

# Investment Letter

DRIELUIK SCENARIO-UPDATE, DEEL I

## Scenario-analyse: navigeren in een gefragmenteerde wereld

De economische, financiële en (geo)politieke ontwikkelingen in de afgelopen periode passen binnen het scenario Flags & Frictions. We handhaven dit scenario als basisscenario. Het navigeren voor beleidsmakers wordt wel steeds uitdagender. Op steeds meer gebieden lopen ze tegen grenzen aan.

Dit is deel één van het drieluik over de periodieke update van de scenario-analyse. In deel twee gaan we dieper in op de impact van een gefragmenteerde wereld op de strategische beleggingsallocatie. In deel drie focussen we op de inflatierisico's en de gevolgen daarvan op de beleggingsportefeuille.

### Samenvatting

- De inflatie zwakt af, maar de kerninflatie blijft hardnekkig hoog. De economische groei staat vooral in Europa onder druk, maar is gezien alle ontwikkelingen redelijk robuust.
- De centrale banken hebben dit jaar de beleidsrentes verder verhoogd. De piek in de rentetarieven is in zicht of mogelijk al bereikt.
- De aandelenmarkten tonen veerkracht dit jaar en noteren een positief totaalrendement ondanks alle tegenwind. De rentetermijncurve inverteerde verder.
- We handhaven het basisscenario Flags & Frictions waarin de verwachte evenwichtsrentes op een gematigd niveau liggen op de middellange en lange termijn.
- De ruimte voor beleidsmakers is steeds meer begrensd in vergelijking met een aantal jaren geleden.

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

### AUTEURS



Wim Barentsen,  
Chief Strategist



Maurice Geraets,  
Sr. Investment Strategist

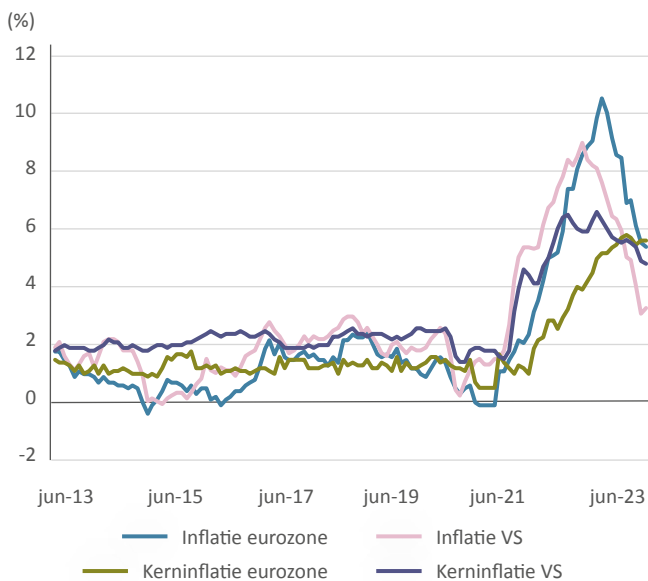


### De inflatie zwakt af, maar blijft hoog

Het verloop van de inflatie heeft de volle aandacht van beleidsmakers. De afgelopen maanden is de inflatie in zowel de Verenigde Staten als de eurozone flink gedaald. In de eurozone daalde de headline-inflatie van meer dan 9% jaar-op-jaar eind 2022 tot net boven de 5% eind juli. In de Verenigde Staten was eveneens sprake van een afname van de stijging van de geldontwaarding. Daar daalde de stijging van de consumentenprijsindex van boven de 6% naar ruim 3%. De daling wordt vooral gedreven door een daling van de grondstofprijzen ten opzichte van een jaar geleden.

Tegelijkertijd blijft de kerninflatie hardnekkig hoog. De stijging van deze inflatiemaatstaf, de inflatie geschoond voor de volatiele voedsel- en energieprijzen, nam nauwelijks af. De kerninflatie in de eurozone lag gedurende de eerste helft van 2023 boven de 5%. In de Verenigde Staten vlakt de stijging van deze index wel af, maar minder snel dan van de headline-index. Mede door de hardnekkig hoge kerninflatie liep de ingeprijsde inflatieverwachting in de eurozone voor de middellange termijn de afgelopen maanden licht op.

Figuur 1: Verloop inflatie (CPI, jaar-op-jaar)



Bron: Bloomberg, Achmea IM

### Monetaire verkrapping tekent de eerste helft van 2023

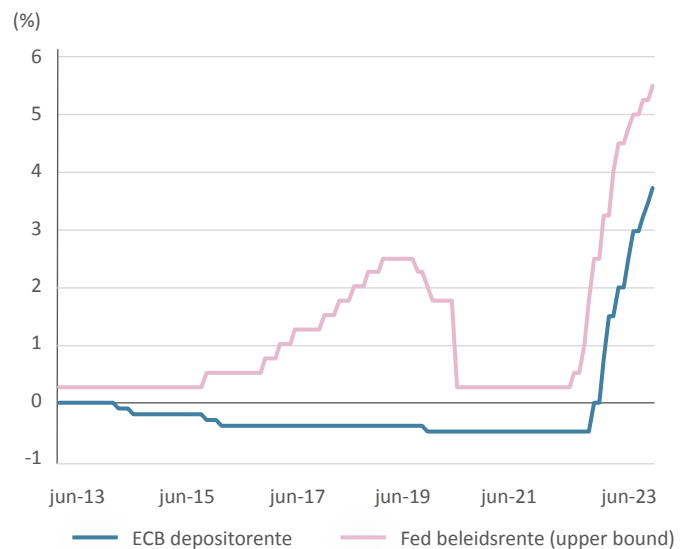
De monetaire autoriteiten verhoogden de beleidsrentes meerdere keren dit jaar om de inflatie af te remmen. Zowel de Amerikaanse centrale bank (Fed) als de Europese Centrale Bank (ECB) trokken de rentetarieven harder omhoog dan waar in het begin van het jaar vanuit werd gegaan. De Fed verhoogde de beleidsrente in vier stappen naar een bandbreedte van 5,25% en 5,50%. De ECB verhoogde de tarieven dit jaar tijdens elke beleidsvergadering en de depositorente bedraagt nu 3,75%. De monetaire verkrapping loopt nu wel op zijn einde. De piek in de beleidsrentes van zowel de Fed als de ECB is in zicht. De centrale banken hebben

aangegeven dat het monetaire beleid nu restrictief is en dat nieuwe renteverhogingen data-afhankelijk zullen zijn. Mogelijk volgt nog een renteverhoging in september, maar de piek in de beleidsrentes zal naar verwachting in de tweede helft van 2023 bereikt worden. Het afremmen van de inflatie blijft de hoogste prioriteit van de centrale bankiers, maar zij hebben ook steeds meer oog voor de, altijd vertraagde, gevolgen van de eerdere monetaire verkrapping.

“It is very costly to react only after upside risks to inflation have materialized, as this could destabilize inflation expectations and thus require a sharper contraction in output to restore price stability”

Isabel Schnabel, ECB, juni 2023

Figuur 2: Centrale banken verhogen de beleidsrentes



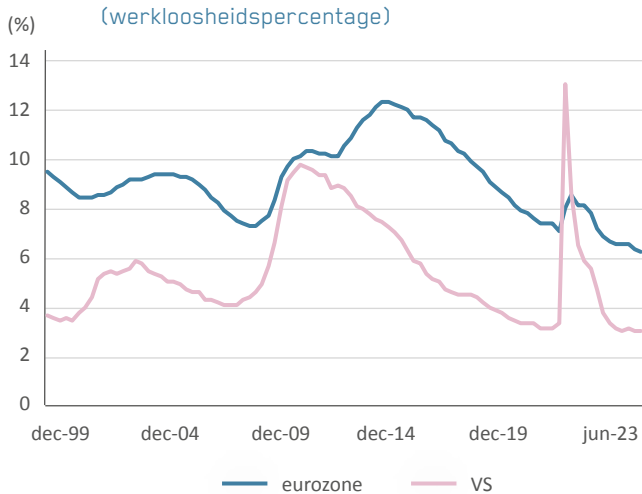
Bron: Bloomberg, Achmea IM

### Monetaire verkrapping begint effect te sorteren

De effecten van de forse en snelle renteverhogingen beginnen voelbaar te worden in de economie en op de financiële markten. De economische groei staat onder druk, vooral in de eurozone. De stijging van de beleidsrente werkt vooral door in een stijging van de leenkosten van consumenten, bedrijven en overheden. Deze krappere financiële condities remmen de kredietverlening. Zo is de vraag naar bedrijfskrediet in de eurozone flink gedaald. Maar ondanks de snelle en forse monetaire verkrapping zijn de macro-economische ontwikkelingen redelijk robuust.

De eurozone flirt weliswaar met een recessie, maar de arbeidsmarkt ligt er nog steeds goed bij. De werkloosheid staat op een historisch laag niveau. De Verenigde Staten lijken af te stevenen op een zachte landing, terwijl diverse indicatoren begin dit jaar nog op een naderende recessie duiden. Daarnaast heeft de monetaire verkrappingscyclus niet tot grote ongelukken op de financiële markten geleid. De centrale banken worden vaak verweten het monetaire beleid te verkrappen totdat 'er iets breekt'. In de Verenigde Staten zijn wel enkele regionale banken failliet gegaan, maar de problemen bleven beperkt tot die sector zonder bredere uitstralings-effecten op de financiële markten.

**Figuur 3: Werkloosheid staat op historisch laag niveau (werkloosheidspercentage)**



Bron: Bloomberg, Achmea IM

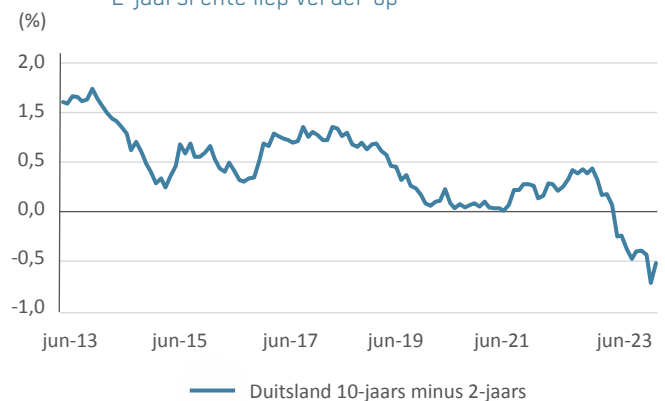
#### Aandelenmarkten waren opvallend veerkrachtig

Aandelenmarkten noteerden positieve totaalrendementen in de eerste helft van 2023. De stevige monetaire verkrapping, de problemen in de financiële sector, de economische afzwakking, de hardnekkige inflatie en de aanhoudende geopolitieke onrust konden de aandelenmarkten niet deren. De sterke opmars van de aandelenmarkt werd wel gedreven door een select groepje aandelen. Het waren vooral de zogenaamde Magnificent Seven (Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Nvidia, Tesla en Meta)

die de kar trokken, mede ondersteund door het enthousiasme over artificial intelligence.

Een andere opvallende trend op de financiële markten was het verder inverteren van de rentetermijnstructuur. De korte rentes liepen verder op gedreven door het verkrappende beleid van centrale banken. De lange rentes daarentegen bewogen voornamelijk zijwaarts. Hierdoor nam het renteverskil tussen de korte en lange rentes verder toe. De Duitse 2-jaarsrente (3,2%) lag eind juni meer dan 80 basispunten boven de Duitse 10-jaarsrente (2,4%). Een dergelijke fors negatieve rentetermijnstructuur is historisch gezien zeer ongebruikelijk en is vaak een voorbode van een recessie geweest.

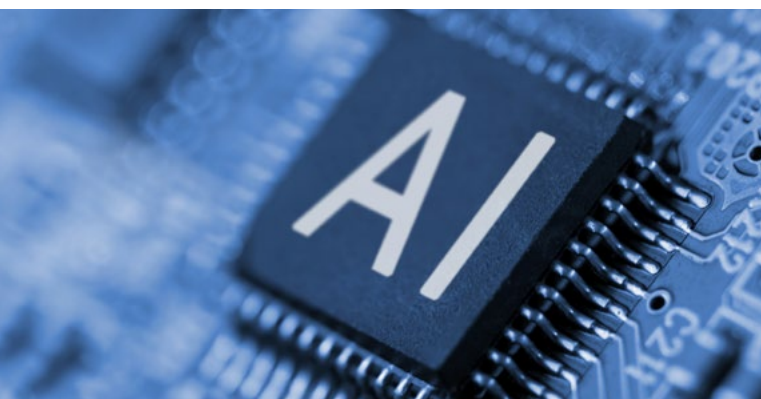
**Figuur 4: Verschil tussen de Duitse 10-jaarsrente en 2-jaarsrente liep verder op**



Bron: Bloomberg, Achmea IM

#### We handhaven Flags & Frictions

De ontwikkelingen in de afgelopen maanden passen binnen ons basisscenario Flags & Frictions. We handhaven dit basisscenario dan ook. De economische groei blijft de komende jaren naar verwachting laag. De inflatie normaliseert verder, maar blijft naar verwachting boven de doelstelling van de centrale banken. Dit signaal gaf ook de ECB in juni af in de laatste macro-economische ramingen. De ECB verwacht dat de inflatie in 2024 en 2025 boven de 2% zal liggen. De risico's voor de inflatie liggen aan de bovenkant. In onze alternatieve scenario's houden we hier uitdrukkelijk rekening mee. Ondanks de hogere inflatie(risico's) duiden diverse onderzoeken erop dat de evenwichtsrentes voor de middellange en lange termijn nog steeds laag zijn. De belangrijkste redenen hiervoor zijn de lage productiviteit en de vergrijzing. In het basisscenario gaan we dan ook nog steeds uit van de gematigde renteniveaus op de middellange en lange termijn. Maar ook hier lijken de risico's aan de bovenkant te liggen. De periode van historisch lage, en zelfs negatieve, rentes lijkt nu toch definitief achter ons te liggen.




### Navigeren in een wereld met grenzen

Het navigeren voor beleidsmakers is de afgelopen periode uitdagender geworden. In de periode voor de coronacrisis leken er op sommige beleidsvelden nauwelijks grenzen te bestaan. Monetaire autoriteiten konden op grote schaal obligaties opkopen, rentes negatief maken en begrotingstekorten waren geen probleem voor overheden. De globaliseringstrend zorgde voor een 'grenzeloze' efficiëntie. De huidige omgeving kent echter wel degelijk grenzen. Centrale banken zijn beperkt in de inzet van monetaire stimulansen nu de periode van aanhoudende desinflatie voorbij is. En overheden kunnen niet onbeperkt blijven spenderen nu de rentekosten oplopen. De recente afwaardering van de hoogste kredietstatus van de Verenigde Staten door Fitch is

hier tekenend voor. Maar ook klimaatverandering is een teken dat op belangrijke terreinen grenzen bereikt zijn, zoals aan het gebruik van fossiele brandstoffen. Daarnaast zorgt de huidige geopolitieke situatie voor een verlegging van handels- en kapitaalstromen die de 'grenzeloze' efficiëntie belemmeren. Een multipolaire wereld is één van de belangrijke kenmerken van het scenario Flags & Frictions. In het volgende deel van het drieluik gaan we dieper in op de gevolgen voor de beleggingsportefeuille van de toenemende fragmentatie van de wereldeconomie.

### Vervolg



In deel twee gaan we dieper in op de impact van een gefragmenteerde wereld op de strategische beleggingsallocatie.

In deel drie focussen we op de inflatierisico's en de gevolgen daarvan op de 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 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](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.