

De grote transitie

Scenariostudie 2025

Inhoud

Voorwoord	3
Inleiding	4
Auteurs	4
1. Transitionele trends	5
1.1 Meerdere langjarige trends voltrekken zich tegelijkertijd	6
2. Terugblik beleggingsomgeving	9
2.1 Handelsoorlog en geopolitieke onzekerheid tekenen de eerste helft van 2025	10
3. Flags & Frictions en risicoscenario's	13
3.1 Scenario's voor de vormgeving van het strategisch beleggingsbeleid	14
3.2 Het basisscenario: Flags & Frictions	16
3.3 Risicoscenario's: onzekerheid zonder stochastiek	19
3.4 Relevantie in de tijd: monitoring van scenario's	23
4. Beleggingsimplicaties	24
4.1 Strategische beleggingsimplicaties in een multipolaire wereld	25
4.2 Rendementsgedreven beleggingsimplicaties medio 2025	27

Voorwoord

2025 stond tot nu toe in het teken van Trump. Het huishouden in de Amerikaanse politiek, de felle retoriek tegen China en Europa, en zijn belofte om Amerika opnieuw op de eerste plaats te zetten, domineren het wereldtoneel. Beleggers, bedrijven en beleidsmakers reageren alert op elk nieuw statement of beleidsvoorstel. Toch zijn deze headlines slechts de bovenlaag van een veel dieperliggende beweging die onze tijd kenmerkt.

Wat we ervaren is een brede en diepe omslag, die prof. Johan Schot en collega's samenvatten als De Grote Transitie. Dit concept omvat de grote technologische, geopolitieke, demografische en ecologische veranderingen die onze economieën en samenlevingen ingrijpend hervormen (Schot & Kanger, 2018; Schot et al., 2023). Deze transitie vertaalt zich in een verschuiving van macht en invloed. De Verenigde Staten verliezen langzaam hun leidende positie, zoals Ray Dalio (2021) beschrijft. Tegelijkertijd zet Europa fors in op strategische autonomie, met onder meer een defensiebudget dat minimaal 5% van het bruto binnenlands product moet bedragen. China groeit door als economische en geopolitieke grootmacht. Daarnaast versnellen technologische ontwikkelingen, met kunstmatige intelligentie als spil, die productie en arbeidsmarkt transformeert. Demografische veranderingen en de energietransitie leggen extra druk op het wereldwijde systeem.

Bovenop deze dynamiek rust een hoge schuldenlast bij overheden. Deze beperking van beleidsruimte verhoogt de kwetsbaarheid van de economie. Dit maakt de toekomst van economische groei en inflatie extra onzeker.

Voor institutionele beleggers betekent dit een wereld vol onzekerheden en kansen. Hoe De Grote Transitie zich ontvouwt, bepaalt het beleggingsklimaat voor de komende decennia. Deze scenariostudie onderzoekt daarom verschillende mogelijke toekomstbeelden. Daarmee biedt het een breed perspectief dat helpt om robuuste, toekomstbestendige beleggingsstrategieën te ontwikkelen.

Wij nodigen u uit om met een lange horizon en een brede blik naar deze veranderingen te kijken. Zo kunt u uw portefeuille goed voorbereiden op een snel veranderende wereld.

Vriendelijke groet,

Thomas van Galen
Chief Strategist



Inleiding

De wereld van vandaag is complexer en volatieler dan ooit. Achter de dagelijkse nieuwsstroom ontvouwt zich een fundamentele omslag in het mondiale krachtenveld en de economische orde. Deze transitie, gelaagd, meervoudig en langdurig, stelt institutionele beleggers voor nieuwe strategische vragen. Niet alleen over rendement en risico, maar ook over de houdbaarheid en robuustheid van hun allocatiebesluiten op de lange termijn.

In deze scenariostudie nemen we u mee in de veranderende wereld waarin u als belegger opereert. We verkennen de structurele trends die het karakter van het beleggingsklimaat fundamenteel herdefiniëren: van geopolitieke herschikking tot technologische versnelling, van demografische verschuivingen tot ecologische urgentie. Daarnaast gaan we in op de implicaties van een macro-economisch regime waarin inflatie, rente en onzekerheid een andere rol spelen dan voorheen.

Met het basisscenario Flags & Frictions als uitgangspunt bieden we een kader om strategische allocaties te toetsen aan de werkelijkheid van morgen. Deze analyse helpt om vooruit te kijken voorbij de conjunctuur, met oog voor risico's, maar ook voor de kansen die in een wereld in transitie ontstaan.

Auteurs



Thomas van Galen
Chief Strategist



Maurice Geraets
Senior Investment Strategist



Sven Herrewijn
Investment Strategist

A man and a woman are standing on a brick-paved path next to a tree with yellow leaves. The man is wearing a dark blue jacket and grey trousers, and the woman is wearing a light-colored trench coat. They are both smiling and looking towards the camera. The background is a blue gradient with white curved lines.

1. Transitionele trends

In het kort

- Meerdere structurele trends versterken elkaar en spelen tegelijkertijd;
- Een tijdperk van geopolitieke herschikking is aangebroken dat resulteert in een multipolaire wereld;
- Tegelijkertijd versnelt technologische innovatie in een ongekend tempo en beperkt de westerse demografie het groeipotentieel;
- Klimaatverandering en het daarmee gepaard gaande klimaatbeleid kan grote impact hebben op bestaande bedrijfsmodellen;
- De hoge wereldwijde schulden beperken overheden in de stimuleringsmogelijkheden en maakt ze gevoeliger voor renteschokken.

1.1 Meerdere langjarige trends voltrekken zich tegelijkertijd

Auteur: Thomas van Galen – Chief Strategist

Meerdere structurele trends spelen tegelijkertijd

De Grote Transitie voltrekt zich niet in één dimensie, maar is het resultaat van meerdere structurele trends die elkaar versterken en versnellen. Deze trends bepalen niet alleen de economische en geopolitieke dynamiek, maar ook het investeringsklimaat voor de komende decennia. Het World Economic Forum (2023) beschrijft dit samenspel van trends als een *polycrisis*: een situatie waarin verschillende grote uitdagingen tegelijkertijd spelen en elkaar versterken. Voor institutionele beleggers is het van belang deze trends te begrijpen, omdat ze het fundament vormen onder de risico- en rendementsverwachtingen van brede beleggingscategorieën, zoals aandelen, vastrentende waarden en vastgoed. In dit hoofdstuk stippen we kort de belangrijkste trends aan.

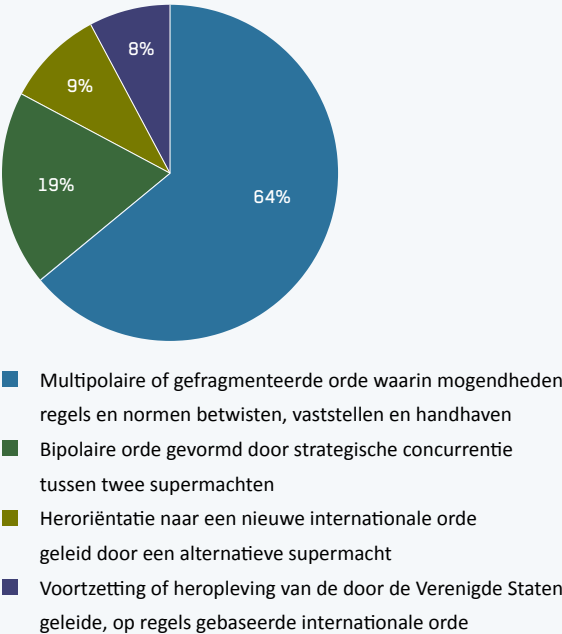
Fragmentatie leidt tot een multipolaire wereld

We leven in een tijdperk van geopolitieke herschikking. De dominantie van de Verenigde Staten neemt langzaam af, terwijl China, India en andere opkomende economieën hun invloed vergroten. Tegelijkertijd werkt Europa aan

strategische autonomie, met hogere defensie-uitgaven, meer aandacht voor technologische onafhankelijkheid en initiatieven om de energievoorziening te verduurzamen en beveiligen (Dalio, 2021; European Council, 2023). Deze fragmentatie leidt tot de vorming van regionale blokken, waarbij handelsstromen, investeringspatronen en technologische standaarden steeds meer langs geopolitieke lijnen worden georganiseerd. Ofwel een multipolaire wereld met deglobalisering en toenemende polarisatie binnen landen, zoals ook uit een enquête van het World Economic Forum bleek (zie figuur 1). Tegelijkertijd neemt de rol van de overheid in de economie toe.

Het gevolg: kwetsbare toeleveringsketens, schommelende grondstof-prijzen en toegenomen onzekerheid over markttoegang. Voor langetermijnbeleggers betekent dit dat geopolitiek een structureel onderdeel is van het beleggingsklimaat. Dit kan zorgen voor hogere risico-opslagen en vereist een breder spreidingsbeleid op portefeuilleniveau.

Figuur 1: Wat typeert het beste de wereldwijde politieke omgeving wat betreft samenwerking de komende 10 jaar?



Bron: World Economic Forum

Technologische innovatie versnelt

Technologische innovatie versnelt in een ongekend tempo. Kunstmatige intelligentie, automatisering en digitalisering veranderen bedrijfsmodellen, productieketens en de arbeidsmarkt (Schwab & Zahidi, 2023). Landen en bedrijven die technologische voorsprong ontwikkelen, kunnen structurele voordelen behalen, wat op termijn ook hun economische groeiverwachtingen beïnvloedt. Dit leidt mogelijk tot verschillen in lange-termijnrendementen tussen regio's, maar ook tot hogere volatiliteit en nieuwe systeemrisico's. Hoewel beleggers binnen aandelen of vastgoed normaliter zelf geen keuzes maken in specifieke sectoren, is het belangrijk te beseffen dat technologie een belangrijke motor blijft voor productiviteitsgroei en economische structuur, met invloed op waarderingen en winstgevendheid.

“Deze structurele trends beïnvloeden het investeringsklimaat voor de komende decennia.”

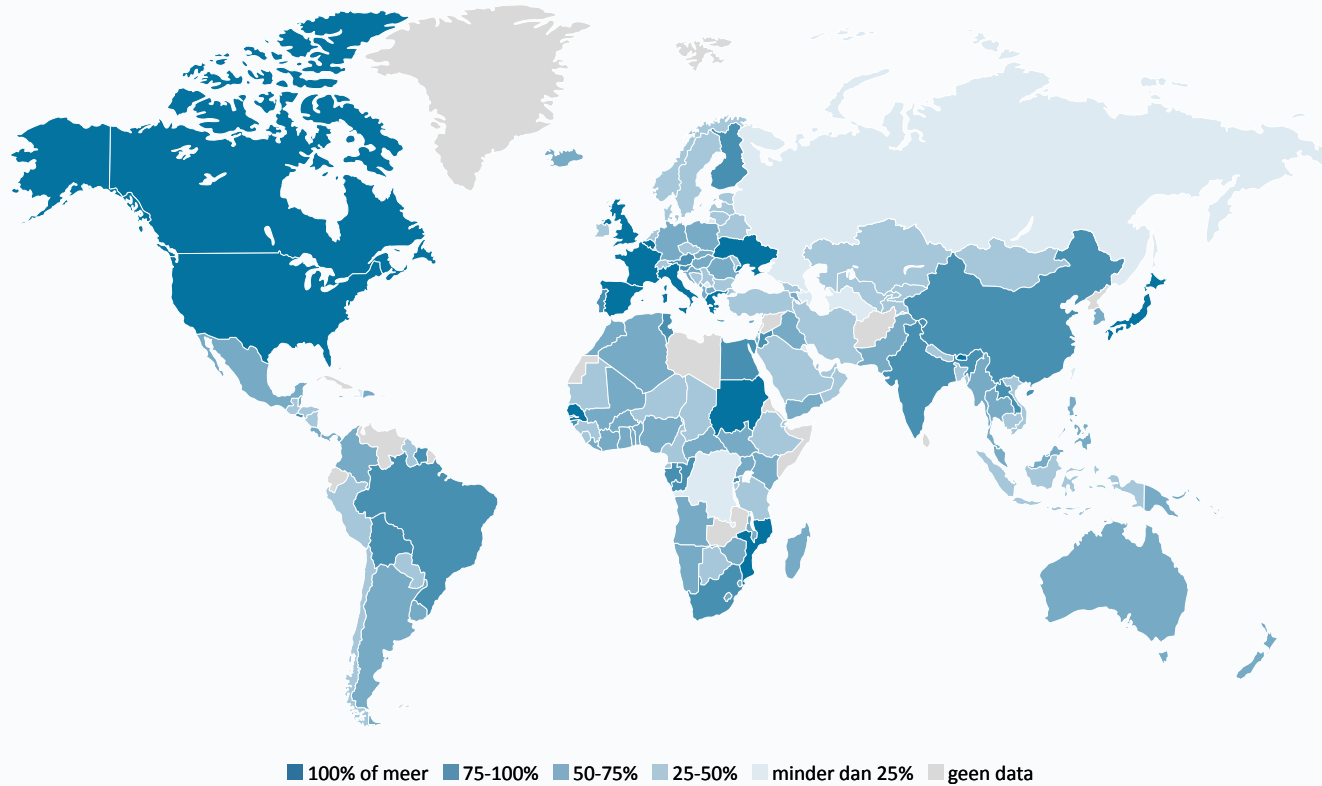
Demografische verschuivingen beïnvloeden het economische groeipotentieel

Demografie is een stille maar bepalende kracht achter economische groei. Europa, Japan en China zien hun bevolking verouderen, terwijl in Afrika en Zuid-Azië juist jonge bevolkingen ontstaan (United Nations, 2022). Een afnemende beroepsbevolking kan leiden tot hogere loonkosten en structureel hogere inflatie. Tegelijk groeit in jonge regio's de vraag naar huisvesting, infrastructuur en consumptie. Voor beleggers beïnvloeden deze trends de langetermijnvooruitzichten voor groei, inflatie en vastgoedvraag. Ze onderstrepen het belang van brede geografische spreiding in portefeuilles en realistische groeiprojecties.

Klimaatbeleid leidt tot veranderingen

Klimaatverandering, verlies van biodiversiteit en druk op natuurlijke hulpbronnen dwingen economieën wereldwijd tot versnelling van de energietransitie (IEA, 2023; IPCC, 2023). De vraag naar duurzame energie, circulaire oplossingen en klimaatadaptatie neemt sterk toe. Tegelijkertijd leidt klimaatbeleid tot veranderingen in waardeketens en kan het bestaande bedrijfsmodellen onder druk zetten. Voor institutionele beleggers vertaalt dit zich naar veranderende risico's binnen brede categorieën, zoals vastgoed (fysieke risico's) en aandelen (transitierisico's). ESG-criteria spelen een steeds grotere rol in de beoordeling van beleggingen.

Figuur 2: Overheidsschulden zijn wereldwijd hoog (schuld als % van bbp)



Bron: IMF, Achmea IM

Financiële en monetaire fragiliteit nemen toe

De wereldwijde schuldenlast is historisch hoog (zie figuur 2). Overheden en bedrijven zijn gevoeliger geworden voor rente- en kredietschokken, terwijl centrale banken worstelen met het balanceren van inflatiebestrijding en economische ondersteuning. Voor langetermijnbeleggers beïnvloedt dit de verwachtingen voor rente, inflatie en de rol van obligaties als schokdemper in de beleggingsportefeuille. Het dwingt tot nadenken over hoe allocaties kunnen bijdragen aan een robuuste beleggingsportefeuille, ook bij onverwachte renteontwikkelingen.

Samenhang en strategische implicaties van deze trends

Deze trends werken niet los van elkaar. Ze versterken elkaar en creëren een complexe, onvoorspelbare dynamiek die het beleggingsklimaat voor de komende decennia mede bepaalt. Voor institutionele beleggers zonder tactisch mandaat betekent dit: aandacht voor robuustheid, brede spreiding, en scenariodenken als fundament voor strategische allocaties. Hoewel keuzes binnen categorieën niet aan de orde zijn, is het belangrijk dat de totale portefeuille bestand is tegen een wereld die grilliger en minder lineair is dan voorheen.

2. Terugblik beleggingsomgeving

In het kort

- De eerste zes maanden van 2025 waren turbulent door de opgelaaide handelsoorlog en geopolitieke onrust;
- De huidige ontwikkelingen passen binnen het beleggingsregime dat sinds de coronacrisis geldt, waarin we bewegen richting een multipolaire wereld waarin inflatie en rentes hoger liggen dan voorheen;
- Ondanks de hoge volatiliteit was het aandelenrendement positief. De Amerikaanse aandelenmarkt bleef wel achter bij de andere regio's, helemaal als het dollarrisico niet was afgedekt;
- De rentetermijnstructuur in de eurozone normaliseerde: de korte rente daalde terwijl de lange rente licht opliep door zorgen over inflatie en de kredietwaardigheid van landen;
- De Amerikaanse dollar stond onder druk en de goudprijs steeg fors.



2.1 Handelsoorlog en geopolitieke onzekerheid tekenen de eerste helft van 2025

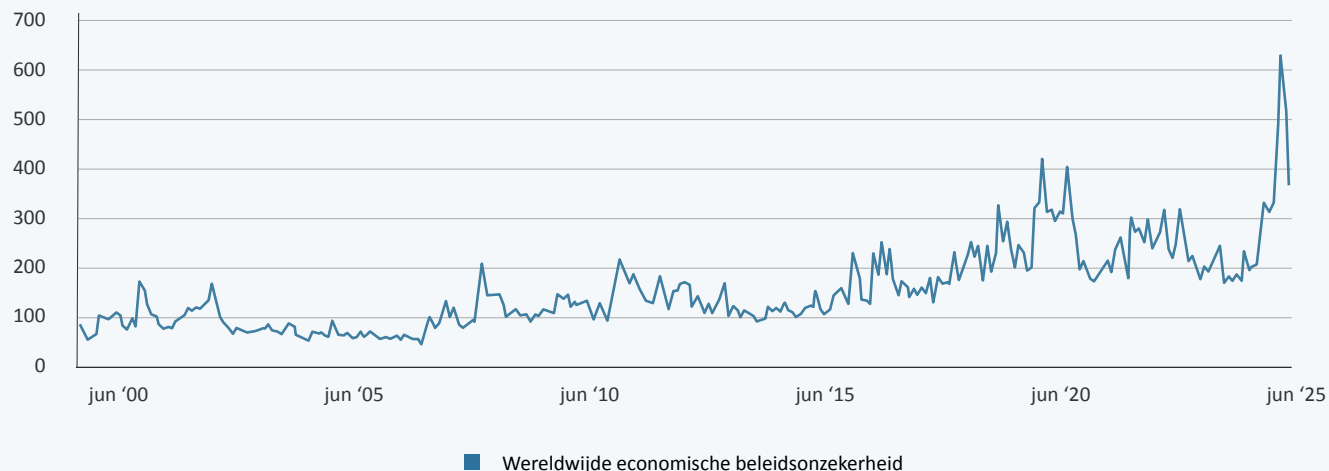
Auteur: Maurice Geraets – Senior Investment Strategist

Trump 2.0 zorgt voor turbulentie

Het was een turbulent eerste halfjaar van 2025.

De onvoorspelbare en wispelturige acties van Trump zorgden voor de nodige onzekerheid en volatiliteit (zie figuur 3). De Verenigde Staten voerden hoger en breder dan verwachte importheffingen in voor alle handelspartners. Dit ontketende een handelsoorlog die ontaarde in paniek op de financiële markten en een zeer hoge beleidsonzekerheid. Later werden de heffingen weer afgezwakt waardoor herstel optrad en financiële markten in rustiger vaarwater terecht kwamen.

Figuur 3: Hoge mate van beleidsonzekerheid door handelsoorlog



Deze index (Global Economic Policy Uncertainty) geeft de mate van onzekerheid weer rond het wereldwijde economische beleid. De index wordt samengesteld aan de hand van de frequentie van krantenartikelen waarin economische onzekerheid en beleidsgerelateerde termen worden genoemd. De index geeft inzicht in de mate van wereldwijde economische beleidsonzekerheid.

Bron: Bloomberg, Achmea IM

De economische schade op de korte termijn valt mee

De macro-economische schade die nu zichtbaar is door de geopolitieke turbulentie lijkt vooralsnog mee te vallen, al zijn de groeiverwachtingen voor 2025 naar beneden bijgesteld. De meeste vertrouwenscijfers daalden hard en impliceren economisch moeizamere tijden. De harde macro-economische data blijven vooralsnog op peil. De economische groei is weliswaar lager dan aan het begin van het jaar werd geschat, maar de wereldeconomie implodeert niet. Wel is duidelijk dat Trump 2.0 voor de nodige onrust en verandering zorgt. Het Amerikaanse beleid is gericht op *America First*. In reactie hierop is Europa genooddaakt zich aan te passen aan een veranderende wereldorde door zowel de defensie- als de infrastructuuruitgaven te verhogen.

“De wispelturige acties van Trump zorgden voor de nodige onzekerheid.”

Een nieuwe wereldorde sinds de coronacrisis

Door de recente ontwikkelingen wordt steeds meer gesproken over een nieuwe wereldorde. Maar ook voordat Trump vorig jaar het presidentschap won, wezen de genoemde transitionele trends, zoals vergrijzing, een multipolaire wereld, de grotere rol van de overheid gecombineerd met hoge staatsschulden, de energietransitie en technologische ontwikkeling, al op een nieuw macro-economisch regime. Er is sprake van een veranderende wereldorde, maar het startpunt hiervan lag eerder dan dit jaar. Wij zien de coronacrisis als het omslagpunt. De periode tussen de kredietcrisis (2008/2009) en de coronacrisis (2020/2021) werd gekenmerkt door gematigde economische groei, lage inflatie, lage rentetarieven en een zeer ruim monetair beleid. Tegelijkertijd was de macro-economische volatiliteit beperkt. Sinds de coronacrisis zitten we in een ander beleggingsregime, dat we sinds enkele jaren *Flags & Frictions* noemen, met een ongunstigere groei-inflatie trade-off en een hogere macro-economische volatiliteit.

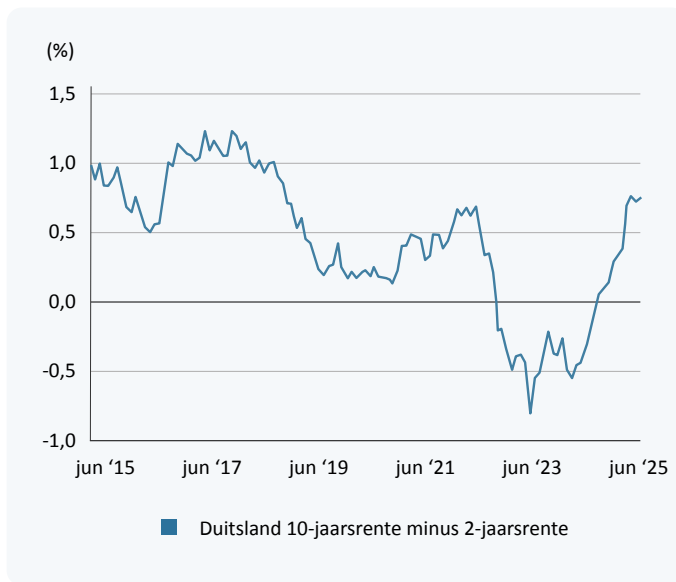
Volatiele aandelenmarkten in de eerste helft van 2025

De handelsoorlog zorgde voor de nodige turbulentie op de financiële markten. Maar ondanks deze turbulentie resulteerden positieve rendementen voor de meeste risicovolle beleggingscategorieën in de eerste zes maanden van 2025. In april vond een sterke correctie plaats op de aandelenmarkten na escalatie van de handelsoorlog. Later volgde een sterk herstel nadat een aantal heffingen werd afgezwakt en er een uitstelperiode kwam. Opvallend was dat de Amerikaanse aandelenmarkt achterbleef bij de meeste andere regio's, vooral in euro gemeten. Dit na jaren van *American exceptionalism*. De risico-opslagen van de risicovollere kredietcategorieën daalden per saldo licht. Ondanks de zorgen over de handelsoorlog blijven de risico-opslagen op een historisch laag niveau.

De rentetermijncurve in de eurozone normaliseerde

Het beeld op de obligatiemarkten was gemengd. De geldmarktrente in de eurozone daalde in navolging van de renteverlagingen van de Europese Centrale Bank (ECB). De ECB verlaagde de beleidsrente vier keer met 25 basispunten. De depositorente bedraagt medio 2025 2%. De lange rentes stegen daarentegen. De Duitse 10-jaarsrente steeg van 2,4% naar 2,6%. Hierdoor normaliseerde de rentetermijnstructuur (zie figuur 4). In de Verenigde Staten was sprake van een ander renteverloop. De Amerikaanse centrale bank (Fed) hield de beleidsrente ongewijzigd in een bandbreedte van 4,25% - 4,50%. De Amerikaanse 10-jaarsrente daalde licht ondanks de zorgen over het hoge begrotingstekort en de handelsoorlog. Maar staatsobligaties vervullen steeds minder goed de rol van veilige haven nu de zorgen over de schuldhoudbaarheid toenemen en de inflatierisico's aan de bovenkant liggen.

Figuur 4: Duitse rentetermijncurve versteilde



Bron: Bloomberg, Achmea IM

De Amerikaanse dollar stond onder druk

De grondstofprijzen kenden ook een volatiel verloop in de eerste helft van 2025. Naast de handelsoorlog zorgden de geopolitieke ontwikkelingen in het Midden-Oosten voor de nodige uitschieters. Per saldo was wel sprake van een daling van de olieprijs. De goudprijs daarentegen profiteerde van alle onrust en volatiliteit. De goudprijs liep verder op en bereikte een recordstand. De prijs voor een *troy ounce* bedroeg medio 2025 circa \$ 3.300 en benadert daarmee een *all-time high*. De Amerikaanse dollar daalde flink ten opzichte van de euro door de handelsoorlog en het tanende vertrouwen in de Verenigde Staten. De euro-dollarwisselkoers bedroeg medio 2025 circa 1,17. Deze beweging is opvallend omdat de Amerikaanse munt historisch gezien in waarde stijgt in tijden van geopolitieke onrust en turbulentie op de financiële markten. Net als bij staatsobligaties lijkt de rol van de Amerikaanse dollar als veilige-haven-belegging tanende.

“De rentetermijncurve in de eurozone versteilde, de Amerikaanse dollar daalde flink.

3. Flags & Frictions en risicoscenario's

In het kort

- Scenarioanalyse is een nuttig instrument voor het vormgeven van het strategische beleggingsbeleid;
- In het basisscenario Flags & Frictions voltrekt De Grote Transitie zich binnen een multipolaire wereld waarin diverse machten om dominantie strijden, beleidsvorming grilliger is en overheden een dominante rol opeisen;
- De wereldeconomie groeit in dit scenario in een gematigd tempo en de inflatierisico's liggen aan de bovenkant. Er is opwaartse druk op renteniveaus en het verwachte rendement voor aandelen is gematigd;
- De robuustheid van de beleggingsportefeuille in verschillende macro-economische omgevingen, van deflatie tot stagflatie, kan via verschillende risicoscenario's getoetst worden;
- Via een monitoringskader beoordelen we op een systematische manier de actualiteit van de aannames van een aantal kernvariabelen.



3.1 Scenario's voor de vormgeving van het strategisch beleggingsbeleid

Auteurs: Thomas van Galen – *Chief Strategist* & Maurice Geraets – *Senior Investment Strategist*

Scenario-analyse geeft richting aan het beleggingsbeleid

Om richting te geven aan het strategisch beleggingsbeleid hanteren we een scenario-aanpak. Centraal daarin staat ons basisscenario *Flags & Frictions*: een wereld met blijvende rivaliteit tussen machtsblokken, beperkte samenwerking, binnenlandse polarisatie en hogere beleidsvolatiliteit. Dit scenario vormt het uitgangspunt voor de economische parameters die we gebruiken in het Asset Liability Management (ALM) en portefeuilleconstructiemodel. Hiermee brengen we de kansverdeling van uitkomsten voor de portefeuille in beeld.

Daarnaast schetsen we vier risicoscenario's, die geen kansverdeling kennen, maar als vaste alternatieve werelden zijn vormgegeven. Deze deterministische scenario's verkennen wat er kan gebeuren als cruciale onzekerheden, zoals geopolitieke spanningen, financiële instabiliteit of technologische doorbraken, een andere wending nemen. Samen helpen deze scenario's ons om het beleid te toetsen op veerkracht en om voorbereid te zijn op verrassingen die buiten het verwachtingsspad liggen. In figuur 5 geven we de belangrijkste kenmerken en verwachte rendementen van de scenario's weer.

“Flags & Frictions is een multipolaire wereld waarin diverse machten om dominantie strijden.”

Figuur 5: Scenario's en verwachte rendementen op de middellange termijn per medio 2025

Macro-economie	Flags & Frictions	Conflict	Financiële Crisis	Nieuwe Prioriteiten	Groei & Innovatie
Economische groei (in jaar 5)	1,25%	0,50%	-0,50%	2,00%	2,25%
Gemiddelde inflatie komende 5 jaar	2,25%	7,25%	0,25%	4,50%	2,25%
Schokniveau 10-jaarsrente in jaar 2		4,32%	0,32%	6,82%	5,82%
Veiligheid & Matching					
Kasgeld euro (€)	2,00%	2,75%	0,00%	4,00%	3,00%
Duitse staatsobligaties (€)	2,50%	2,00%	3,00%	1,75%	1,75%
Italiaanse staatsobligaties (€)	3,25%	2,75%	3,50%	2,50%	2,75%
Investment Grade Credits euro (€)	3,00%	3,00%	3,00%	2,75%	2,75%
Hypotheken (€)	3,25%	3,25%	3,50%	3,00%	2,75%
Rendement aandelen & krediet					
Aandelen Ontwikkelde Landen (€ hedged)	3,25%	-7,00%	-4,50%	5,00%	8,00%
Aandelen Opkomende Landen (€)	7,00%	-6,75%	-4,00%	10,75%	13,75%
Private equity (€ hedged)	6,25%	-5,25%	-2,50%	9,50%	12,50%
Global High Yield (€ hedged)	2,25%	2,00%	2,50%	3,25%	3,25%
Global Bank Loans (€ hedged)	4,25%	4,50%	3,00%	6,50%	5,50%
Emerging Market Debt HC (€ hedged)	5,25%	3,75%	5,50%	4,50%	4,00%
Emerging Market Debt LC (€)	4,75%	-0,75%	3,25%	5,50%	7,00%
Inflatie					
Beursgenoteerd Vastgoed (€ hedged)	3,25%	-2,75%	-7,75%	4,00%	5,25%
Nederlands niet-beursgenoteerd Vastgoed (€)	4,50%	6,00%	-0,25%	7,75%	5,25%
Infrastructuur (€ hedged)	5,50%	7,75%	1,25%	8,50%	7,75%
Global ILBs (€ hedged)	5,00%	13,50%	2,75%	6,50%	3,50%
Grondstoffen (€ hedged)	4,75%	12,25%	-2,75%	14,50%	7,25%
Diversificatie					
Hedge funds (€)	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%

3.2 Het basisscenario: Flags & Frictions

Auteurs: Thomas van Galen – *Chief Strategist* & Maurice Geraets – *Senior Investment Strategist*

In het basisscenario Flags & Frictions voltrekt De Grote Transitie zich binnen een wereld waarin de geopolitieke macht meer verdeeld raakt. De Verenigde Staten verliezen relatief terrein, terwijl Europa, China, en andere opkomende economieën hun invloed uitbouwen. Deze fragmentatie leidt tot regionale machtsblokken, rivaliteit in plaats van samenwerking en een complexer internationaal speelveld, met onzekerheden rond handelsstromen, toeleveringsketens en technologische standaarden. Een multipolaire wereld waarin diverse machten om dominantie strijden. In deze wereld is de beleidsvorming grilliger, vindt een verschuiving plaats van een rechtsorde naar een machtsorde en staat de beleidseffectiviteit onder druk.

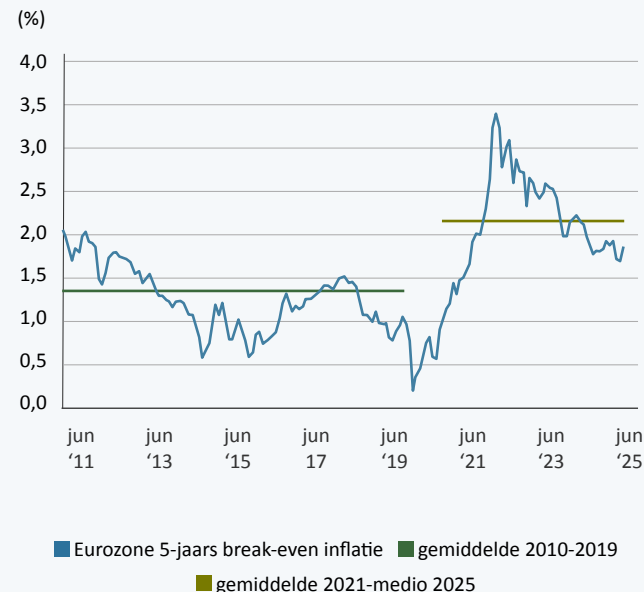
Tegelijkertijd eisen overheden een dominantere rol op via het begrotingsbeleid en via industriepolitiek en worstelen veel landen met hoge overheidsschulden. Deze schulden liggen vaak boven de 100% van het bruto binnenlands product, wat de beleidsruimte beperkt en snelle, daadkrachtige interventie bij economische tegenwind lastiger maakt. Hoewel dit scenario geen structurele escalatie of systeemcrisis veronderstelt, blijft de volatiliteit hoog en

is de ruimte voor begrotings- en monetair beleid beperkter dan in het verleden. Het vormt daarmee een ordentelijk maar veeleisend pad en is het uitgangspunt voor de economische projecties.

Macro-economisch beeld: gematigde groei in een gefragmenteerde wereld

De wereldeconomie groeit in dit scenario in een gematigd tempo. De fragmentatie van het mondiale speelveld leidt tot minder efficiëntie en hogere transactiekosten in de wereldhandel. Regionalisering en *friendshoring* vervangen de oude globaliseringsstructuren, wat leidt tot lagere dynamiek in handelsgroei en investeringsstromen. De wereld laat nog steeds groei zien, maar die verloopt minder synchroon en met grotere verschillen tussen regio's. Tegelijkertijd zorgen innovatie, digitalisering en de energietransitie voor nieuwe investeringsgolven die de productiviteitsgroei op de middellange termijn ondersteunen. De inzet van kunstmatige intelligentie en automatisering versterkt de productie in bepaalde sectoren, maar de baten blijven ongelijk verdeeld. De productiviteitsgroei trekt iets aan ten opzichte van het afgelopen decennium, maar is niet krachtig genoeg om

Figuur 6: Ander inflatieregime dan voor de coronacrisis



Bron: Bloomberg, Achmea IM

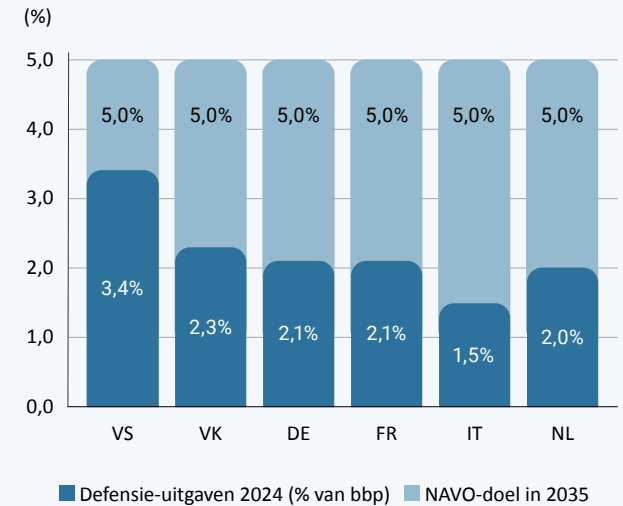
de demografische tegenwind volledig te compenseren. De arbeidsmarkten blijven gespannen, mede door vergrijzing, krimpende beroepsbevolkingen en beperkte migratie. In veel ontwikkelde economieën blijft de werkloosheid laag, maar dit gaat gepaard met een stijgende looninflatie en krapte in zorg, onderwijs en techniek. De combinatie van structurele krapte en hogere publieke investeringen houdt de inflatie gemiddeld boven het niveau van vóór 2020 (zie figuur 6). Tegelijk is er geen sprake van een klassiek oververhitte economie: de groei is matig, maar niet recessief. In die zin is de macro-economische omgeving ‘stroperig’: inflatoir maar niet booming. Per saldo liggen de inflatierisico's aan de bovenkant.

“Structurele factoren duwen de evenwichtsrente omhoog.”

Hogere rentes door stijgende investeringsbehoefte

In het scenario Flags & Frictions gaan we voor de middellange termijn uit van een Duitse 10-jaarsrente van circa 3%, wat duidelijk boven het gemiddelde van de periode voor de coronacrisis ligt. Dit past bij een beleggingsregime waarin structurele factoren, zoals een hogere investeringsbehoefte voor de energietransitie en defensie, fragmentatie van de wereldhandel en een krappere wordende arbeidsmarkt, de evenwichtsrente opwaarts duwen. In heel Europa zal meer worden geïnvesteerd in defensie nu aangestuurd wordt op de nieuwe NAVO-norm van 3,5% tot 5% (zie figuur 7). Ook in de Verenigde Staten blijven de rentes verhoogd. Aangezien de huidige rentes dicht bij het verwachte evenwichtsniveau liggen, liggen ook de verwachte rendementen op kredietwaardige obligaties dicht bij de huidige yields.

Figuur 7: Defensie-uitgaven het komende decennium flink omhoog



Bron: Bloomberg, CBS, Achmea IM

Beperkte risico-opslagen voor kredietobligaties

De risico-opslagen op bedrijfsobligaties bevinden zich historisch gezien op lage niveaus. Zowel bij investment grade als bij high yield zijn de risico-opslagen krap, net als de landenrisico-opslagen binnen de eurozone (met uitzondering van Frankrijk). Deze lage risico-opslagen weerspiegelen het relatief gunstige macro-economische momentum en de afwezigheid van acute stress in het financiële systeem. De fundamenten van bedrijven zijn over het algemeen gezond, met solide balansen en redelijke marges. Toch biedt het huidige niveau van risico-opslagen weinig ruimte voor tegenvallers, zoals stijgende financieringskosten of druk op de winstmarges. In het basisscenario voorzien we een geleidelijke normalisatie van risico-opslagen richting hun historische gemiddelden. De totale yields blijven op een redelijk niveau, vooral dankzij de hogere risicovrije rentes. Binnen het kredietdomein blijven obligaties uit opkomende markten in harde valuta (EMD HC) relatief aantrekkelijk, terwijl het opwaarts potentieel bij high yield beperkter is.

Het verwachte rendement op aandelen ontwikkelde landen is gematigd

Voor aandelen uit ontwikkelde landen zijn de verwachtingen gematigd positief, maar duidelijk lager dan in het vorige decennium. De belangrijkste rem op toekomstige rendementen is de hoge waardering, vooral van de Amerikaanse aandelenmarkt. Zowel koerswinstverhoudingen als winstmarges liggen boven het historische gemiddelde. Hoewel waardering op korte termijn weinig voorspellend is, geldt op de lange termijn dat hoge waarderingen samengaan met lagere verwachte rendementen. In dit scenario worden de winstgroei en de waardering ondersteund door technologische vooruitgang en digitalisering, maar tegelijkertijd kunnen geopolitieke fragmentatie en inefficiënties in mondiale waardeketens de marges onder druk zetten. De concentratie in een beperkt aantal megacaps, zoals de Magnificent Seven, maakt markten kwetsbaar. De correctie begin dit jaar na de onthulling van DeepSeek onderstreepte dit risico. In opkomende markten is de waardering aantrekkelijker, maar zijn de risico's hoger.

Overwegend positief beeld voor real assets

In een wereld van structureel hogere inflatierisico's, geopolitieke onzekerheid en matige economische groei zijn de vooruitzichten voor real assets, zoals vastgoed en infrastructuur positief. Overheden gaan meer uitgeven aan defensie, wat mogelijk een impuls geeft aan de Europese markten. De trend naar meer strategische onafhankelijkheid vereist ook investeringen in technologie en innovatie en biedt kansen voor impactbeleggingen, bijvoorbeeld in windmolens, zonnepanelen en het elektriciteitsnetwerk. Tegelijkertijd drukt de onzekerheid over de geopolitieke situatie de investeringsbereidheid in illiquide markten, waar investeerders stabiliteit op de lange termijn vereisen.

“De risico-opslagen zijn gemiddeld genomen laag.”

3.3 Risicoscenario's: onzekerheid zonder stochastiek

Auteurs: Thomas van Galen – *Chief Strategist* & Maurice Geraets – *Senior Investment Strategist*

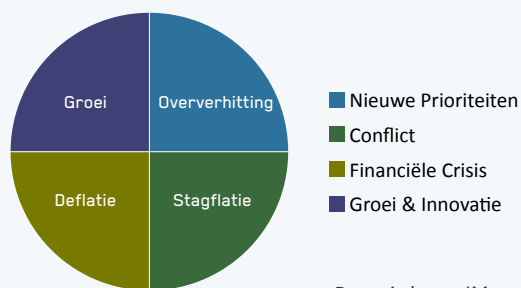
Naast het basisscenario schetsen we vier risicoscenario's, elk met een eigen plaats in het economische speelveld. Ze verkennen extremere, maar plausibele uitkomsten als geopolitieke spanningen escaleren, schuldniveaus ontsporen, technologische doorbraken versnellen of overheden massaal investeren. Deze deterministische scenario's helpen het beleid te toetsen op veerkracht in uiteenlopende macro-omgevingen, van deflatie tot stagflatie, en van snelle groei tot aanhoudende inflatie.

Risicoscenario: Conflict (stagflatiekwadrant)

In dit risicoscenario escaleren geopolitieke spanningen tot langdurige conflicten en structurele blokkades in handelsstromen. De wereld versplintert in rivaliserende machtsblokken, met verstoorde bevoorradingsketens en permanente onzekerheid over marktoegang. Binnen de machtsblokken zelf neemt de politieke instabiliteit toe. De democratische rechtsorde verzwakt in de Verenigde Staten. De onafhankelijkheid van de centrale bank komt nog meer onder druk te staan, wat leidt tot hogere inflatie. In Europa vergroot de EU haar greep op defensie- en energiebeleid, maar ten koste van het

democratische proces en de begrotingsdiscipline. De economische dynamiek stagneert terwijl prijsdruk aanhoudt. Inflatie blijft hoog door schaarste, subsidies en defensie-uitgaven, terwijl investeringen en productiviteit afnemen. Centrale banken verliezen hun geloofwaardigheid en beleidsruimte. De Grote Transitie vertraagt, met achterblijvende technologische innovatie en stagnatie in de energietransitie. Voor beleggers ontstaat een regime van lage reële groei en hoge volatiliteit. Obligaties beschermen onvoldoende, terwijl inflatiegerelateerde obligaties, goud en bepaalde grondstoffen een grotere rol krijgen als stabilisatoren in de portefeuille.

Figuur 8: Risicoscenario's met bijbehorende kwadranten



Bron: Achmea IM

Risicoscenario: Financiële Crisis (deflatiekwadrant)

In dit risicoscenario wordt de wereldeconomie getroffen door een financiële crisis wat leidt tot oplopende risico-premies. Vooral financiële instellingen blijken hiervoor kwetsbaar, waardoor een reeks faillissementen ontstaat. Deze schok veroorzaakt een verstoring van de kredietverlening en een scherpe daling van de liquiditeit. De reële economie verzwakt door dalende investeringen en voorzichtig consumentengedrag. Inflatie blijft laag door de structureel geringe vraag. Centrale banken proberen te ondersteunen, maar hun beleidsruimte is beperkt door reeds lage rentes en de hoge schuldenlast. Politieke druk op financiële stabiliteit leidt tot nieuwe regelgeving en kapitaalcontroles. De Grote Transitie krijgt weinig ruimte; investeringen in innovatie en duurzaamheid stagneren onder financiële onzekerheid. Beleggers vluchten naar kwaliteit en liquiditeit, waardoor zowel nominale als reële rentes dalen. Obligaties van hoge kredietkwaliteit en kasgeld worden kerncomponenten van de portefeuilles, terwijl risicovolle beleggingen onder druk blijven.

Box 1 – Schuldencrisis zet financiële markten onder druk

Overheidsschulden lopen op

Een wereldwijde schuldencrisis is niet ondenkbaar. Sinds de coronapandemie hebben overheden wereldwijd hun uitgaven fors verhoogd om economische schokken op te vangen. In crisistijden is ingrijpen van de overheid vaak wenselijk om de economische pijn te verzachten. Maar in economisch betere tijden moet het huishoudboekje weer op orde gebracht worden. Toch gebeurt dit meestal niet. Opvallend is het hoge begrotingstekort in de Verenigde Staten dat is opgelopen tot ruim 6% van het bbp. En dat terwijl er sprake is van volledige werkgelegenheid. Daarnaast is medio 2025 in de Verenigde Staten de begrotingswet van Trump (*One Big Beautiful Bill Act*) goedgekeurd. Naar verwachting zal hierdoor het begrotingstekort de komende tien jaar met \$ 3,4 biljoen stijgen. Maar ook in Europa is er minder aandacht voor begrotingsdiscipline. Duitsland, voorheen het toonvoorbeeld van solide overheidsbegrotingen, heeft de schuldenrem losgelaten om grote investeringen in infrastructuur en defensie mogelijk te maken. Naar verwachting loopt de Duitse overheidsschuld in de komende jaren op tot boven de 70% van het bruto binnenlands product (zie figuur 9). En nu staan over-

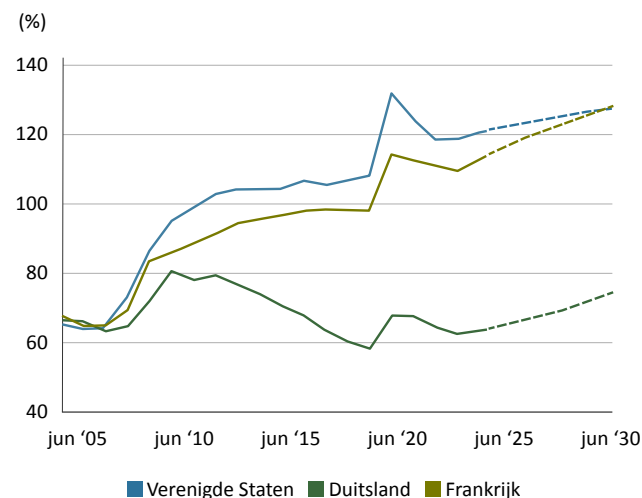
heden na jaren van ruim begrotingsbeleid, lage rentes en uitzonderlijke monetaire steunmaatregelen voor een nieuwe realiteit met hogere langetermijnrentes en hogere inflatie.

Kenmerken van ‘financiële crisis’ en ‘conflict’

De gestileerde risicoscenario's dekken de kwadranten in ons scenarioraamwerk en zijn daarmee een nuttig instrument om de robuustheid van de beleggingsportefeuille te toetsen. In de praktijk voltrekt een risicoscenario zich vaak niet exact volgens de veronderstelde parameters. Zo heeft een escalatie van de wereldwijde schuldencrisis waarschijnlijk kenmerken van de risicoscenario's 'financiële crisis' en 'conflict'. Het risico bestaat dat de obligatiemarkten gaan twijfelen aan de schuldhoudbaarheid gezien de kwetsbare financiële positie van veel overheden. Een dergelijk scenario gaat gepaard met een initiële stijging van de lange rente. Indien het vertrouwen in de obligatiemarkten verloren gaat, mondt dit uit in een financiële crisis met hoge volatiliteit. Vervolgens zullen centrale banken ingrijpen door het opkopen van staatsobligaties om verdere escalatie af te wenden. Centrale banken zullen door middel van financiële repressie renteniveaus drukken. Financiële stabiliteit zal voorrang krijgen ten opzichte van prijsstabiliteit. Per saldo zal de economische groei

onder druk komen te staan. Het inflatiebeeld is gemengd in dit scenario. De afzwakkende economie heeft een drukkend effect op de inflatie. Op langere termijn nemen de inflatierisico's toe door het ruime monetaire beleid. Daarnaast hebben centrale banken en overheden belang bij een wat hogere inflatie om de hoge schulden onder controle te krijgen.

Figuur 9: Oplopende overheidsschulden (schuld als % van bbp, stippellijn is prognose IMF)



Bron: Bloomberg, IMF, Achmea IM

Impact op de financiële markten

De aandelenmarkten krijgen het in de eerste jaren van dit scenario zwaar te verduren. De combinatie van stijgende kapitaalkosten, tragere groei en herwaardering leidt tot forse koersdalingen. Staatsobligaties staan structureel onder druk en vertonen veel volatiliteit. De langetermijnrente stijgt in eerste instantie door een toenemend aanbod en stijgende risico-opslagen in Europa. Het verlies aan vertrouwen in de begrotingsdiscipline leidt tot hogere risicopremies. Vervolgens dalen de rentes weer nadat centrale banken ingrijpen. De reële rente blijft daardoor laag of wordt zelfs negatief, ofwel financiële repressie als manier om schulden in reële termen weg te werken. De risicopremies op bedrijfsobligaties lopen op, met name in het highyield-segment. De hogere rente en de tragere groei zorgen voor verslechterende kredietkwaliteit. Default-ratio's stijgen, vooral in sectoren met hoge leverage. Goud komt duidelijk als winnaar uit dit scenario. De goudprijs stijgt fors als bescherming tegen inflatie, geopolitieke onzekerheid en verlies aan vertrouwen in fiatvaluta's.

Beleggers verschuiven kapitaal naar tastbare activa (*real assets*). Centrale banken in opkomende markten vergroten hun goudreserves ten koste van hun dollarreserves. Dit betekent ook dat in dit scenario alle belangrijke fiatvaluta's onder druk staan, zoals de Amerikaanse dollar, euro en het Britse pond.

“Een schuldencrisis raakt de fundamenteën van de financiële markten.”

Implicaties voor beleggers: real assets en opkomende markten

Een schuldencrisis raakt de fundamenteën van de financiële markten, namelijk de risicovrij gewaande staatsobligaties. Een dergelijke crisis zal gepaard gaan met hoge volatiliteit en de traditionele beleggingscategorieën (staats)obligaties en aandelen zullen onder druk staan. Diversificatie buiten de traditionele beleggingscategorieën is dan essentieel. Real assets, zoals vastgoed, grondstoffen en dan met name goud, bieden bescherming in dit scenario. Tegelijk zijn liquiditeit en flexibiliteit in portefeuillebeheer belangrijk. De sterke stijging van de lange rente kan tot liquiditeitsproblemen leiden bij sommige (institutionele) beleggers. Ook rentegevoelige beleggingen, waaronder sommige illiquide real assets, zijn kwetsbaar in dit scenario. Beleggingen in opkomende landen zijn in dit scenario mogelijk interessanter. De opkomende landen zullen ook last hebben van de negatieve macro-economische effecten en de stijgende (Amerikaanse) rente, maar gemiddeld genomen hebben opkomende landen hun financiën beter op orde en kunnen ze profiteren van een daling van de Amerikaanse dollar.

Risicoscenario: Groei & Innovatie (Groei kwadrant)

Dit scenario is een relatief optimistisch economisch scenario waarbij er digitale doorbraken plaatsvinden. Technologische innovatie versnelt sterk, met kunstmatige intelligentie (AI), automatisering en digitalisering als motoren van hogere productiviteit en nieuwe bedrijfsmodellen. Grote machtsblokken, zoals de Verenigde Staten en China, wedijveren om technologische dominantie, met strengere regelgeving en exportbeperkingen. Europa kiest een eigen pad, gericht op samenwerking, ethiek en duurzaamheid, waarbij regionale verschillen duidelijk blijven. De arbeidsmarkt transformeert compleet, waarbij niet alleen traditionele banen verdwijnen, maar ook hoogopgeleide werknemers onzekerheid ervaren. De overgang verloopt in een J-curve: initiële verstoring wordt gevolgd door nieuwe functies en vaardigheden, ondersteund door investeringen in scholing. De Grote Transitie versnelt en technologische doorbraken stimuleren de economische groei en houden de inflatie laag door efficiëntieverbeteringen. AI kunnen hogere loonkosten voor gespecialiseerd talent tijdelijk druk op de lonen geven. Innovatie dringt door in de traditionele sectoren, zoals slimme elektriciteitsnetten en automatisering in industrie, wat leidt tot herwaardering

van sectoren. Tegelijk nemen bepaalde risico's toe, zoals cyberveiligheid, ethische vraagstukken en ongelijkheid. Beleggers vinden kansen, maar moeten rekening houden met deze risico's. In dit scenario neemt de concentratie van winsten toe bij de grote technologiebedrijven. Per saldo liggen de verwachte rendementen voor de meeste risicovolle beleggingen hoger dan in het basisscenario en lopen de nominale en reële rentes op.

Risicoscenario: Nieuwe Prioriteiten (Oververhittingskwadrant)

In dit scenario leidt een periode van oververhitting tot hoge economische groei en aanhoudend hoge inflatie. Specifieke onderdelen uit De Grote Transitie, zoals bepaalde grootschalige overheidsuitgaven, krijgen voorrang. Deze grootschalige overheidsuitgaven op het gebied van defensie, energietransitie en infrastructuur stimuleren de vraag en productie sterk.

Europa, de Verenigde Staten en andere machtsblokken investeren intensief om strategische autonomie te vergroten en duurzame groei te bevorderen, wat het economische tempo versnelt. De krapte op de arbeidsmarkt, de grondstofschaarste en de verstoorde toeleveringsketens zorgen ervoor dat inflatie hoog blijft. Centrale banken houden de rente relatief hoog om de inflatiedruk te temperen, maar kunnen de groei niet volledig afremmen. Door deze combinatie van sterke groei en stijgende kosten ontstaan spanningen binnen bedrijfsmodellen en waardeketens. Aandelen presteren goed dankzij de krachtige nominale winstgroei die wordt gestuwd door de forse overheidsuitgaven en hoge economische activiteit. Real assets, zoals infrastructuur, en grondstoffen, doen het nog beter door hun sterke inflatiegevoeligheid en directe blootstelling aan de investeringsdynamiek, ondanks toenemende politieke risico's. Obligaties blijven onaantrekkelijk door de hoge rente en inflatie.

“Risicoscenario's helpen het beleid te toetsen op veerkracht in uiteenlopende macro-omgevingen.”

3.4 Relevantie in de tijd: monitoring van scenario's

Auteurs: Thomas van Galen – *Chief Strategist* & Maurice Geraets – *Senior Investment Strategist*

De kracht van scenario's schuilt in hun vermogen om robuust beleid te ontwikkelen onder uiteenlopende omstandigheden. Maar de wereld staat niet stil. Wat vandaag een plausibele risicowereld is, kan morgen achterhaald zijn. Om de relevantie van de scenario's te toetsen, hanteren we een monitoringskader. Daarmee beoordelen we systematisch of de aannames uit de scenario's nog passen bij de economische en geopolitieke realiteit. Het uitgangspunt is eenvoudig: als de werkelijke

ontwikkelingen structureel dichter bij een bepaald risicoscenario komen te liggen, verliest dat scenario zijn 'extreme' karakter en is actualisering nodig. Voor de kernvariabelen uit de scenario's, zoals inflatie en rente, zijn ijkpunten per medio 2025 voor de verschillende beleggingshorizonnen vastgelegd. Rond deze ijkpunten op de middellange termijn definiëren we grenswaarden (zie figuur 10). In de maandpresentatie worden actuele data afgezet tegen deze bandbreedtes.

Bij overschrijding van een grens wordt het basis-scenario opnieuw geëvalueerd op relevantie. Bij een structurele overschrijding volgt heroverweging van het basisscenario of een voorstel tot actualisatie. Daarmee blijft het scenariokader niet alleen robuust, maar ook actueel. Daarnaast vindt elk half jaar een update van de scenario-analyse plaats waarbij de kritische variabelen worden beoordeeld.

Figuur 10: Voorbeeldopzet monitoringskader basisscenario

Performance	Parameter	Huidige waarde (31 juli 2025)	Grenswaarde	Beoordeling
Inflatie	1-jaars voortschrijdend gemiddelde eurozone-inflatie	2,1%	-/+ 2% t.o.v. medio 2025 aannames	Binnen bandbreedte
Break-even inflatie	5-jaars break-even inflatie eurozone	1,9%	-/+ 0,75% t.o.v. medio 2025 aannames	Binnen bandbreedte
Ingeprijsde inflatie MLT	5-jaars, 5-jaars forward inflatie	2,1%	-/+ 0,75% t.o.v. medio 2025 aannames	Binnen bandbreedte
10-jaarsrente Duitsland	10-jaarsrente Duitsland	2,7%	-/+ 1% t.o.v. medio 2025 aannames	Binnen bandbreedte
Aandelen MSCI Wereld	MSCI Wereld (euro hedged, herschaald)	102,3	-/+ 1,5 SD t.o.v. medio 2025 aannames en scenariowolk (circa +/- 25%)	Binnen bandbreedte

Bron: Bloomberg, Ortec Glass, Achmea IM



4. Beleggingsimplicaties

In het kort

- De wereld en de verwachte rendementen zien er in Flags & Frictions anders uit dan in de periode voor de coronacrisis;
- De strategische beleggingsimplicaties die hieruit volgen zijn:
 - zorg voor voldoende diversificatie;
 - overweeg goud als veilige-haven-belegging;
 - dek de blootstelling naar de Amerikaanse dollar grotendeels af.
- Op basis van de rendementsverwachtingen in Flags & Frictions kunnen de volgende accenten in de beleggingsportefeuille worden aangebracht:
 - voorkeur voor EMD HC ten opzichte van zowel aandelen ontwikkelde landen als Duitse staatsobligaties;
 - voorkeur voor bank loans ten koste van high yield;
 - voorkeur voor inflatiegerelateerde obligaties ten koste van nominale staatsobligaties.

4.1 Strategische beleggingsimplicaties in een multipolaire wereld

Auteurs: Thomas van Galen – *Chief Strategist* & Maurice Geraets – *Senior Investment Strategist*

Beleggingsregime met andere kenmerken

De wereld en de verwachte rendementen zien er in Flags & Frictions anders uit dan in de periode voor de coronacrisis. De relatief stabiele macro-economische omgeving en het extreem ruime en onconventionele monetaire beleid van de jaren 2010 waren de drijvende kracht achter de hoge rendementen op de aandelen- en obligatiemarkten. Maar dat is nu waarschijnlijk niet meer het geval. In het Flags & Frictions-tijdperk is sprake van volatielere rentes en valuta's. Daarnaast zijn de verwachte rendementen voor aandelen beperkt. In ieder geval lager dan in de periode 2010-2021 waar het totaalrendement van aandelen ontwikkelde landen meer dan 10% per jaar bedroeg. De jaren 2021 en 2022 waren een wake-upcall dat de periode van lage en stabiele inflatie voorbij is. De 'veilige' vastrentende categorieën zijn nog niet hersteld van deze klap. Wereldwijd is er momenteel sprake van opwaartse druk op de lange rentes.

Naast de impact op de verwachte rendementen voor de verschillende beleggingscategorieën in het specifieke beleggingsregime, zijn er andere gebieden waar beleggers in hun strategische beleggingsallocatie rekening mee kunnen houden. We noemen er drie, namelijk: voldoende diversificatie, goud als veilige haven en de kwetsbaarheid van de Amerikaanse dollar.

“Diversificatie is van cruciaal belang in het huidige beleggingsregime.”

Streef naar voldoende diversificatie

Diversificatie is van cruciaal belang in een volatiel en onzeker beleggingsregime, maar ook omdat er onzekerheid bestaat in welke regime we zitten. Diversificatie kan op verschillende niveaus worden toegepast. Ten eerste op het niveau van beleggingscategorieën (zie figuur 11). In het vorige beleggingsregime was de toegevoegde waarde van *diversifying* beleggingen beperkt. Aandelen en obligaties waren negatief gecorreleerd en het rendement op beide categorieën was relatief hoog. In Flags & Frictions is de verwachting dat spreiden over meerdere beleggingscategorieën verstandig is en tot een betere beleggingsportefeuille leidt. Dit betekent vooral spreiden naar beleggingen met inflatiegevoeligheid, zoals real assets. Maar ook alternatieve strategieën, zoals *trend following*, zijn een nuttige risicobeperkende strategie indien zich een periode met een langdurige aandelen *bear market* voordoet. Ten tweede is voldoende spreiding binnen de beleggingscategorie van belang. De zorgen over de hoge allocatie naar Amerikaanse aandelen binnen de brede MSCI index nemen toe. Via bijvoorbeeld factorbeleggen kan een betere spreiding worden bereikt en kunnen concentratierisico's worden verlaagd.

Figuur 11: Indeling beleggingsuniversum: spreiden over verschillende risicocategorieën



Bron: Achmea IM

Goud als veilige haven

Staatsobligaties en de Amerikaanse dollar, de veilige havens uit het vorige beleggingsregime, vervullen deze rol mogelijk in mindere mate in Flags & Frictions. Voorheen waren kredietwaardige staatsobligaties een goede *diversifier* voor aandelen en er was sprake van een negatieve correlatie. In een macro-economisch regime waarbij de inflatierisico's aan de bovenkant liggen en er aanhoudend zorgen zijn over de hoge begrotingstekorten en de houdbaarheid van de staatsschuld, vervullen staatsobligaties deze rol minder goed. Ook de veilige-haven-eigenschappen van de Amerikaanse dollar staan ter discussie (zie volgende alinea). Beleggers kunnen dus niet meer vertrouwen op de veilige havens van weleer. Goud heeft deze rol nu weer overgenomen. De goudprijs is dit jaar verder gestegen en wordt door steeds meer beleggers omarmd als de 'echte' veilige belegging. Dit is ook zichtbaar in de beweging dat centrale banken, vooral in de opkomende landen, hun goudreserves fors uitbreiden.

Dek de Amerikaanse dollar grotendeels af

Zoals genoemd staat de veilige-haven-eigenschap van de Amerikaanse dollar ter discussie. De Amerikaanse dollar was historisch gezien de veilige haven bij uitstek mede door de status als reservevaluta. Tijdens crises steeg de Amerikaanse munt dan ook meestal in waarde ten opzichte van andere valuta's. Maar niet dit jaar. Het grillige Amerikaanse beleid en het tanende vertrouwen in Amerikaanse instituties ondermijnen het vertrouwen in de *greenback*. Daarnaast streeft de Trump-regering actief naar een zwakkere dollar. Dit betekent dat het jarenlange regime, waarin de Amerikaanse dollar in waarde steeg sinds de kredietcrisis en als veilige haven gold, ten einde lijkt. Een periode van dollarzwakte is niet per se negatief. Zo'n periode is normaliter gunstig voor bepaalde beleggingscategorieën, zoals opkomende landen en *real assets*. Maar beleggers uit de eurozone doen er verstandig aan om een groot deel van hun dollarblootstelling af te dekken.

4.2 Rendementsgedreven beleggingsimplicaties medio 2025

Auteurs: Thomas van Galen – *Chief Strategist* & Maurice Geraets – *Senior Investment Strategist*

Beleggingsimplicaties ongewijzigd

We handhaven de beleggingsimplicaties van de vorige scenario-update per ultimo 2024. Deze beleggingsimplicaties zijn vooral gebaseerd op de relatieve rendementsverwachtingen in het basisscenario en zijn bedoeld om accenten in de beleggingsportefeuille aan te brengen. Het strategische uitgangspunt van effectieve diversificatie blijft leidend in de huidige onzekere multipolaire wereld. De rendementsverwachtingen hebben betrekking op de middellange termijn, namelijk vijf jaar. Dit betekent dat op korte termijn de realisatie sterk kan afwijken van de verwachting. Zo is het verwachte rendement op aandelen ontwikkelde landen al enige tijd beperkt. Dit komt door de hoge waardering van deze beleggingscategorie. Maar waardering is een slechte kortetermijndicator. Aandelen hebben het goed gedaan de afgelopen periode, ondanks alle onrust in de wereld. Voor de middellange termijn geven we echter de voorkeur aan obligaties uit opkomende landen in harde valuta (EMD HC). Zowel ten opzichte van aandelen als ten opzichte van kredietwaardige eurostaatsobligaties. Binnen de risicocategorie Krediet is het verwachte rendement voor high yield beperkt en

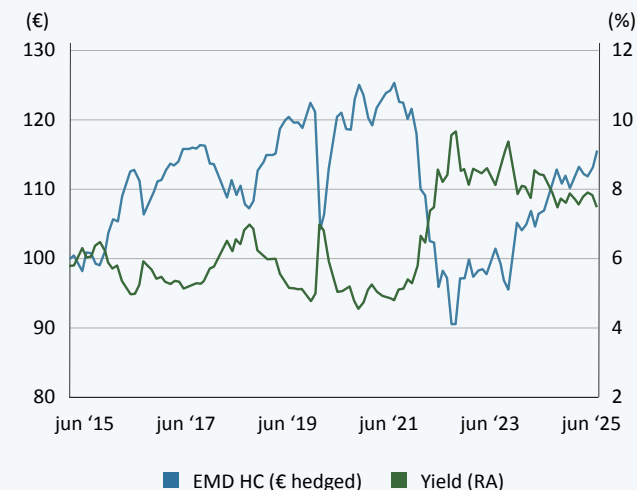
gaat de voorkeur uit naar bank loans. Inflatiegerelateerde obligaties krijgen de voorkeur boven nominale staatsobligaties omdat de inflatierisico's aan de bovenkant liggen en de reële rentes relatief aantrekkelijk zijn.

EMD HC is relatief aantrekkelijk

Het verwachte rendement van obligaties uit opkomende landen in harde valuta (EMD HC) is relatief aantrekkelijk in het basisscenario. Dit komt voornamelijk door de relatief hoge aanvangsrente (*yield*) voor deze categorie. Medio 2025 bedraagt deze circa 7,5% (zie figuur 12). Deze yield is opgebouwd uit de Amerikaanse risicovrije rente en een risico-opslag. De risico-opslag ligt historisch gezien op een gemiddeld niveau. Tegelijkertijd zijn de faillissementsverliezen beperkt. Zelfs na het afdekken van het valutarisico, wat de yield aanzienlijk verlaagt, resulteert een relatief aantrekkelijk verwacht rendement. We geven daarom de voorkeur aan EMD HC ten opzichte van zowel aandelen ontwikkelde landen als Duitse staatsobligaties. Outperformance van EMD HC ten opzichte van aandelen komt historisch gezien vaker voor. Vanaf 1999 tot en met 2021 outperformde EMD HC de categorie aandelen met circa een procentpunt

per jaar. En dat tegen een lager risico. Wel speelt een aantal risico's voor EMD HC. De belangrijkste zijn een verdere escalatie van de handelsoorlog die opkomende landen financieel raakt en een sterke stijging van de Amerikaanse staatsrente.

Figuur 12: Totaalrendement en yield EMD HC



Bron: Bloomberg, Achmea IM

De risico-opslag van high yield is laag

Het verwachte rendement van de beleggingscategorie global high yield is de komende jaren naar verwachting beperkt. Dit komt vooral door de historisch lage risico-opslag. Hoewel de effectieve rente (yield) van highyield-obligaties op het eerste gezicht aantrekkelijk lijkt, is de vergoeding voor het kredietrisico sterk afgenomen.

De risico-opslag ligt rond het laagste niveau in het afgelopen decennium, waardoor beleggers maar beperkt gecompenseerd worden voor de kredietrisico's. De huidige niveaus van de risico-opslagen houden onvoldoende rekening met een mogelijke verslechtering van de economische omgeving, zoals vertraging van de wereldwijde groei en een daarmee gepaard gaande toename van faillissementsverliezen. High yield oogt hierdoor kwetsbaar, zeker in een multipolaire wereld als Flags & Frictions, en het rendementsprofiel is daarbij asymmetrisch. De ruimte voor een verdere daling van de risico-opslag is gering, terwijl de neerwaartse risico's aanzienlijk zijn. Andere beleggingscategorieën binnen het kredietspectrum krijgen daarom de voorkeur.

Een voorbeeld hiervan is bank loans. Voor deze categorie is het verwachte rendement hoger, terwijl het kredietrisico iets lager ligt. De risico-opslag is de afgelopen jaren ook voor deze categorie gedaald, maar ligt nog steeds op een hoger en aantrekkelijker niveau dan bij high yield.

Voorkeur voor inflatie-gerelateerde obligaties

Inflatiegerelateerde obligaties (ILB's) bieden de komende jaren naar verwachting een aantrekkelijker rendementsperspectief dan nominale staatsobligaties. Een belangrijke reden hiervoor is de combinatie van de huidige positieve reële rentes en de aanhoudende inflatierisico's. In veel ontwikkelde markten, waaronder de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk, liggen de reële rentes op inflatiegerelateerde obligaties inmiddels rond de 2%.

Ook in de eurozone zijn de reële rentes overwegend positief. De Franse reële 10-jaarsrente tendeeft naar 1,5%. Dit is een aanzienlijke verandering ten opzichte van het beleggingsregime hiervoor, toen reële rentes overwegend negatief waren. De break-even-inflatie ligt per medio 2025 op een niveau dat vergelijkbaar is met de doelstelling van de centrale banken. Wij zien echter dat de inflatierisico's aan de bovenkant liggen, mede door de langjarige trends, zoals de geopolitieke verschuivingen en de energietransitie. Nu de reële rentes relatief hoog zijn, bieden inflatiegerelateerde obligaties meer bescherming bij een eventuele inflatieschok. Nominale staatsobligaties zijn juist kwetsbaar bij hernieuwde inflatieschokken. We hebben daarom een voorkeur op de middellange termijn voor (wereldwijde) inflatiegerelateerde staatsobligaties ten opzichte van de nominale staatsobligaties.

“Het rendementsprofiel van high yield is asymmetrisch.”

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.