



Uitgebreide samenvatting beleggingsbeleid 2023

Stichting Mediahuis Nederland Pensioenfonds

Dit is een samenvatting van het Beleggingsbeleid 2023 van Stichting Mediahuis Nederland Pensioenfonds (Mhpf). Mhpf vindt het belangrijk dat deelnemers begrijpen hoe het vermogen in het fonds wordt beheerd.

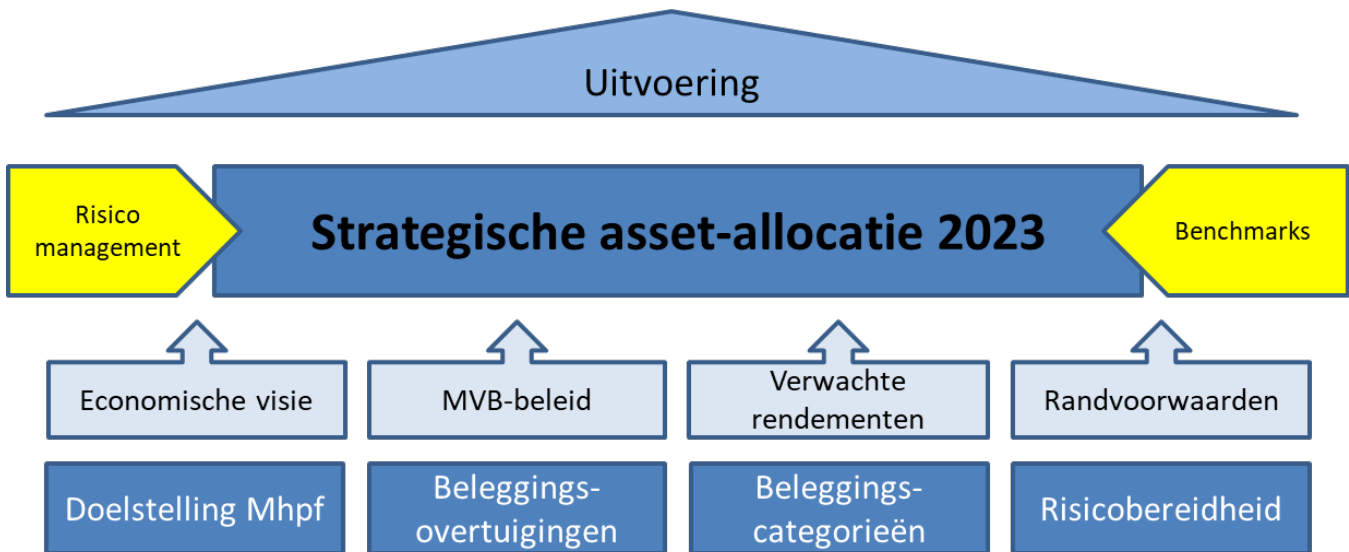
Het **fundament** van het beleggingsbeleid bestaat uit de doelstellingen van Mhpf, de beleggingsovertuigingen, de beleggingscategorieën waarin Mhpf investeert, en de risicobereidheid van het bestuur.

Het **wereldbeeld** van Mhpf bestaat uit de economische visie van Mhpf, de verwachte rendementen en risico's, en de randvoorwaarden die Mhpf belangrijk vindt. Het wereldbeeld verandert onder invloed van wereldwijde economische en politieke ontwikkelingen.

Op basis van fundament en wereldbeeld stelt het bestuur jaarlijks de **strategische asset-allocatie** vast. De strategische asset-allocatie geeft op hoofdlijnen aan welk deel van het beheerd vermogen in welke typen assets (obligaties, aandelen, etc.) wordt belegd.

Mhpf hanteert fijnmazig **risico-management** om de beleggingsrisico's in de portefeuille in de hand te houden. Verder hanteert Mhpf voor elke beleggingscategorie een **benchmark**, waarmee Mhpf de beleggingsresultaten per type asset kan vergelijken met andere beleggers. In het jaarverslag rapporteert Mhpf ook hoe het ten opzichte van de benchmarks heeft gepresteerd.

De **uitvoering** van het beleggingsbeleid gebeurt door de fiduciair beheerder en is grotendeels uitbesteed aan gespecialiseerde vermogensbeheerders.



De fundamenten, strategische asset-allocatie, benchmarks, risico-management en uitvoering van het beleggingsbeleid worden in deze samenvatting van het beleggingsbeleid toegelicht. In de bijlage (p.8) staat een toelichting op het Wereldbeeld van Mhpf.

1. Het doel van het beleggingsbeleid op lange termijn

Het doel van het beleggingsbeleid op lange termijn is het vinden van een zodanige beleggingsmix met een aanvaardbaar risicoprofiel dat een voldoende rendement gegenereerd wordt zodat aan de indexatie-ambitie op lange termijn voldaan kan worden.

2. Beleggingsovertuigingen

De beleggingsovertuigingen (investment beliefs) van Stichting Mediahuis Nederland Pensioenfonds zijn:

1. Het nemen van beloonde risico's is essentieel voor een waardevast pensioen

Mhpf ziet de asset allocatie als belangrijkste determinant van het uiteindelijk rendement.

Mhpf beschouwt onder meer krediet-, aandelen- en illiquiditeitsrisico's als beloonde risico's.

Mhpf staat open voor het nemen van renterisico als het daarvoor beloond denkt te worden.

2. Actief beheer kan waarde toevoegen in portefeuillebeheer en asset allocatie

Mhpf speelt in op marktinefficiënties die beleggingskansen bieden voor pensioenfondsen

Mhpf accepteert korte-termijn volatiliteit vanuit actief beheer, maar toetst deze aan rendementsverwachtingen.

3. Spreiding in risicobronnen maakt de beleggingsportefeuille weerbaarder

Mhpf hecht veel belang aan deskundige selectie en monitoring van externe vermogensbeheerders, met name bij illiquide beleggingen.

Mhpf vindt dat het bij "in control" zijn een goede beheersing hoort dat het de relatieve en absolute omvang van beleggingen zelf kan bijsturen.

4. Beheerkosten voor beleggingen moeten terugverdiend kunnen worden

Mhpf verwacht van duurdere en/of actief beheerde beleggingen extra rendement;

Mhpf kiest voor actief beheer van deelportefeuilles als beheerders voldoende meerwaarde kunnen realiseren.

5. Het hanteren van ESG- en klimaatdoelstellingen op deelportefeuilleniveau kan de risico/rendementsverhouding verbeteren

Mhpf reduceert de blootstelling aan CO₂-intensieve sectoren binnen het kader van het gekozen risico/rendementsprofiel;

Mhpf gebruikt alle pijlers van het ESG-beleid om klimaatrisico's te managen.

3. Beleggingscategorieën

Mhpf belegt in zes verschillende categorieën. Elke categorie heeft specifieke kenmerken die het interessant maken om die categorie op te nemen in de beleggingsportefeuille. Deze kenmerken worden bepaald door de mate van:

- Verwacht rendement (wat was het gerealiseerd rendement over de afgelopen 30 jaar?)
- Risico (veranderen de prijzen snel? Hoeveel kan het fonds in korte tijd verliezen?)
- Diversificatie (als aandelenkoersen dalen, daalt die belegging dan even hard of juist minder?)
- Liquiditeit (kan Mhpf de beleggingen gemakkelijk verkopen als het dat wilt? Of zit Mhpf er jaren aan vast?)
- Gevoeligheid voor veranderingen van rente, wisselkoersen en inflatie.

Op basis van deze criteria belegt Mhpf in de volgende categorieën:

- Staatsobligaties, staatsgerelateerde / staatsgegarandeerde obligaties en Nederlandse staatsgegarandeerde leningen
- Renteswaps waarvan het onderpand en de liquiditeitsbuffer in AAA-geldmarktfondsen zijn belegd
- Hypotheken
- Obligaties uitgegeven door degelijk gefinancierde bedrijven (credits)
- High yield obligaties, uitgegeven door zwakker gefinancierde bedrijven
- Aandelen
- Vastgoed
- Infrastructuur aandelen (niet-beursgenoteerd)

4. Risicohouding

Mhpf moet beleggingsrisico's nemen om de **indexatie-ambitie** te kunnen realiseren: Mhpf wil de pensioenen laten meegroeiën met de inflatie. Mhpf probeert dat op gecontroleerde wijze te doen: door risico's door meting inzichtelijk te maken, de gevolgen van die risico's goed te analyseren, en risico's af te dekken of af te bouwen als ze te groot worden. De verwachte dekkingsgraadvolatiliteit is daarbij een belangrijk kader voor het bestuur.

De Mhpf-portefeuille probeert een balans te vinden tussen beleggingen met een laag risico en een min of meer gegarandeerde maar laag rendement (voornamelijk staatsobligaties en renteswaps), en meer riskante beleggingen zoals aandelen. De strategische asset allocatie 2023 is gewijzigd waarbij er meer wordt belegd in bedrijfsobligaties en minder in staatsobligaties en renteswaps. Ook zijn de vastgoedbeleggingen uitgebreid ten koste van aandelenbeleggingen. Tot slot is de mate van renteafdekking verhoogd met oog op het beschermen van de dekkingsgraad richting in het "invaren" in het nieuwe pensioenstelsel.

Uit die strategische asset allocatie vloeit een strategisch risicobudget: de buffereis berekend volgens de VEV-methode van De Nederlandsche Bank. Die bedroeg per 30 september 2022 20,0% van de waarde van de beleggingsportefeuille wat nagenoeg even veel was als voor de beleggingsmix van 2022 (namelijk 19,8%). Dit strategische risicobudget is een belangrijkste sturingsvariabele in het risicomangement van Mhpf. Voor de strategische normportefeuille SAA2023 mag de vereiste risicobuffer maximaal 2% boven en maximaal 2% onder de strategische buffer liggen. Die strategische buffer, op basis van de SAA2023, is het hele jaar constant met uitzondering van de rentecomponent. Hoe hoger de rente, hoe hoger het renterisico. Los van de rentestand mag in het beleggingsbeleid altijd 2% afgeweken worden van de strategische buffer.

Mhpf hanteert een dekkingsgraad-onafhankelijk risicobudget. Dat betekent dat bij elke dekkingsgraad eenzelfde asset-allocatie mogelijk is. Het feitelijk benodigd risicobudget voor de actuele portefeuille wordt onafhankelijk berekend door de externe actuaris van het fonds. Het zakelijke waarden risico S2 (aandelenrisico) is verreweg het grootste risico.

5. Strategische asset allocatie 2023

	SAA 2022	SAA 2023	Matching Portefeuille 2023 (% totale pf)	+ Return Portefeuille 2023 (% totale pf)
Vastrentend	60,0%	60,0%	52,0%	8,0%
Staatsobligaties, renteswaps & cash (LDI)	35,0%	31,0%	31,0%	0,0%
Investment Grade credits	11,0%	13,0%	13,0%	0,0%
Hypotheken	8,0%	8,0%	8,0%	0,0%
High Yield	6,0%	8,0%	0,0%	8,0%
Aandelen	30,0%	28,0%	0,0%	28,0%
Aandelen Europa	9,0%	8,0%	0,0%	8,0%
Aandelen Noord-Amerika	4,0%	4,0%	0,0%	4,0%
Aandelen wereldwijd ontwikkelde landen	13,0%	12,0%	0,0%	12,0%
Aandelen Emerging Markets	4,0%	4,0%	0,0%	4,0%
Vastgoed	5,0%	7,0%	0,0%	7,0%
Infrastructuur aandelen	5,0%	5,0%	0,0%	5,0%
Liquiditeiten	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Afdekking renterisico (strategisch)	60,0%	64,0%		
Afdekking renterisico (staffel)	60,0%	64,0%		
Strategische vereist risicobudget (DNB, evenwicht)*	119,8%	120,0%		

Per 31 oktober 2022

6. Uitvoering

De uitvoering van het beleggingsbeleid is gedelegeerd aan de fiduciair beheerder van Mhpf. (Her)allocatie binnen de bandbreedtes rond de strategische asset-allocatie is een verantwoordelijkheid van de fiduciair beheerder en van gespecialiseerde vermogensbeheerders die deelportefeuilles beheren. De manager selectie arm van de fiduciair beheerder adviseert het fonds daarbij. Het bestuur van Mhpf besluit over aanstelling en ontslag van vermogensbeheerders.

Portefeuille	Belegging	Beheersstijl 2023	Beheerswijze 2023	Benchmark 2023	Ex-Ante Tracking Error bandbreedte (% vs categorie benchmark)
Matching-portefeuille	Staatsobligaties	Buy-and-Hold en tactisch	Discretionair LDI-mandaat	Rendement VPV	
	Cash & geldmarkt	Alpha-seeking, defensief profiel	Gespreid via mix van same-day-settlement geldmarktfondsen en T+2 (3M) geldmarktfondsen	Rendement VPV	
	Swaps	Buy-and-Hold en tactisch	Discretionair LDI-mandaat	Rendement VPV	
	Credits	Alpha-seeking, defensief profiel	Via gespecialiseerde credits-fondsen	I-Boxx Euro Corporate TR Index	
	Hypotheke	Buy-and-hold	Via gespecialiseerd hypothekefonds	I-Boxx Euro Corporate TR Index	
Return-portefeuille	High Yield	Alpha-seeking, defensief profiel	Via gespecialiseerde HY-fondsen	ICE BofAML Developed Markets High Yield Index hedged EUR	
	Aandelen core: wereldwijd ontwikkelde markten	Alpha-seeking / defensief profiel en/of passief profiel	Mandaat en/of fonds	MSCI World Net (unhedged)	0,50 - 4,50
	Aandelen core: Europa	Alpha-seeking, neutraal profiel	Mandaat	MSCI Europe Net (unhedged)	2,00 - 4,50
	Aandelen core: Noord-Amerika	Alpha-seeking, neutraal profiel	Mandaat	MSCI North America Net (unhedged)	2,00 - 5,00
	Emerging Markets aandelen	Alpha-seeking, neutraal profiel	Via gespecialiseerde EME-fondsen	MSCI Emerging Markets Net (unhedged)	2,00 - 5,00
	Currency Overlay	Exposure hedging			
	Beursgenoteerd vastgoed	Niet meer in SAA, neutraal	Via gespecialiseerde vastgoed-fondsen	EPRA Europe Net RTN Index	1,50 - 4,50
	Niet-beursgenoteerd vastgoed	Alpha-seeking, inkomen	Via gespecialiseerde vastgoed-fondsen	INREV Europe OCDE Fund Index	
Infrastructuur aandelen	Alpha-seeking, inkomen	infrastructuurfondsen	Cash + 400bp		

7. **Beleid maatschappelijk verantwoord beleggen (MVB)**

Dit is een samenvatting van het MVB-beleid van Mhpf. Het volledige beleid staat op de website van het fonds.

De implementatie van het verantwoord beleggen beleid steelt op vijf pijlers:

1. **Uitsluitingsbeleid internationale verdragen, UN Global Compact en schadelijke sectoren (aandelen)**
2. **Uitsluiting ernstige schendingen persvrijheid (staatsobligaties)**
3. **Reductie van CO₂-uitstoot beleggingsportefeuille (aandelen)**
4. **Stemmen op aandelen (proxy voting)**
5. **Bewerkstelligen gedragsveranderingen bedrijven (engagement)**

Mhpf stelt enkel nog externe vermogensbeheerders aan die zich hebben gecommitteerd aan de [Principles for Responsible Investment van de Verenigde Naties](#). Daarmee committeren ze zichzelf aan het betrekken van ESG-issues in beleggingsbeslissingen, om aandeelhouders-rechten actief uit te oefenen en bedrijven waarin ze investeren te stimuleren om transparanter te communiceren over ESG-issues.

1. **Uitsluitingen internationale verdragen, UN Global Compact en schadelijke sectoren (aandelen)**

Mhpf sluit aandelen uit van ondernemingen waarvan de aard van het product of dienstverlening in strijd is met internationale verdragen. Daarbij gaat het vooral om controversiële wapensystemen, zoals anti-personeelslandmijnen, clustermunitie, chemische en biologische wapens, kernwapens en wapens voor militaire doeleinden die witte fosfor bevatten.

Daarnaast sluit Mhpf aandelen uit van ondernemingen die een significant deel van een omzet halen uit productie, distributie of gebruik van schadelijke producten. Mhpf heeft teerzandolie, bruinkool, steenkool (uitgezonderd metallurgische kolen voor de staalindustrie), tabak en porno als schadelijke producten benoemd

Activiteit	Criterium	Grenswaarde Mhpf
Winning (productie) thermische kolen (steen- en bruinkool)	Omzetaandeel	5%
Energie-opwekking met thermische kolen (steen- en bruinkool)	Omzetaandeel	10%
	Capaciteitsaandeel	10%
Energie-opwekking - aanpalende dienstverleners	Omzetaandeel	10%
Oliewinning uit teerzanden	Omzetaandeel	5%
Porno productie	Omzetaandeel	0%
Porno distributie	Omzetaandeel	5%
Tabaksproductie	Omzetaandeel	0%
Tabak - aanpalende dienstverleners	Omzetaandeel	5%
Tabaksverkoop retail	Omzetaandeel	5%

en gaat over tot uitsluiting als het omzetaandeel in de productie, distributie of het gebruik van daarvan de vastgestelde grenswaardes overschrijdt.

Mhpf sluit ook financiële instrumenten van ondernemingen die niet voldoen aan de [UN Global Compact](#) uit van opname in de aandelenmandaten, en probeert via engagement de beheerders van fondsbeleggingen te bewegen deze

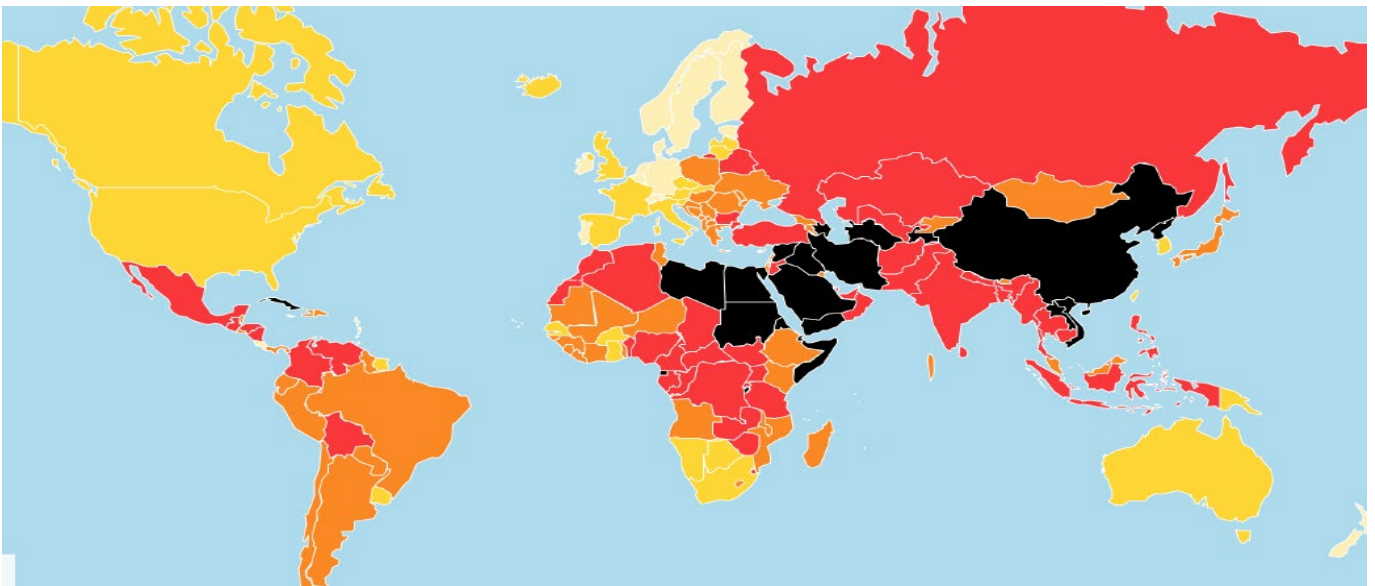
ondernemingen eveneens uit te sluiten. Bij opname op de uitsluitingslijst worden investeringen binnen een maand verkocht. De [uitsluitingslijsten](#) worden eenmaal per kwartaal aangepast aan de meest recente inzichten.

2. **Uitsluitingen internationale verdragen en persvrijheid (staatsobligaties)**

Mhpf investeert niet in landen waartegen internationale sancties, opgelegd door erkende bevoegde organisaties, zoals de Europese Unie en de Verenigde Naties, van kracht zijn. De sancties moeten in relatie staan met schending van internationale verdragen die door Nederland zijn ondertekend of waaraan Nederland is gebonden op grond van lidmaatschap van internationale organisaties. Dit geldt voor staatsobligaties maar ook voor bedrijfsobligaties en aandelen van bedrijven waarin betreffende staat een belang van meer dan 30% heeft.

Mhpf investeert via een uitsluitingslijst niet in staatsobligaties van landen die de persvrijheid structureel en systematisch niet respecteren. Waar beheerders van beleggingsfondsen dit doen, is dat een relevant selectiecriteria voor Mhpf bij de beslissing tot aanstelling, en probeert Mhpf hen via engagement te bewegen daarmee te stoppen. Mhpf hanteert de classificatie van de internationale journalistenorganisatie Reporters Without Borders die jaarlijks bijhoudt in hoeverre landen de vrije journalistiek compromitteren. In de [Press Freedom Index](#) worden alle staten ter wereld beoordeeld naar de mate waarin overheidsdiensten in het betreffende land verantwoordelijk zijn voor geweld tegen journalisten en de mate waarin de overheid de media controleert en censuur toepast. Mhpf sluit staatsobligaties van landen waarvan de score in de categorie “very bad” valt (zwart op de kaart) uit. Waar Mhpf via fondsen in zulke staatsobligaties belegt, probeert het via engagement de beheerders te bewegen deze landen eveneens uit te sluiten.

Bij opname op de uitsluitingslijst worden investeringen tot 0,25% van de portefeuille binnen een maand verkocht, grotere investeringen binnen zes maanden.



3. Reductie van de CO₂-uitstoot van de beleggingsportefeuille

Veel landen hebben zich gecommitteerd aan forse CO₂-reductiedoelstellingen. Om die te halen zullen forse financiële prikkels moeten worden ingezet die consumenten en producenten stimuleren voor alternatieven voor fossiele energie. Die prikkels vormen een groot risico voor bedrijven die sterk afhankelijk zijn van fossiele energie in hun bedrijfsprocessen. Mhpf wordt daarom voorzichtiger met het investeren in zulke bedrijven.

Mhpf probeert de klimaatbelasting vanuit de aandelenportefeuille te reduceren zonder daarbij het risico/rendementsprofiel van de deelportefeuille wezenlijk te wijzigen. Daarbij gaat het vooral om de uitstoot van CO₂. Mhpf richt zich daarbij op scope I en II emissies en meet die op uniforme wijze over de hele portefeuille heen op basis van de omzet van het bedrijf. Dit betreft zowel de eigen uitstoot van een bedrijf, als die van hun ingekochte energie. Mhpf spreekt met alle beheerders van aandelenmandaten concrete doelstellingen af om te komen tot een lagere klimaatbelasting dan die van de benchmark.

4. Uitoefening stemrecht

Mhpf gebruikt waar mogelijk het stemrecht in ondernemingen waarin het rechtstreeks via aandelen belegt en in ieder geval in de gevallen waarin het belang tenminste 0,1% van onze totale aandelenportefeuille vertegenwoordigt. Dit doen we via proxy voting, en met inachtneming van de richtlijnen uit de [Nederlandse Stewardship Code](#). We hebben ons eigen stembeleid, en maken gebruik van alerts van onder meer Eumedion en stemadviezen van Robeco. Waar het adviezen van derden gebruikt die niet op basis van het eigen Mhpf

stembeleid zijn geformuleerd, maakt Mhpf minimaal eens per jaar een verschillenanalyse met het eigen beleid en beoordeelt het de aanvaardbaarheid van de verschillen.

Voor aandelen waarin Mhpf via beleggingsfondsen belegt, probeert Mhpf via druk op de beheerders van die fondsen te bewerkstelligen dat zij conform het Mhpf stembeleid stemmen.

5. Engagement met bedrijven om misstanden aan te kaarten

Het is niet altijd mogelijk of effectief om via uitsluiting of stemmen misstanden aan te kaarten bij bedrijven. Mhpf probeert gezamenlijk met andere Nederlandse pensioenfondsen via engagement (het aangaan van gesprekken met bedrijven om ze ertoe te bewegen misstanden te stoppen) druk te zetten op bedrijven waarin belegd wordt. Dit gebeurt via een daarvoor geselecteerde vermogensbeheerder met een substantieel engagement team.

Bijlage bij Samenvatting beleggingsbeleid 2023: toelichting op Wereldbeeld

Terugblik macro economische ontwikkelingen

In 2022 trad onverwacht een enorme wereldwijde stijging van de inflatie op. Deze toename werd veroorzaakt door knelpunten bij de productie van goederen veroorzaakt door de pandemie, maar vooral door een forse prijsstijging van energie vanwege de oorlog in Oekraïne. In Nederland kwam de inflatie zelfs dik in de dubbele cijfers. De extreme inflatie zet een rem op zowel de vraag- als de aanbodzijde van de economie. Aan de aanbodzijde maakt de stijging van de inputkosten sommige productieactiviteiten onrendabel. Aan de vraagzijde drukt de hoge inflatie het reëel besteedbare inkomen. In de eerste helft van 2022 konden de bestedingen nog op peil blijven door de extra spaargelden uit de coronatijd aan te wenden. In de tweede helft van 2022 vielen de bestedingen steeds meer terug, ook vanwege een laag consumentenvertrouwen.

Centrale banken hebben prijsstabiliteit als belangrijkste doelstelling en werden door de hoge inflatie gedwongen in te grijpen. De beleidsrente werd in korte tijd in een aantal stappen fors verhoogd. In Europa kwam hiermee een einde aan de negatieve beleidsrente. Met de forse renteverhogingen slaagden centrale banken erin om een duidelijke stijging van de lange termijn inflatieverwachtingen te voorkomen. De reeks van forse renteverhogingen droeg echter wel bij aan een flinke groeivertraging.

Met compenserende maatregelen probeerden overheden de pijn voor consumenten nog enigszins te verzachten. In Europa werden bijvoorbeeld de extra winsten van energieproducenten belast en de opbrengsten daarvan werden overgeheveld naar consumenten. In de VS waren renteverhogingen ook nodig omdat de Amerikaanse economie enigszins oververhit was. De te krappe arbeidsmarkt dreigde via loonstijgingen de inflatie verder aan te wakkeren. De Amerikaanse centrale bank voerde hierdoor extra rentestijgingen door en dit zorgde voor een sterkere dollar. De Euro bereikte in augustus voor de eerste keer in 20 jaar pariteit ten opzichte van de dollar. De zwakkere Euro vergrootte vervolgens via hogere importprijzen het inflatieprobleem in Europa. Ook buiten de VS en Europa staat de economische groei onder druk. Opkomende landen ondervinden naast de hoge energieprijzen ook last van een terugval van de groei van de wereldhandel. In China komen daar nog interne problemen op de vastgoedmarkt bovenop. Daarnaast zijn in China nog regelmatig zeer strenge Covid-maatregelen van kracht.

Financiële markten

Het vooruitzicht van een sterke groei afzwakking en mogelijk zelfs recessie, de torenhoge inflatie, de oorlog in Oekraïne en toenemende spanningen tussen de VS en China vertaalde zich in 2022 in negatieve rendementen op vrijwel alle beleggingscategorieën. De hoge inflatie en de renteverhogingen door centrale banken resulteerden bijvoorbeeld in een forse stijging van rentes op staatsobligaties. Bij een zeer hoge volatiliteit, was uiteindelijk het rendement op de veilige obligaties per saldo sterk negatief.

De rentestijging vertaalde zich ook in een negatief rendement op de minder veilige bedrijfsobligaties. Het rendement op deze beleggingen werd tevens negatief beïnvloed omdat door de flinke groei afzwakking ook de extra benodigde premie bovenop de rente sterk steeg.

Ook aandelen lieten negatieve rendementen zien. De rente is een belangrijke variabele bij de waardering van aandelen en hogere rentes zetten deze waarderingen onder druk. Hogere lonen en hogere energiekosten zetten tevens de winstmarges onder druk. Lange tijd viel het met de neerwaartse bijstelling van winstverwachtingen echter nog wel mee. Opkomende markten bleven daarbij weer achter bij aandelen van ontwikkelde landen. Niet beursgenoteerd vastgoed was met een positief rendement, ondanks de rentestijging, een positieve uitzondering in de portefeuille. Economische ontwikkelingen werken echter vaak met enige vertraging door in de waardering van vastgoed.

Vooruitzichten 2023

In de laatste maanden van 2022 wordt al een afname zichtbaar van de door de pandemie veroorzaakte productieproblemen. Wanneer deze ontwikkeling doorzet dan ontstaat weer een neerwaarts effect op de prijsontwikkeling. De te verwachten groei afzwakking of zelfs recessie heeft een vergelijkbaar effect. De mate

waarin de inflatie daalt is echter onzeker. Het duurt bijvoorbeeld altijd enige tijd voordat hogere inputkosten zoals loonstijgingen in de prijzen zijn verwerkt. Deze doorberekening zal nog enige tijd voor een prijsopdrijvend effect zorgen.

De inflatieontwikkeling bepaalt in belangrijke mate het beleid van centrale banken. Bij een duidelijke daling van de inflatie is het einde aan de reeks van renteverhogingen aanstaande. De beleidsrente kan bij een combinatie van een sterke inflatiedaling en een recessie zelfs al weer wat worden verlaagd. Deze omgeving vertaalt zich vooral voor obligaties in positieve rendementen. De vooruitzichten zijn totaal anders bij een hardnekkig hoog blijvende inflatie. In dat geval zijn er meer renteverhogingen te verwachten en kan de kapitaalmarktrente nog verder stijgen.

De extra premie op de rente bij de minder veilige obligaties zorgt voor een goede buffer wanneer de economisch groei sterk tegenvalt. Voor de risicovolle beleggingen zoals aandelen hangt echter veel af van de mate waarin de groei afzwakt. Als de economie in een recessie terechtkomt zijn de huidige winstverwachtingen voor de komende periode nog veel te hoog. Over een wat langere periode is het verwachte aandelenrendement wel positief.