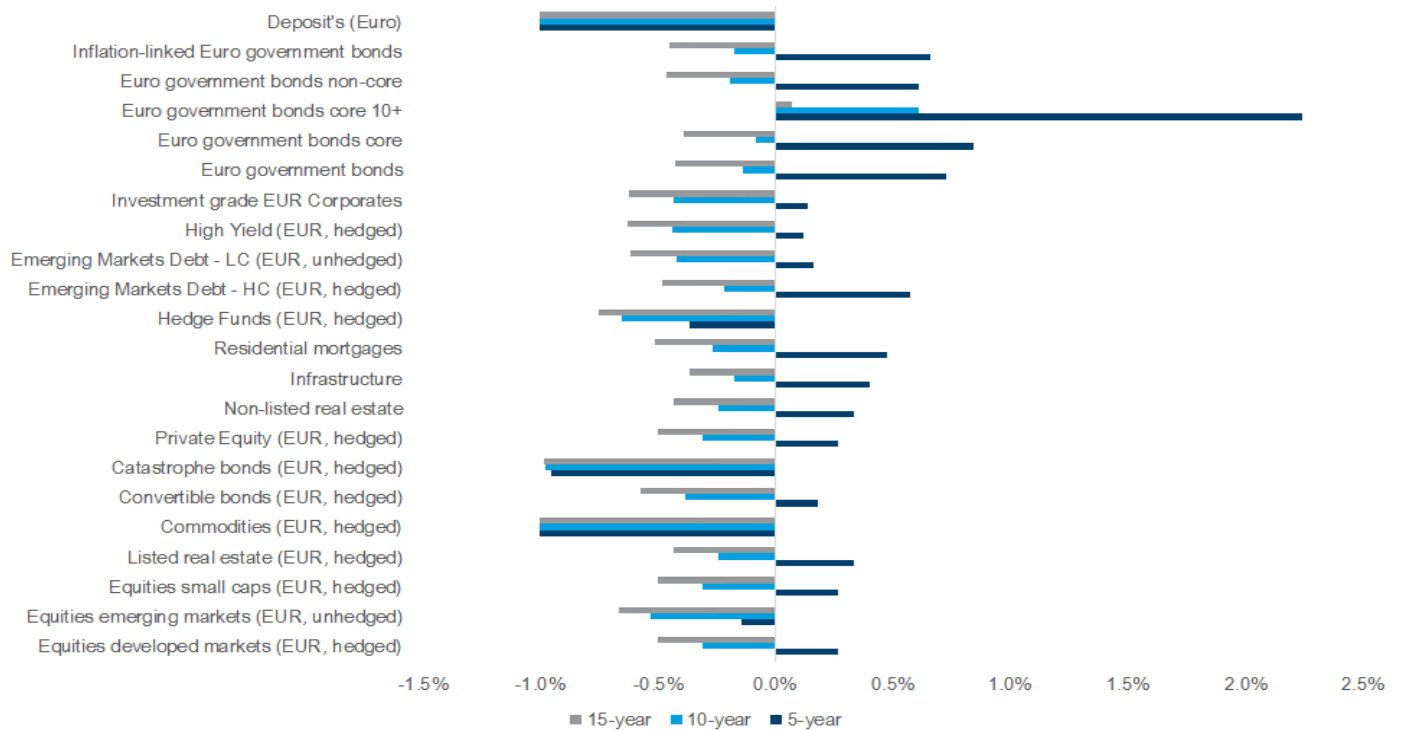
- Inflatie-geïndexeerde obligaties: in dit scenario reageren ILBs identiek aan nominale staatsobligaties, aangezien het de vaste reële rentes zijn die veranderen;
- Commodities: de impact is negatief als gevolg van een lagere geldmarktrente op het onderpand. En er zijn geen positieve koerseffecten die dit compenseren;
- Absolute return-categorieën zoals Deposito's, Hedge Funds en Catastrophe Obligaties, allen met een variabele geldmarktcomponent, presteren relatief slecht in dit scenario. De variabele rente-inkomsten dalen in lijn met de lagere groei, zonder dat daar eenmalige positieve koerseffecten tegenover staan.

Impact op het nominale verwachte geannualiseerde rendement (verschil t.o.v. basisscenario op verschillende beleggingshorizonnen) als gevolg van 1%-punt lagere economische groei



Bron: Columbia Threadneedle Investments, augustus 2022

Impact op het reële verwachte geannualiseerde rendement (verschil t.o.v. basisscenario op verschillende beleggingshorizonten) als gevolg van 1%-punt lagere economische groei



Bron: Columbia Threadneedle Investments, augustus 2022

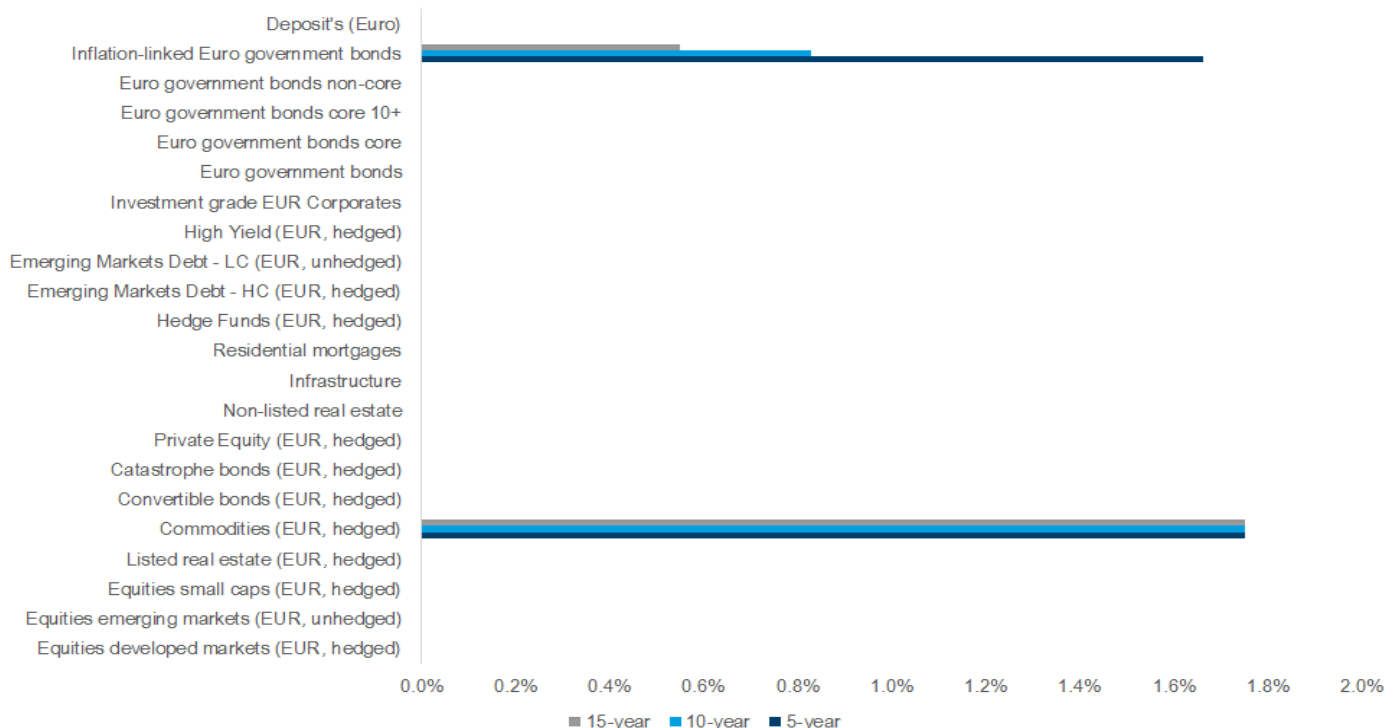
Impact 'stagflatie'-scenario

Onderstaand is grafisch de impact weergegeven van een stagflatiescenario. Dat scenario is een combinatie van het +1%-inflatie-scenario (een permanente +1% schok boven op de inflatie in het basisscenario) en het -1%-groei-scenario (een permanente -1% schok ten opzichte van de reële economische groei in het basisscenario) op de verwachte rendementen op een 5-jaars, 10-jaars en 15-jaars beleggingshorizon, zowel vanuit een nominaal als een reëel perspectief.

De voornaamste observaties zijn als volgt:

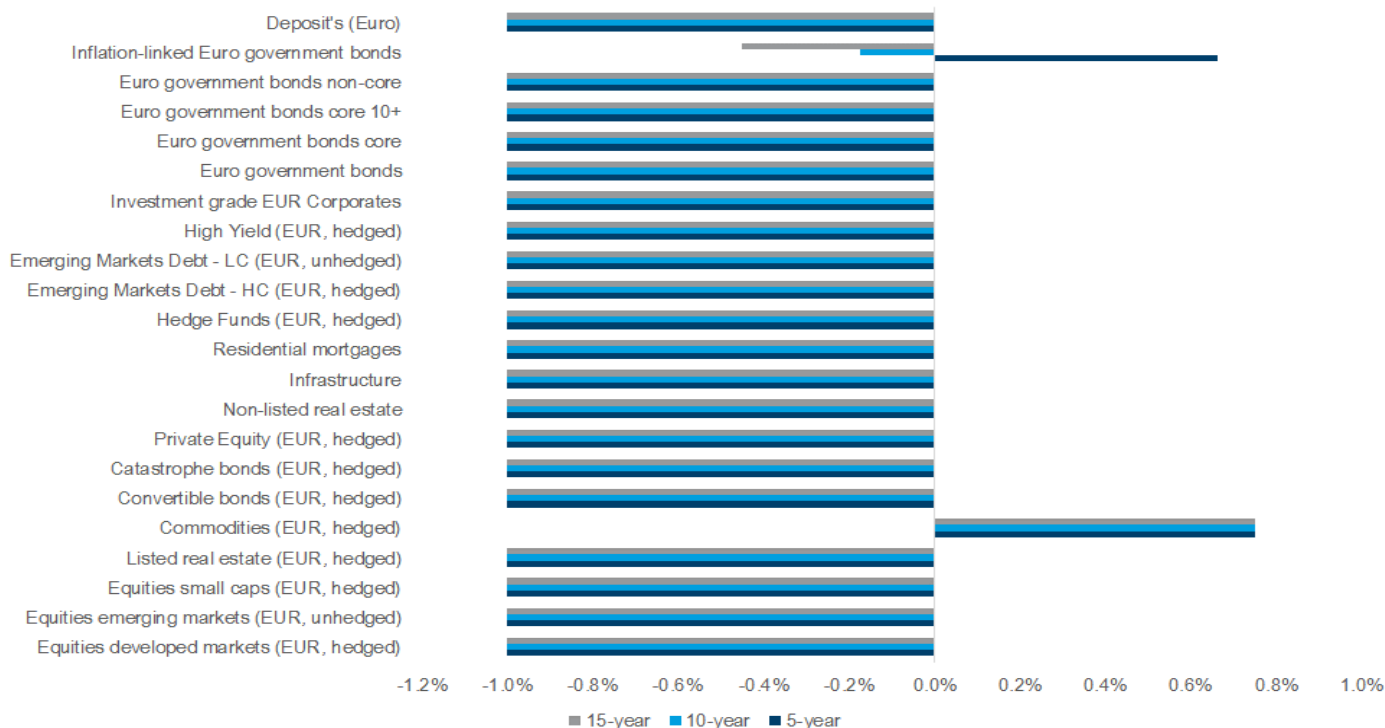
- In nominale termen geldt voor bijna alle categorieën (uitgezonderd twee) dat de impact van dit stagflatie scenario nihil is, doordat de hogere inflatie en de lagere groei elkaar precies compenseren. Nominale rentes bijvoorbeeld wijzigen niet in dit scenario;
- In reële termen is wel sprake van een negatieve impact, namelijk -1% op alle horizons, gelijk aan de extra inflatie;
- Commodities zijn een uitzondering. De impact van stagflatie op het verwachte rendement is positief, zowel in nominale als reële termen. De hogere inflatie in combinatie met multiplier-effecten zijn de verklaring;
- Inflatie-geïndexeerde obligaties: deze categorie vormt de tweede uitzondering. De vast rente is de reële rente, welke daalt, en dus leidt tot een eenmalige koerswinst. Tegelijkertijd wordt de inflatie bij de hoofdsom opgeteld, waardoor de inflatie het reële rendement niet beïnvloedt. Op een 5-jaars horizon is sprake van een positief rendement als gevolg van de initiële koerswinst gedreven door de lagere groei. Na verloop van tijd echter gaan de lagere reële inkomsten domineren, met als gevolg dat op een 10-jaars en 15-jaars horizon wel sprake is van lagere verwachte rendementen vanuit een reëel perspectief. Maar nog steeds is wel sprake van een betere prestatie dan de meeste andere categorieën.

Impact op het nominale verwachte geannualiseerde rendement (verschil t.o.v. basisscenario op verschillende beleggingshorizonnen) als gevolg van 1%-punt hogere inflatie in combinatie met 1%-punt lagere economische groei



Bron: Columbia Threadneedle Investments, augustus 2022

Impact op het reële verwachte geannualiseerde rendement (verschil t.o.v. basisscenario op verschillende beleggingshorizonnen) als gevolg van 1%-punt hogere inflatie in combinatie met 1%-punt lagere economische groei




Bron: Columbia Threadneedle Investments, augustus 2022


De bevindingen van de scenario-analyse zijn samengevat:

- Een scenarioanalyse wat betreft verwachte rendementen geeft aan dat in het stagflatie scenario commodities relatief goed presteren gevolgd door Inflatie-geïndexeerde obligaties (ILBs). In het hoge inflatie scenario presteren commodities goed gevolgd door ILBs, maar ook 'absolute return' categorieën zoals deposito's, catastrofe obligaties en hedge funds. In het lage groei scenario presteren nominale staatsobligaties met een lange looptijd relatief goed.
- Wij merken op dat het geen zekerheid is dat commodities goed blijven presteren in een hoge inflatieomgeving, omdat de oorzaak relevant is (stijgende grondstofprijzen, of stijgende lonen en huren), terwijl inflatie-geïndexeerde obligaties indifferent zijn ten aanzien van de oorzaak van inflatie.
- Een belangrijke constatering is dat op lange termijn het nagenoeg niet mogelijk is om (in het 'lage groei' scenario en in het 'stagflatie' scenario) het rendement te beschermen tegen een daling van reële rentes en reële inkomsten, omdat op lange termijn inkomsten de initiële koerseffecten domineren. Beleggingsrendementen zijn dan een reflectie van lagere reële inkomsten uiteindelijk. Op korte termijn bieden positieve koerseffecten op obligaties bescherming, maar op lange termijn resteert voornamelijk maar één oplossing: het lagere rendement compenseren door riskanter te beleggen. Daarvoor dient echter wel ruimte te zijn in het risicobudget.

Contact

 Columbia Threadneedle Investments
Nederland
Jachthavenweg 109E
1081 KM Amsterdam
Netherlands

 +31 20 582 3000

 infoln@columbiathreadneedle.com

 Volg ons op LinkedIn

Telefoongesprekken kunnen worden opgenomen.

Meer informatie: columbiathreadneedle.nl



Belangrijke informatie:

© 2022 Columbia Threadneedle Investments. Columbia Threadneedle Investments is de wereldwijde merknaam van de groep Columbia en Threadneedle.

Alleen voor professionele beleggers. Dit financiële promotiemateriaal wordt in Nederland uitgegeven door Columbia Threadneedle Investments en is uitsluitend bedoeld voor marketing- en informatiedoeleinden.

Dit materiaal mag niet worden beschouwd als een aanbod, verzoek, advies of beleggingsaanbeveling. Dit document is geldig op de datum van publicatie en kan zonder voorafgaande kennisgeving worden gewijzigd. Informatie uit externe bronnen wordt betrouwbaar geacht, maar de juistheid en volledigheid ervan kan niet worden gegarandeerd. De effectieve beleggingsparameters worden overeengekomen en uiteengezet in het prospectus of de formele overeenkomst voor vermogensbeheer.

Financieel promotiemateriaal wordt uitgegeven voor marketing- en informatiedoeleinden; in het Verenigd Koninkrijk door Columbia Threadneedle Management Limited, waaraan vergunning is verleend door en dat onder toezicht staat van de Financial Conduct Authority; in de EU door Columbia Threadneedle Netherlands B.V., waaraan vergunning is verleend door en dat onder toezicht staat van de Nederlandse Autoriteit Financiële Markten (AFM); en in Zwitserland door Columbia Threadneedle Management (Swiss) GmbH, die optreden als vertegenwoordigingskantoor van Columbia Threadneedle Management Limited.

J32437 (08/22). NL