

# Investment Letter

DRIELUIK SCENARIO-UPDATE, DEEL I

## Scenario-analyse: Instabiele wereld tekent beleggingsregime

Dit is het eerste deel van ons drieluik over de periodieke update van de scenario-analyse. In dit deel gaan we in op de geopolitieke en macro-economische gebeurtenissen van de afgelopen maanden. De inflatie daalde sterk en de geopolitieke onrust in het Midden-Oosten laaide op. Deze ontwikkelingen passen binnen het basisscenario **Flags & Frictions**. In deel twee gaan we dieper in op de toekomstige beleggingsomgeving en wat deze betekent voor de beleggingsportefeuille. In deel drie focussen we op de verwachte rendementen in ons basisscenario.

### Samenvatting

- De inflatie daalde fors in 2023. In **Flags & Frictions** veronderstellen we dat de inflatie op de middellange termijn nog beperkt boven de doelstelling van de centrale banken ligt.
- Het verhoogde geopolitieke risico en de voortdurende polarisatie in de westerse samenlevingen van de afgelopen maanden passen binnen ons basisscenario **Flags & Frictions**.
- Ook in de afgelopen maanden drukte het overheidsbeleid haar stempel op de beleggingsomgeving wat mede leidt tot hoge begrotingstekorten.
- Kunstmatige intelligentie is een positieve factor die de inflatiedruk de komende jaren kan matigen.
- De beleggingsomgeving voor de komende jaren zal er anders uitzien dan die in het decennium voorafgaand aan de coronacrisis.

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

### AUTEURS



Wim Barentsen,  
Chief Strategist



Maurice Geraets,  
Sr. Investment Strategist



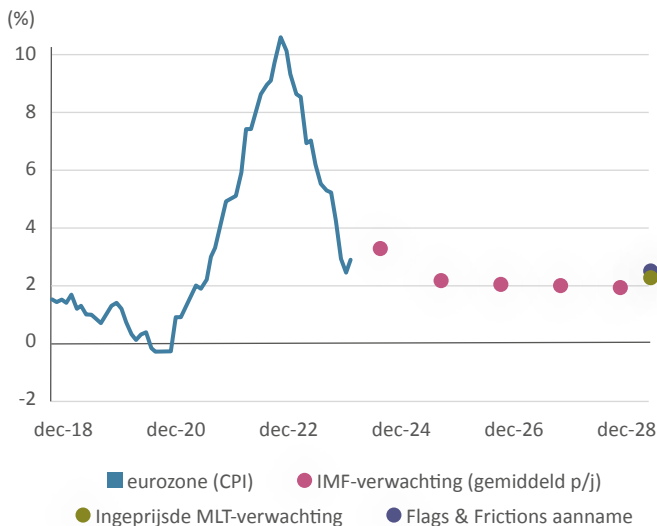


**Inflatie omlaag in 2023**

De inflatie daalde fors in 2023. Dit was één van de opvallendste macro-economische ontwikkelingen in het afgelopen jaar. Deze ontwikkeling past binnen het basisscenario Flags & Frictions dat we hanteren voor de portefeuille-analyses op de middellange en lange termijn. In dit scenario gaan we ervan uit dat de inflatie normaliseert op de middellange termijn, maar vooralsnog wel beperkt boven de doelstelling van de centrale banken blijft. De sterke desinflatatoire omgeving, die kenmerkend was voor de periode 2010-2020, ligt achter ons. Diverse structurele factoren duiden op een sterkere inflatiedruk. Dit zijn onder andere het stokken van de globaliseringstrend, de energietransitie en de grotere rol van overheden.

Op de financiële markten wordt een vergelijkbaar scenario ingeprijsd voor de middellange termijn. De door de markten ingeprijsde inflatieverwachting voor de middellange termijn ligt tussen de 2% en 2,5% voor de zowel de eurozone als de Verenigde Staten. Dit neemt niet weg dat de inflatierisico's vooral aan de bovenkant liggen. In de alternatieve scenario's gaan we uit van hogere inflatie dan in het basisscenario.

**Figuur 1: Eurozone-inflatie (jaar-op-jaar) en verwachtingen**



Bron: Bloomberg, Achmea IM

**Flags & Frictions in de praktijk**

Ook andere ontwikkelingen in de afgelopen maanden sluiten aan bij de aannames in het basisscenario Flags & Frictions. Bijvoorbeeld het verhoogde geopolitieke risico. De term 'Flags' duidt op de gespannen internationale omgeving met potentieel negatieve gevolgen voor de economische groei en hogere inflatie. De onrust in het Midden-Oosten laaide in oktober vorig jaar op nadat terreurorganisatie Hamas Israël aanviel. Vooralsnog zijn de macro-economische effecten voor de wereldeconomie beperkt geweest. Dit neemt niet weg dat dit conflict kan escaleren. Momenteel ondervindt de scheepvaart door de Rode Zee problemen door aanvallen van de Houthis-rebellen uit Jemen. De kosten van het zeecontainervervoer zijn recentelijk dan ook fors opgelopen, maar nog niet zo extreem als na de coronacrisis. De geopolitieke onrust draagt bij aan het stokken van de globaliseringstrend en verhoogt de kans dat de inflatie relatief hoog blijft. Maar ook de instabiliteit in de westerse samenlevingen ('Frictions') blijft hoog. Dit bleek onder meer uit de verkiezingsuitslag in Nederland. In 2024 zal de politieke onzekerheid hoog blijven wanneer meer dan 50% van de wereldbevolking naar de stembus gaat. Vooral de Amerikaanse verkiezingen in het najaar kunnen voor de nodige volatiliteit zorgen en op termijn de rol van de Verenigde Staten in de wereld doen veranderen.

**Figuur 2: Kosten zeecontainervervoer Shanghai - Rotterdam (40 ft container in \$)**



Bron: Bloomberg, Achmea IM

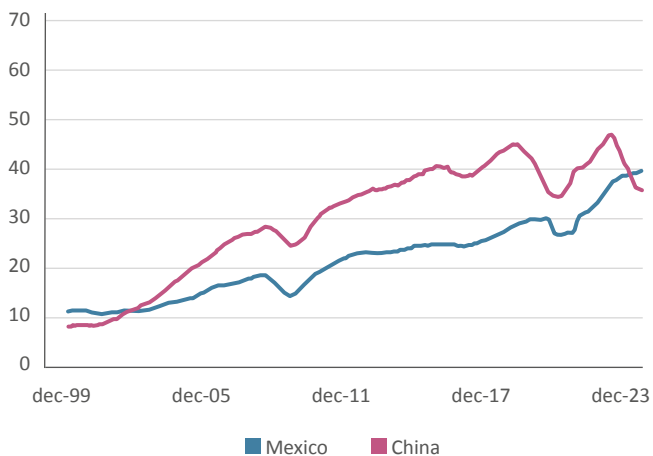
**Globalisering stopt**

De wereldwijde globalisering heeft een piek bereikt en stabiliseert. In de vorige Investment Letters hebben we aandacht besteed aan deze ontwikkeling. Er is niet zo zeer sprake van 'deglobalisering' of uitgebreide ontkoppeling, maar de groei van de globalisering van de afgelopen decennia stopt. Het IMF noemt dit 'slowbalization' en dit proces is al enige tijd aan de gang. Politiek en strategisch gezien is er steeds minder steun voor vergaande globalisering en daardoor staat de vrijhandel onder druk. De aanhoudende en periodiek oplaaierende spanningen dragen hieraan bij.

De geopolitieke spanningen, zoals de aanvallen van Houthi-rebellen op zeeschepen, legt de kwetsbaarheid van internationale productieketens en aanvoerlijnen opnieuw bloot. Maar ook vanuit klimaatperspectief is er steeds meer aandacht voor 'lokaal'.

Deze ontwikkelingen leiden onder andere tot het terughalen van productie naar het eigen land (reshoring), het dichterbij huis (nearshoring) of bij bevriende naties (friendshoring) produceren. In de importstatistieken van de Verenigde Staten is deze ontwikkeling terug te zien. Momenteel importeert de Verenigde Staten voor een groter bedrag uit Mexico dan uit China. In de afgelopen 20 jaar was juist China een grote en groeiende importmarkt voor de Amerikanen.

**Figuur 3: Amerikaanse import per maand (miljard \$, 12-maandsgemiddelde)**



Bron: Bloomberg, Achmea IM

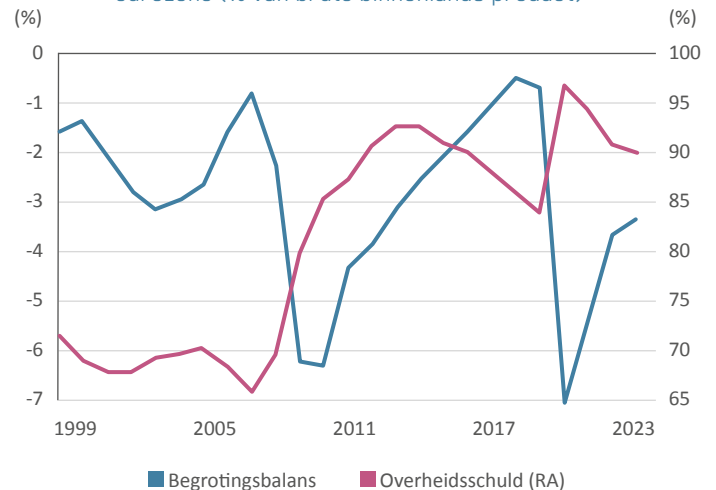
#### Overheden spelen een steeds belangrijkere rol

Een andere belangrijke trend in Flags & Frictions is de toename van de rol van de overheid. Mede door de geopolitieke spanningen drukken overheden een grotere stempel op de macro-economische omgeving. Dit uit zich op verschillende manieren. Overheden bemoeien zich steeds nadrukkelijker met bepaalde bedrijven die van strategisch belang zijn. Een voorbeeld hiervan is het exportverbod dat de Nederlandse overheid aan chipmachinemaker ASML opgelegde voor de levering van bepaalde halfgeleidermachines aan China.

Daarnaast pakt de overheid een steeds grotere rol in het klimaatbeleid om de energietransitie te faciliteren en staat het belang van veiligheid met verhoogde defensie-uitgaven bovenaan de agenda. De zich wijzigende rol van overheden gaat gepaard met aanzienlijke begrotingstekorten. In de Verenigde Staten bedraagt het begrotingstekort meer dan 6%. Dit is een ongekend hoog niveau voor een economie in vreedstijd in de huidige fase

van de economische cyclus. Ook in de eurozone is er gemiddeld genomen sprake van een relatief groot begrotingstekort van circa 3%. Vooral nog zijn de begrotingstekorten geen probleem voor de financiële markten. Maar op enig moment zullen ook overheden hun financiën op orde moeten brengen. De meer activistische rol van overheden heeft een inflatoir effect, mede door de toenemende regelgeving, lagere efficiëntie en hogere tekorten.

**Figuur 4: Begrotingstekort en overheidsschuld in de eurozone (% van bruto binnenlands product)**



Bron: Bloomberg, Achmea IM

#### Hoop op kunstmatige intelligentie

De inflatierisico's liggen zoals aangegeven aan de bovenkant. Er is momenteel wel een ontwikkeling gaande waar juist een deflatoir effect vanuit kan gaan en dat is de toepassing van kunstmatige intelligentie (AI). Het precieze effect op de toekomstige inflatieontwikkeling hiervan is complex en schattingen over de omvang van dit effect lopen ver uiteen. Maar AI kan via verschillende kanalen de inflatie drukken. AI kan leiden tot een hogere efficiëntie en productiviteit in verschillende sectoren van de economie. De lagere kosten en/of hogere productie zullen de inflatie drukken. Daarnaast kan AI verlichting brengen op de huidige krappe arbeidsmarkt. AI kan vooral routinematige taken uitvoeren, maar in de toekomst mogelijk ook steeds meer complexere taken. Daarnaast kan het analyseren van grote hoeveelheden data leiden tot een transparantere en dynamischere prijsvorming. Naast de impact op de inflatie, leidt de toepassing van AI tot een positieve impuls voor de economische groei. De mogelijk grote beloften van AI zijn niet onopgemerkt gebleven op de financiële markten. Vorig jaar waren het vooral de grote technologie gelieerde bedrijven die de kar trokken op de aandelenmarkt. Het totaalrendement van de magnificent seven, Nvidia, Tesla, Meta Platforms, Apple, Amazon, Microsoft en Alphabet, bedroeg meer dan 100%.

### Beleggingsregime is anders dan voorheen

De beleggingsomgeving voor de komende jaren zal anders uitzien dan die in het decennium voorafgaand aan de coronacrisis. De periode van gematigde stabiele economische groei, aanhoudend lage inflatie en een ruim monetair beleid is voorbij. Ditzelfde geldt voor de extreem lage rentes die deze periode kenmerkten. Rentenniveaus liggen nu op hogere niveaus en de beleidsrente is weer een belangrijke stuurvariabele van centrale banken. De trend van aanhoudende desinflatie is voorbij en de inflatierisico's liggen aan de bovenkant.

Tegelijkertijd zijn de geopolitieke risico's groot in de huidige multipolaire wereld. Overheden eisen een grotere rol op, maar kunnen niet onbeperkt blijven spenderen nu de rentekosten hoger zijn dan voorheen en centrale banken grotendeels gestopt zijn met hun opkoopprogramma's. Het verwachte toekomstig beleggingsregime heeft ook gevolgen voor het beleggingsbeleid. Het belang van voldoende spreiding over fundamenteel verschillende beleggingscategorieën is naar onze mening groot in het huidige tijdsgewricht. In het volgende deel van het drieluik gaan we dieper in op wat de toekomstige beleggingsomgeving betekent voor de strategische beleggingsportefeuille.



## Vervolg

Deze Investment Letter is deel 1 van ons drieluik scenario-update.



#### 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, risicomanagement 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.