

# Investment Letter

DRIELUIK SCENARIO-UPDATE, DEEL III

## Scenario-analyse, verwacht rendement: opbouw en actuele hoogte

Dit is het derde deel van ons drieluik over de periodieke update van de scenario-analyse. In dit deel gaan we in op de verwachte rendementen in Flags & Frictions en hoe deze tot stand komen. Met behulp van de zogenoemde building block methode stellen we op een transparante en consistente manier de verwachte rendementen voor de verschillende scenario's samen. Het directe rendement is een belangrijke drijver van de rendementsverwachtingen voor kredietwaardige obligaties. Voor de rendementsverwachting van aandelen op de middellange termijn spelen de verwachte winstgroei en de verwachte verandering in de waardering een belangrijke rol.

### Samenvatting

- De verwachte rendementen in Flags & Frictions geven een indicatie voor wat beleggers kunnen verwachten op de middellange en lange termijn. Deze verwachtingen zijn niet geschikt voor market timing op korte termijn.
- De verwachte rendementen bouwen we voor alle beleggingscategorieën op via de building block methode. Op deze manier vindt de rendementsopbouw op een transparante en consistente manier plaats.
- Voor een nominale obligatie met een hoge kredietwaardigheid is de startrente (yield of direct rendement) een goede indicatie van het verwachte rendement op lange termijn.
- Het verwachte rendement voor aandelen ontwikkelde markten is gematigd vanwege de hoge waardering en de gematigde verwachte winstgroei.
- Het modelleren van verschillende economische scenario's biedt inzicht in de mogelijke impact op de beleggingsportefeuille als gevolg van verandering in verschillende variabelen.

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

### AUTEURS



Wim Barentsen,  
Chief Strategist



Maurice Geraets,  
Sr. Investment Strategist



Figuur 1: Voorbeelden verschillende beleggingsregimes (zie [Investment Letter, Obligatierendementen in historisch perspectief, juni 2020](#))

	Stagflatieperiode (1972-1980)	Great Moderation (1980-2007)
<b>Kenmerken</b>	Het einde van Bretton Woods waarna een langdurige periode van stijgende inflatie volgde. Gemiddeld was de inflatie hoog in deze periode.	Het anti-inflatiebeleid van Fed-president Volcker luidde een langdurige periode in van relatief stabiele groei en dalende inflatie. Het gemiddelde inflatieniveau was gematigd in deze periode.
<b>Performance</b>	Het reële totaalrendement op zowel aandelen als staatsobligaties was negatief in deze periode. Het totaalrendement van kasgeld was hoger dan dat van aandelen en obligaties. Staatsobligaties waren geen goede diversifier van het aandelenrisico.	Het reële totaalrendement op zowel aandelen als staatsobligaties was positief en hoog in deze periode. Staatsobligaties waren in deze periode een veilige haven en een stabiel anker in de portefeuille.
<b>Rendementen (\$) gemiddeld per jaar reëel rendement tussen haakjes</b>	Staatsobligaties: <b>3,5%</b> (-5,3%) Aandelen: <b>6,4%</b> (-2,6%) Kasgeld: <b>7,7%</b> (-1,4%) Inflatie: <b>9,3%</b>	Staatsobligaties: <b>9,6%</b> (6,0%) Aandelen: <b>12,6%</b> (8,9%) Kasgeld: <b>5,7%</b> (2,3%) Inflatie: <b>3,4%</b>

Bron: Achmea IM

### Verwachte rendementen in Flags & Frictions

De verwachte rendementen voor de verschillende beleggingscategorieën in Flags & Frictions geven een indicatie voor wat beleggers kunnen verwachten op de middellange en lange termijn. Deze verwachtingen gaan echter met de nodige onzekerheid gepaard en zijn niet bedoeld voor het timen van de markten op de korte termijn. Op korte termijn kunnen de rendementen fors afwijken. Aandelen stegen in 2023 met meer dan 20% terwijl de rendementsverwachtingen voor de middellange termijn gematigd waren. De voorspelbaarheid van rendementen op de korte termijn is laag.

Voor het te verwachten rendement op de middellange en lange termijn is de startwaardering van de beleggingscategorie juist een belangrijke drijver. Uit historisch onderzoek blijkt dat goedkope beleggingen een hoger toekomstig rendement genereren dan dure beleggingen. In het opstellen van de rendementsverwachtingen is waardering dan ook een belangrijke inputvariabele. Daarnaast is het beleggingsregime van groot belang. Uit analyse van de geschiedenis van de financiële markten blijkt dat beleggingsrendementen periode-afhankelijk zijn. De (reële) totaalrendementen in verschillende periodes wijken sterk van elkaar af. Het reële rendement op zowel aandelen als staatsobligaties was in de periode 1972-1980 een stuk lager dan in de periode 1980-2007. In deel 1 en deel 2 van dit drieluik gaven we aan dat we verwachten dat het toekomstige beleggingsregime anders zal zijn dan in het voorgaande decennium.

### Opbouw rendementsverwachtingen via de building block methode

De verwachte rendementen bouwen we op met de zogenaamde building block methode. Met deze methode worden de verwachte totaalrendementen voor de verschillende beleggingscategorieën opgebouwd uit drie onderdelen, namelijk direct rendement (bijvoorbeeld coupons en dividenden),

verwachte groei van de kasstromen (bijvoorbeeld winstgroei, maar ook faillissementsverliezen) en de verwachte verandering in de waardering (bijvoorbeeld een verandering in de koerswinstverhouding). Op deze manier houden we rekening met zowel de waardering van de beleggingscategorie als met het macro-economische beleggingsregime. De toepassing van de building block methode biedt een aantal voordelen. Zo vindt de rendementsopbouw op een transparante manier plaats waardoor direct duidelijk is hoe de verwachting is samengesteld. Ook vindt de rendementsopbouw op een consistente manier plaats voor alle beleggingscategorieën.

Daarnaast is het gebruik van de building block methode uitermate geschikt voor scenario-analyses. De specifieke aannames van een bepaald scenario, zoals de inflatie-aannames in Flags & Frictions, vinden hun weg in de rendementsopbouw van de verschillende beleggingscategorieën. Dit bevordert de consistentie tussen de rendementsverwachtingen in een bepaald scenario. Tegelijkertijd is er ruimte voor maatwerk en kunnen gevoeligheidsanalyses op de aannames uitgevoerd worden. Zo kan door het variëren van de koerswinstverhouding voor aandelen vastgesteld worden wat daarvan de impact is op het verwachte rendement.

Figuur 2: Opbouw rendementsverwachtingen via de building block methode

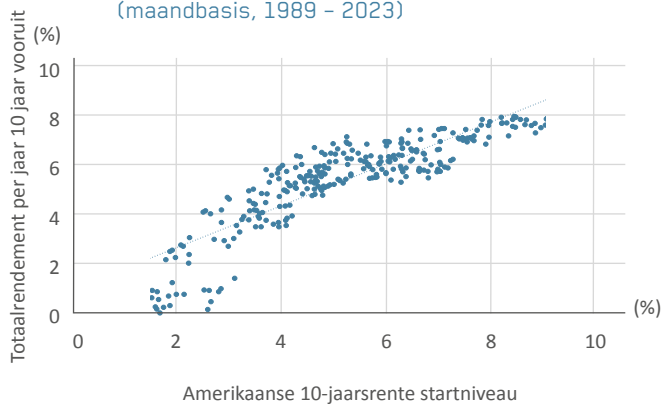
Beleggings-categorie	Direct rendement (carry)	Groei kasstromen (growth)	Waardering (valuation)
Staatsobligaties (risicovrij)	Yield + rolrendement	-	Rente-verandering
Krediet-obligaties	Yield + rolrendement	Faillissements-verlies	Rente-verandering
Aandelen	Dividend-rendement	Groei winst per aandeel	Verandering koerswinst-verhouding

Bron: Ilmanen (2011), Achmea IM

**Startrente belangrijke indicator van het verwachte rendement**

Het verwachte rendement voor staatsobligaties is hoger dan in de periode voor de coronacrisis. Dit komt door de gestegen renteniveaus. In de building block methode komt dit tot uiting in de component ‘direct rendement’. Voor een nominale staatsobligatie met een hoge kredietwaardigheid is de startrente (yield) een goede ‘voorspeller’ van het verwachte rendement. De coupons zijn contractueel vastgelegd en veranderen niet door de tijd. Daarnaast is het verwachte faillissementsverlies verwaarloosbaar. Dit betekent dat de bijdrage van de tweede component van de building block methode, ‘verwachte groei van de kasstromen’, nihil is. De derde component, de waarderingsverandering, is voor een staatsobligatie afhankelijk van de aanname van het renteniveau op de betreffende beleggingshorizon. Op de lange termijn is dit effect echter zeer beperkt. De rendementsimpact als gevolg van renteveranderingen speelt vooral op de korte termijn. De correlatie tussen de startrente en het totaalrendement op lange termijn is dan ook zeer hoog, zoals uit historische analyses blijkt. De huidige rente is dan ook een goede indicatie voor het verwachte rendement op lange termijn.

**Figuur 3: Amerikaanse 10-jaarsrente versus het totaalrendement per jaar 10 jaar vooruit (maandbasis, 1989 - 2023)**



Bron: Bloomberg, Achmea IM

**Yield ook belangrijk voor kredietobligaties**

Ook voor de risicovollere vastrentende waarden zijn de verwachte rendementen hoger dan het vorige decennium. Net als bij staatsobligaties is de gestegen (risicovrije) rente de belangrijkste oorzaak hiervan. Voor kredietobligaties is de startrente eveneens een belangrijke variabele voor het verwachte rendement. Naarmate de beleggingscategorie risicovoller is, neemt het belang van de tweede rendementscomponent, namelijk de faillissementsverliezen, toe. Bijvoorbeeld voor highyieldobligaties. De verwachte faillissementsverliezen voor high yield zijn een stuk hoger dan voor de kredietwaardige obligaties.

Het faillissementsverlies voor highyieldobligaties bedraagt historisch gezien circa 2,5% per jaar over de lange termijn. De hogere startrente wordt dus gedeeltelijk teniet gedaan door deze verliezen.

In ongunstigere macro-economische beleggingsregimes, zoals The Great Retreat, hanteren we hogere faillissementsverliezen waardoor het verwachte totaalrendement lager uitkomt. Per ultimo 2023 is het verwachte totaalrendement van staatsobligaties uit opkomende landen in harde valuta (EMD HC) relatief hoog. Dit wordt vooral gedreven door de hoge startrente van bijna 8%. De veronderstelde lichte daling van deze rente compenseert het verwachte faillissementsverlies.

**Figuur 4: Verwachte rendementen in Flags & Frictions**

Ultimo 2023 Beleggingscategorieën	Flags & Frictions	
	MLT	LT
Kasgeld euro (€)	2,50%	2,25%
Duitse staatsobligaties (€)	1,75%	2,25%
Italiaanse staatsobligaties (€)	3,75%	3,50%
Global ILBs (€ hedged)	5,50%	2,75%
Investment Grade Credits euro (€)	3,00%	3,25%
WSW leningen NL	1,75%	2,50%
ECA leningen (€)	4,00%	3,50%
Private Placements (€)	4,25%	4,25%
Global High Yield (€ hedged)	3,50%	4,00%
Global Bank Loans (€ hedged)	5,50%	4,75%
Emerging Market Debt HC (€ hedged)	8,50%	6,00%
Emerging Market Debt LC (€)	4,75%	5,00%
Hypotheken (€)	2,75%	3,25%
Aandelen Ontwikkelde Landen (€ hedged)	3,25%	5,00%
Aandelen Opkomende Landen (€)	8,75%	8,25%
Beursgenoteerd Vastgoed (€ hedged)	3,25%	5,00%
Niet-beursgenoteerd Vastgoed NL (€)	4,50%	4,25%
Grondstoffen (€ hedged)	5,25%	4,75%
Hedge funds (€)	5,00%	5,00%
Private equity (€ hedged)	6,25%	8,00%
Wereldwijde infrastructuur (€ hedged)	6,25%	6,50%

Bron: GLASS, Achmea IM

**Verwachting aandelenrendement gematigd**

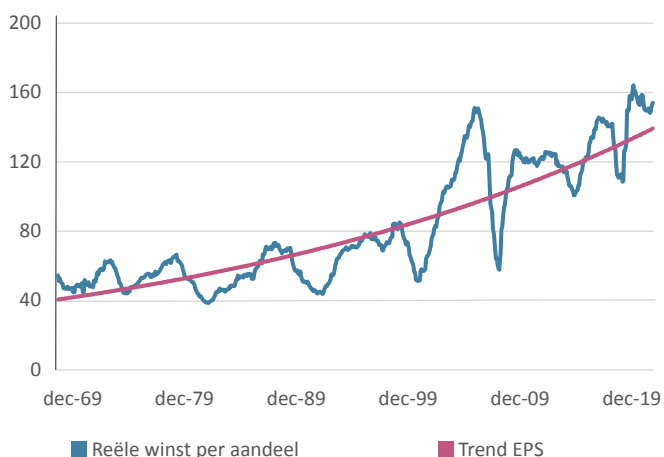
Het verwachte rendement voor aandelen ontwikkelde markten is gematigd in het basisscenario. Maar deze verwachting is ook met meer onzekerheid omgeven dan die van de meeste vastrentende beleggingscategorieën. In tegenstelling tot bij vastrentende waarden speelt het directe rendement bij aandelen een minder dominante rol bij de bepaling van het verwachte rendement op

de middellange termijn. Het directe rendement van aandelen bestaat uit het dividendrendement. Dit is een relatief stabiele component, maar deze is minder dominant in de bepaling van het totaalrendement op middellange termijn. De winstgroei per aandeel ('groei kasstromen') en de verandering van de koerswinstverhouding ('verandering in waardering') hebben grotere impact op het totaalrendement op de middellange termijn. Vooral de verwachte verandering van de waardering is een volatiele en lastig te schatten component. In het scenario Flags & Friction hanteren we een koerswinstverhouding voor de middellange termijn die lager ligt dan het niveau per eind 2023. Ook is de verwachte winstgroei gematigd in dit scenario. Momenteel ligt de winstgroei per aandeel boven de historische trend. De winstontwikkeling is normaliter cyclisch van aard en daarom ligt een terugkeer naar de historische trend op de middellange termijn voor de hand. De negatieve bijdrage vanuit waardering en de gematigde winstgroei zorgen voor een relatief laag verwacht rendement voor aandelen op de middellange termijn.

'Repeat of the past decade's equity market performance would require a heroic set of assumptions: both extraordinary real earnings growth and all-time-high valuations. While this outcome is not impossible, it is an implausible baseline assumption.'

AQR, december 2023

**Figuur 5:** Reële winstgroei per aandeel voor aandelen ontwikkelde markten



Bron: Bloomberg, Achmea IM

### Alternatieve scenario's belangrijk voor vormgeven beleggingsportefeuille

Het is belangrijk meerdere scenario's in ogenschouw te nemen. Door verschillende scenario's te onderzoeken en de bijbehorende risico's en kansen te identificeren, kunnen beleggers beter geïnformeerde beslissingen nemen en hun beleggingsportefeuilles effectiever samenstellen. Het modelleren van verschillende economische scenario's biedt inzicht in de mogelijke impact op de beleggingsportefeuille als gevolg van verandering in verschillende variabelen, zoals economische groei, inflatie, rentes en risico-opslagen. Zowel optimistische als pessimistische scenario's kunnen doorgerekend worden. In een negatiever scenario, zoals het stagflatoire The Great Retreat, hanteren we pessimistischere aannames voor de koerswinstverhouding op de middellange termijn en gaan we uit van een lagere winstgroei voor aandelen. Hierdoor is het verwachte aandelenrendement in dit scenario lager dan in Flags & Frictions. De scenario-afhankelijke aannames, inclusief een passend klimaatscenario, passen we toe voor alle beleggingscategorieën. Het effect hiervan op het verwachte totaalrendement is vooral groot voor de risicovollere beleggingscategorieën. Voor bijvoorbeeld kredietwaardige staatsobligaties is de startrente de belangrijkste rendementsbepaler op de lange termijn, waardoor de rendementsverschillen tussen de scenario's voor deze obligaties beperkter zijn.

### Drieluik scenario-update

- Deze Investment Letter is het laatste deel van ons drieluik scenario-update.
- Lees [hier](#) deel 1.
- Lees [hier](#) deel 2.



#### 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 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](http://www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel)

E-mail: [achmeaim@achmea.nl](mailto: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](mailto:Renier.Brenninkmeijer@achmea.nl), +31 6 201 384 74,  
of Mark Bakker, Business Development Director, [Mark.Bakker@achmea.nl](mailto: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.