

Investment outlook 2024

Voorzichtig groei-
optimisme. En van
systeemrisico naar
concentratierisico
en kredietrisico

Augustus 2023

Inhoudsopgave

Introductie	3
Economische vooruitzichten	4
Financiële Markten en Capital Market Assumption	13
Belangrijke Informatie	28



Introductie



Jitzes Noorman
Delegated CIO & Investment Strategist

Investment Outlook 2024

Voor u ligt onze Investment Outlook 2024 met daarin onze vooruitzichten voor de economie en financiële markten.

Veel van de grote thema's zijn onveranderd ten opzichte van vorige jaar: geopolitieke fragmentatie, de oorlog in Oekraïne, een steeds nadrukkelijker conflict tussen de VS en China, en klimaatverandering. Een thema dat daarbij is gekomen afgelopen jaar is Artificial Intelligence (AI). Daarnaast is er politieke onzekerheid bijgekomen met de aanstaande Amerikaanse presidentsverkiezingen in 2024. Ook neemt de aandacht voor de oplopende staatsschuld toe.

De macro-economische ontwikkelingen zijn minder volatiel en onzeker dan een jaar geleden. Zo lopen de meningen van analisten over de toekomstige groei en inflatie minder uiteen dan vorig jaar.

De inflatie heeft een aanzienlijke daling laten zien, al is de kerninflatie nog te hoog en hardnekkig. Analisten en financiële markten gaan uit van een inflatie tussen de 2% en 2,5% in de komende jaren in de eurozone.

De Fed en de ECB hebben (bijna) het eind van de verkrappingscyclus bereikt. De vraag in 2024 zal zijn of centrale banken de rente alweer zullen verlagen.

Er is zelfs weer sprake van enig groei-optimisme, gedreven door dalende inflatie en een nog steeds sterke arbeidsmarkt. De huizenmarkt in enkele landen alsook het consumentenvertrouwen laten recent weer enig herstel zien. Ook enthousiasme over 'Artificial Intelligence (AI)' draagt positief bij. Recessie is daardoor geen basisscenario meer, maar een risicoscenario. Toch zijn de groeivoorzichten nog niet uitbundig. Redenen zijn de hoge rentes, striktere kredietstandaarden, afnemende winstmarges, en de beperkte fiscale ruimte voor stimulus. De consensus ziet het groeiverschil tussen opkomende markten en ontwikkelde markten volgend jaar toenemen, wat grotendeels verklaard kan worden door een lage verwachte groei in de VS.

Net als vorig jaar kennen risicovolle obligaties een aantrekkelijke rendement/risico-verhouding. Ook commodities en met name catastrofe obligaties scoren dit jaar wederom goed in ons "Capital Market Assumptions (CMA)"-model. Het verschil in aantrekkelijkheid tussen risicovolle spreadproducten en staatsobligaties is wel kleiner geworden als gevolg van de gestegen risicovrije rentes in combinatie met lagere spreads. Tot slot verdienen aandelen speciale aandacht. Stijgende koersen en hogere waarderingen zorgden afgelopen jaar voor een daling van de verwachte rendementen voor aandelen. Maar een recente aanpassing van de methodologie in ons model heeft -ceteris paribus- gezorgd voor een hoger verwacht rendement voor aandelen ontwikkelde markten.

Tot slot wordt opgemerkt dat het systeemrisico is afgenomen. Financiële markten zijn in rustiger vaarwater terecht gekomen, wat zich uit in een lagere volatiliteit alsook in een lagere correlatie tussen individuele aandelen. Anders gezegd wordt de aandelenmarkt minder door 'Beta' en meer door 'Alpha' gedreven dan vorig jaar, wat in principe een kans biedt voor 'stock pickers'. Voorts is de correlatie tussen aandelen- en obligatierendementen afgenomen. Dat is positief nieuws voor het risicoprofiel van beleggingsportefeuilles aangezien obligaties weer meer diversificatie bieden versus aandelenrisico.

Voor systeemrisico is echter in de aandelenmarkt concentratierisico in de plaats gekomen, aangezien de rally in aandelen gedreven wordt door slechts enkele tech-reuzen. En in de obligatiemarkt is weer sprake van kredietrisico, zowel wat betreft staatsobligaties (toenemende staatsschuld) als wat betreft bedrijfsobligaties (toenemend aantal faillissementen).

Economische vooruitzichten

Terugblik en evaluatie

De trefwoorden vorig jaar in onze Investment Outlook waren: recessie, fragmentatie, en onzekerheid. In de basis werd uitgegaan van een gepiekte inflatie die in de daaropvolgende jaren weer zou gaan dalen in de richting van de ECB-doelstelling, en een afzwakkende groei (met mogelijk recessie) in ontwikkelde markten en, na een hapering in 2022, een toenemende groei in opkomende markten in 2023.

Aandelen opkomende markten werden -net als in voorgaande jaren- het hoogste verwachte rendement toegewezen, en staatsobligaties het laagste, zij het wel positief. Met name risicovolle obligaties kenden een aantrekkelijke rendement/risico-verhouding. Ook commodities en catastrofe obligaties scoorden goed in ons CMA-model.

De uitkomsten zijn gemengd. De inflatie heeft een duidelijke daling ingezet, en de economische groei is inderdaad afgenomen, al heeft zich (vooralsnog) geen recessie voorgedaan in het Westen. Staatsobligaties waren voorts één van de slechts renderende categorieën (negatief), terwijl spreadproducten en catastrofe obligaties inderdaad positief rendeerden. Maar onvoorzien was dat aandelen opkomende markten aanzienlijk achterbleven bij aandelen ontwikkelde markten, en dat ook commodities negatief rendeerden.

Belangrijke thema's afgelopen jaar waren de problemen in de bankensector, het 'schuldenplafond' in de VS, de voortdurende oorlog in Oekraïne, een verscherping van het conflict tussen de VS en China, de heropening van de Chinese economie, forse renteverhogingen door Westerse centrale banken, een dalende inflatie, en de opkomst van 'Artificial Intelligence (AI)'.

Geopolitiek en klimaat

Vorig jaar was het thema geopolitieke turbulentie en fragmentatie. Drijvers waren onder andere de oorlog in Oekraïne, een steeds nadrukkelijker conflict tussen de VS en China, en een energiecrisis en klimaatverandering.

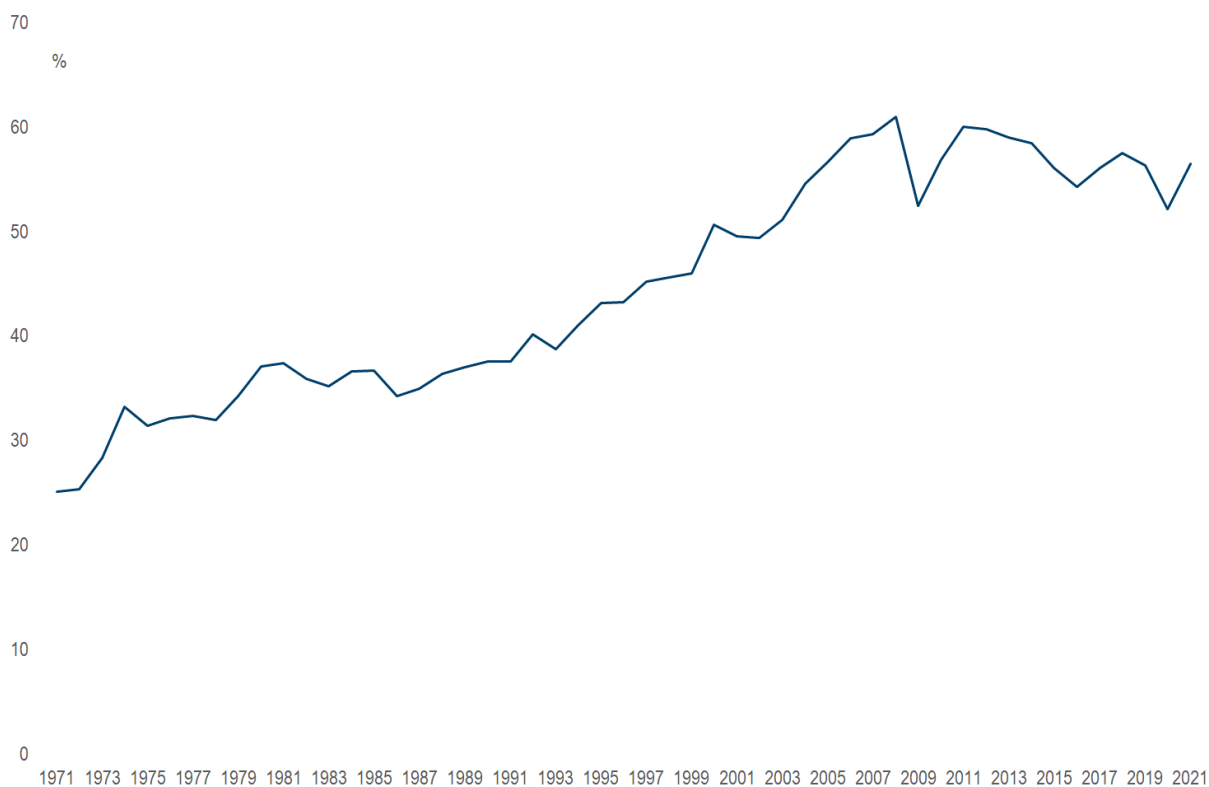
Al deze factoren zijn nog steeds van kracht. De oorlog in Oekraïne woedt in alle hevigheid voort. En de spanningen tussen de VS en China zijn verder toegenomen. De VS heeft afgelopen jaar de export van hoogwaardige technologie naar China verder beperkt, en China heeft restricties opgelegd voor de export van grondstoffen die cruciaal zijn voor de energietransitie. De conclusie is dan ook helaas dat de 'fragmentatie' zich heeft voortgezet in verschillende geopolitieke blokken, zowel ideologisch, economisch, financieel, politiek, technologisch als militair. Het IMF heeft al meermalen gewaarschuwd dat fragmentatie resulteert in lagere groei, hogere inflatie, een toenemende volatiliteit, hogere staatsschulden, en de-globalisering. De grootste verliezers -aldus het IMF- zouden zijn: Zuidoost-Azië, dan China en de EU, en daarna pas de VS¹.

Ouderwetse industriepolitiek keert weer terug. Zo stimuleert de Amerikaanse overheid binnenlandse productie via wetten als de 'IRA Act' en de 'CHIPS and Science Act'. Europa denkt ook na over beleid om de belangen van de Europese economie te waarborgen gegeven het beleid in de VS, en tegelijkertijd om de afhankelijkheid van China in cruciale sectoren te beperken.

De geopolitieke instabiliteit zou volgend jaar verder kunnen toenemen, gegeven de Amerikaanse presidentsverkiezingen die zullen plaatsvinden op 5 november 2024. Mocht Donald Trump winnen dan zou dat meer protectionisme tot gevolg hebben, het conflict met China kunnen versterken, de

¹ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/04/11/world-economic-outlook-april-2023>

Wereldhandel als % wereld BBP (t/m 2021)



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, World Bank, 3 augustus 2023

staatsschuld verder kunnen doen oplopen, en nadelige gevolgen kunnen hebben voor onder andere de herboren NAVO en de energietransitie.

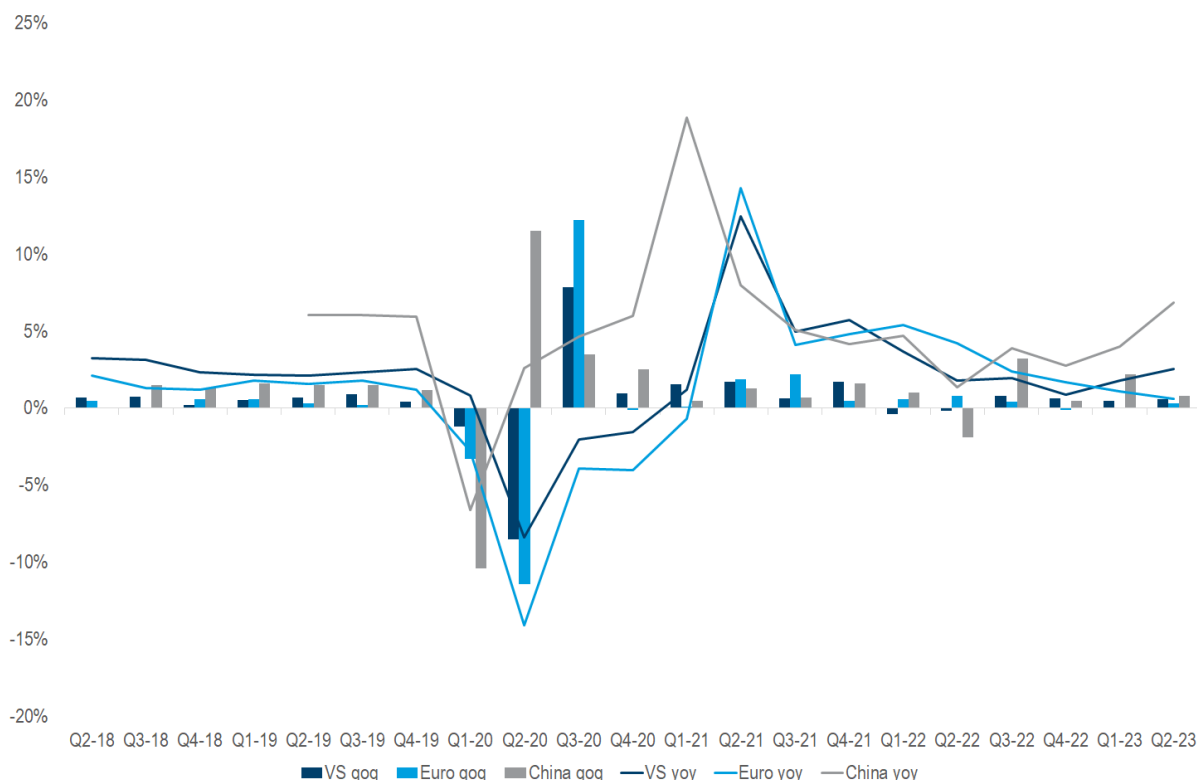
Een ander thema dat vorig jaar werd behandeld was klimaatverandering. Ook hiervoor geldt dat dit thema zichtbaarder is geworden met hittestormen, overstromingen, bosbranden en afnemend Noordpool-ijs. Het doel van het Klimaatakkoord van Parijs -de opwarming van de aarde beperken tot ruim onder 2 graden Celsius en met een duidelijk zicht op 1,5 graden Celsius- lijkt steeds verder uit beeld te raken. Naast mitigatie neemt daarom ook de aandacht voor adaptie toe. Net als 'fragmentatie' zal 'klimaatverandering' waarschijnlijk een lagere economische groei en een hogere inflatie tot gevolg hebben.

Economische groei

Afgelopen jaar werd aanvankelijk gekenmerkt door groeipessimisme. De negatieve groethema's zijn genoeglijk bekend: de energiecrisis in Europa, te hoge kerninflatie, een krappere monetair beleid, een wereldwijde kentering op de huizenmarkt, en een historisch laag consumentenvertrouwen. Voor Europa werd een recessie in 2023 het basisscenario. En ook in China nam het groeipessimisme toe wegens de problemen in de vastgoedsector en 'lockdowns' wegens COVID-19.

Sinds de start van 2023 is echter weer sprake van enig optimisme, ondanks de problemen van regionale banken in de VS in het eerste kwartaal en de Amerikaanse schuldenplafond crisis in het tweede kwartaal. Het optimisme wordt gedreven door dalende energieprijzen in Europa, een nog steeds sterke arbeidsmarkt in de VS (evenals in Europa), en de heropening van de Chinese economie. Ook de huizenmarkt in de VS en in enkele Europese landen alsook het consumentenvertrouwen laten in recente maanden weer enig herstel zien. De verstoringen in de

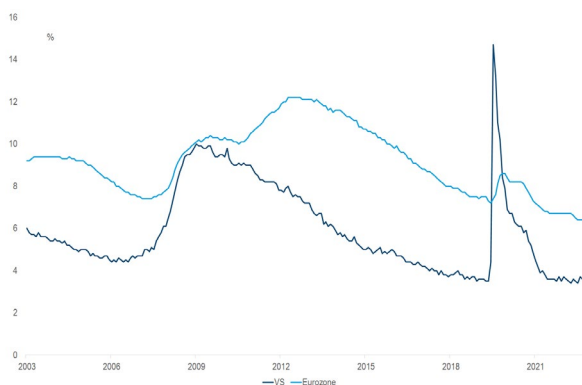
Economische groei (kwartaal- en jaarbasis)



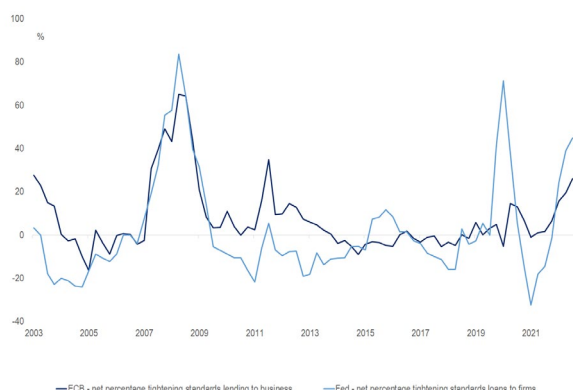
Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, 9 augustus 2023

wereldwijde productieketen -veroorzaakt initieel door de COVID pandemie- zijn ook naar de achtergrond verdwenen. Recessie is daardoor geen basisscenario meer, maar een risicoscenario. Ook enthousiasme over 'Artificial Intelligence (AI)' en de hoop op productiviteitsstijgingen dragen positief bij aan de groeivoorzichten. AI zijn er ook zorgen over de maatschappelijke impact van AI (variërend van veranderingen op de arbeidsmarkt tot het uitsterven van de mensheid).

Werkloosheid



Netto percentage banklen dat kredietcondities verkrapt



Bron: Columbia Threadneedle, Bloomberg, Bureau of Labor Statistics, Eurostat, ECB Bank Lending Survey & Fed Senior Loan Officer Survey, 8 augustus 2023

Toch zijn de groeivoorzichten nog niet uitbundig. De hogere centrale bankrentes kunnen met een vertraging de economie negatief beïnvloeden. Ook hebben banken in zowel de VS als in Europa hun kredietstandaarden fors aangescherpt. Daarnaast nemen de winstmarges af in het bedrijfsleven.

Voorts is er niet alleen monetair, maar ook fiscaal minder ruimte voor een stimulerend beleid wegens toegenomen staatschulden en gestegen rentes.

De Chinese economie verliest ook weer momentum na de aanvankelijk opleving na de heropening. De problemen in de vastgoedsector en de zwakke wereldhandel vormen een rem. De lage inflatie (en recent zelfs deflatie) geeft de centrale bank van China wel ruimte voor enige stimulans.

De Purchasing Manager Indices (PMIs) geven aan dat wereldwijd met name de 'maakindustrie' zwak is en de dienstensector nog groeit (al dalen ook de Services PMIs).

Samengestelde 'Purchasing Manager Indices'



Citi "Economic Surprise" (CESI) indices



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, S&P Global, Citi, 8 augustus 2023

De consensus groeiraming voor de eurozone in 2023 bedraagt 0,6%, gevolgd door circa 1% groei in 2024 en 1,5% in 2025. Voor de VS is het consensusbeeld omgekeerd. Daar wordt voor 2024 (0,6%) juist een lagere groei voorzien dan voor 2023 (1,7%). Voor 2025 is de verwachting 2,0%.

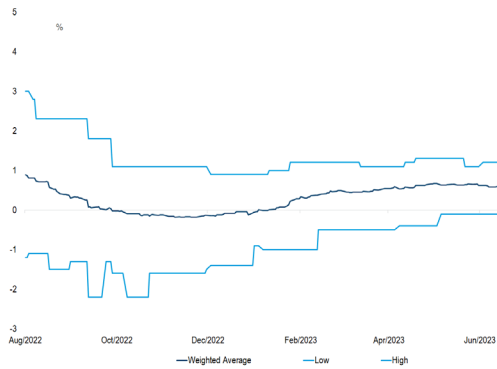
Pessimistische analisten ten aanzien van de VS schuiven langzaam hun recessieverwachting op van 2023 naar 2024. De meningen van analisten over de groei in 2024 lopen aanzienlijk meer uiteen ten aanzien van de VS dan ten aanzien van de eurozone.

De consensus ziet voor de Japanse economie een groei van 1,3% in 2023 en 1,0% in 2024.

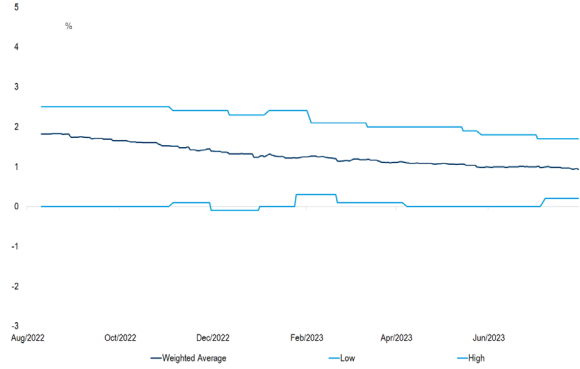
Voor opkomende markten gaat de consensus uit van een relatief stabiele groei: 3,9% in 2023 gevolgd door 4,1% in 2024 en 4,3% in 2025. De ramingen voor 2024 binnen opkomende markten lopen uiteen van onder andere slechts 1,5% voor Brazilië tot 6% voor India. De consensusverwachtingen voor China in 2023 en 2024 zijn respectievelijk 4,5% en 4,7%.

De consensus ziet het groeiverschil tussen opkomende markten en ontwikkelde markten volgend jaar toenemen, wat grotendeels verklaard kan worden door een lage verwachte groei in de VS.

Consensus BBP-groei: eurozone 2022

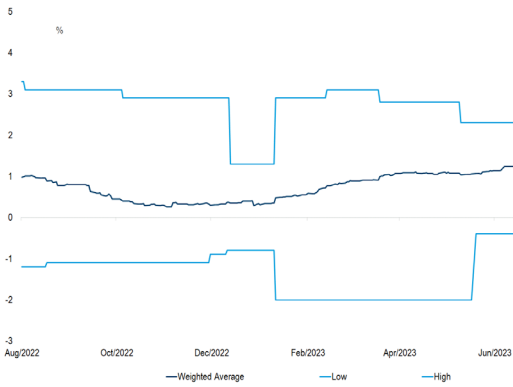


Consensus BBP-groei: eurozone 2023

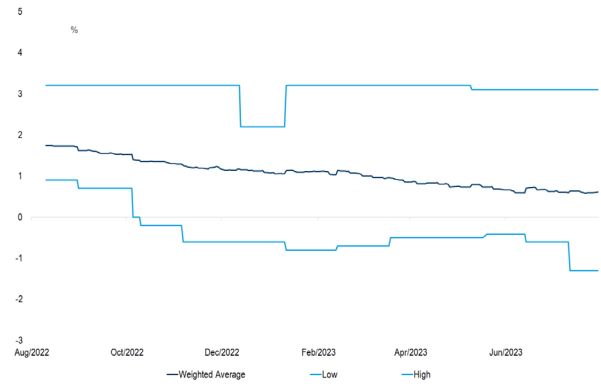


Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, 8 augustus 2023

Consensus BBP-groei: VS 2022

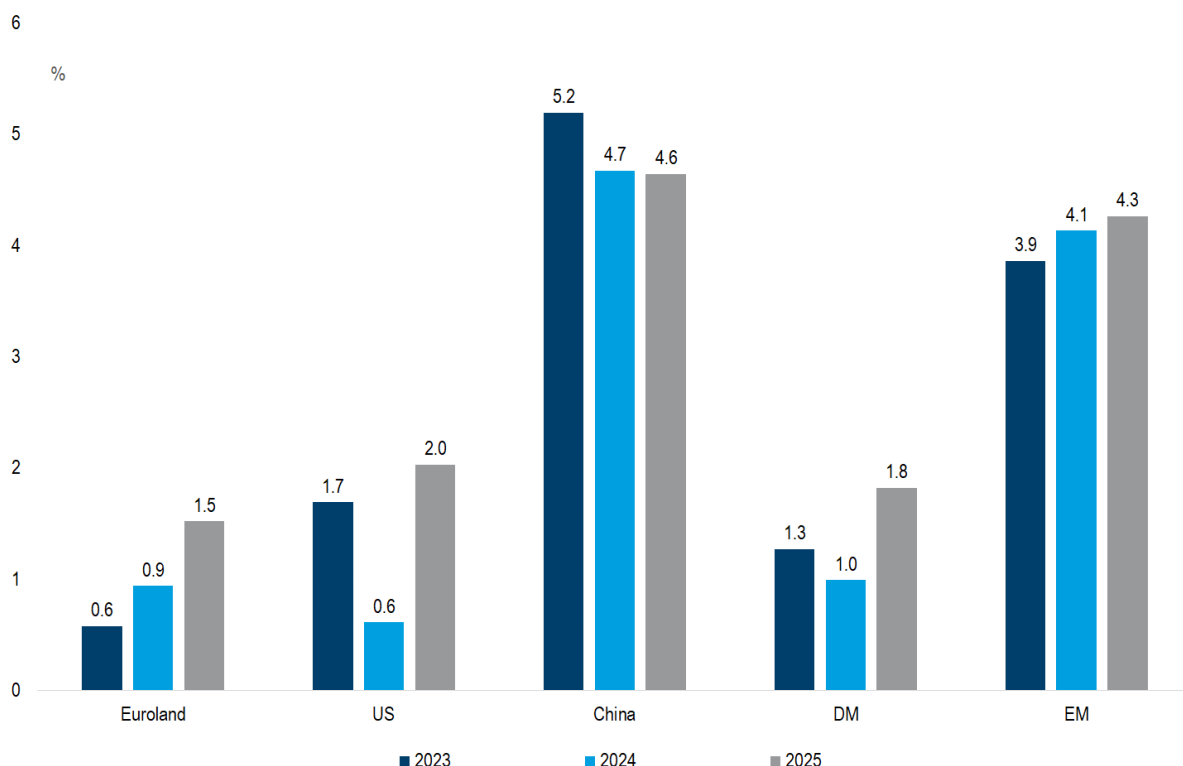


Consensus BBP-groei: VS 2023



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, 8 augustus 2023

Groeiverwachtingen per kalenderjaar (Bloomberg consensus)



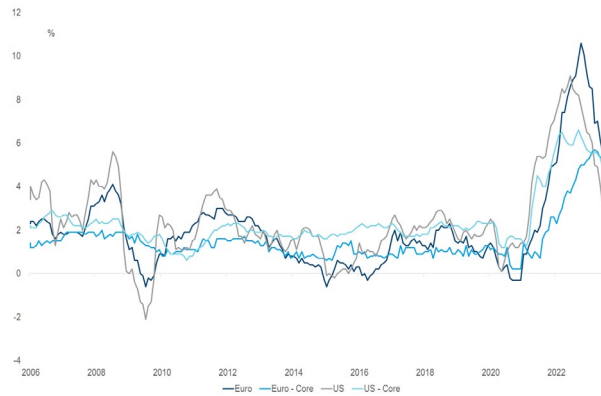
Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, 8 augustus 2023

Inflatie

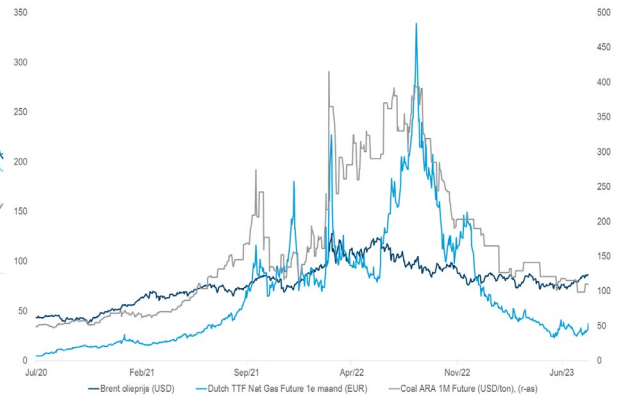
Sinds de piekniveaus van de inflatie vorig jaar in de VS (9,1% juni 2022) en in de eurozone (10,6% oktober 2022), is sprake van een duidelijke kentering. Zo is de 'headline' inflatie in de VS en in de eurozone inmiddels gedaald tot respectievelijk 3,2% (juli 2023) en 5,3% (juli 2023). In China is sinds kort zelfs sprake van deflatie (-0,3%) wegens onder meer de problemen in de vastgoed sector en het weinig stimulerende beleid van de overheid ten tijde van COVID-19.

De lagere inflatie wordt gedreven door lagere energieprijzen en basiseffecten. Veel inflatie-indicatoren die als gevolg van de COVID-19 pandemie en het beleid dat daarop volgde omhoogschoten, zijn weer genormaliseerd (kosten containerschepen), gedaald tot lager dan historisch gemiddeldes (geldgroei in de eurozone), of zelfs negatief geworden (geldgroei in de VS, producentenprijzen inflatie in de VS, in de eurozone en in China).

Gerealiseerde inflatie



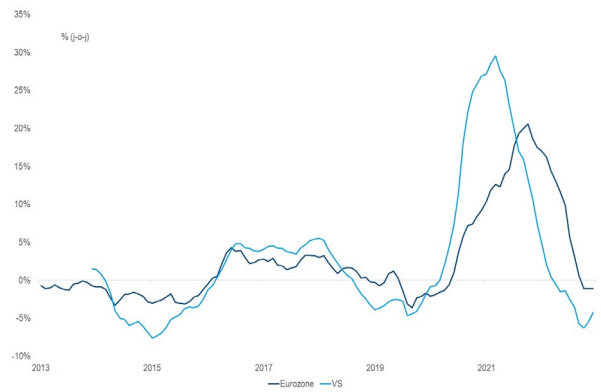
Energieprijzen



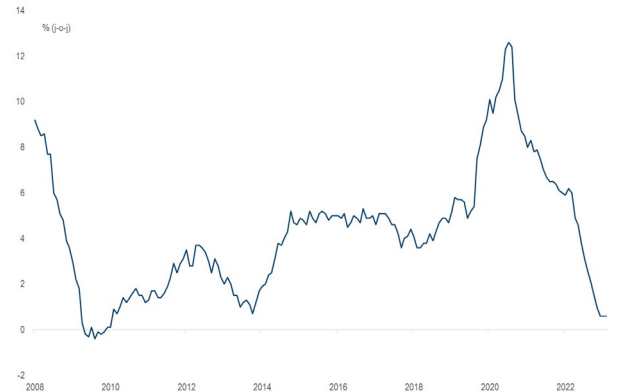
Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, ICE, 11 augustus 2023

De kerninflatie echter is in dezelfde periode in de VS slechts licht gedaald (tot 4,7% juli 2023) en in de eurozone zelfs gestegen (tot 5,5% juli 2023). In beide regio's ligt de kerninflatie momenteel hoger dan de 'headline' inflatie, een ontwikkeling die centrale bankiers zorgen baart. Er is sprake van tweede-orde inflatie-effecten via hogere huren en lonen.

Producentenprijs inflatie (manufacturing)

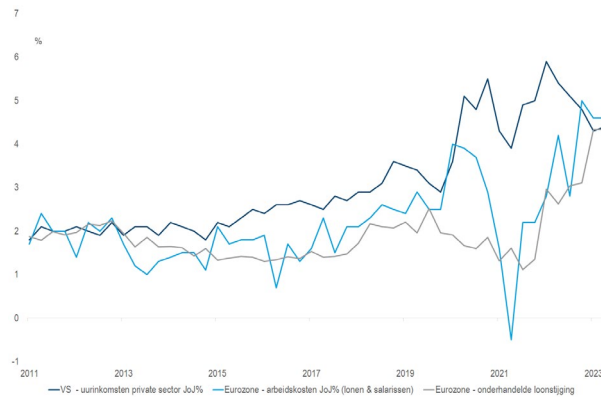


M3-geldgroei eurozone (jaarbasis)

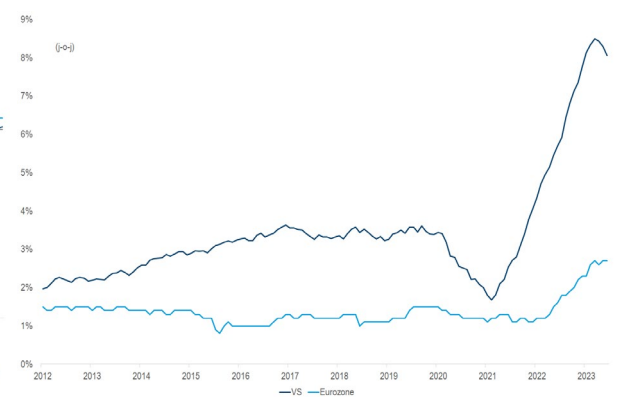


Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, Bureau of Labor Statistics, Eurostat, ECB, 8 augustus 2023

Loonstijging op jaarbasis



Huurontwikkeling op jaarbasis (CPI-index)



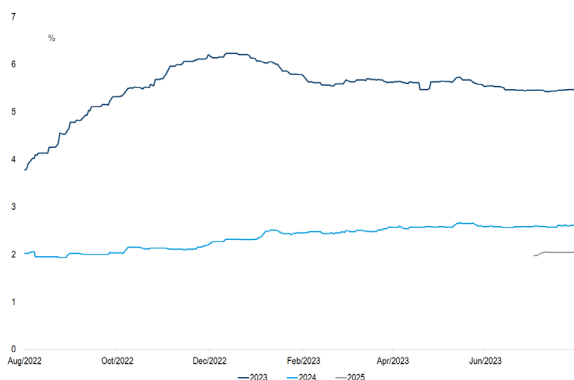
Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, Bureau of Labor Statistics, Eurostat, ECB, 8 augustus 2023

Voedsel- en drankprijzen en prijzen in de dienstensector zijn de componenten in het CPI-mandje die de grootste stijging laten zien op jaarbasis momenteel. El Nino, de oorlog in Oekraïne (zoals het terugtrekken door Rusland uit de graandeal) en de steeds zichtbaardere effecten van klimaatverandering kunnen ook komend jaar voedselprijzen hooghouden.

Andere factoren die voor een structureel hogere inflatie kunnen zorgen op middellange termijn zijn de-globalisering en fragmentatie, klimaatverandering en de noodzakelijke energietransitie.

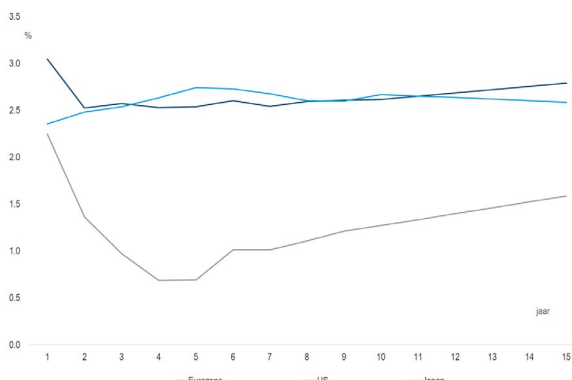
Toch overheersen de cyclische deflatoire factoren in het consensusbeeld voor de inflatie. In lijn met de gerealiseerde inflatie hebben korter lopende inflatieswaps ook een aanzienlijke daling laten zien. Alleen de zeer lange inflatieswaps met 10- en 30-jaars looptijden zijn uiteindelijk iets gestegen. Uit de euro inflatieswapcurve kan het 'forward' pad worden afgelezen voor de inflatie. Voor de komende twaalf maanden wordt een 'break-even' inflatie ingeprijsd van 3%, waarna deze in de eerste jaren daarna zal dalen tot circa 2,5%. Vervolgens wordt een geleidelijke stijging voorzien tot 2,8% over vijftien jaar; boven de doelstelling van de ECB maar zeker niet buitensporig (zeker niet wanneer rekening wordt gehouden met de inflatie-onzekerheidspremie die onderdeel uitmaakt van de break-even inflatie). Ook de Bloomberg consensusverwachting van analisten en economen gaat uit van een dalende en normaliserende inflatie, blijkend uit de ramingen voor de eurozone inflatie in 2023, 2024 en 2025 van respectievelijk 5,5%, 2,6% en 2,1%. Ook voor de VS gaat de inflatieswapmarkt uit van een vrij normale inflatie tussen de 2,4% en 2,7% in de komende vijftien jaar. En de Bloomberg consensusverwachting gaat voor de VS uit van een inflatie in 2023, 2024 en 2025 van respectievelijk 4,1%, 2,5% en 2,3%.

Consensus inflatieverwachting eurozone



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, 8 augustus 2023

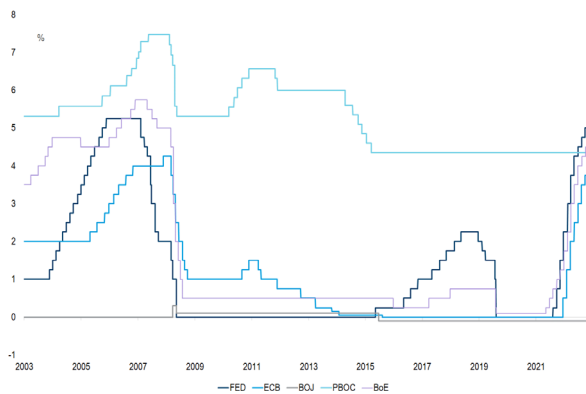
Forward pad 1-jaars inflatie o.b.v inflatieswaps



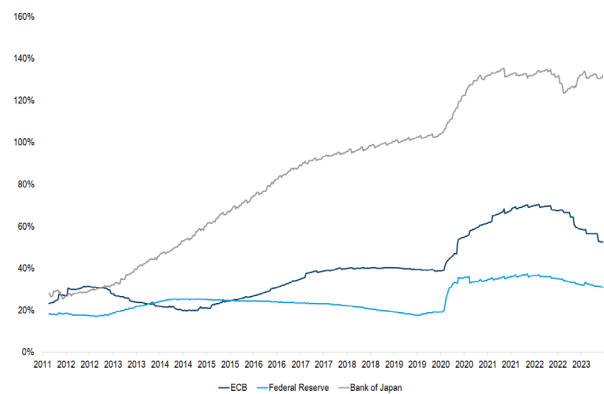
Centrale banken

Na de introductie van 0% rentes en opkoopprogramma's in 2020 om COVID-19 het hoofd te bieden, hebben centrale banken sinds 2022 het roer drastisch om moeten gooien wegens de forse inflatiestijging, die ook nog hardnekkiger bleek dan eerder gehoopt. De Fed heeft inmiddels de rente verhoogd tot een bandbreedte van 5,25%-5,50% en de ECB tot 4,25%. Ook zijn de opkoopprogramma's beëindigd en worden de balansen van beide centrale banken weer afgebouwd.

Centrale Bank tarieven



Omvang centrale bankbalansen (% economie)



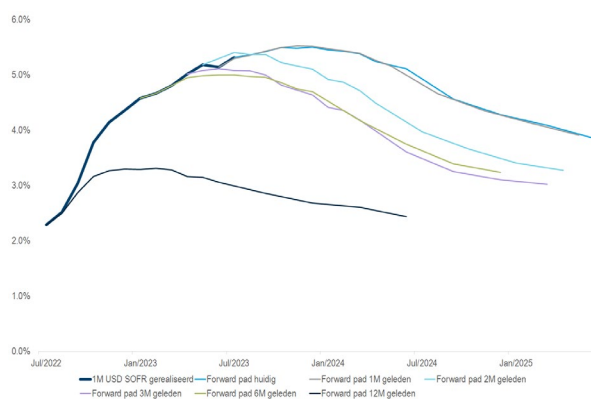
Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, 9 augustus 2023

Het einde van de verkrappingscyclus is in zicht. Na initiële stappen van 50 bps en 75 bps, bedroegen de laatste verhogingen 25 bps. De Fed pauzeerde zelfs al bij één van de vergaderingen (juni). De dalende inflatie, krappere kredietcondities en getemperde inflatieverwachtingen stellen ze hiertoe in staat. De toon van beide centrale banken is minder 'hawkish' geworden. Zowel de Fed als de ECB zijn minder stellig over de noodzaak van volgende renteverhogingen en geven aan dat nieuwe economische informatie nauwlettend beoordeeld zal worden. Ofwel, het toekomstig beleid zal 'data-dependent' zijn.

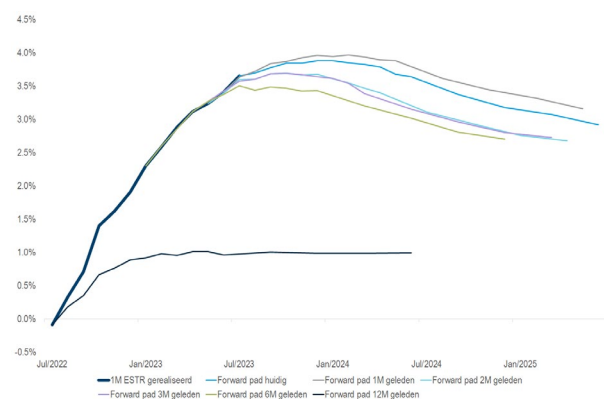
De financiële markten prijzen momenteel nog één renteverhoging in voor de ECB in de resterende maanden van 2023. Ten aanzien van de Fed wordt slechts een kleine kans toegedicht aan nog een stap en is de consensus dat de Fed de rente niet meer verhoogt in 2023.

De vraag ten aanzien van 2024 is of en met hoeveel de centrale banken de rente weer gaan verlagen. Hierbij lopen marktverwachtingen en uitspraken van centrale bankiers uiteen. De Fed en de ECB geven in hun communicatie aan de rente niet snel weer te zullen verlagen. Zo zei de ECB dat 'persistent inflation requires a persistent restrictive monetary policy stance'. De markt ziet dat echter anders en prijst in dat eind 2024 het tarief van de Fed ruim een 1%-punt lager zal noteren dan het huidige tarief, en dat de ECB refi-rente dan circa 0,5%-punt lager noteert.

Forward pad 1-maands USD rente (SOFR)



Forward pad 1-maands euro rente (ESTR)



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, 9 augustus 2023

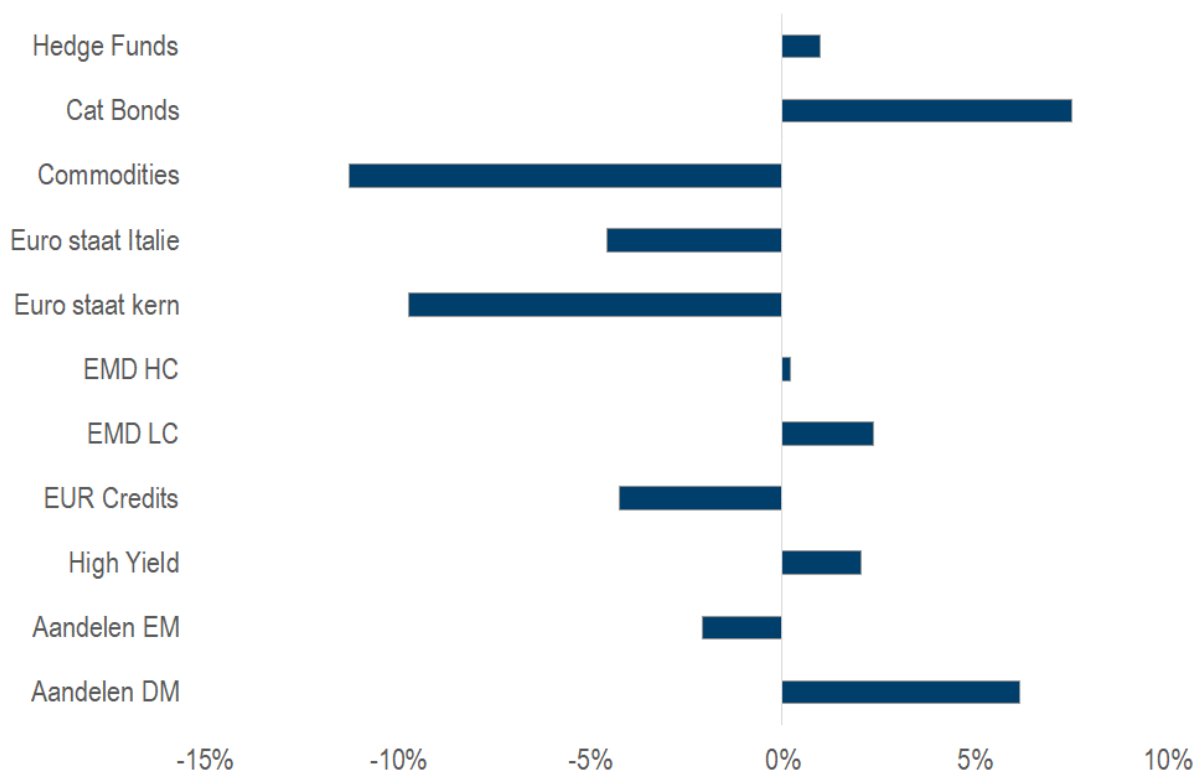
Financiële Markten en Capital Market Assumptions

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 Investment Outlook, hebben beleggingscategorieën gemengd gereendeerd (augustus 2022 - augustus 2023). Aandelen ontwikkelde markten rendeerden positief (op een euro hedged basis), terwijl aandelen opkomende markten negatief rendeerden (euro unhedged). Risicovolle obligaties zoals High Yield en EMD rendeerden positief, terwijl veiligere obligaties zoals euro staatsobligaties en investment grade bedrijfsobligaties als gevolg van de risicovrije rentestijging negatief rendeerden per saldo. Ook binnen alternatives waren de verschillen groot met catastrofische obligaties (Cat Bonds) als positieve uitschieter en Commodities als negatieve uitschieter.

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



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, 9 augustus 2023

Net als vorig jaar kennen risicovolle obligaties een aantrekkelijke rendement/risico-verhouding. Ook commodities en met name catastrofische obligaties scoren dit jaar wederom goed in ons "Capital Market Assumptions (CMA)"-model. Het verschil in aantrekkelijkheid tussen risicovolle spread producten en staatsobligaties is wel kleiner geworden als gevolg van de gestegen risicovrije rentes in combinatie met lagere spreads. Tot slot verdienen aandelen speciale aandacht. Stijgende koersen en hogere waarderingen zorgden afgelopen jaar voor een daling van de verwachte rendementen voor aandelen. Maar een recente aanpassing van de methodologie in ons model heeft -ceteris paribus- gezorgd voor

een hoger verwacht rendement voor aandelen ontwikkelde markten, zoals in de volgende sectie toegelicht zal worden.

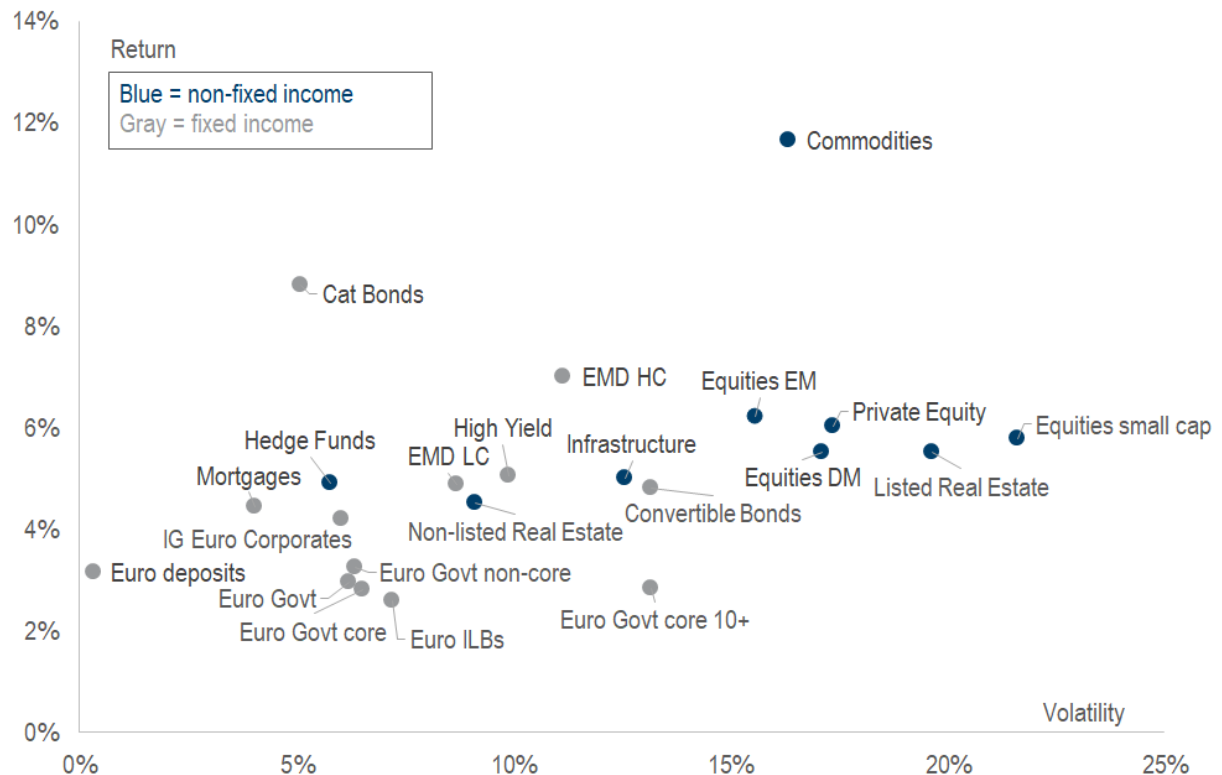
Uiteraard zijn onze basisverwachtingen omgeven met de nodige onzekerheid. De grote drijvers van financiële markten zullen komend jaar onder meer zijn: de vraag of centrale banken daadwerkelijk de rente weer gaan verlagen volgend jaar zoals de markten nu inrijzen, de Amerikaanse presidentsverkiezingen, de vraag of de Amerikaanse economie uiteindelijk wel of niet in een recessie belandt, de voortgaande geopolitieke fragmentatie, het verloop van de oorlog in Oekraïne, klimaatverandering, El Nino, en Artificial Intelligence.

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)	5.5%	6.1%	6.3%		17.1%	13.7%	15.2%
Listed Equity	Equities emerging markets (EUR, unhedged)	6.2%	6.8%	7.1%		15.6%	14.2%	16.5%
Listed Equity	Equities small caps (EUR, hedged)	5.8%	6.3%	6.5%		21.6%	17.1%	19.5%
Listed Alternatives	Listed real estate (EUR, hedged)	5.5%	6.1%	6.3%		19.7%	15.9%	20.3%
Listed Alternatives	Commodities (EUR, hedged)	11.7%	10.0%	9.7%		16.3%	14.4%	16.7%
Listed Alternatives	Convertible bonds (EUR, hedged)	4.8%	5.2%	5.4%		13.2%	10.3%	12.0%
Listed Alternatives	Catastrophe bonds (EUR, hedged)	8.8%	8.6%	8.5%		5.1%	4.4%	4.2%
Non-listed Alternatives	Private Equity (EUR, hedged)	6.0%	6.6%	6.8%		17.4%	14.1%	18.7%
Non-listed Alternatives	Non-listed real estate (EUR)	4.5%	5.1%	5.3%		9.1%	7.2%	9.9%
Non-listed Alternatives	Infrastructure (EUR, hedged)	5.0%	5.6%	5.8%		12.6%	10.4%	11.0%
Non-listed Alternatives	Dutch Residential mortgages (EUR)	4.4%	4.4%	4.6%		4.1%	3.3%	3.5%
Non-listed Alternatives	Hedge Funds (EUR, hedged)	4.9%	5.1%	5.1%		5.8%	4.7%	5.5%
Fixed Income	Emerging Markets Debt - HC (EUR, hedged)	7.0%	6.9%	6.8%		11.2%	8.8%	10.0%
Fixed Income	Emerging Markets Debt - LC (EUR, unhedged)	4.9%	5.3%	5.6%		8.7%	8.9%	9.1%
Fixed Income	High Yield (EUR, hedged)	5.0%	5.5%	5.8%		9.9%	7.8%	10.6%
Fixed Income	Investment grade EUR Corporates (EUR)	4.2%	4.2%	4.2%		6.1%	4.7%	4.8%
Fixed Income	Euro government bonds (EUR)	3.0%	3.4%	3.6%		6.2%	5.3%	5.1%
Fixed Income	Euro government bonds core (EUR)	2.8%	3.2%	3.2%		6.5%	5.5%	5.3%
Fixed Income	Euro government bonds core 10+ (EUR)	2.8%	3.1%	3.2%		13.2%	11.6%	11.1%
Fixed Income	Euro government bonds non-core (EUR)	3.3%	3.9%	4.1%		6.4%	5.7%	6.3%
Fixed Income	Inflation-linked Euro government bonds EUR	2.6%	3.2%	3.3%		7.2%	5.9%	6.2%
Fixed Income	Deposits (EUR)	3.2%	3.1%	3.1%		0.4%	0.3%	0.3%

Bron: Columbia Threadneedle Investments, CMA-model, 7 augustus 2023

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



Bron: Columbia Threadneedle Investments, CMA-model, 7 augustus 2023

Aandelenmarkten

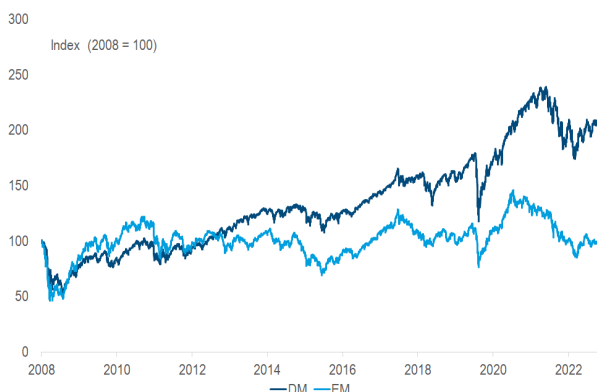
In de afgelopen twaalf maanden was aanvankelijk nog sprake van een 'bear market' wegens de inflatieschok, monetaire verkrapping, geopolitieke spanningen, en toenemend groeipessimisme.

Maar sinds oktober 2022 hebben aandelenkoersen weer de weg omhoog ingeslagen, en zelfs in die mate dat er officieel sprake is van een 'bull market' (+20% stijging t.o.v. dieptepunt). De voornaamste drijver was de kentering van de inflatie.

En hoewel problemen in de regionale bankensector in de VS (en de ondergang van Credit Suisse in Europa) en de 'US Debt Ceiling' problematiek in de eerste helft van 2023 tijdelijk de stemming drukten, zijn aandelenkoersen per saldo in 2023 verder gestegen. Een belangrijke verklaring is de afnemende vrees voor een recessie. Ook optimisme over 'Artificial Intelligence (AI)' droeg positief bij.

In lokale termen is de MSCI World Index in de periode augustus 2022 – augustus 2023 gestegen met +6% en de MSCI Emerging Markets Index met +1%. Op euro hedged basis kwam het rendement van aandelen ontwikkelde markten neer op +6% en aandelen opkomende markten op euro-unhedged basis op -2%. De underperformance van aandelen ontwikkelde markten valt toe te schrijven aan de depreciatie van opkomende markten valuta's ten opzichte van de euro in combinatie met een achterblijvende performance van de Chinese aandelenmarkt in de EM index.

Koersontwikkeling MSCI aandelen indices



Rendement MSCI World sectoren afgelopen jaar



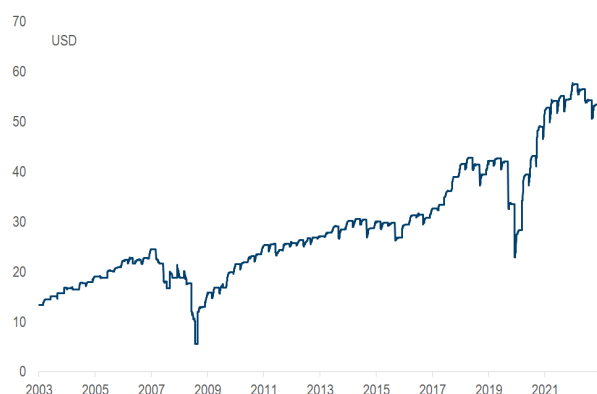
Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, MSCI, 9 augustus 2023

De meeste sectoren rendeerden positief afgelopen twaalf maanden, met IT als hoogst renderende sector. Real Estate was de grote verliezer met een negatief rendement als gevolg van de forse rentestijging.

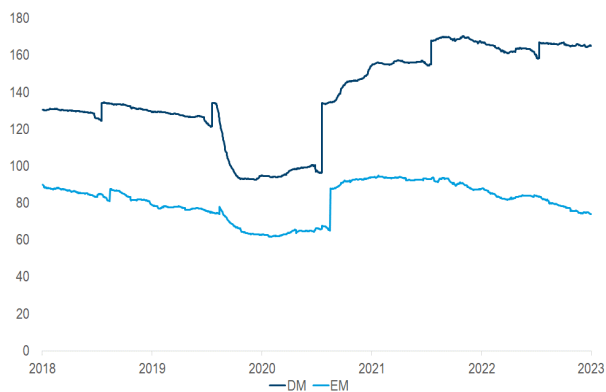
“Quality” aandelen noteerden het hoogste rendement, terwijl ‘Minimum Volatility’ de minst presterende factor was in de MSCI World Index afgelopen twaalf maanden.

Van de top-5 landen in de MSCI World Index was Japan (in lokale termen) de best presterende regio, terwijl de UK het laagst rendeerde. In de MSCI EM Index was van de 5 grootste landen (in lokale termen) Taiwan de best presterende regio en China de laagst presterende regio.

Gerealiseerde ‘Earnings per Share’ S&P 500



Verwachte winsten voor het 1^e fiscale jaar

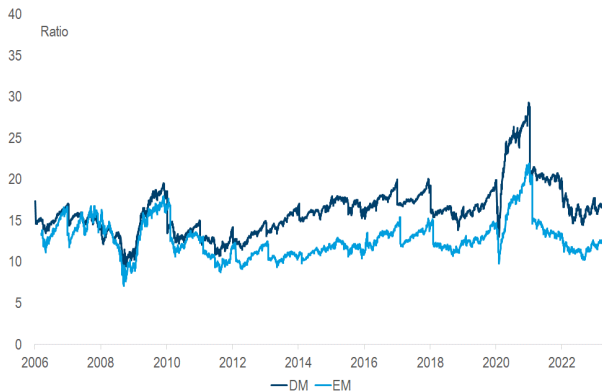


Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, MSCI, S&P, 9 augustus 2023

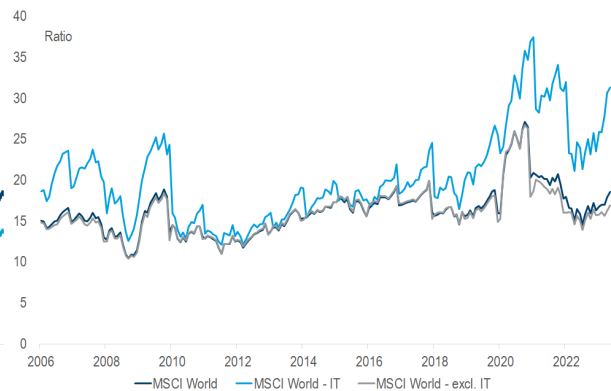
Gerealiseerde inkomsten en in mindere mate verwachte inkomsten zijn beide gedaald afgelopen jaar. De stijging van aandelenkoersen in ontwikkelde markten valt daarom toe te schrijven aan hogere waarderingen. De koers/winst-ratio van de MSCI World index is gestegen van 16,5 een jaar geleden tot 18.

In opkomende markten is de waardering ook gestegen (van 11,5 tot 13,5) ondanks dat de koersen nauwelijks zijn gestegen. Dat komt doordat de verwachte inkomsten in opkomende markten een grotere daling hebben laten zien dan in ontwikkelde markten.

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



Koers/winst-ratio MSCI World Index



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, MSCI, 9 augustus 2023

Rally gedreven door de 'Magnificent Seven'

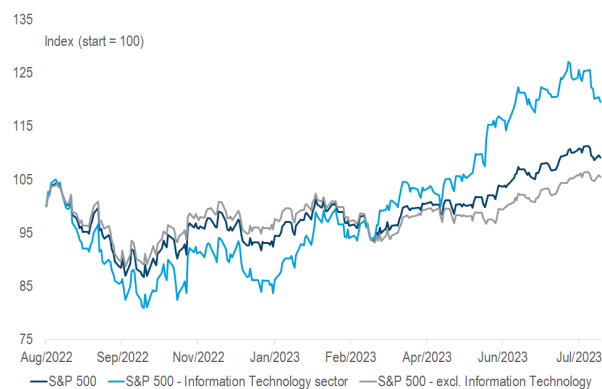
Het feit dat aandelenkoersen in ontwikkelde markten fors wisten te stijgen in een omgeving van stijgende rentes en afnemende winstmarges verdient speciale aandacht.

De rally valt toe te schrijven aan enkele 'tech-reuzen' die de markt domineren wat betreft gewicht en waardering. Zo is bijvoorbeeld de S&P 500 Index afgelopen twaalf maanden 9% in koers gestegen. De IT-sector steeg in die tijd circa 20% in koers. Zonder deze sector zou de S&P 500 Index afgelopen jaar slechts 5% zijn gestegen. En binnen de IT-sector zijn het weer enkele giganten die domineren. Zo is het gewicht van de 7 grootste tech bedrijven -ook wel de 'Magnificent Seven' genoemd- in tien jaar tijd gestegen van 8% tot maar liefst 29% van de S&P 500 index.

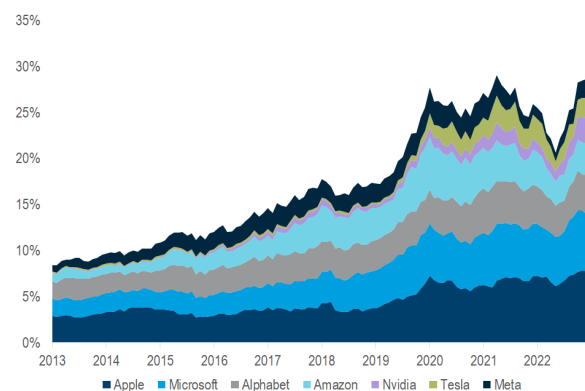
Mede gevoed door optimisme over AI is de waardering van IT-aandelen afgelopen jaar fors opgelopen. Zo steeg de K/W van de IT-sector in de MSCI World Index van 24 tot 31. Zonder deze sector zou de K/W van de MSCI World Index 1,7-punt lager uitvallen; ofwel zouden ontwikkelde markten aandelen circa 10% lager gewaardeerd zijn.

Een dergelijke concentratie in combinatie met de hoge waardering van deze tech giganten roept de vraag op hoe houdbaar de aandelenrally is.

Koersontwikkeling S&P 500 Index



Gewicht top-7 in de S&P 500 Index

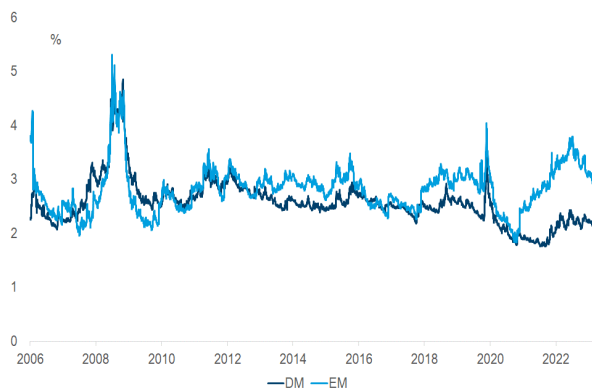


Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, S&P, 9 augustus 2023

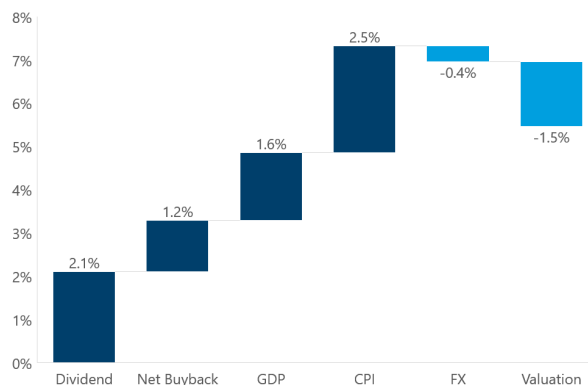
Verwacht rendement aandelen ontwikkelde markten

De aanname in ons CMA-model is dat het rendement op aandelen in theorie gelijk is aan het inkomstenrendement plus het koersrendement.

Verwachte dividend yield MSCI Indices



Opbouw 5J verwacht rendement aandelen DM



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, MSCI, CMA-model, 8 augustus 2023

Het inkomstenrendement koppelen wij allereerst aan de meest recente verwachte (voor het eerste fiscale jaar) dividend yield van de MSCI World index (nu circa 2,1% en grofweg gelijk aan een jaar geleden).

Een aanpassing die wij dit jaar hebben doorgevoerd in ons CMA-model is dat netto 'buybacks' zijn toegevoegd als inkomstencomponent. Dit betreft het saldo van het terugkopen van aandelen minus nieuwe uitgiftes resulteert namelijk in een groter aandelenbelang voor zittende aandelenhouders. Onze aanname voor deze yield is 1,2% (gekoppeld aan het historisch gemiddelde).

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 combinatie van IMF-groeiverwachtingen en 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. Deze component kan positief dan wel negatief zijn, en de bijdrage van deze component is in theorie op lange termijn nul. 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 13,1 (gemodelleerd op basis van volatiliteit en forward rentes), en ligt daarmee nog onder de vigerende K/W-ratio (FY3) van 15,6. Ofwel, het waarderingsperspectief drukt het verwacht rendement. Overigens hebben wij dit jaar een limiet ingevoerd voor de omvang van de waarderingscomponent in ons CMA-model.

Uiteindelijk resulteert dit in een verwacht rendement voor aandelen ontwikkelde markten van 5,5% op een 5-jaars horizon en 6,2% op een 15-jaars horizon.

Dit betreft nominale verwachte rendementen. Aangepast op basis van inflatieswaps komt het 5-jaars verwachte reële rendement neer op 2,8%.

Verwacht rendement aandelen opkomende markten

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 (-1%) toepassen wegens een lagere governance score, om zo het verschil te benadrukken tussen de ontwikkelde en nog in opkomst zijnde markten.

De verwachte dividend yield bedraagt 2,9%. Hoewel lager dan vorig jaar (3,3%) is dat wel aanzienlijk hoger dan voor ontwikkelde markten. De gehanteerde netto buyback yield daarentegen is negatief (-0,5%) doordat in opkomende markten -in lijn met de verwachting en de fase van ontwikkeling- per saldo meer aandelen worden uitgegeven dan worden teruggekocht.

Het verwachte koersrendement (gekoppeld aan de groei en inflatievooruitzichten) is hoger dan de veronderstelling voor ontwikkelde markten.

Wat betreft waardering geeft ons CMA-model aan dat ook aandelen opkomende markten overgewaardeerd zijn (K/W-ratio o.b.v. verwachte winsten voor het 3^e fiscale jaar bedraagt 10,3 versus een lange termijn target van 8,7).

Tot slot is nog sprake van een FX-afslag voor de omzetting naar euro unhedged rendementen.

Uiteindelijk genereert ons CMA-model een verwacht rendement voor aandelen opkomende markten van 6,2% op een 5-jaars horizon en 7,1% op een 15-jaars horizon (uitgedrukt in unhedged euro's).

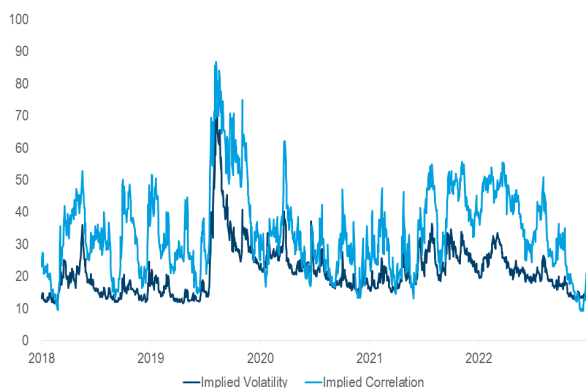
Het verschil in verwacht rendement tussen EM en DM bedraagt op een vijfjaars horizon 1%-punt. Opkomende markten aandelen worden dus een hoger verwacht rendement toegedicht. Het verschil is echter wel kleiner dan vorig jaar. Dat valt toe te schrijven aan onder andere de (verwachte) dividend yield die meer is gedaald in opkomende markten, alsook de methodologische wijzingen in ons CMA-model (toevoeging netto buyback yield & beperking invloed waardering).

Minder systeemrisico

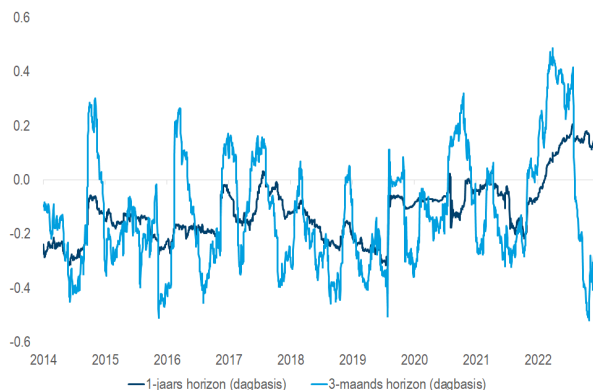
Vorig jaar werden financiële markten gedomineerd door de toegenomen geopolitieke turbulentie, de inflatieschok en de grote macro-economische onzekerheid. Het gevolg was dat de volatiliteit (zowel in aandelenmarkten als in obligatiemarkten) hoog was. Ook viel op dat de 'impliciete correlatie' tussen aandelen in de S&P 500 Index was toegenomen. Dat impliceerde dat aandelenkoersen meer dan normaal jaar werden gedreven door algemeen marktrisico en minder door individuele bedrijfsspecifieke ontwikkelingen. In 2023 zijn financiële markten in rustiger vaarwater terecht gekomen, wat zich uit in een lagere volatiliteit alsook in een lagere correlatie tussen individuele aandelen. Anders gezegd wordt de aandelenmarkt minder door 'Beta' en meer door 'Alpha' gedreven dan vorig jaar, wat in principe een kans biedt voor 'stock pickers'.

Een andere observatie is dat de correlatie tussen beleggingscategorieën is afgenomen. Vorig jaar was de correlatie tussen aandelen- en obligatierendementen positief. Beide categorieën rendeerden negatief als gevolg van de inflatieschok. Hoewel op een 1-jaars horizon de correlatie nog positief is, is de 3-maands correlatie inmiddels weer negatief geworden tussen aandelen en obligaties. Dat is positief nieuws voor het risicoprofiel van beleggingsportefeuilles aangezien obligaties weer meer diversificatie bieden versus aandelenrisico. Hoe aantrekkelijk obligaties zijn wat betreft rendement wordt toegelicht in de volgende sectie.

S&P 500 Index: volatiliteit en correlatie



Correlatie aandelen (MSCI World Index) en staatsobligaties (EUR govt core)



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, MSCI, S&P, 9 augustus 2023

Vastrentende waarden

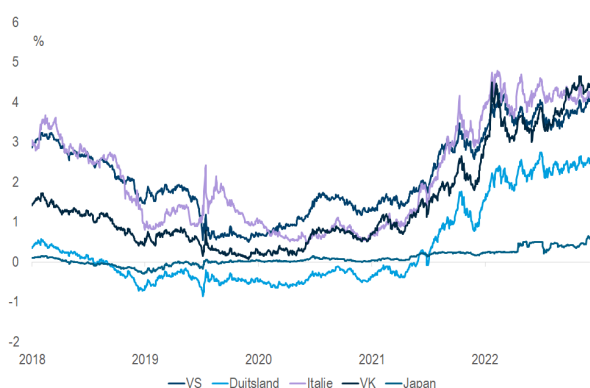
Staatsobligaties en swaprentes

Rentes op staatsobligaties zijn afgelopen jaar aanzienlijk verder gestegen, gedreven door de forse renteverhogingen van centrale banken en de afbouw van opkoopprogramma's. De 10-jaars Amerikaanse staatsrente steeg in de periode augustus 2022 – augustus 2023 met 1,3%-punt tot circa 4%. Rentes op 10-jaars staatsobligaties van Nederland (2,8%), Duitsland (2,5%) en Frankrijk (3,0%) stegen allemaal circa 1,6%-punt. Binnen ontwikkelde markten steeg de rente het hardst in het VK (met 2,4%-punt tot 4,4%) als gevolg van de veel hoger dan verwachte inflatie, terwijl de rente in Japan het minst opliep (met 0,4%-punt tot 0,6%) doordat de Japanse centrale bank nog steeds een zeer ruim beleid voert. In China daalden rentes per saldo in lijn met de inflatieontwikkeling. Het renteverval tussen Italië en Duitsland liet in deze periode een afname zien van 0,6%-punt tot 1,6%-punt. Enige groei-optimisme, een dalende gasprijs (Italië was zeer afhankelijk van Russisch gas) en de verkiezingen die achter de rug zijn droegen daaraan bij.

De 30-jaars euro swaprente is gestegen met circa 1,1%-punt tot 2,7%. De 30-jaars euro inflatieswap component steeg met 0,4%-punt tot 2,83%. De belangrijkste component was echter de 30-jaars reële swaprente die 75 bps toenam tot -0,11% als gevolg van de renteverhogingen door de ECB.

Het rendement op staatsobligaties was gegeven deze rentestijgingen logischerwijs negatief afgelopen twaalf maanden; grofweg -10% op euro staatsleningen kernlanden en circa -5% voor Italiaanse staatsobligaties.

10-jaars rentes



30-jaars euro swaprente inclusief componenten



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, 9 augustus 2023

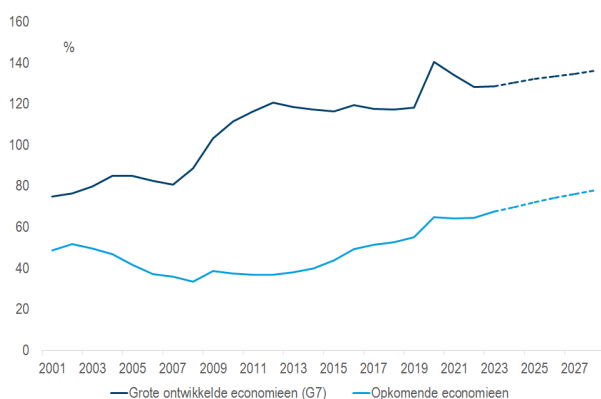
Een factor waar naast monetair beleid, groei en inflatie, ook weer rekening mee moet worden gehouden als drijver van staatsrentes is kredietrisico. Staatsschulden lopen al jarenlang op, zowel in opkomende als in ontwikkelde markten. En die ontwikkeling zal komende jaren voortzetten aldus het IMF. Ook gaat de consensus uit van aanzienlijke begrotingstekorten in de komende jaren in zowel de VS, de eurozone, het VK, Japan en China. Het aanbod van staatspapier zal dus toenemen, evenals het kredietrisico. Beide factoren kennen een rente opdrijvend effect.

Dat manifesteerde zich in de eerste helft van 2023 al met de 'US Debt Ceiling' crisis welke uiteindelijk met een sisser afliep door een overeenkomst die het probleem twee jaar vooruitschoof. Tijdelijk stegen Credit Default Swap (CDS) spreads gekoppeld aan Amerikaanse staatsobligaties fors. Zo liep de 1-jaars VS CDS op tot een piek van 177 bps om vervolgens weer te dalen tot 12 bps, en steeg de 10-jaars VS CDS van 33 bps aan het begin van 2023 tot een piek van 60 bps om vervolgens weer af te nemen tot circa 40 bps. In augustus steeg de 10-jaars CDS echter weer tot circa 50 bps. De oorzaak was de downgrade door Fitch van de kredietwaardigheid van Amerikaanse staatsobligaties van AAA tot AA+. Standard & Poor's had de VS al gedowngrade bij een eerdere 'Debt Ceiling' crisis in 2011 van AAA tot AA+. Alleen kredietbeoordelaar Moody's hanteert nog een Aaa rating voor de Amerikaanse overheid.

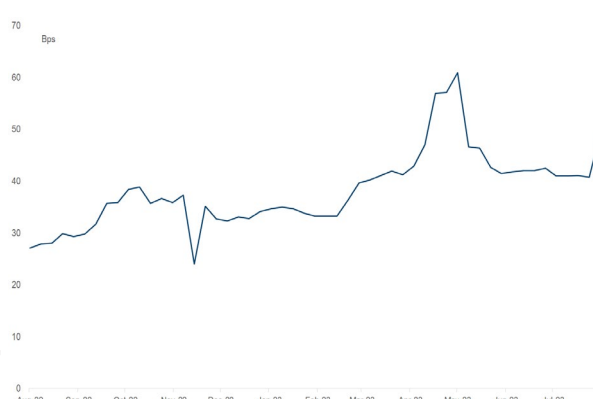
Redenen die Fitch aanhaalt voor de downgrade zijn: de verwachte verslechtering van de begrotingssituatie in de komende drie jaar (-6,6% in 2024 en -6,9% in 2025), de hoge en toenemende staatsschuld, en de 'erosie van governance' ten opzichte van andere overheden in de afgelopen twintig jaar die zich heeft geuit in herhaalde schuldenplafond impasses. Fitch voorziet een staatsschuld van 118% BBP in 2025, een percentage dat fors hoger is dan de mediaan van 39% van AAA-overheden en de 44% van AA-overheden.

Een andere factor die tot hogere Amerikaanse staatsrentes kan leiden aldus het IMF is de eerdergenoemde geopolitieke fragmentatie. In de afgelopen decennia heeft kapitaalmarktintegratie gezorgd voor de financiering van Westerse schuld door opkomende markten. Een tegenbeweging zou tot 20 bps hogere rentes in de VS kunnen leiden en een lagere rente in China (-40 bps) en in landen die funding van China zouden gaan ontvangen (-10 bps) als gevolg van de afbouw van de positie in US Treasuries.

Bruto staatsschuld % BBP (IMF)



Credit Default Spread op 10-jaars USTs



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, IMF, 11 augustus 2023

De verwachte rendementen voor euro staatsleningen uit kernlanden zijn positief op alle horizons: +2,8% op een 5-jaars horizon en +3,2% op een 15-jaars horizon. Dat is aanzienlijk hoger dan vorig jaar (respectievelijk 0,9% en 1,4%).

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. Ter illustratie, de forwards voor de Nederlandse 10-jaars rente gaan op een vijfjaars horizon uit van een beperkte stijging met 0,2%-punt om in de tien daaropvolgende jaren weer iets te dalen met 0,35%-punt. Er wordt dus nagenoeg geen koersverlies voorzien gegeven dit forward pad, maar louter inkomstenrendement. En in combinatie met de hogere startrentes, resulteert dat in beduidend betere verwachtingen dan een jaar geleden.

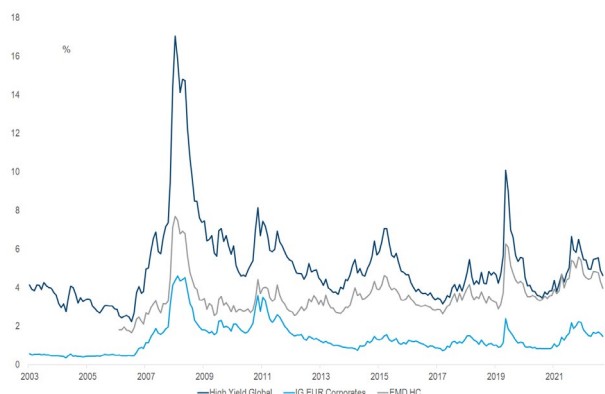
De methodologie voor periferie-leningen in ons CMA-model is identiek aan die voor kernlanden, met de toevoeging dat nog een geringe afslag wordt toegepast voor kredietverlies voor deze categorie, gebaseerd op de kredietwaardigheid en historische faillissementsstatistieken. Euro staatsleningen uit de periferie worden een verwacht rendement toegedicht van 3,3% op een 5-jaars horizon en 4,0% 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

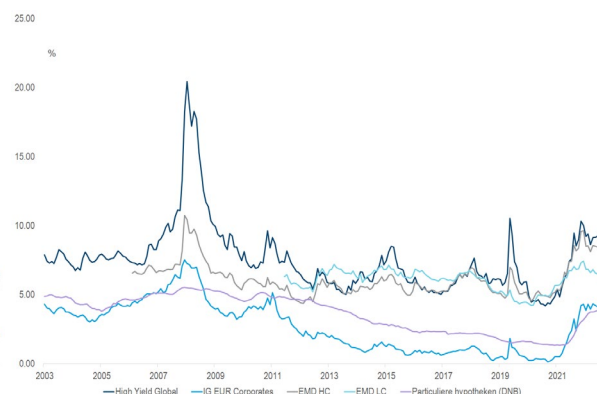
De performance van risicovolle obligatiecategorieën afgelopen twaalf maanden was gemengd. High Yield (+2,1%) en EMD LC (+2,4%) rendeerden positief. High Yield obligaties profiteerden van koerswinsten als gevolg van dalende spreads, wat meer dan compenseerde voor stijgende risicovrije rentes. Bij Investment Grade euro bedrijfsobligaties (-4,2%) domineerde het effect van stijgende rentes. Bij EMD HC (+0,2%) hielden het positieve spread effect en het negatieve risicovrije rente-effect elkaar grofweg in evenwicht.

Spreads op EMD HC, High Yield en euro investment grade bedrijfsobligaties namen respectievelijk af met -0,9%-punt tot 4,1%, met -0,7%-punt tot 4,2% en met -0,1%-punt tot 1,3%. Deze niveaus zijn nog marginaal hoger dan de tienjaars gemiddeldes.

Spreads versus risicovrije rentes



Yields op risicovolle obligaties



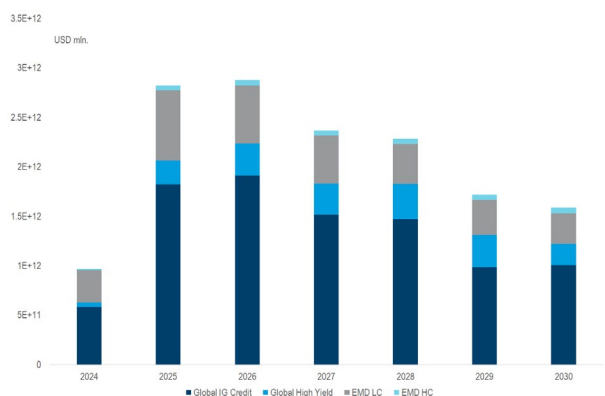
Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, JPMorgan, DNB, 9 augustus 2023

De spread daling op risicovolle obligaties mag verbazen wellicht in een omgeving van zwakke groei, forse renteverhogingen, en striktere kredietverlening. De verklaring is dat de vooruitzichten voor de groei iets zijn verbeterd. Ook was de performance in lijn met het positieve sentiment op aandelenmarkten.

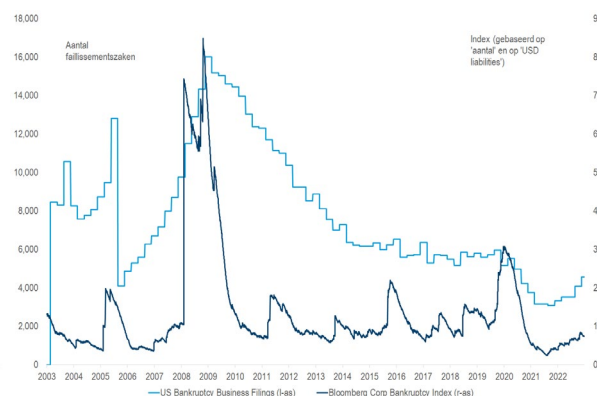
Voorts hebben met name veel High Yield ondernemingen zich geherfinancierd in recente jaren, waardoor deze minder gevoelig zijn voor rentestijgingen op korte termijn. Dat geldt minder voor Investment Grade bedrijfsobligaties. Ten aanzien van EMD geldt met name voor obligaties in Local Currency dat relatief veel herfinanciering dient plaats te vinden in de komende jaren (piek in 2025). Bij Hard Currency ligt de financieringspiek verder weg.

Het aantal faillissementen laat sinds begin 2022 een stijgende trend zien. Het niveau is echter nog betrekkelijk laag vanuit historisch perspectief. Moody's verwacht dat default percentages verder zullen stijgen wegens hoge rentes, krappere kredietverlening en toegenomen kosten en dalende marges. Moody's voorziet midden 2024 een piek van 5% voor High Yield, hoger dan het lange termijn gemiddelde van 4,1%.

Aflossingspatroon obligatie-indices



Faillissementen in de VS



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, JPMorgan, Administrative Office of US Courts, 9 augustus 2023

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 renteversillen tussen de verschillende valuta's en de euro. Gezien de huidige renteversillen tussen de eurozone met de rest van de wereld zorgt dat momenteel voor een lager verwacht rendement uitgedrukt in euro's.

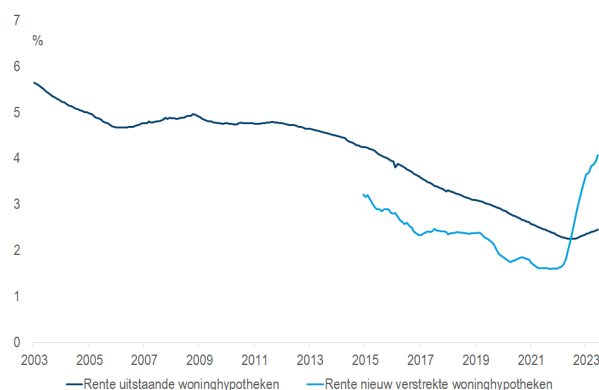
De verwachte rendementen zijn hoger dan vorig jaar, wat toe te schrijven valt aan de gestegen risicovrije rentes. Momenteel resulteert het CMA-model op een 5-jaars horizon in verwachte rendementen van 4,2% voor euro IG bedrijfsobligaties, 5,0% voor High Yield (euro hedged), 4,8% voor EMD LC (euro unhedged) en 6,9% voor EMD HC (euro hedged).

Alternatieven

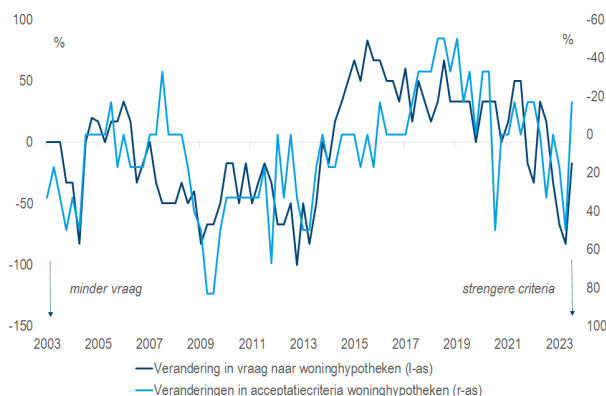
Particuliere hypotheek

Evenals publiek verhandelbare euro investment grade bedrijfsobligaties, lieten hypotheekbeleggingen een negatief rendement zien afgelopen twaalf maanden. Voor een flink deel is dat te verklaren uit de beweging van de marktrente.

Bancaire rente woninghypotheken Nederland



Uitkomsten DNB 'Bank Lending Survey'



Bron: Columbia Threadneedle, DNB, juli 2023

Hypotheekrentes zijn afgelopen tien jaar gedaald, in lijn met dalende swaprentes. Sinds 2022 is sprake van een abrupte trendbreuk. Zo liet de gemiddelde bancaire rente op nieuw verstrekte woninghypotheken sinds een historisch dieptepunt van 1,6% eind 2021 een stijging zien tot 4,1% in juni 2023 (DNB-data). De gemiddelde rente op uitstaande woninghypotheken laat een vertraagde en gedempte reactie zien en is gestegen van een dieptepunt van 2,25% in juli 2022 tot 2,45% in juni 2023. Door deze renteontwikkeling valt sinds begin 2022 ook een daling waar te nemen van nieuw afgesloten woninghypotheken met een lange rentevaste periode (>10 jaar), terwijl hypotheekrentes met een korte rentevaste periode of variabele rente aan populariteit winnen. Voorts valt waar te nemen dat, sinds rentes zijn gestegen, de opslagen van hypotheekrentes versus swaprentes iets afgenomen zijn (een normaal fenomeen bij stijgende rentes).

En er is nog meer sprake van cyclische tegenwind. Zo blijkt uit een kwartaalenquête van DNB ('Bank Lending Survey') dat de vraag naar woninghypotheken in een jaar tijd fors is gedaald, en dat banken strenger worden wat betreft acceptatiecriteria. Wel laat de laatste kwartaal enquête (juli 2023) enig herstel zien. Een andere negatieve ontwikkeling is dat huizenprijzen in Nederland sinds juli 2022 gemiddeld met -6% zijn gedaald (juni 2023). Toch moet ook deze daling in perspectief worden geplaatst. De huizenprijzen zijn in de voorgaande jaren dermate hard gestegen, dat voor de meeste

huishoudens nog sprake is van een aanzienlijke vermogensstijging. Alleen voor hypotheeklen verstrekt na 2021 geldt dat de actuele huizenprijs gemiddeld lager is dan op het moment van aankoop.

Ondanks de cyclische tegenwind zijn de vooruitzichten voor hypotheeklen als beleggingscategorie nog positief. Onder andere mede door de gestegen rente (wat zich vertaalt in een hoger verwacht rendement), maar ook doordat LTV-ratio's -ondanks de recente kentering op de huizenmarkt- nog steeds relatief laag zijn. Andere positieve factoren zijn de nog steeds zeer lage werkloosheid in Nederland en het overheidsbeleid dat gericht is op het terugdringen van de hypotheekschuld.

Deze categorie wordt in ons CMA-model gemodelleerd op basis van (mean-reversion) projecties voor de hypotheekspread 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 4,4%, een toename ten opzichte van vorig jaar. Dat is toe te schrijven aan de hogere start hypotheekrente. Van een indirect rendement is nagenoeg geen sprake doordat de actuele spread dicht bij de target ligt.

Vastgoed

Wereldwijd heeft de woningmarkt sinds halverwege 2022 een kentering laten zien. De voornaamste drijver waren de hogere rentes, maar ook de 'SVB banken crisis', striktere leencondities en een pessimistischer groeibeeld speelden een rol. Dat vertaalde zich in dalende huizenprijzen en een afnemend aantal transacties. Zo heeft -zoals hierboven al opgemerkt- de gemiddelde Nederlandse huizenprijs- een maximale daling laten zien van 6%.

In recente maanden valt echter wel weer -in lijn met het consumentenvertrouwen- enig herstel waar te nemen. Cyclisch vallen meerdere verklaringen aan te wijzen. Zoals het herstel van het consumentenvertrouwen, voorzichtig groei-optimisme, een sterke arbeidsmarkt en loon-indexatie, en spaartegoeden van huishoudens. Dit geldt voor Nederland, maar ook voor veel andere ontwikkelde markten.

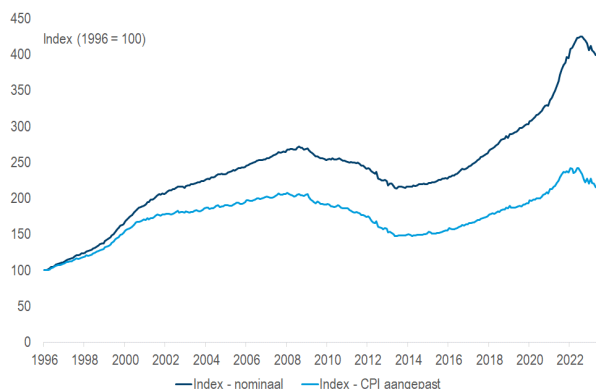
Structureel is voorts al jaren sprake van een tekort op de Nederlandse huizenmarkt. Zo neemt enerzijds de vraag naar woningen structureel toe door onder meer het feit dat het gemiddelde huishouden uit steeds minder mensen bestaat, en door migratie. Anderzijds blijft het aanbod achter doordat te weinig nieuwe woningen worden gebouwd, mede door opgelopen kosten, het stikstofprobleem, en (beoogd) politiek ingrijpen van de overheid in de huurmarkt. De val van het kabinet zorgt voor meer vertraging.

Ook moet niet vergeten worden dat door de hoge inflatie huizenprijzen in reële termen sowieso al dalen. Sinds de reële piek in januari 2022 is de voor inflatie aangepaste gemiddelde huizenprijs met 11% gedaald. En terwijl in nominale termen de gemiddelde huizenprijs (per juni 2023) maar liefst 44% hoger is dan het gemiddelde in de afgelopen vijftien jaar, is in reële termen het verschil tussen de huidige prijs en het historisch gemiddelde aanzienlijk lager, namelijk 18%.

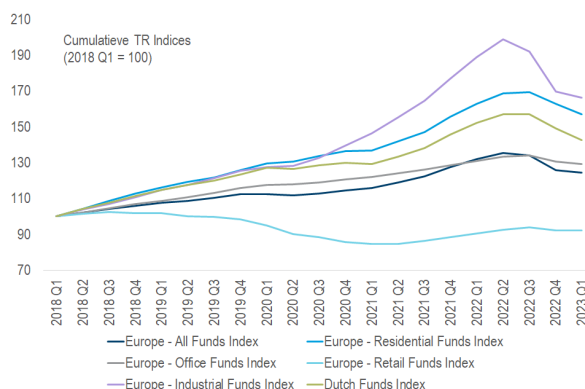
Op Europees niveau hebben vastgoedfondsen in de periode Q2 2022-Q1 2023 negatief gendeerd. De slechtst presterende sector was industrieel vastgoed. Daarna volgden woningen en op enige afstand kantoren. Een vastgoedsector die afgelopen jaar nauwelijks verloor waren winkels. Deze sector was in de voorgaande jaren -in tegenstelling tot de andere sectoren- al onderuitgegaan als gevolg van de opkomst van online winkelen en de uitbraak van de COVID-19 pandemie. De lagere waardering van winkels zorgde daarmee voor een buffer voor de kentering op de vastgoedmarkt afgelopen jaar.

Nederlandse vastgoedfondsen kenden een iets groter verlies afgelopen jaar dan het Europese gemiddelde (o.b.v. INREV-data). De verklaring is het grote gewicht van woningen in de Nederlandse vastgoed index.

Nederlandse huizenprijs index (CBS)



Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen (INREV)



Bron: Columbia Threadneedle Investments, CBS (juni 2023), Bloomberg, INREV (Q1 2023)

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.

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 een eventueel rente-effect.

Op een vijfjaars horizon hanteren wij een verwacht rendement voor beursgenoteerd en niet-beursgenoteerd vastgoed van respectievelijk 5,4% en 4,4%.

Commodities

Daar waar Commodities ten tijde van de vorige Investment Outlook nog als winnaar werden betiteld met een gerealiseerd rendement van 22%, waren Commodities in de afgelopen twaalf maanden de verliezer met een negatief rendement van -11%. Dit is dan ook één van de volatielste en moeilijkst te voorspellen beleggingscategorieën.

Een belangrijke verklaring waren dalende energieprijzen. Olie productiebeperkingen door enkele OPEC+ landen wisten daar geen verandering in te brengen.

Enkele belangrijke drijvers momenteel laten zich moeilijk voorspellen, zoals het verdere verloop van de oorlog in Oekraïne en El Nino. Komend jaar kunnen Commodities dus net zo goed weer als winnaar of als verliezer uit de bus komen.

Commodities Futures worden momenteel in het CMA-model het hoogste verwachte rendement toegewezen: 11,7% op een 5-jaars horizon.

Wij hanteren drie verwachte rendementsbronnen voor commodities in ons CMA-model. Het verwachte 'spot' rendement is significant positief (o.b.v. positieve verwachte wereldwijde inflatie in combinatie met een multiplier). De 'roll yield' is nog steeds 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 (4,8%). Tot slot vindt een aanpassing plaats voor de omrekening naar euro-hedged basis.

Een zeer belangrijke disclaimer bij deze CMAs is echter dat een goede performance van commodities geen garantie is. De inflatie dient namelijk wel gedreven te worden door grondstofprijzen. Indien de toekomstige inflatie het gevolg van is van tweede-orde effecten zoals hogere lonen dan zullen commodities hier niet van profiteren.

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 (zoals toegelicht in onze Investment Casussen). Op een vijfjaars horizon resulteert dat in een verwacht rendement van resp. 5,7% en 5,9%.

Voor infrastructuur wordt een afslag gehanteerd van -0,5%-punt versus aandelen, alsook een aanpassing voor de hogere rentegevoeligheid. Op een vijfjaars horizon resulteert dat in een verwacht rendement van 4,9%.

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 4,8%.

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 4,9%.

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 het valutarisico. Op een vijfjaars horizon resulteert dat in een verwacht rendement van 8,8%; dat is hoog gegeven een verwachte volatiliteit van slechts 5,1% 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 risicomaatstaf), is de spread momenteel relatief hoog door capaciteitsbeperkingen in de herverzekeringmarkt. Ook heeft de gestegen geldmarktrente bijgedragen aan een hoger verwacht rendement.

Belangrijke Informatie

© 2023 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.

Contact

 Columbia Threadneedle Investments
Nederland
Jachthavenweg 109E
1081 KM Amsterdam
Netherlands

 infol@columbiathreadneedle.com

 Volg ons op LinkedIn

Telefoongesprekken kunnen worden opgenomen.

Meer informatie: columbiathreadneedle.nl



Belangrijke informatie:

© 2023 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.

WF465153 (08/23) 5888062