

Investment Letter

DRIELUIK SCENARIO-UPDATE, DEEL III

Scenario-analyse: Inflatierisico vereist actie belegger

Dit is het derde deel van ons drieluik over de periodieke update van de scenario-analyse. In dit deel gaan we in op de inflatie en de impact daarvan op de beleggingsportefeuille. De gemiddelde inflatie over de afgelopen vijf jaar bedroeg meer dan 3%, waardoor de reële rendementen van alle beleggingscategorieën onder druk stonden. De reële totaalrendementen van de vastrentende beleggingen waren over de hele linie negatief. De beleggingsportefeuille wordt robuuster en minder kwetsbaar voor regimes met hogere inflatie als inflatiegevoelige beleggingen onderdeel uitmaken van de strategische beleggingsmix.

Samenvatting

- De inflatie in de eurozone is nog steeds hardnekkig hoog en de inflatierisico's liggen op de middellange termijn aan de bovenkant ten opzichte van het basisscenario (2,5%).
- Onverwachts hoge inflatie is vooral funest voor de nominale vastrentende beleggingscategorieën. De reële totaalrendementen over de afgelopen jaren zijn dan ook negatief voor deze categorieën.
- Positieve reële rendementen zijn cruciaal voor koopkrachtbehoud. Beleggingen met een positieve inflatiegevoeligheid, zoals inflatiegerelateerde obligaties, grondstoffen en real assets, zijn daarom belangrijk voor een robuuste beleggingsportefeuille.
- Inflatiegerelateerde obligaties hebben een directe link met de inflatie, terwijl de link tussen inflatie en totaalrendementen van grondstoffen en vastgoed meer indirect is.
- Een mix van inflatiegevoelige beleggingen maakt de totale beleggingsportefeuille robuuster en minder kwetsbaar voor beleggingsregimes met hogere inflatie.

Inflatierisico's liggen aan de bovenkant

De inflatie in de eurozone is momenteel nog steeds hardnekkig hoog. In ons basisscenario Flags & Frictions gaan we ervan uit dat de inflatie zal dalen, maar op de middellange termijn vooralsnog boven de doelstelling van de Europese Centrale Bank (ECB) blijft liggen. Op de financiële markten is de afgelopen maanden de ingeprijsde inflatie op de middellange termijn gestegen en ligt nu in de buurt van onze aanname. Het desinflatoire regime, waarin de inflatie langere tijd gemiddeld genomen onder de 2%-doelstelling uitkwam, is ten einde. Dit regime besloeg grofweg de periode van de kredietcrisis (2008) tot aan de coronacrisis (2020).

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

AUTEURS



Wim Barentsen,
Chief Strategist

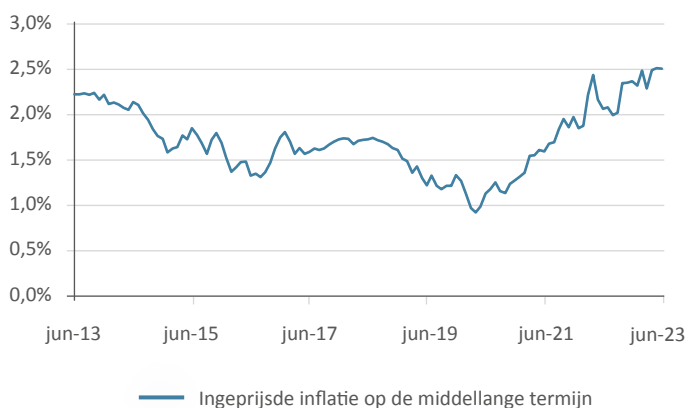


Maurice Geraets,
Sr. Investment Strategist



Er zijn meerdere oorzaken voor deze regimeverandering, waaronder het actievare begrotingsbeleid van overheden, het stokken van de globaliseringstrend en de energietransitie. Mede door deze ontwikkelingen liggen ook de inflatierisico's aan de bovenkant. In de alternatieve scenario's The Great Retreat en New Deals liggen de inflatieverwachtingen hoger dan in ons basisscenario. Eén van onze beleggingsimplicaties is dan ook om te zorgen voor voldoende inflatiegevoeligheid in de beleggingsportefeuille.

Figuur 1: Ingeprijsde inflatie over vijf jaar in de eurozone



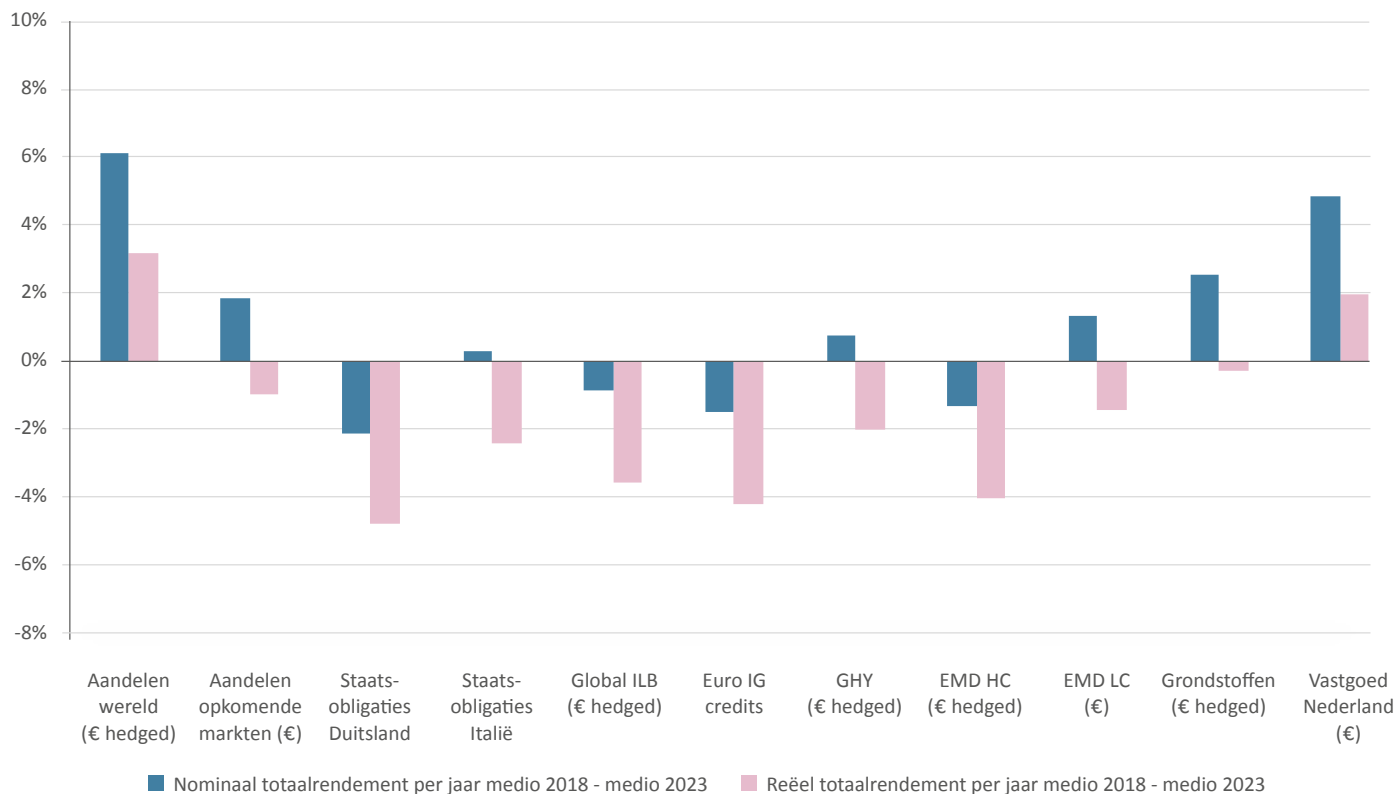
Bron: Achmea IM, Bloomberg

We handhaven los daarvan de andere beleggingsimplicaties: kredietobligaties zijn inmiddels relatief aantrekkelijk door de hogere renteniveaus en diversifiërende beleggingen zijn belangrijk in een multipolaire wereld.

Inflatie holt reële rendementen uit

Inflatie is een sluipmoordenaar voor het reële rendement op veel beleggingscategorieën. Vooral nominale vastrentende waarden zijn kwetsbaar. De afgelopen jaren zijn de reële totaalrendementen op deze categorieën dan ook fors negatief geweest. De initieel zeer lage effectieve nominale en reële renteniveaus gecombineerd met de onverwachte inflatieschok, zorgden voor negatieve reële rendementen. De gemiddelde inflatie in de eurozone bedroeg 3,5% per jaar in de periode medio 2018 tot en met medio 2023. Hierdoor is cumulatief de reële waarde van kasgeld met meer dan 15% gedaald. Over de afgelopen vijf jaar lagen de reële totaalrendementen voor kredietwaardige staatsobligaties en kredietobligaties tussen de -5% en -6% per jaar. Ook de reële totaalrendementen van andere beleggingscategorieën stonden onder druk. Opvallend is dat vooral aandelen de inflatieschok relatief goed hebben doorstaan. Het reële totaalrendement van aandelen wereld was positief. Ook de inflatiegevoelige beleggingen, zoals grondstoffen en vastgoed, rendeerden beter dan de meeste vastrentende categorieën. Het totaalrendement op inflatiegerelateerde obligaties viel echter tegen door de sterke stijging van de reële rente.

Figuur 2: Totaalrendementen afgelopen vijf jaar



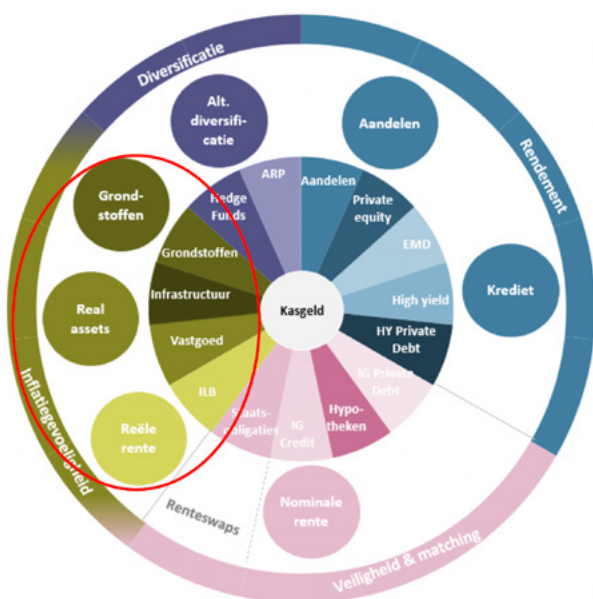
Bron: Achmea IM, Bloomberg

Positieve reële rendementen belangrijk voor koopkrachtbehoud

De impact van de negatieve reële totaalrendementen in de beeldvorming enigszins ondergesneeuwd. Zo zijn de dekkingsgraden van Nederlandse pensioenfondsen de afgelopen jaren gestegen door de stijging van de nominale rente en de positieve nominale rendementen van sommige beleggingscategorieën. In nominale termen is de financiële situatie van pensioenfondsen dan ook verbeterd. Dit neemt niet weg dat de inflatiestijging in de meeste gevallen heeft geleid tot een reële achteruitgang en dus een koopkrachtverlies.

Op lange termijn is het genereren van positieve reële rendementen van cruciaal belang voor koopkrachtbehoud. Ook in het nieuwe pensioencontract waarbij de beleggingsrisico's meer bij de deelnemer komen te liggen en de focus ligt op vermogensopbouw en -behoud, is aandacht voor voldoende inflatiebescherming van belang. In het Achmea IM beleggingsuniversum zijn beleggingen met inflatiegevoeligheid een belangrijk onderdeel van een robuuste beleggingsportefeuille. We herhalen deze beleggingsimplicatie van de scenario-analyse, vooral omdat de inflatierisico's aan de bovenkant liggen ten opzichte van het basisscenario. We onderscheiden verschillende beleggingen met een eigen specifieke positieve inflatiegevoeligheid. We spreken van 'inflatiegevoeligheid' en niet van 'inflatie hedging', omdat de totaalrendementen van deze beleggingen de feitelijke inflatie niet één op één volgen en daarnaast vaak andere factoren een rol spelen in de bepaling van het rendement. We gaan in op de beleggingscategorieën inflatiegerelateerde obligaties (ILB's), grondstoffen en real assets. Een mix van deze beleggingen is te prefereren boven de inzet van slechts één specifieke inflatiecategorie vanwege de verschillen in inflatiegevoeligheid.

Figuur 3: Structurering beleggingsuniversum



Bron: Achmea IM

“Adding it all up, equities tend to perform worse when inflation is rising, especially relative to real assets like inflation-linked bonds, gold, and commodities—but better than cash and assets like nominal bonds.”

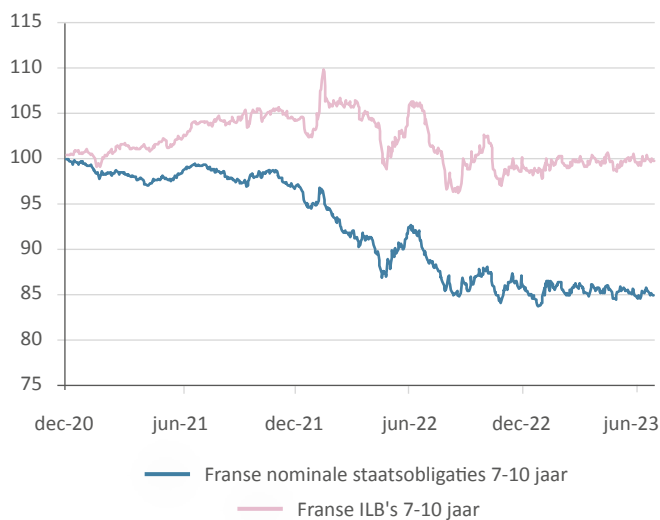
Bridgewater, september 2023

Inflatiegerelateerde obligaties (ILB's) hebben een directe link met inflatie

ILB's zijn obligaties die profiteren van oplopende inflatie. Het rendement op een ILB bestaat uit twee componenten. De eerste is de reële rentevergoeding. Die wordt bij aankoop van de obligatie vastgelegd. Het reële rendement op een ILB die tot het einde van de looptijd wordt vastgehouden, is daarmee zeker. De coupon en de hoofdsom groeien gedurende de looptijd mee met de gerealiseerde inflatie. De gerealiseerde inflatie is daarmee de tweede component van het rendement. Door deze laatste component zijn ILB's één van de weinige beleggingen die een directe, gegarandeerde link met de inflatie hebben. Deze directe link betekent echter geen garantie op een positief rendement. Zo kon de directe link met de inflatie niet voorkomen dat het totaalrendement de afgelopen jaren negatief is geweest. De oorzaak hiervoor ligt bij de negatieve reële startrentes (ILB's waren absoluut gezien duur) en de stijging daarvan in de periode na de coronacrisis. Hierdoor was de bijdrage van de eerste rendementscomponent negatief. De hogere gerealiseerde inflatie heeft dit verlies over deze periode niet gecompenseerd. Wel zorgde de hoger dan verwachte inflatie ervoor dat ILB's per saldo beter rendeerden dan de nominale tegenhanger.

De reële rentes zijn inmiddels overwegend positief en daardoor is de absolute rendementsverwachting gestegen ten opzichte van de periode van voor de coronacrisis. De positieve reële rente gecombineerd met een omgeving waarbij de inflatierisico's aan de bovenkant liggen, maken ILB's tot een zeer geschikte bouwsteen voor de beleggingsportefeuille.

Figuur 4: ILB's rendeerden beter dan vergelijkbare nominale obligaties



Bron: Achmea IM, Bloomberg

Grondstoffen als inflatie-oorzaak

Een grondstoffenbelegging verhoogt de inflatiegevoeligheid van de beleggingsportefeuille. De correlatie op jaarbasis tussen de grondstoffenindex en de inflatie is hoog. Dit komt doordat grondstofprijzen onderdeel zijn van de inflatiereeksen. Stijgende grondstofprijzen leiden daardoor direct tot hogere inflatie. Maar stijgende grondstofprijzen hebben ook een indirect effect op de inflatie. Oplopende grondstofprijzen werken immers door in de prijzen van andere goederen en diensten die onderdeel uitmaken van de inflatie-index. Grondstoffen zijn vooral van toegevoegde waarde in periodes dat de inflatie hoog is of sterk stijgt. Daar staat tegenover dat het totaalrendement op grondstoffen gemiddeld negatief is in periodes dat de inflatie laag is of daalt. Grondstoffen zijn dan ook geen populaire beleggingscategorie na de lage rendementen in het desinflatoire regime van voor de coronacrisis. Het betreffende inflatieregime heeft grote invloed op het grondstoffenrendement.



Grondstoffen verhogen de inflatiegevoeligheid van de beleggingsportefeuille

De positieve correlatie van grondstoffen met zowel verwachte als onverwachte inflatie is een aantrekkelijke eigenschap vanuit portefeuilleperspectief. Want in deze periodes valt het rendement op aandelen en obligaties meestal tegen. Al met al is een grondstoffenbelegging een goede manier om de inflatiegevoeligheid van de beleggingsportefeuille te vergroten en deze robuuster te maken.

De kasstromen van real assets zijn gekoppeld aan de inflatie

De zogenaamde real assets zijn de derde groep beleggingen die een positieve inflatiegevoeligheid heeft. Real assets zijn investeringen in fysieke activa met een intrinsieke waarde. Daarmee wijken real assets af van financiële beleggingen die geen intrinsieke waarde hebben, maar hun waarde ontleen aan contractuele aanspraken op het eigen vermogen of de schulden van een entiteit. Vastgoed is meestal de grootste beleggingscategorie binnen deze groep. Naast vastgoed vallen ook infrastructuur, landbouwgronden en bosbouw onder de real assets. Het stabiele directe rendement van deze beleggingen is de belangrijkste rendementsdrijver en de kasstromen en onderliggende waarden van deze beleggingen hebben een positieve inflatiegevoeligheid. De kasstromen zijn vaak contractueel gekoppeld aan de inflatie. Bij vastgoed vindt bijvoorbeeld meestal indexatie van de huren plaats. Maar ook de waarde van vastgoed heeft een link met de inflatie. De waarde van een vastgoedobject hangt onder meer af van de grondwaarde en de bouwkosten. Het totaalrendement van vastgoed is de afgelopen vijf jaar zowel nominaal als reëel positief geweest. Dit neemt niet weg dat we spreken van inflatiegevoeligheid en niet van een inflatiehedge. Want de afgelopen kwartalen stond het rendement op vastgoed juist onder druk vanwege de gestegen (reële) rente.

Drieluik scenario-update

- Deze Investment Letter is het laatste deel van ons drieluik scenario-update.
- Lees [hier](#) deel 1: Navigeren in een gefragmenteerde wereld
- Lees [hier](#) deel 2: Vasthouden aan diversificatie essentieel in gefragmenteerde wereld



Voor meer informatie:



[Investment Highlights, Investment Letter en whitepapers](#)

Wekelijks publiceert ons Investment Strategy team de Investment Highlights met daarin een analyse van de ontwikkeling op de financiële markten. Met onze Investment Letters blijft u op de hoogte van onze visie en van marktontwikkelingen.



[Achmea IM podcasts](#)

Ook te beluisteren op uw favoriete podcast-app, zoekwoord: Achmea Investment Management.



[Achmea IM op youtube](#)

Hier vindt u heldere video's met informatie over de implicaties van het pensioenakkoord, maatschappelijk verantwoord beleggen, risicomangement en het selecteren van de best-passende externe managers.



[Achmea IM op LinkedIn](#)

Volg ons LinkedIn-kanaal voor updates.



www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel

E-mail: achmeaim@achmea.nl

Contact:

Neem contact op met uw contactpersoon bij Achmea Investment Management.
Of met Renier Brenninkmeijer, Business Development Director, Renier.Brenninkmeijer@achmea.nl, +31 6 201 384 74,
of Mark Bakker, Business Development Director, Mark.Bakker@achmea.nl, +31 6 101 851 94.

Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. ("Achmea IM") heeft de informatie in dit document met zorg samengesteld. Deze informatie is alleen bestemd voor gekwalificeerde beleggers en/of professionele beleggers zoals bedoeld in de Wet op het financieel toezicht ("Wft").

Dit document is of bevat (i) geen aanbod of uitnodiging om financiële instrumenten te kopen, te verkopen of te verhandelen (in de zin van 1:1 Wft), (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies (in de zin van 1:1 Wft), en (iii) geen juridisch of fiscaal advies. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch of fiscaal adviseur. Achmea IM raadt u af een (beleggings)beslissing uitsluitend te baseren op de in dit document opgenomen informatie. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van een dergelijke (beleggings)beslissing.

De informatie in dit document is (mede) gebaseerd op informatie die Achmea IM van betrouwbaar geachte informatiebronnen heeft verkregen. Achmea IM garandeert niet de betrouwbaarheid van die bronnen en de juistheid en volledigheid van de van die bronnen verkregen informatie. De informatie in dit document is puur informatief en u kunt daaraan geen rechten ontleen. Alle informatie is een momentopname, tenzij uitdrukkelijk anders is aangegeven. Het verstrekken van dit document na de oorspronkelijke publicatiedatum is geen garantie dat de hierin opgenomen informatie op die latere datum nog juist en volledig is. Achmea IM heeft het recht om deze informatie zonder aankondiging te wijzigen. Het noemen van rendementen op beleggingen in dit document dient uitsluitend als uitleg en toelichting. Achmea IM spreekt daarmee geen verwachting uit over het rendement of koersverloop van die beleggingen. De waarde van uw belegging kan fluctueren en in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De informatie in dit document is gebaseerd op door Achmea IM gemaakte aannames. Het is mogelijk dat andere aannames worden gemaakt dan de door Achmea IM gemaakte aannames. De door Achmea IM getrokken conclusies zijn daarom niet noodzakelijkerwijs juist en/of volledig.

U mag de informatie in dit document alleen voor eigen persoonlijk gebruik kopiëren. U mag de informatie niet overnemen, vermenigvuldigen, distribueren of openbaren zonder schriftelijke toestemming van Achmea IM. Alle informatie (teksten, foto's, illustraties, grafisch materiaal, handelsnamen, logo's, woord- en beeldmerken) blijft eigendom van of in licentie bij Achmea IM en wordt beschermd door auteursrecht, merkenrecht en/of intellectueel eigendomsrecht. Er worden geen rechten of licenties overgedragen bij gebruik van of toegang tot deze informatie.

Uitgegeven door: Achmea Investment Management B.V., statutair gevestigd te Zeist en kantoorhoudende te Zeist (Handelsregister nr. 18059537). Achmea IM is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") in Amsterdam als een beheerder van beleggingsinstellingen als bedoeld in artikel 2:65a Wft en is onder deze vergunning bevoegd tot het verlenen van de beleggingsdiensten als opgenomen in het door de AFM gehouden register.