

Investment Letter

Scenarioanalyse: meer strijd dan samenwerking

De recente ontwikkelingen in de beleggingsomgeving passen binnen het basisscenario **Flags & Frictions**. We handhaven daarom dit scenario als het basisscenario. Wel zijn de aannames voor de Amerikaanse rentes verhoogd. De verwachte rendementen zijn gematigd in dit scenario en de inflatierisico's liggen aan de bovenkant. Er komt steeds meer aandacht voor illiquide, private beleggingen. Deze beleggingen hebben vaak relatief gunstige risico-rendementskarakteristieken en zijn vaak ook geschikt om impact te maken.

Samenvatting

- We handhaven ons basisscenario **Flags & Frictions**. De internationale omgeving blijft gespannen en de polarisatie in de westerse samenlevingen neemt toe.
- Voor de Verenigde Staten verhogen we de aannames voor de renteniveaus. De evenwichtsrente voor de Amerikaanse economie is gestegen.
- De aanname voor de euroswapspreed voor de lange looptijden hebben we verlaagd, mede door het grote aanbod van Duitse staatsobligaties.
- Het verwachte rendement voor aandelen ontwikkelde markten blijft laag ten opzichte van zowel de historie als andere beleggingscategorieën. Ook de verwachting voor high yield is relatief beperkt.
- De scenario-analyse is uitgebreid met verschillende private beleggingen. Deze beleggingen spelen een belangrijke rol bij het invullen van de impactdoelstellingen.

Flags & Frictions blijft het economisch basisscenario

We handhaven ons basisscenario **Flags & Frictions**. De term 'Flags' duidt op de gespannen internationale omgeving. De term 'Frictions' verwijst naar de polarisatie in de westerse samenlevingen die hoog is en toeneemt. De herverkiezing van Trump als president van de Verenigde Staten past binnen dit scenario. De handelsfricties tussen landen en regio's nemen weer toe, nu met nieuwe handelstarieven bedreigd wordt.

De verkiezing van Trump past binnen het scenario **Flags & Frictions**.

Maar ook op lokaal niveau is er sprake van spanning en onrust. In zowel Duitsland als Frankrijk is de regering vorig jaar gevallen. Beide landen kampen met (economische) problemen die de interne verhoudingen op scherp zetten. Al met al is er sprake van een multipolaire wereld waarbij de efficiëntie van de wereldeconomie onder druk staat. De overheid eist een grotere rol op in de economie, er is meer aandacht voor voedsel- en

AUTEURS



Maurice Geraets,
Sr. Investment Strategist



Sven Herrewijn,
Investment Strategist

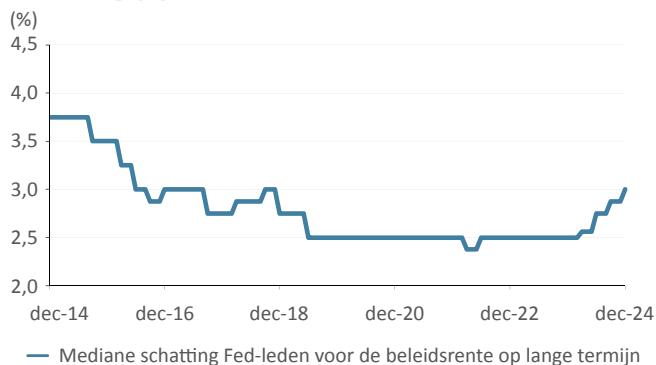


energiezekerheid en defensie-uitgaven worden verhoogd. Mede hierdoor liggen de inflatierisico's per saldo aan de bovenkant. We handhaven de meeste aannames in het basisscenario ten opzichte van de vorige scenario-update. De beleggingsomgeving voor de komende jaren wordt gekenmerkt door renteniveaus die gemiddeld genomen hoger liggen dan die in de periode voor de coronacrisis, maar historisch gezien nog steeds op een relatief laag niveau blijven. Dit geldt vooral voor de eurozone.

Verhoging aanname Amerikaanse reële rente

Voor de Verenigde Staten verhogen we de verwachtingen voor de renteniveaus. De huidige marktrentes en -verwachtingen liggen boven onze eerdere aannames en de (consensus)verwachting is dat dit zo blijft. De Amerikaanse economie is robuust gebleken en de rentestijging van de afgelopen jaren heeft niet tot economische zwakte geleid. Dit is een van de redenen dat ook de Amerikaanse centrale bank zich afvraagt of de neutral rate van de Amerikaanse economie hoger ligt dan eerder gedacht. De neutral rate is de evenwichtsrente waarbij de economie noch gestimuleerd noch afgeremd wordt en de inflatie stabiel blijft. De gemiddelde verwachting van de Fed-leden voor deze neutral rate is in 2024 opgelopen, terwijl die in de periode daarvoor een trendmatige daling liet zien. Een hogere (reële) rente is ook passend gezien de hoge inflatie-onzekerheid, hoge begrotingstekorten, oplopende staatsschuld en mogelijk hogere productiviteitsgroei. Tegelijkertijd neemt de investeringsvraag toe voor (groene) energie en infrastructuur. Daarnaast verwachten we dat het monetaire beleid minder stimulerend zal zijn en de Fed minder snel zal overgaan op een nieuwe ronde van kwantitatieve verruiming.

Figuur 1: Stijgende (nominale) neutral rate in de Verenigde Staten



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Verlaging van de euroswapspread

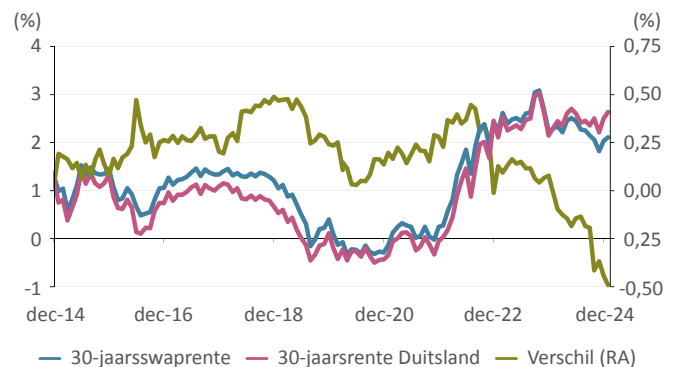
De aanname voor de euroswapspread voor lange looptijden hebben we verlaagd van 20 basispunten naar 0 basispunten. De euroswapspread is het verschil tussen de euroswaprente

en de Duitse staatsrente met een vergelijkbare looptijd. De 30-jaarseuroswapspreed is gedurende 2024 sterk gedaald. Naast de meer cyclische kortetermijnbewegingen zijn er ook een aantal meer structurele redenen waarom de euroswapspread in de toekomst lager zal zijn dan we historisch gezien hebben. De belangrijkste redenen hiervoor zijn een groter aanbod van Duitse staatsobligaties en dat Duitsland in de toekomst minder als de ultieme veilige haven in de eurozone zal gelden. Duitsland kent diverse structurele economische problemen en er worden steeds meer kleine stappen richting gezamenlijke schulduitgifte gezet.

Het grotere aanbod van Duitse staatsobligaties leidt tot een lagere swapspreed.

Het unieke karakter van Duitse staatsobligaties als risicovrije belegging neemt hierdoor af. Daarnaast zijn swaps door central clearing minder risicovol dan in het verleden. Deze factoren impliceren een lagere swapspreed dan het historische gemiddelde waar we voorheen vanuit gingen. Daarnaast blijkt dat in andere landen, zoals de Verenigde Staten, de swapspreed langere tijd laag, en zelfs negatief, kan zijn.

Figuur 2: Dalende swapspreed eurozone



Bron: Bloomberg, Achmea IM

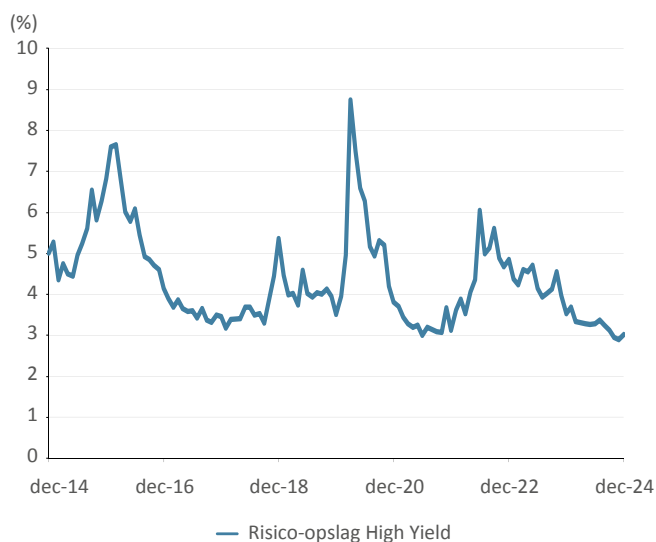
Beperkt verwacht rendement voor aandelen ontwikkelde markten

De verwachte rendementen zijn beperkt gedaald ten opzichte van de analyse van een half jaar geleden. Opvallend blijft het lage verwachte rendement voor aandelen ontwikkelde markten. Dit komt door de hoge waardering van deze beleggingscategorie, zoals we vorige keer hebben toegelicht. Deze rendementsprognose voor de middellange en lange termijn zegt echter niets over het verwachte rendement voor de korte termijn. Waardering is geen goede indicator voor kortetermijnrendementen.

De rendementsverwachting voor high yield is beperkt door de lage risico-opslag.

Maar voor de langere termijn is er, historisch gezien, een duidelijk verband tussen waardering en het toekomstige rendement. Ook de verwachting voor high yield is relatief beperkt. Dit komt door de huidige lage risico-opslag voor deze categorie. Deze risico-opslag ligt rond het laagste niveau in het afgelopen decennium, waardoor beleggers maar beperkt gecompenseerd worden voor de risico's. Zolang de Amerikaanse economie robuust blijft, zullen de faillissementsverliezen laag blijven. Maar bij een recessie zal dit niet het geval zijn en is high yield een kwetsbare categorie. Voor de andere beleggingscategorieën liggen de verwachtingen grotendeels in lijn met wat bij de betreffende beleggingscategorie verwacht mag worden.

Figuur 3: Risico-opslag high yield ligt op een laag niveau



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Meer aandacht voor private beleggingen

De interesse voor illiquide, private beleggingen neemt toe. Vooral voor beleggingscategorieën waarmee impact gemaakt kan worden. Beleggers streven bij impactbeleggen naast een financieel rendement ook naar een maatschappelijk rendement met de betreffende beleggingen. Bijvoorbeeld op het gebied van klimaat, biodiversiteit of gezondheid. Beleggingscategorieën als landbouwgrond en bosbouw zijn hiervoor kansrijk. Het gaat dan bijvoorbeeld om beleggingen in duurzame bosbouw of regeneratieve landbouw. Duurzame bosbouw kan een belangrijke bijdrage leveren aan de reductie van broeikasgassen. Regeneratieve landbouw is belangrijk voor het herstel en behoud van kritieke ecosystemen.

Maar ook met private beleggingscategorieën, zoals bepaalde private debt-categorieën, kan impact gemaakt worden. In de scenario-analyse nemen we deze alternatieve beleggingscategorieën nu mee. Door de beperkte databeschikbaarheid en het illiquide karakter zijn deze vaak lastiger te modelleren. We hanteren, net als voor de andere beleggingscategorieën, de [building block methode](#) voor het opbouwen van de rendementsverwachtingen. De gevoeligheden van private categorieën zijn vaak anders dan bij de reguliere beleggingscategorieën, waardoor deze categorieën diversificatie bieden in de totale portefeuille. Daarnaast bieden private beleggingen vanwege hun illiquiditeit en complexiteit een additionele premie. Dit betekent dat deze beleggingscategorieën een potentieel gunstig risico-rendementsprofiel hebben en diversificatie bieden in de totale beleggingsportefeuille.



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

E-mail: achmeaim@achmea.nl

Contact:

Neem contact op met uw contactpersoon bij Achmea Investment Management.
Of met 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 onlenen. 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.