



Hoe om te gaan met geopolitieke turbulentie in het beleggingsbeleid?



Jitzes Noorman

Delegated CIO
& Investment
Strategist



Introductie en samenvatting

De oorlog in Oekraïne, het toenemende conflict tussen de VS en China, klimaatverandering en COVID-19 zorgen voor geopolitieke turbulentie, fragmentatie, en grote economische onzekerheid. In deze Marktvisie bekijken wij vanuit meerdere invalshoeken op welke manier beleggers kunnen omgaan met deze onzekerheden en hoe zij hun portefeuilles robuuster kunnen maken.

De suggesties die wij beleggers willen meegeven zijn als volgt:

- Scenario-analyse
 - Leg meer nadruk op deterministische scenario's ten opzichte van stochastische analyses.
- Spreiden
 - Beleg in categorieën die het goed doen bij een Inflatieschok (reële categorieën, inflatie-geïndexeerde obligaties, commodities, absolute return producten).
 - Beleg in categorieën die het goed doen bij een Groeischok (langlopende obligaties, zowel nominaal als inflatie-geïndexeerd).
 - Diversificatie via alternatieve beleggingen, zoals bijvoorbeeld Catastrofe Obligaties en Macro Hedge Funds.
- Neem meerdere risicomaatstaven in ogenschouw
 - Kijk niet louter naar 'volatiliteit', maar ook naar 'maximum drawdown' en 'performance bij crisis'.

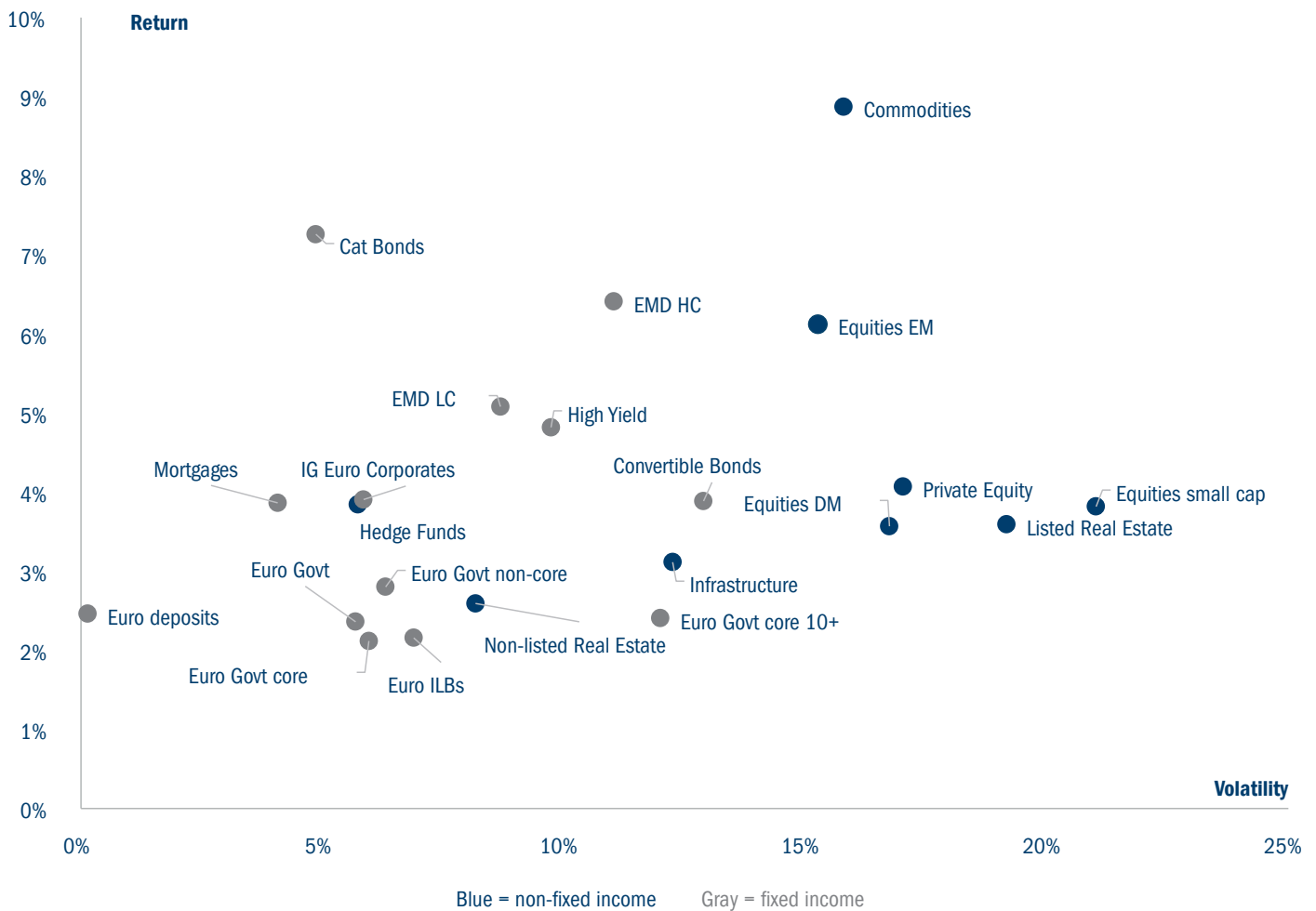
Economische vooruitzichten – basis visie

Onderstaande figuur toont onze verwachte rendementen en verwachte volatiliteiten op een 5-jaars horizon voor 22 beleggingscategorieën. De voornaamste observaties zijn:

- Als gevolg van de forse rentestijging in 2022 worden al enige tijd geen negatieve rendementen meer verwacht. De verwachte rendementen voor de genoemde beleggingscategorieën variëren momenteel (december 2022) tussen 2% en 9%;
- Voor staatsobligaties wordt uitgegaan van rendementen tussen de 2% en 3%;
- Alternatieve beleggingen worden hoge rendementen toegedicht: Commodities 8,9% en Catastrofe obligaties 7,3%;
- Binnen aandelen wordt het hoogste rendement voorzien voor aandelen opkomende markten: 6,1%;
- Vanuit een risico/rendement-perspectief zijn Spread producten relatief aantrekkelijk. Met name EMD HC en EMD LC en High Yield, gevolgd door hypotheek en IG bedrijfsobligaties.



5-jaars verwachte rendementen en volatiliteiten (euro)

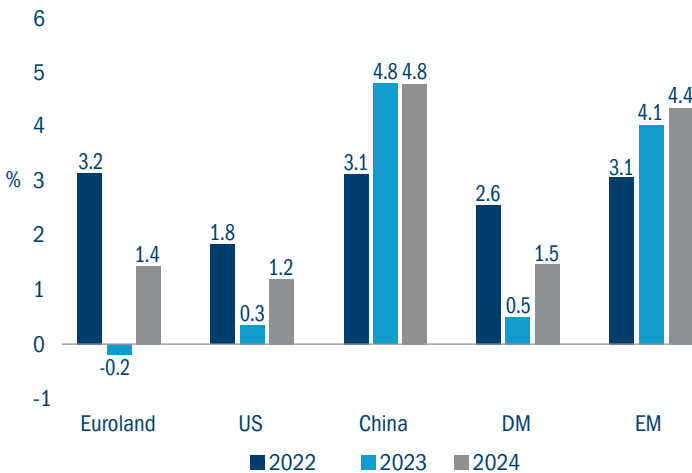


Bron: Columbia Threadneedle Investments, CMA-model, 5 december 2022

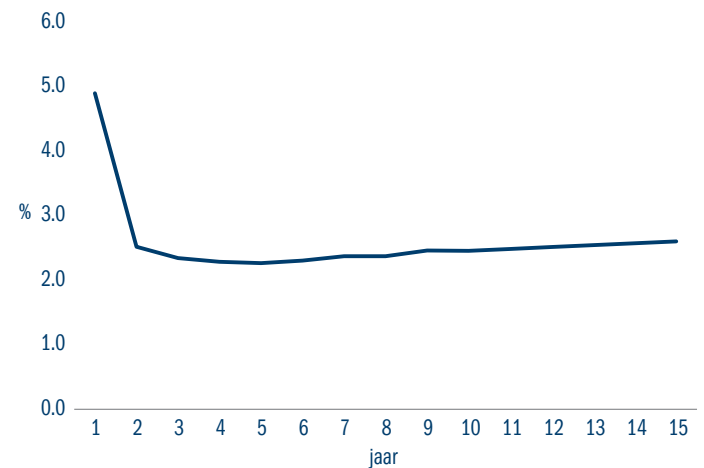
Onze “Capital Market Assumptions (CMAs)” zijn zo veel als mogelijk gebaseerd op marktgegevens en ‘voorkijkende’ gegevens. Zo wordt het CMA-model onder andere gevoed met consensusverwachtingen voor de economische groei en informatie uit de inflatieswapmarkt. Momenteel gaat de consensus uit van een milde recessie in de eurozone in 2023 en

nagenoeg geen groei in de VS, terwijl voor opkomende markten een groeiherstel wordt verwacht. In 2024 zal de groei weer iets aantrekken in het Westen, maar nog steeds beneden gemiddeld zijn. Voorts prijst de markt in dat de inflatie in de eurozone op een 1-jaars horizon nog hoog zal blijven (circa 5%), maar daarna snel zal dalen tot circa 2% á 2½% op middellange en lange termijn.

Bloomberg consensus: BBP-groei



Het forward pad voor de 1-jaars euro inflatie op basis van inflatieswaps

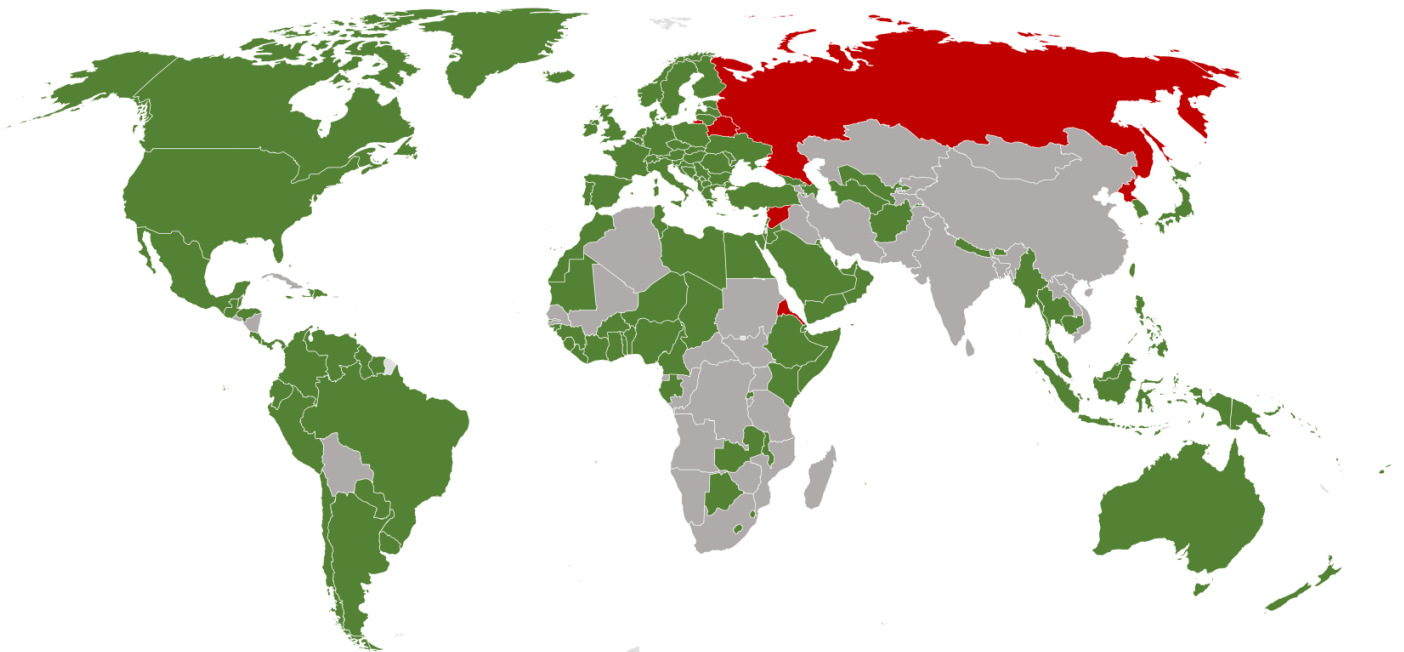


Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, 5 december 2022

Wereld onzekerder dan normaal

Zoals al toegelicht in onze Beleggingsnota 2023 (augustus 2022¹) gaan wij mogelijk van een verenigde ‘rules-based’ internationale orde toe naar een wereld met fragmentatie op financieel, economisch, technologisch, politiek en militair vlak. Zowel als gevolg van de COVID-19 pandemie, de oorlog die Rusland voert in Oekraïne, als het toenemende conflict tussen de VS en China, is sprake van fundamentele en schoksgewijze geopolitieke veranderingen. De wereld zou -ook volgens het IMF dat waarschuwt voor geo-economische fragmentatie- uiteen kunnen vallen in verschillende blokken, elk met hun eigen ideologie en politieke systemen, eigen technologische standaarden en eigen betalingssystemen. Illustratief was het stemgedrag in 2022 ten aanzien van een VN resolutie om de Russische invasie te veroordelen (zie figuur). Hoewel de meeste landen voor stemden (141) waren er naast 5 tegenstemmen (met enkele bekende ‘boevenstaten’ waaronder Rusland zelf) ook 35 onthoudingen uit voornamelijk Azië en Afrika.

Stemgedrag VN resolutie veroordeling Russische invasie



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bing, 2022

¹ <https://www.columbiathreadneedle.nl/nl/inst/insights/beleggingsnota-2023-recessie-fragmentatie-en-onzekerheid/>

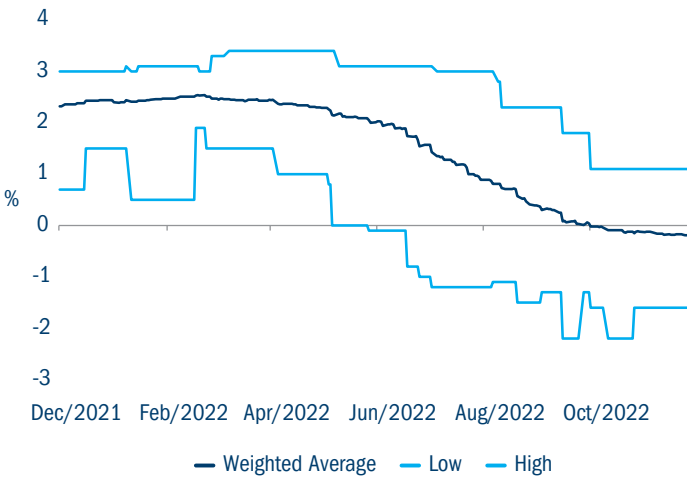
Deze fragmentatie leidt niet alleen tot lagere groei en hogere inflatie, maar ook tot meer onzekerheid.

Die fundamentele onzekerheid wordt ook weerspiegeld in de economische vooruitzichten. De bandbreedtes zijn wijder dan ooit, zowel wat betreft de groei- als de inflatievooruitzichten. Zo was op een gegeven moment sprake van een verschil van 4,2%-punt tussen de meest optimistische en de meest pessimistische analist ten aanzien van de verwachte groei van de eurozone economie in 2023. En het verschil tussen de hoogste en laagste

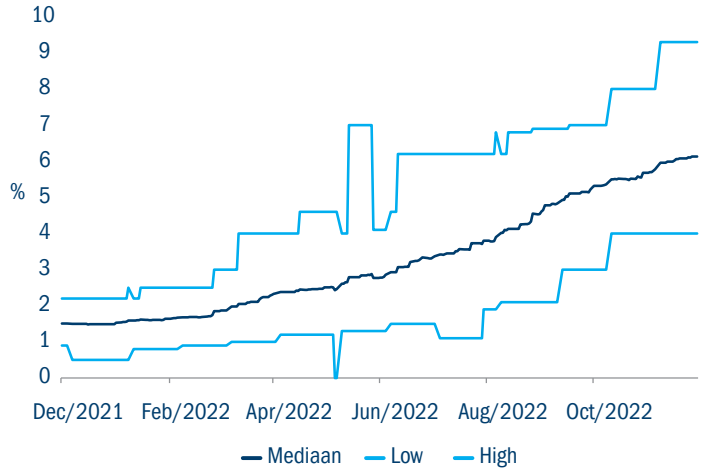
raming voor de inflatie in de eurozone in 2023 bedraagt maar liefst 5,1%-punt.

Kortom, het voorspellen van toekomstige ontwikkelingen is lastiger dan ooit. Dat blijkt ook duidelijk uit de manier waarop de markt de afgelopen jaren steeds achter de feiten is aangelopen wat betreft de inflatieontwikkeling. Al anderhalf jaar lang prijst de markt in dat de inflatie weer zou dalen, terwijl deze in de praktijk het tegenovergestelde deed.

Consensus: BBP-groei eurozone 2023

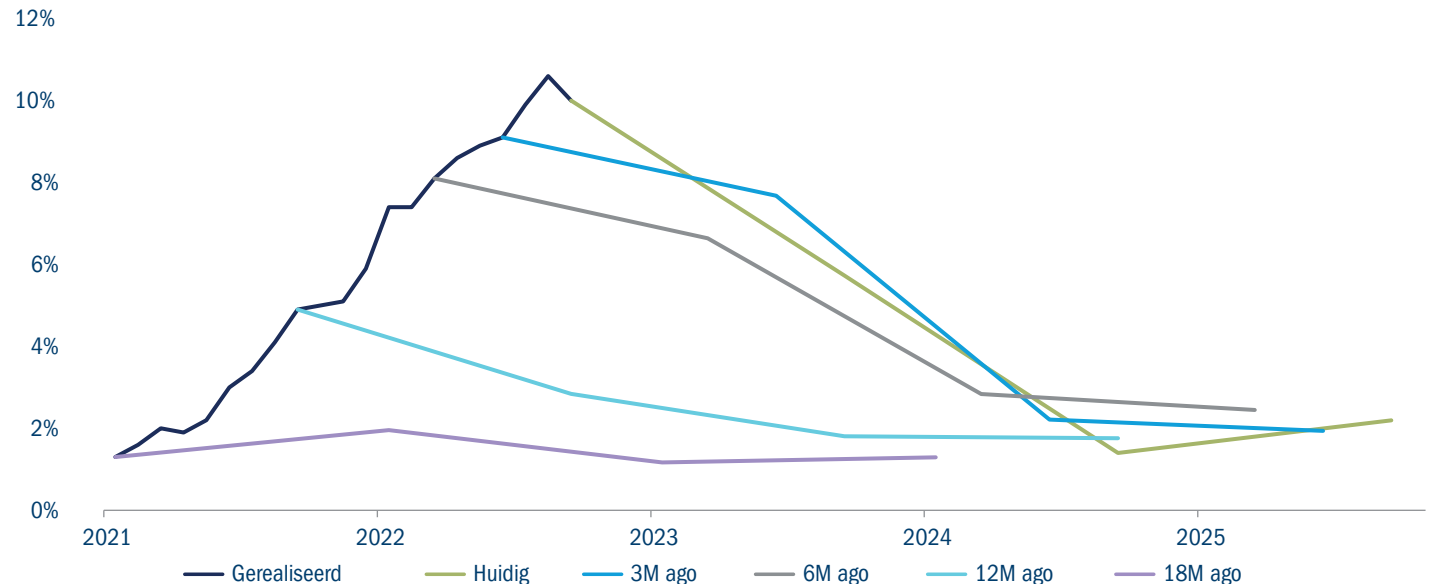


Consensus: inflatie eurozone 2023



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, 5 december 2022

Historisch verloop gerealiseerde inflatie en verwachte (forward) inflatiepad in de eurozone o.b.v. inflatieswaps



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, 5 december 2022

Suggesties voor het beleggingsbeleid

Beleggers dienen dus rekening te houden met een wereld die fundamenteel onzekerder is dan in voorgaande jaren. Om die onzekerheid het hoofd te bieden en het beleggingsbeleid robuuster te maken, kunnen beleggers verschillende aanpassingen doen in de beleggingsportefeuilles.

Spreiden

De eerste suggestie die wij doen is een 'tegeltjeswijsheid', namelijk: spreiden. Het is op voorhand niet perfect te voorspellen welke beleggingscategorieën het goed zullen doen in een bepaald jaar en welke niet. Om die reden is het aan te bevelen om voldoende spreiding aan te brengen over verschillende categorieën om zodoende het risico te mitigeren.

Rangschikking rendement per kalenderjaar

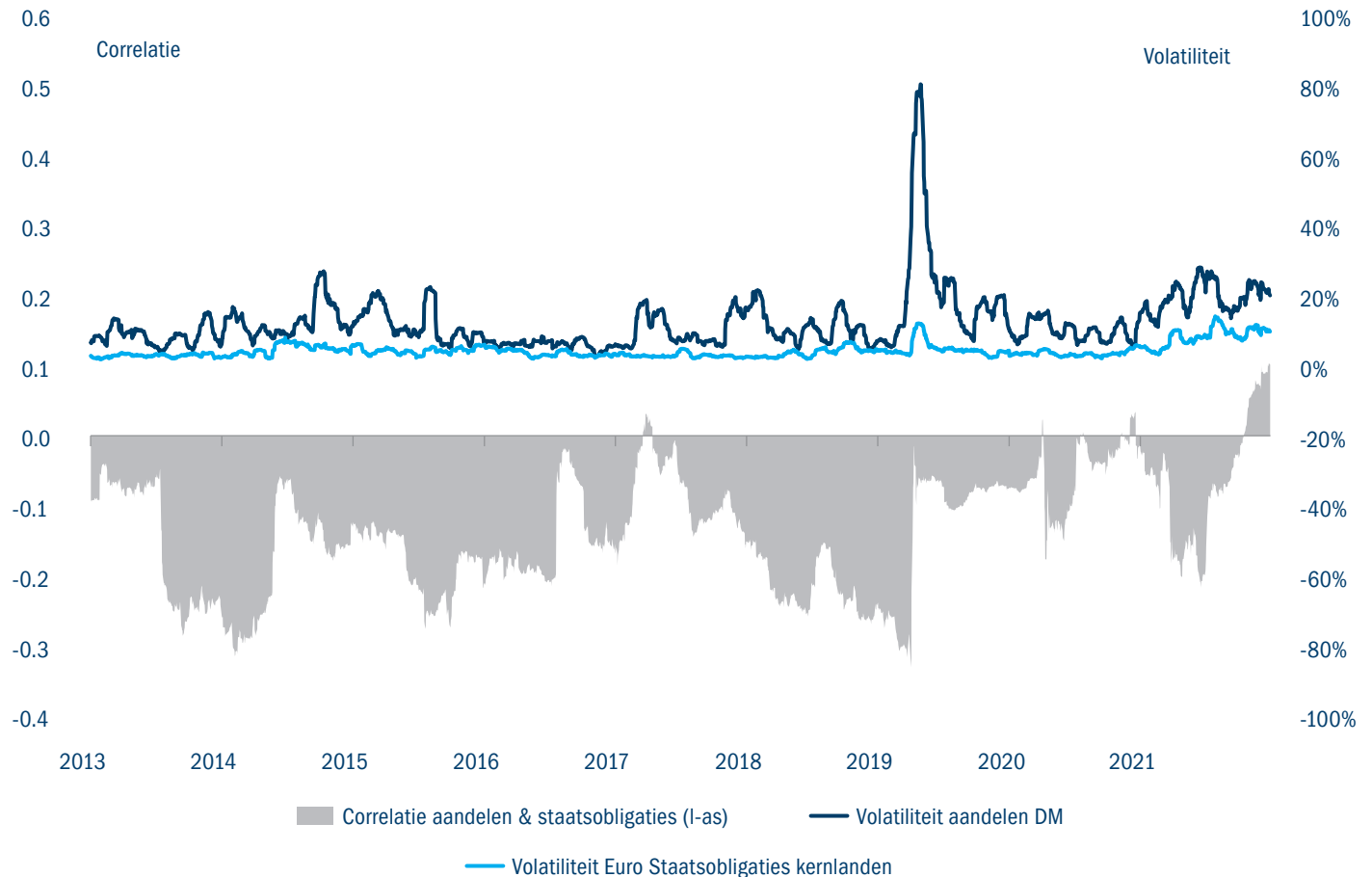
	Aandelen – DM	Aandelen – EM	Staatsobligaties	High Yield	Commodities
2012	2	1	4	3	5
2013	1	3	4	2	5
2014	2	4	1	3	5
2015	2	4	1	3	5
2016	4	3	5	1	2
2017	2	1	4	3	5
2018	3	5	1	2	4
2019	1	2	5	3	4
2020	2	1	3	4	5
2021	2	5	4	3	1
2022 YTD	4	3	5	2	1

Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, MSCI, 25 november 2022

Het begrip spreiding aanbrengen is echter niet nieuw, en werkte het afgelopen jaar zelfs minder goed in traditionele portefeuilles. Dat kwam allereerst doordat de volatiliteit van de rendementen van zowel aandelen als obligaties aanzienlijk toenam, waardoor

het totale portefeuillerisico toenam. Dat werd versterkt doordat de correlatie tussen aandelen en obligaties omsloeg van negatief naar positief, waardoor de diversificatie afnam.

Volatielere beleggingsportefeuilles



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, MSCI, 25 november 2022

Scenario-analyse

Naast 'spreiden' is een andere suggestie het uitvoeren van scenario-analyses. Wij doen dat met ons CMA-model voor meer dan 20 beleggingscategorieën. Met dat model kunnen wij zowel de impact van groei- als inflatieschokken doorrekenen op de verwachte rendementen, en voor verschillende horizons.

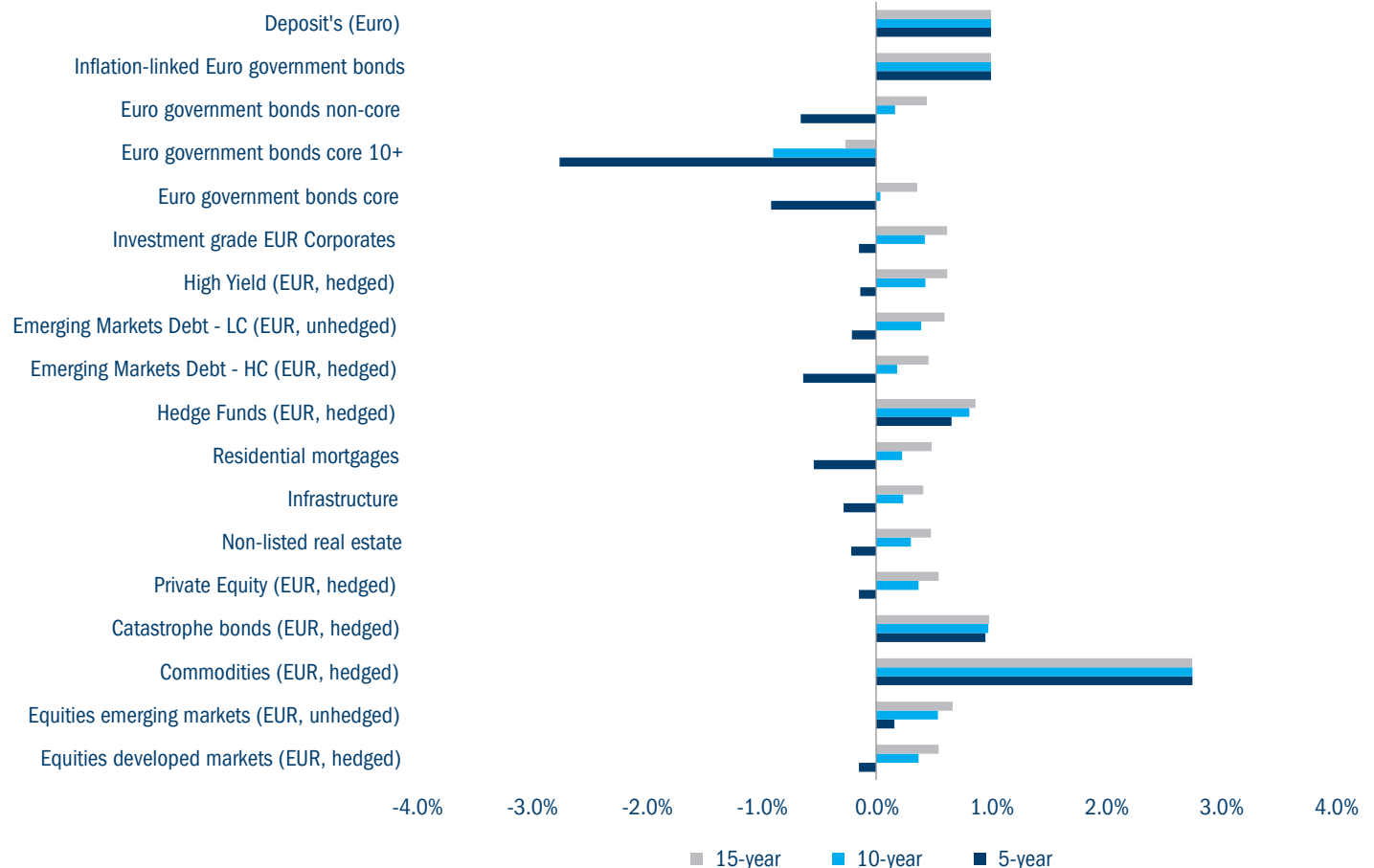
Inflatiescenario

Te beginnen met inflatie. Zoals eerder getoond, prijst de markt op de middellange termijn nog steeds een vrij gematigde inflatie in. Daarom is een scenario met een +1%-punt structureel hogere inflatie nog steeds relevant. De figuur toont de veranderingen in de verwachte rendementen op een 5-, 10-, en 15-jaars horizon. De observaties zijn:

- Voor de meeste categorieën geldt dat het effect op een korte 5-jaars horizon negatief is, als gevolg van negatieve koerseffecten (gedreven door hogere 'bond yields' en 'earnings yields') die optreden bij een inflatieschok. Dat geldt zowel voor aandelen als obligaties;
- Maar op een 10- en 15-jaars horizon zie je veelal een tegengesteld beeld. De nominale inkomsten stijgen in lijn met de inflatie en dat domineert uiteindelijk de negatieve koerseffecten;

- De enige verliezer op ook een 15-jaars horizon zijn langlopende staatsobligaties. Die komen de koersklap niet meer te boven;
- De absolute winnaar zijn commodities. Een hogere inflatie resulteert direct in een hoger verwacht rendement, zelfs met een multiplier, zonder dat een negatief koerseffect optreedt. Wel dient opgemerkt te worden 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;
- Ook inflatie-geïndexeerde obligaties (ILBs) doen het logischerwijs goed op alle horizons, omdat deze geen negatieve koerseffecten kennen maar de inflatie simpelweg uitbetalen (via indexatie van de hoofdsom). En in tegenstelling tot commodities is de oorzaak van de inflatie niet relevant voor deze categorie.
- Wat tot slot opvalt is dat Absolute Return categorieën het goed doen. Dat zijn Deposito's, Hedge Funds en Catastrofe Obligaties (ook wel 'Cat Bonds' genoemd). Deze hebben allemaal een risicovrije variabele geldmarktrente-component. Daardoor worden deze categorieën minder geraakt door eventuele initiële koerseffecten. De inflatie vertaalt zich eenvoudigweg door in hogere rentetarieven.

Impact op de verwachte nominale rendementen als gevolg van een permanente +1%-punt inflatieschok



Bron: Columbia Threadneedle Investments, CMA-model, 5 december 2022



Groeischok

Naast een inflatie-scenario hebben wij ook een negatieve groeischok doorgerekend waarbij wordt uitgegaan van een permanent 1%-punt lagere groei dan de consensusverwachting. Aangezien de consensus nog geen zware recessie voorspelt voor de eurozone noch de VS, is een dergelijk scenario nog steeds relevant.

De voornaamste observaties zijn als volgt:

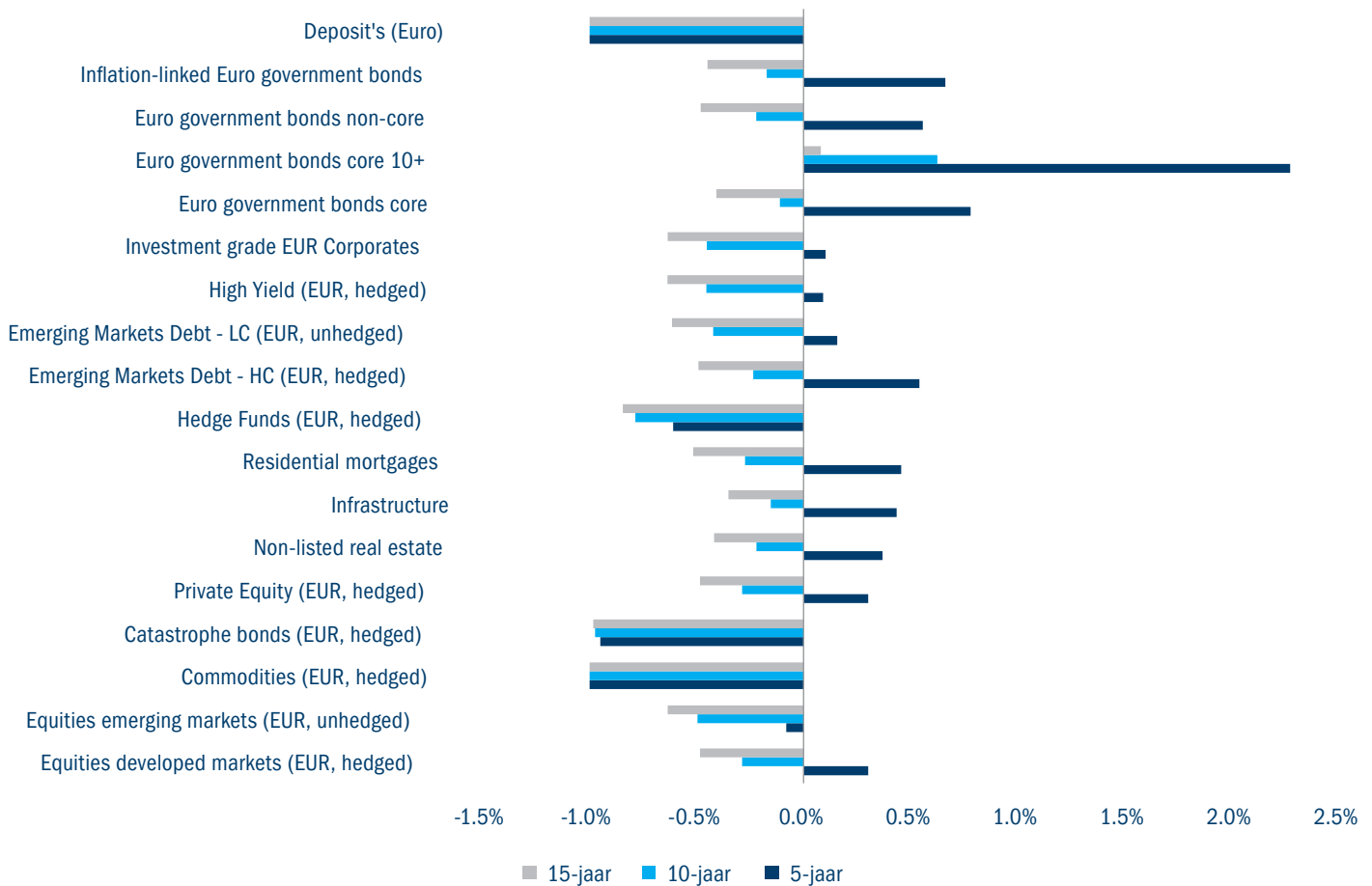
- Bij een 5-jaars horizon reageren de meeste categorieën positief op een dergelijke groeischok als gevolg van positieve koerseffecten door de lagere groei (vanwege de lagere rente);
- Bij een 10-jaars en 15-jaars horizon reageren nagenoeg alle categorieën uiteindelijk negatief;
- Spiegelbeeldig aan het inflatiescenario reageren Euro staatsleningen kernlanden 10+ verreweg het meest positief, als gevolg van de lange duratie. Zelfs op een 15-jaars horizon is nog sprake van een gemiddeld cumulatief positief effect;
- Inflatie-geïndexeerde obligaties reageren in dit scenario identiek aan nominale staatsobligaties, aangezien het de vaste reële rentes zijn die veranderen. Ook ILBs profiteren dus van een initiële koersstijging gedreven door een lagere (reële) rente;

- De verliezers in dit scenario zijn commodities en absolute return categorieën (Deposito's, Hedge Funds en Catastrofe Obligaties). Dit is het gevolg van lagere variabele geldmarktrente inkomsten (bij commodities op het onderpand), zonder dat daar eenmalige positieve koerseffecten tegenover staan.

Een belangrijke constatering is dat het op lange termijn nagenoeg onmogelijk is om het rendement te beschermen tegen een daling van reële rentes en reële inkomsten, omdat de inkomsten op lange termijn de initiële koerseffecten domineren. Beleggingsrendementen zijn dan uiteindelijk een reflectie van lagere reële inkomsten.

Een andere interessante bevinding is dat inflatie-geïndexeerde obligaties het goed doen in zowel het inflatiescenario als het negatieve groeischokscenario. Voor deze specifieke scenario's is dat het geval. Volledigheidshalve willen wij echter wel opmerken dat er twee andere scenario's zijn waarin deze categorie het juist minder goed doet, maar die wij in deze casus niet hebben uitgewerkt. Zo doet deze categorie het slecht in een scenario met lagere inflatie (ook slechter dan nominale obligaties) en ook minder goed in een scenario met hogere groei (even slecht als nominale obligaties). Voor beleggers die een hoge inflatie en/of recessie als voornaamste risico's zien, vormen inflatie-geïndexeerde obligaties een interessante aanvulling op de portefeuille.

Impact op de verwachte nominale rendementen als gevolg van een permanente -1%-punt groeischok



Bron: Columbia Threadneedle Investments, CMA-model, 5 december 2022

Meerdere risicomaatstaven in ogenschouw nemen

Een derde en laatste suggestie is om meerdere risicomaatstaven in ogenschouw te nemen. Dat betekent dat wij niet alleen kijken naar 'volatiliteit', maar ook naar 'maximum drawdown' en 'performance bij crisis'.

'Maximum drawdown'

De onderstaande figuur toont het maximale negatieve rendement in de afgelopen 15 jaar van 20 categorieën, zowel vastrentende als zakelijke waarden, en zowel publiek als privaat. De neergang is gemeten vanaf de piek tot een dal over een periode van maximaal vijf jaar. Deze 'maximum drawdowns' zijn overigens niet in dezelfde periode waargenomen. De meeste zakelijke categorieën gingen onderuit ten tijde van de Lehman crisis, terwijl staatsobligaties in 2022 het maximale verlies noteerden.

Observaties:

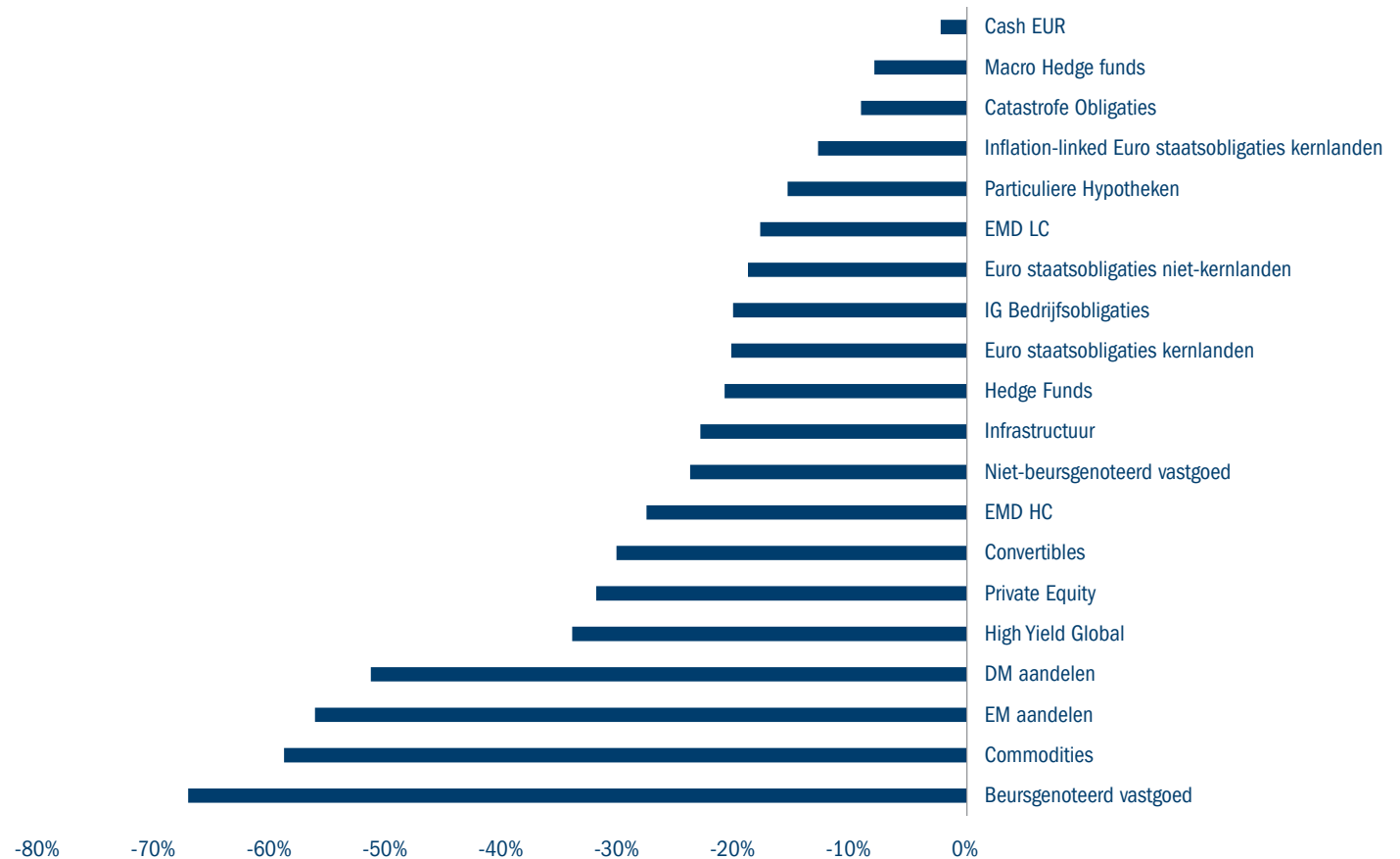
Logischerwijs kent de categorie 'cash' verreweg de laagste 'maximum drawdown'. Deze categorie is niet koersgevoelig vanwege de variabele rente. Niet voor niets wordt deze categorie vaak als risicovrije asset betiteld. Qua verwacht rendement is het echter niet aan te bevelen om een groot deel in cash te beleggen.

Op plaats twee tot en met vier staan categorieën die bij het inflatie-scenario ook al positief naar voren kwamen; namelijk Macro Hedge Funds, Catastrophe Obligaties en ILBs. Een interessante observatie is dat inflatie-geïndexeerde staatsobligaties beter scoren dan nominale staatsobligaties. Een verklaring hiervoor is dat de forse neergang van obligaties in 2022 werd veroorzaakt door een inflatieschok, wat uiteraard een positieve uitwerking heeft op ILBs.

De categorieën met de grootste negatieve uitschieters waren beursgenoteerde aandelen (DM, EM, en vastgoed) en commodities.



Maximum Drawdown (5-jaars horizon, afgelopen 15 jaar)



Bron: Columbia Threadneedle, Bloomberg, Swiss Re, JPM, HFRI, Preqin, Cambridge, NCREIF, FTSE, MSCI, oktober 2022

'Performance bij crisis'

Naast 'maximum drawdown' hebben wij tot slot gekeken naar de performance van enkele beleggingscategorieën tijdens drie crises in de afgelopen vijftien jaar: de Lehman crisis, de COVID-19 pandemie, en de stagflatie 'bear market' in 2022. Het begin- en eindpunt van elke crisis zijn bepaald door de hoogste- en dieptepunten van de MSCI World Index.

Observaties:

- Risicovolle obligaties bieden geen soelaas als hedge. Investment Grade bedrijfsobligaties, High Yield, EMD HC en EMD LC lieten allemaal negatieve rendementen zien tijdens deze drie crises;
- Staatsobligaties acteerden goed als vluchthaven tijdens de Lehman crisis met significant positieve rendementen. Tijdens de COVID-19 pandemie was het rendement van obligaties uit kernlanden nihil (-1%), wat relatief gezien goed was te noemen. Tijdens de 'Stagflatie' correctie in 2022, rendeerden staatsobligaties echter fors negatief. Het verschil tussen de drie crises is dat deze laatste een inflatiecrisis was, terwijl de Lehman crisis en de COVID-19 pandemie economische crises waren. Ofwel, nominale staatsobligaties kernlanden kunnen diversificatie bieden tegen een economische crisis, maar niet tegen een inflatie crisis. Inflatie-geïndexeerde obligaties deden het in 2022 beter dan de nominale tegenhangers, maar ook daar was sprake van een negatief rendement;

- De categorie commodities fungeert juist als hedge ten tijde van een inflatie-gedreven crisis, maar biedt geen soelaas ten tijde van een economische crisis. Zo was deze categorie in de eerste helft van 2022 de absolute winnaar, maar werd door deze categorie tijdens de Lehman crisis en tijdens de COVID-19 pandemie forse negatieve rendementen behaald;
- Hedge Funds hebben gedurende deze drie crises hun naam geen eer aangedaan en lieten gemiddeld een negatief rendement zien. Per saldo is dus toch sprake van een netto 'long' positie in aandelen. De hedge funds met een Macro Strategie presteerden wel goed met een duidelijk positief rendement tijdens de Lehman crisis en in 2022 en met een slechts beperkt negatief rendement tijdens de pandemie. Kortom, deze subcategorie van hedge funds lijkt een goede hedge te bieden tegen crises, ongeacht de oorzaak;
- Ook Catastrofe Obligaties bieden diversificatie ten tijde van crises ongeacht de drijver. Cat bonds behaalden een positief rendement tijdens de Lehman crisis en lieten slechts licht negatieve rendementen zien tijdens de pandemie en tijdens de stagflatie correctie in 2022;
- Cash -niet verrassenderwijs- presteert relatief goed tijdens een crisis.

Performance tijdens crisis

	Lehman crisis (okt 2007 - feb 2009)	COVID-19 (jan 2020 - maart 2020)	Stagflatie (dec 2021 - juni 2022)
DM aandelen	-51.4%	-20.1%	-19.1%
Euro staatsobligaties kernlanden	9.7%	-1.1%	-12.6%
Euro staatsobligaties niet-kernlanden	7.3%	-3.5%	-11.6%
Inflation-linked Euro staatsobligaties kernlanden	6.3%	-6.4%	-6.4%
IG EUR Bedrijfsobligaties	-4.9%	-7.2%	-11.9%
High Yield Global	-26.8%	-15.2%	-16.2%
EMD HC	-13.0%	-15.0%	-21.3%
EMD LC	-4.9%	-13.2%	-7.0%
Commodities	-43.1%	-17.6%	17.8%
Hedge Funds (Fund-of-Funds)	-20.5%	-9.3%	-7.2%
Hedge Funds (Macro strategies)	4.7%	-1.7%	8.5%
Catastrofe Obligaties	7.3%	-1.3%	-1.0%
Cash EUR	5.6%	-0.1%	-0.3%

Bron: Columbia Threadneedle, Bloomberg, Swiss Re, JPM, HFRI, MSCI, 2022, returns in EUR

Meer informatie: columbiathreadneedle.nl



© 2022 Columbia Threadneedle Investments.

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

Alleen voor professionele beleggers. Dit financiële promotiemateriaal wordt in Nederland uitgegeven door Columbia Threadneedle Investments en is uitsluitend bedoeld voor marketing en informatiedoeleinden. Dit materiaal mag niet worden beschouwd als een aanbod, verzoek, advies of beleggingsaanbeveling. Dit document is geldig op de datum van publicatie en kan zonder voorafgaande kennisgeving worden gewijzigd. Informatie uit externe bronnen wordt betrouwbaar geacht, maar de juistheid en volledigheid ervan kan niet worden gegarandeerd. De effectieve beleggingsparameters worden overeengekomen en uiteengezet in het prospectus of de formele overeenkomst voor vermogensbeheer. Financieel promotiemateriaal wordt uitgegeven voor marketing- en informatiedoeleinden; in het Verenigd Koninkrijk door Columbia Threadneedle Management Limited, waaraan vergunning is verleend door en dat onder toezicht staat van de Financial Conduct Authority; in de EU door Columbia Threadneedle Netherlands B.V., waaraan vergunning is verleend door en dat onder toezicht staat van de Nederlandse Autoriteit Financiële Markten (AFM); en in Zwitserland door Columbia Threadneedle Management (Swiss) GmbH, die optreden als vertegenwoordigingskantoor van Columbia Threadneedle Management Limited. WP287068 (01/23) NL