

# Investment Letter

DRIELUIK SCENARIO-UPDATE, DEEL 1

## Tussen strijd & samenwerking

Dit is het eerste deel van ons drieluik over de periodieke update van de scenario-analyse. In dit deel gaan we in op de langetermijntrends die de basis vormen van de scenario-analyse en de diverse (risico)scenario's die hieruit voortvloeien. We handhaven het basisscenario **Flags & Frictions**. In deel twee gaan we dieper in op het nieuwe klimaatcrisisscenario dat de potentiële gevolgen van een klimaatcrisis in kaart brengt. In deel drie focussen we op het beperkte verwachte rendement van aandelen ontwikkelde markten.

### Samenvatting

- We handhaven ons basisscenario **Flags & Frictions**. In dit economische scenario liggen de renteniveaus gemiddeld genomen hoger dan in het vorige decennium en is het verwachte rendement van aandelen ontwikkelde markten beperkt.
- Meerdere langetermijntrends, waaronder demografie, geopolitieke spanningen en technologische ontwikkelingen, spelen een rol bij de vormgeving van de scenario's.
- We onderscheiden vier deterministische risicoscenario's. Deze risicoscenario's spelen in op specifieke kansen en risico's en kennen elk hun eigen verhaallijn en klimaatbeeld.
- Het risicoscenario 'Conflict' weerspiegelt een verslechtering van het geopolitieke klimaat waarbij de inflatie stijgt. De reële rentes zijn negatief en aandelenrendementen staan onder druk.
- Scenario 'Groei & innovatie' is juist een optimistisch alternatief macro-economisch scenario ondersteund door de positieve technologische ontwikkelingen op het gebied van kunstmatige intelligentie.

### Flags & Frictions blijft het economisch basisscenario

We handhaven ons basisscenario **Flags & Frictions**. De term 'Flags' duidt op de gespannen internationale omgeving. De recente ontwikkelingen in het Midden-Oosten, de aanhoudende oorlog in Oekraïne en het handelsconflict met China zijn hier voorbeelden van. De efficiëntie van de wereldeconomie staat onder druk door de grote rol van overheden, de grotere nadruk op robuustheid van productieketens en de aandacht voor voedsel- en energiezekerheid en defensie. Tegelijkertijd blijft de polarisatie in de westerse samenlevingen hoog. Het politieke debat is verhard en de sociale onrust loopt op waarbij de kans op het gebruik van geweld toeneemt.

De beleggingsomgeving voor de komende jaren zal er 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.

### AUTEURS



Maurice Geraets,  
Sr. Investment Strategist



Wim Barentsen,  
Chief Strategist



Ditzelfde geldt voor de extreem lage rentes die deze periode kenmerkten. In Flags & Frictions gaan we uit van renteniveaus die gemiddeld genomen hoger liggen dan in het voorafgaande beleggingsregime, maar historisch gezien nog steeds op een relatief laag niveau blijven. Het verwachte rendement voor aandelen ontwikkelde markten is relatief beperkt door de huidige hoge waardering. In deel drie van dit drieluik lichten we deze aandelenrendementsverwachting verder toe.

**Figuur 1: Verwachte rendementen MLT (5 jaar) en LT (15 jaar) in Flags & Frictions (medio 2024)**

Medio 2024 Beleggingscategorieën	Flags & Frictions	
	MLT	LT
Kasgeld euro (€)	2,50%	2,25%
Duitse staatsobligaties (€)	2,50%	2,50%
Italiaanse staatsobligaties (€)	4,25%	3,75%
Global ILBs (€ hedged)	6,00%	3,00%
Investment Grade Credits euro (€)	3,50%	3,50%
Global High Yield (€ hedged)	3,75%	4,00%
Global Bank Loans (€ hedged)	5,25%	4,75%
Emerging Market Debt HC (€ hedged)	6,75%	5,50%
Emerging Market Debt LC (€)	5,00%	5,00%
Hypotheek (€)	3,25%	3,50%
Aandelen Ontwikkelde Landen (€ hedged)	3,25%	5,00%
Aandelen Opkomende Landen (€)	8,00%	8,00%
Beursgenoteerd Vastgoed (€ hedged)	3,25%	5,00%
Niet-beursgenoteerd Vastgoed NL (€)	4,75%	4,50%
Grondstoffen (€ hedged)	5,25%	5,00%
Hedge funds (€)	5,00%	5,00%
Private equity (€ hedged)	6,25%	8,00%
Wereldwijde infrastructuur (€ hedged)	6,25%	6,00%

Bron: Ortec GLASS, Achmea IM

#### Langetermijntrends tekenen het beleggingsregime

Meerdere langetermijntrends spelen een rol bij de vormgeving van het scenario Flags & Frictions. Deze langetermijntrends delen we in drie hoofdcategorieën in, namelijk:

- Demografie;
- Politiek (onder andere de multipolaire wereld en de grotere rol van de overheid);
- Technologie (onder andere kunstmatige intelligentie en de energietransitie).

De demografische trend heeft betrekking op de vergrijzing van vooral een aantal westerse landen, maar ook bijvoorbeeld China. De toename van het aantal gepensioneerden leidt in combinatie met een dalende beroepsbevolking tot een

stijging van de afhankelijkheidsratio. Dit heeft een drukkend effect op de economische groei. De politieke trends hebben onder andere betrekking op de multipolaire wereld waarbij belangrijke machtscentra botsen, onder andere op het gebied van technologie, regelgeving en militaire macht. Hierdoor neemt de kans op conflicten toe. Deze ontwikkeling is nadelig voor de economische groei en leidt tot opwaartse druk op de inflatie. Op technologisch vlak staan vooral de voortgang en de beloftes van kunstmatige intelligentie centraal. Deze trend is potentieel positief voor de economische groei en kan op lange termijn een deflatoire factor zijn. Belangrijkste implicatie is dat door deze langetermijntrends de beleidseffectiviteit van overheden en internationale instanties onder druk staat. En dat het inflatierisico groter is.

De kans op conflicten neemt toe door de botsing van de belangrijke machtscentra.

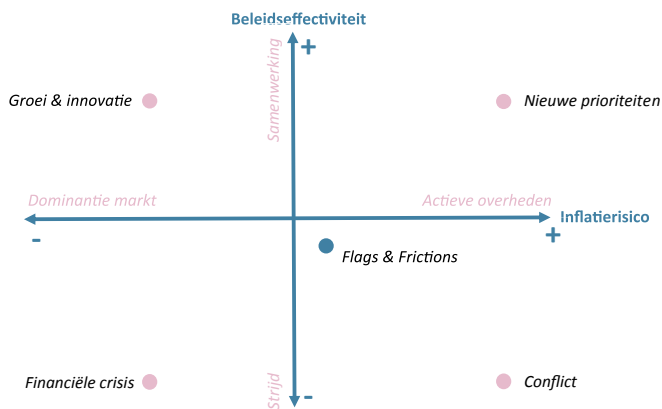
#### Riscoscenario's om robuustheid van de beleggingsportefeuille te testen

Naast het economische basisscenario Flags & Frictions hanteren we een aantal deterministische riscoscenario's. Deze riscoscenario's sluiten aan op de kansen en risico's die we identificeren bij de analyse van de langetermijntrends en kennen elk hun eigen verhaallijn. We onderscheiden vier riscoscenario's:

- Nieuwe prioriteiten;
- Conflict;
- Financiële crisis;
- Groei & Innovatie.

Riscoscenario's zijn bedoeld om de robuustheid van de beleggingsallocatie te toetsen en dekken de verschillende kwadranten in ons scenarioraamwerk. Het scenarioraamwerk is gebaseerd op twee kritische onzekerheden. Ten eerste de beleidseffectiviteit. De y-as weerspiegelt de mate van beleidseffectiviteit van beleidsmakers en dus vooral de overheid. Naarmate deze hoger is, door 'samenwerking' in plaats van 'strijd', werkt dat positief uit op de stabiliteit van de economische groei, het klimaatbeleid en de sociale stabiliteit. Ten tweede het inflatierisico. De x-as weerspiegelt de efficiëntie van de markt en heeft daarmee invloed op de hoogte van de inflatie. Wanneer overheden een dominante, sturende en herverdelende rol in de economie opeisen, gaat dit gepaard met verstoring van de wereldwijde marktwerking, dreigt innovatie te vertragen en resulteert een hoger inflatierisico. Wanneer marktkrachten dominant zijn, vertaalt dit zich in een lager inflatierisico. Momenteel taxeren we dat de risico's vooral aan de rechterkant van het scenarioraamwerk zitten.

Figuur 2: Scenarioraamwerk: basisscenario en risicoscenario's



Bron: Achmea IM

**Risicoscenario 'Conflict' weerspiegelt een verslechtering van het geopolitieke klimaat**

'Conflict' is een risicoscenario met een hoge inflatie. In dit risicoscenario leiden oplopende grote (geo)politieke spanningen er toe dat het begrotings- en monetaire beleid actief zal worden ingezet om conflicten te vermijden dan wel te winnen. De klassieke economische doelstellingen als lage tekorten en inflatie krijgen hierdoor geen prioriteit. De trend van meer actieve sturing door de politiek is een belangrijke drijvende kracht in dit scenario. De verwachte economische groei is lager en de verwachte inflatie hoger. Het scenario heeft kenmerken van stagflatie met financiële repressie, ofwel een soort oorlogseconomie. De beleidseffectiviteit staat onder druk en overheden eisen een steeds grotere rol op. Echter, grote maatschappelijke verdeeldheid belemmert een effectieve beleidsinzet op zaken als klimaat en ongelijkheid. In dit scenario liggen de nominale kapitaalmarktrentes hoger dan in Flags & Frictions, maar zijn de reële rentes een stuk lager en zelfs (flink) negatief. Meer risicovolle beleggingen, zoals aandelen, hebben een negatief verwacht rendement op de middellange termijn. Inflatiegevoelige beleggingen doen het juist goed in deze hooginflatieomgeving.

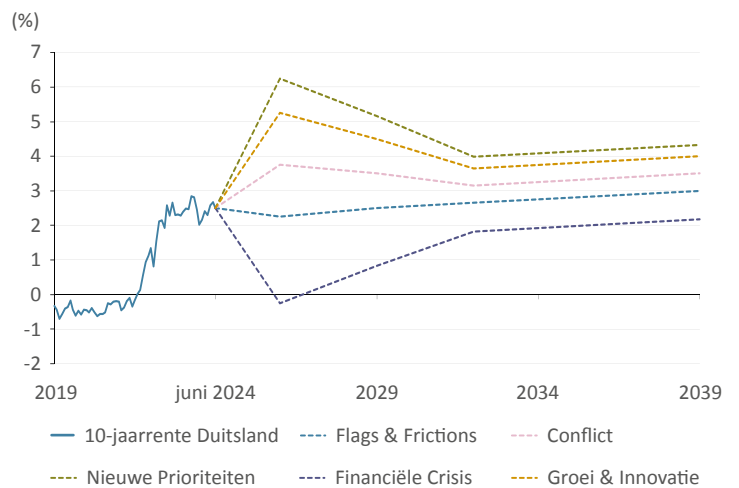
In het risicoscenario 'Nieuwe Prioriteiten' is zowel de economische groei als de verwachte inflatie hoger dan in Flags & Frictions. Dit scenario heeft kenmerken van oververhitting. Vooral nominale rentes stijgen en de verwachte rendementen voor risicovolle en inflatiegevoelige beleggingen zijn hoger dan in Flags & Frictions.

**'Groeï & innovatie' is juist een optimistisch macro-economisch scenario**

Een risicoscenario kan ook een optimistisch economisch scenario zijn. Dit is bijvoorbeeld het geval in het scenario 'Groeï & Innovatie'. In dit scenario is de economische groei hoger dan in het basisscenario en ligt de inflatie op een vergelijkbaar niveau als in Flags & Frictions. Diverse technologische innovaties zijn de drijvende kracht achter dit scenario. Vooral de uitrol van kunstmatige intelligentie (AI) komt in een stroomversnelling en dit leidt tot een sterke impuls voor de productiviteit en daarmee tot hogere economische groei. De technologische innovaties zorgen er ook voor dat de inflatedruk gematigd blijft. Ook de energietransitie plukt de vruchten van de technologische vooruitgang. In dit scenario stijgen zowel de nominale als de reële rentes. Hierdoor zijn de verwachte totaalrendementen van kredietwaardige obligaties beperkt. Aandelenmarkten profiteren van de gunstige macro-economische omgeving. Vooral op de middellange termijn liggen de verwachte aandelenrendementen hoger dan in Flags & Frictions.

In het risicoscenario 'Financiële Crisis' wordt de wereldeconomie getroffen door een financiële crisis. Zowel de economische groei als de inflatie is in dit scenario hardnekkig laag. Rentes dalen en de verwachte rendementen voor risicovolle beleggingen zijn laag.

Figuur 3: Schematische ontwikkeling van de Duitse 10-jaarsrente in de diverse scenario's



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Risicoscenario's zijn bedoeld om de robuustheid van de beleggingsallocatie te toetsen.

### Verschillende klimaatbeelden binnen de scenario's

Elk scenario kent ook een eigen onderliggend klimaatbeeld dat we ontleen aan de klimaatscenario's van *The Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System* ([NGFS](#)). We selecteren steeds een klimaatbeeld dat past bij de kenmerken en verhaallijn van elk scenario. Voor Flags & Frictions hanteren we bijvoorbeeld het klimaatbeeld 'Nationally Determined Contributions' (NDC) waarbij rekening gehouden wordt met alle toegezegde beleidsmaatregelen, ook al zijn deze nog niet geïmplementeerd. In dit scenario bedraagt de opwarming van de aarde 2,6°C in 2100. De beleidscoördinatie in dit scenario verloopt moeizaam, wat past bij een instabiele, multipolaire wereld waarbij de globalisering onder druk staat. Ook de risicoscenario's kennen elk een eigen klimaatbeeld. Zo veronderstellen we het klimaatbeeld 'Current Policies' van NGFS behorend bij het risicoscenario 'Conflict'. In dit scenario worden alleen de momenteel geïmplementeerde maatregelen

meegenomen, bedraagt de opwarming van de aarde in 2100 meer dan 3°C en zijn de fysieke risico's groot. De beleidscoördinatie is in dit scenario laag en dat hangt samen met de (geo)politieke conflicten in dit scenario. Naast de integratie van klimaatbeelden in het basisscenario en de risicoscenario's zoals hier beschreven, hebben we een apart klimaatcrisisscenario ontwikkeld waarin een klimaatcrisis zich op korte termijn ontvouwt. Deel 2 van dit scenariodrieluik is geheel gewijd aan dit klimaatcrisisscenario.



## Vervolg

Deze Investment Letter is deel 1 van ons drieluik scenario-update. Deel 2 staat [hier](#).



#### 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](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.