

De frictie-economie: hoe strijd bepalend is voor de toekomst

Scenariostudie 2026

Inhoud

1. Structurele transitie zorgen voor fricties	6
1.1 De Grote Transitie trekt zich op meerdere fronten tegelijk	7
1.2 Geopolitiek: weerbaarheid vraagt capaciteit	8
1.3 AI: de oplossing vergroot eerst de schaarste	9
1.4 Duurzaamheid: van klimaatopgave naar strategische opgave	10
1.5 Demografie: arbeid wordt de schaarse productiefactor	11
1.6 Schulden: meer ambities dan begrotingsruimte	12
1.7 Synthese: de oorsprong van de frictie-economie	13
2. Terugblik beleggingsomgeving	14
2.1 Oorlog in het Midden-Oosten en AI tekenen de eerste helft van 2026	15
2.2 Aandelen, korte rente en olie omhoog	18
3. Flags & Frictions en risicoscenario's	20
3.1 Scenario's voor de vormgeving van het strategisch beleggingsbeleid	21
3.2 Het basisscenario: Flags & Frictions	22
3.3 Risicoscenario's toetsen de robuustheid in andere beleggingsregimes	28
3.4 Monitoring van de actualiteit van het basisscenario	34
4. Beleggingsimplicaties	35
4.1 Strategische beleggingsimplicaties in een multipolaire wereld	36
4.2 Rendementsgedreven beleggingsimplicaties medio 2026	38

Auteurs



Thomas van Galen
Chief Strategist



Maurice Geraets
Senior Investment Strategist



Teun Loermans
Senior Investment Strategist

Voorwoord

Wie het afgelopen jaar alleen naar de financiële markten keek, zag een opvallend stabiel en optimistisch beeld van de wereld. Achter die rust namen de economische en politieke spanningen juist toe. De oorlog in het Midden-Oosten bracht energie- en inflatierisico's terug, Europa ging door met het opbouwen van de defensiecapaciteit en bedrijven investeerden ongekende bedragen in kunstmatige intelligentie (AI).

Toch bereikten aandelenmarkten nieuwe records en bleven de risico-opslagen op bedrijfsobligaties historisch laag. Lopen financiële markten vooruit op een periode van sterke productiviteitsgroei, of onderschatten beleggers de risico's? Juist wanneer markten veel vertrouwen uitstralen, wordt de vraag belangrijk welke kwetsbaarheden nog onvoldoende zijn ingeprijsd.

Vorig jaar stond in onze scenariostudie De Grote Transitie centraal. Die transitie zet door, maar het afgelopen jaar liet vooral zien hoe weerbarstig verandering kan zijn. Technologie ontwikkelt zich sneller dan organisaties kunnen veranderen. Europa wil strategisch autonomer worden, maar nieuwe productiecapaciteit ontstaat niet in een paar jaar. De energietransitie gaat door, terwijl het elektriciteitsnet achterblijft. Juist daar ontstaat frictie.

Daarom staat in deze editie De Frictie-economie centraal. Onze blik verschuift van de verandering zelf naar de weerstand die zij oproept. Wanneer technologie, beleid en geopolitiek sneller veranderen dan organisaties, instituties en infrastructuur zich kunnen aanpassen, lopen investeringen vertraging op, stijgen kosten en ontstaan nieuwe kwetsbaarheden.

AI maakt die spanning extra zichtbaar. Daarom hebben we de inzichten uit onze themascenariostudie over AI geïntegreerd in de economische scenario's. AI kan de productiviteit verhogen en knelpunten oplossen, maar zet tegelijk extra druk op energievoorziening, halfgeleiders, kapitaal en talent.

Daarmee wordt een ouder vraagstuk actueler dan ooit. De econoom en AI-pionier Herbert Simon vroeg zich al af hoe mensen goede beslissingen kunnen nemen wanneer informatie altijd onvolledig is. Meer data en rekenkracht lossen dat probleem niet op. Juist wanneer mogelijke uitkomsten verder uiteenlopen, wordt robuust beslissen belangrijker dan nauwkeuriger voorspellen.

Voor institutionele beleggers is dat extra relevant in een markt waarin het optimisme al groot is. Hoge aandelenwaarderingen en lage risico-opslagen veronderstellen dat de groei doorzet, bedrijfswinsten sterk blijven en de inflatie beheersbaar blijft. Daardoor is er weinig ruimte voor tegenvallers.

Om die reden leggen we meer nadruk op de risicoscenario's. We onderzoeken niet alleen welke economische en geopolitieke schokken kunnen optreden, maar ook hoe het huidige waarderingsniveau de gevolgen kan versterken. Niet alleen de aard van een crisis telt, maar ook hoeveel optimisme eraan voorafging.

Onze scenario's zijn daarmee meer dan mogelijke toekomstbeelden. Ze vormen een stresstest voor de portefeuille. Niet alleen het verwachte rendement telt, maar ook de vraag of de portefeuille haar doel blijft dienen wanneer groei, inflatie, rente en financiële markten zich anders ontwikkelen dan verwacht.

Een robuuste portefeuille past niet perfect bij één voorspelling. Zij blijft haar doel ook dienen wanneer de toekomst anders uitpakt.

Ik wens u veel beleggingswijsheid. En natuurlijk ga ik graag met u in gesprek over de inhoud.

Thomas van Galen
Chief Strategist

Inleiding

De grote transities van onze tijd zetten onverminderd door. Technologie, geopolitiek en beleid veranderen vaak sneller dan bedrijven, overheden en markten zich kunnen aanpassen. De knelpunten die daardoor ontstaan, bepalen steeds vaker het beleggingsklimaat.

Deze scenariostudie bouwt voort op ons basisscenario *Flags & Frictions*. Dit scenario beschrijft nog altijd een wereld waarin geopolitieke blokvorming, strategische autonomie en economische en maatschappelijke fricties de groei afremmen en de inflatie structureel hoger houden dan in de decennia vóór 2020. Dit jaar vervangen we dat raamwerk niet, maar bouwen we het verder uit. Daarbij kijken we breder naar frictie: niet alleen naar geopolitieke spanningen, maar ook naar tekorten aan arbeid, energie, grondstoffen, kapitaal en infrastructuur. Ook onderzoeken we hoe snel economie en samenleving zich aan deze veranderingen kunnen aanpassen. Deze elementen komen terug in de risicoscenario's en in de beleggingsimplicaties, waaronder beleggingsthema's rond defensie en AI.

Ook de risicoscenario's zijn verder ontwikkeld. *Structurele ontwrichting* (voorheen Conflict) verkent een verdere ontwrichting van handel, technologie en kapitaalstromen. *Nieuwe Prioriteiten* laat zien hoe grootschalige investeringen in onder meer defensie, energie en strategische autonomie kunnen leiden tot nieuwe inflatiedruk. *De Grote Correctie* (voorheen Financiële Crisis) onderzoekt hoe hoge waarderingen en tegenvallende verwachtingen kunnen uitmonden in een financiële crisis. Daartegenover staat *Groei & Innovatie*, waarin AI en andere technologische innovaties de productiviteit en economische groei structureel versnellen.

Een belangrijk verschil met de vorige editie is dat we deze scenario's verder hebben doorontwikkeld. We onderzoeken niet alleen hoe zij doorwerken in groei, inflatie, rente en financiële markten, maar ook wat zij betekenen voor verschillende beleggingscategorieën. Daarbij kijken we nadrukkelijk naar de uitgangspositie van beleggingscategorieën, omdat dezelfde schok verschillend kan uitpakken afhankelijk van waarderingen en risicopremies.

Deze studie is daarom niet bedoeld als één voorspelling van de toekomst, maar als middel om strategische beleggingsallocaties aan verschillende plausibele toekomsten te toetsen. Door meerdere scenario's naast elkaar te zetten, ontstaat een scherper beeld van waar portefeuilles kwetsbaar zijn en waar zij robuust blijven.

1. Structurele transitie zorgen voor fricties

In het kort

- Meerdere structurele transitie voltrekken zich tegelijkertijd en eisen dezelfde schaarse productiefactoren op.
- Geopolitiek, kunstmatige intelligentie (AI) en duurzaamheid zijn volgens onze klanten de belangrijkste ontwikkelingen voor de komende jaren.
- De concurrentie om arbeid, kapitaal, energie, grondstoffen en uitvoeringskracht neemt toe.
- Dat de economie verschuift van maximale efficiëntie naar meer weerbaarheid, kost capaciteit en zorgt voor strijd.
- Deze samenloop vormt de voedingsbodem voor de frictie-economie, waarin inflatie hoger ligt en economische groei onder druk staat.

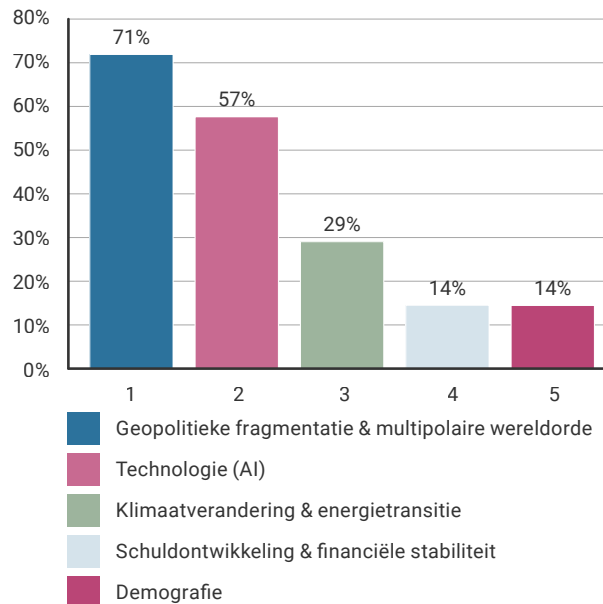
Auteur: Thomas van Galen – Chief Strategist

1.1 De Grote Transitie voltrekt zich op meerdere fronten tegelijk

Meerdere trends hebben grote invloed op de beleggingsomgeving

Geopolitieke verhoudingen verschuiven, AI versnelt, de energietransitie vraagt omvangrijke investeringen, bevolkingen vergrijzen en de wereldwijde schulden blijven hoog. Iedere transitie heeft een eigen dynamiek. Juist hun gelijktijdigheid vormt de voedingsbodem voor wat wij in deze scenariostudie de frictie-economie noemen en dit borduurt voort op de onderliggende trends die de afgelopen jaren ten grondslag liggen aan het basisscenario *Flags & Frictions*. Ook onze klanten verwachten dat deze structurele krachten het beleggingslandschap langdurig bepalen. In onze jaarlijkse enquête vroegen wij welke trends volgens hen de grootste invloed hebben op de komende tien jaar. Geopolitiek, technologie (vooral AI) en duurzaamheid werden het vaakst genoemd (zie figuur 1). Dat wijst op een duidelijke verschuiving: beleggers kijken niet alleen meer naar de volgende economische cyclus, maar ook naar veranderingen die de economie zelf hervormen.

Figuur 1: Welke structurele trends hebben volgens onze klanten de grootste invloed op het beleggingslandschap? (aantal keer dat de trend genoemd werd als percentage van het totaal aantal deelnemers in de enquête)



Bron: Achmea IM

Gezamenlijk laten deze trends een duidelijke richting zien

Defensie, AI, verduurzaming, woningbouw en digitalisering vragen allemaal om arbeid, kapitaal, elektriciteit, kritieke grondstoffen en industriële capaciteit. Daardoor concurreren transitie die afzonderlijk wenselijk of noodzakelijk zijn steeds vaker om dezelfde schaarse middelen. Daarin verschilt de huidige periode fundamenteel van de jaren na de financiële crisis. Destijds werd economische groei vooral geremd door een gebrek aan vraag. Centrale banken konden de economie ondersteunen met lage rentes en ruime liquiditeit. Nu ontbreekt het vaak niet aan geld of ambitie, maar aan de capaciteit om alle plannen gelijktijdig uit te voeren.

“Iedere transitie heeft een eigen dynamiek.”

Schaarste zit daardoor niet alleen in grondstoffen

Ook technici, elektriciteitsnetten, vergunningen, gespecialiseerde machines, productiefaciliteiten en bestuurlijke uitvoeringskracht vormen knelpunten. Extra financiering kan die beperkingen niet direct opheffen. Wanneer meerdere transitie tegelijk versnellen, neemt de druk op prijzen, lonen, marges en overheidsbudgetten toe. Deze concurrentie om schaarse capaciteit vormt de rode draad van dit hoofdstuk. De vijf trends verschillen sterk, maar werken via hetzelfde mechanisme op de economie in. Zij vergroten de vraag naar middelen die niet snel kunnen worden uitgebreid. Dat is de economische omgeving waarop de scenario's in deze scenariostudie zijn gebaseerd.

“Deze concurrentie om schaarse capaciteit vormt de rode draad van dit hoofdstuk.”

1.2 Geopolitiek: weerbaarheid vraagt capaciteit

Van samenwerking naar concurrentie

De wereldorde verschuift van samenwerking naar strategische concurrentie. De Verenigde Staten blijven een dominante economische en militaire macht, maar China, India en andere opkomende landen vergroten hun invloed. Tegelijkertijd probeert Europa minder afhankelijk te worden op het gebied van defensie, energie, grondstoffen en kritieke technologie. De oorlog in Oekraïne en de spanningen rond Iran en het Midden-Oosten hebben deze omslag versneld. Zij maakten zichtbaar hoe snel regionale spanningen kunnen doorwerken in energieprijzen, handelsroutes en toeleveringsketens. Geopolitiek is daardoor niet langer alleen een risico rond afzonderlijke crises, maar een structurele factor achter investeringen, inflatie en economische groei.

Het vergroten van defensiebudgetten is daarbij slechts de eerste stap

De belangrijkste beperking ligt steeds vaker bij de productie zelf. Munitie, luchtverdediging, drones, halfgeleiders en gespecialiseerde productiefaciliteiten zijn niet onbeperkt beschikbaar. Ook technisch personeel, vergunningen en langdurige

inkoopprocedures remmen de opschaling. De economie verschuift daardoor van maximale efficiëntie naar grotere weerbaarheid (zie figuur 2). Overheden bouwen strategische voorraden op, bedrijven spreiden hun productieketens en investeringen worden vaker gestuurd door leveringszekerheid dan door de laagste kosten. Dat verkleint sommige kwetsbaarheden, maar vraagt meer kapitaal, meer capaciteit en vaak ook meer redundantie. Geopolitieke weerbaarheid heeft daarmee een economische prijs. Defensie, strategische voorraden en regionale productie doen een beroep op dezelfde arbeid, grondstoffen en industriële capaciteit die ook nodig zijn voor andere transitie. Geopolitiek vergroot zo niet alleen de onzekerheid, maar ook de frictie in de economie.

Figuur 2: Van efficiëntie naar weerbaarheid

Efficiëntie	Weerbaarheid
Just-in-time	Strategische voorraden
Mondiale ketens	Regionale spreiding
Kostenminimalisatie	Leveringszekerheid
Vrije handel	Strategische autonomie

Bron: Achmea IM

1.3 AI: de oplossing vergroot eerst de schaarste

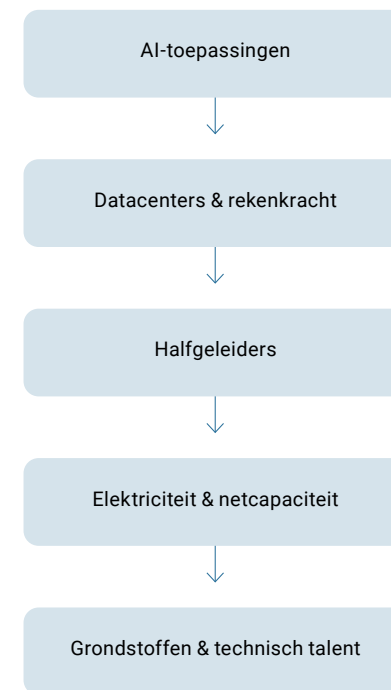
Van toepassing naar economische infrastructuur

AI ontwikkelt zich van toepassing tot economische infrastructuur. Bedrijven investeren op grote schaal in modellen, datacenters en halfgeleiders. Tegelijkertijd beschouwen overheden toegang tot rekenkracht, data en geavanceerde chips steeds nadrukkelijker als een strategisch belang. AI is daardoor veel minder immaterieel dan het op het eerste gezicht lijkt. Achter iedere toepassing staat een fysieke keten van datacenters, elektriciteitsnetten, chips, koelsystemen en gespecialiseerde werknemers. De groei van AI verhoogt daarmee de vraag naar precies die middelen die ook elders in de economie schaars zijn.

Op langere termijn kan AI de productiviteit verhogen en schaarste helpen verlichten

Automatisering kan personeelstekorten opvangen, processen versnellen en het gebruik van energie en grondstoffen efficiënter maken. Zoals bij eerdere technologische revoluties gaan de investeringen echter voor de baten uit. Daarin schuilt de centrale paradox. De technologie die toekomstige capaciteitsproblemen kan verminderen, vergroot op korte termijn zelf de vraag naar kapitaal, elektriciteit, netcapaciteit, grondstoffen en technisch talent (zie figuur 3). AI concurreert daarmee direct met defensie, woningbouw, verduurzaming en de uitbreiding van de energieinfrastructuur. De ontwikkeling van AI wordt daardoor mede buiten de technologiesector beslist. Niet alleen de kwaliteit van modellen, maar ook de beschikbaarheid van energie, chips, netwerken en mensen bepaalt het tempo van de vooruitgang. AI kan de productiviteit later verhogen, maar versterkt eerst de frictie in de economie doordat de strijd om schaarse capaciteit verder toeneemt.

Figuur 3: AI vraagt om fysieke capaciteit



Bron: Achmea IM

1.4 Duurzaamheid: van klimaatopgave naar strategische opgave

Geopolitiek raakt energietransitie

De energietransitie is niet langer alleen een klimaatopgave, maar ook een geopolitieke opgave. De energiecrisis maakte zichtbaar hoe kwetsbaar Europa was door zijn afhankelijkheid van geïmporteerde fossiele energie. Het versnellen van de energietransitie is daarom niet alleen gericht op het terugdringen van CO₂-uitstoot, maar ook op het versterken van de energiezekerheid en de strategische autonomie van Europa. Tegelijkertijd ontstaan tijdens deze overgang nieuwe afhankelijkheden, bijvoorbeeld van kritieke grondstoffen, batterijen, transformatoren en andere onderdelen van de elektriciteitsinfrastructuur.

Juist de wens om die afhankelijkheden te verkleinen vergroot de investeringsopgave

Europa wil tegelijkertijd de energievoorziening verduurzamen, de industrie elektrificeren en strategische industriële ketens opbouwen. Dat vraagt omvangrijke investeringen in elektriciteitsnetten, opslag, waterstof, circulaire productie en nieuwe productiecapaciteit. Daarmee worden de capaciteitsgrenzen steeds zichtbaarder. Netcongestie vertraagt de elektrificatie, vergunningprocedures kosten tijd en een tekort aan technici remt de uitvoering. Tegelijkertijd concurreren defensie, datacenters, woningbouw en de industrie om dezelfde elektriciteit, gespecialiseerde arbeid, kritieke materialen en productiefaciliteiten. De energietransitie laat daarmee zien hoe de frictie-economie ontstaat. De overgang naar een duurzamer en weerbaarder energiesysteem vraagt eerst extra arbeid, infrastructuur en industriële capaciteit voordat zij de economische kwetsbaarheid kan verminderen.



“De energietransitie laat daarmee zien hoe de frictie-economie ontstaat.”

1.5 Demografie: arbeid wordt de schaarse productiefactor

Vergrijzing beperkt arbeidsaanbod

Juist nu de grote transitie versnellen, groeit de beroepsbevolking in veel ontwikkelde economieën nauwelijks meer. Vergrijzing en ontgroening beperken het arbeidsaanbod, terwijl de vraag naar technici, ingenieurs, IT-specialisten, militair personeel en zorgmedewerkers sterk toeneemt. Daardoor verschuift de schaarste steeds meer naar arbeid. Economische groei hangt niet alleen af van de beschikbaarheid van kapitaal of technologie, maar vooral van de mensen die investeringen kunnen ontwerpen, bouwen, onderhouden en uitvoeren. Tekorten aan personeel vertragen projecten, verhogen de kosten en beperken het aanpassingsvermogen van de economie.

Vrijwel alle transitie doen daarbij een beroep op dezelfde arbeidsmarkt

De energietransitie vraagt installateurs en netbeheerders. De AI-race vraagt gespecialiseerde technici. De defensie-industrie moet productie opschalen. Tegelijkertijd trekt de vergrijzing steeds meer werknemers naar de zorg. Arbeid wordt daarmee steeds vaker de factor die bepaalt welke maatschappelijke ambities daadwerkelijk kunnen worden gerealiseerd. Niet de plannen, maar de uitvoeringscapaciteit vormt steeds vaker de beperkende factor.

1.6 Schulden: meer ambities dan begrotingsruimte

Financiële ruimte overheden staat onder druk

Overheden staan voor de grootste investeringsagenda in decennia, terwijl hun financiële ruimte juist onder druk staat. Defensie, klimaat, energie, infrastructuur, woningbouw, digitalisering en vergrijzing vragen allemaal om omvangrijke publieke investeringen. Tegelijkertijd zijn de overheidsschulden hoog en liggen de rentelasten hoger dan tijdens het afgelopen decennium van uitzonderlijk lage rentes. Ook hier versterken de verschillende transitie elkaars. Hogere defensie-uitgaven worden noodzakelijker, terwijl verduurzaming, strategische autonomie en economische weerbaarheid eveneens om publieke ondersteuning vragen. Daarbovenop blijven de uitgaven aan zorg en pensioenen stijgen.

Daardoor wordt prioriteren onvermijdelijk

Niet iedere maatschappelijke ambitie kan gelijktijdig worden gefinancierd én uitgevoerd. De concurrentie beperkt zich daardoor niet tot arbeid, energie en grondstoffen, maar strekt zich ook uit tot de beschikbare begrotingsruimte. Begrotingsruimte wordt daarmee zelf een schaarse productiefactor. De houdbaarheid van de overheidsfinanciën bepaalt steeds vaker welke investeringen versneld kunnen worden uitgevoerd en welke moeten wachten.

1.7 Synthese: de oorsprong van de frictie-economie

Trends versterken elkaar

Geopolitiek, AI, verduurzaming, demografie en schulden zijn geen losstaande ontwikkelingen. Zij versterken elkaar en vergroten tegelijkertijd de vraag naar dezelfde schaarse productiefactoren. Daardoor ontstaat een economie waarin maatschappelijke ambities sneller groeien dan de capaciteit om ze te realiseren. Defensie en de energietransitie vragen dezelfde technici en industriële installaties. AI en elektrificatie concurreren om elektriciteit, netcapaciteit en halfgeleiders.

Vergrijzing beperkt het arbeidsaanbod, terwijl overheden tegelijkertijd willen investeren in veiligheid, klimaat, infrastructuur en zorg. De vijf transitieverschillen in hun oorsprong, maar niet in hun economische werking. Zij leggen allemaal beslag op dezelfde schaarse capaciteit. Wel verschilt per transitie welke productiefactor het zwaarst onder druk komt te staan. Figuur 4 vat deze samenhang samen.

Figuur 4: Impact van de structurele trends op schaarse productiefactoren

Structurele trend	Arbeid	Grondstoffen	Industriële capaciteit	Financiële capaciteit
Geopolitiek	● ●	● ● ●	● ● ●	● ●
Kunstmatige intelligentie	● ●	● ●	● ●	● ●
Verduurzaming	● ● ●	● ● ●	● ●	● ●
Demografie	● ● ●	●	●	● ●
Schulden	●	●	●	● ● ●

Toelichting: meer bollen, grotere impact.

Bron: Achmea IM

Juist deze samenloop vormt de oorsprong van de frictie-economie.

De beperkende factor verschuift van vraag naar aanbod. Niet een gebrek aan ideeën, technologie of maatschappelijke ambitie bepaalt steeds vaker het tempo van economische ontwikkeling, maar de beschikbaarheid van arbeid, energie, grondstoffen, industriële capaciteit, financiële ruimte en uitvoeringskracht. Dat verandert ook de economische spelregels. Zeker in de huidige politieke context. Schaarse capaciteit wordt steeds vaker de bepalende factor achter inflatie, groei, rente en rendement. Economische keuzes draaien daardoor minder om het maximaliseren van efficiëntie en steeds vaker om het prioriteren van schaarse middelen. Weerbaarheid wordt daarmee een expliciete economische afweging in plaats van een restpost van efficiënt beleid. In hoofdstuk 3 werken we het basisscenario *Flags & Frictions* en risicoscenario's verder uit. Hoewel de scenario's in deze studie verschillen in hun uitkomst, delen zij dezelfde onderliggende werkelijkheid: een economie waarin de strijd om schaarse capaciteit steeds vaker het tempo van economische ontwikkeling bepaalt.

2. Terugblik beleggingsomgeving

In het kort

- De oorlog in het Midden-Oosten en de ontwikkelingen rond kunstmatige intelligentie (AI) bepaalden het beeld in de eerste zes maanden van 2026.
- De inflatie liep op, waardoor centrale banken hun koers wijzigden. De verwachte verdere versoepeling van het monetaire beleid werd losgelaten en de ECB verhoogde de beleidsrente.
- Omvangrijke AI-investeringen ondersteunden de aandelenmarkten.
- Korte rentes stegen door de oplopende inflatie en de beleidswijziging van centrale banken.
- Energieprijzen fluctueerden sterk door het conflict in het Midden-Oosten en stegen per saldo.

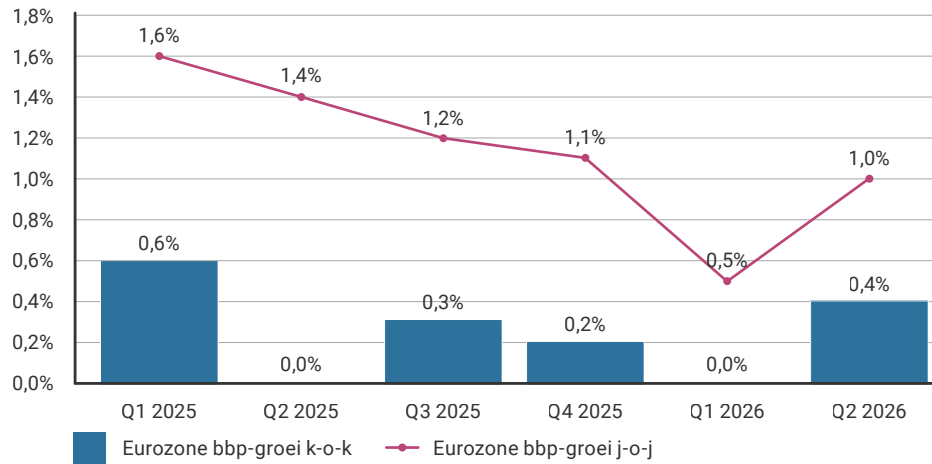
Auteur: Maurice Geraets – Senior Investment Strategist

2.1 Oorlog in het Midden-Oosten en AI tekenen de eerste helft van 2026

Conflict in het Midden-Oosten laaide op

In de eerste helft van 2026 bepaalden geopolitieke ontwikkelingen het beeld. Het uitbreken van het gewapende conflict in het Midden-Oosten leidde tot grote onzekerheid voor de wereldeconomie en werkte vooral door in de wereldwijde energieprijzen. De Straat van Hormuz werd afgesloten voor olie- en gastransport, waardoor de olieprijs steeg tot \$120 per vat. In juni werd een voorlopig vredesakkoord gesloten tussen de Verenigde Staten en Iran, wat enige verlichting bood. Het akkoord bleek echter zeer fragiel, waarna opnieuw wederzijdse aanvallen volgden. Het IMF verlaagde daarop de groeiverwachtingen voor de wereldeconomie. Vooral Europa was kwetsbaar voor hogere energieprijzen. De economie van de eurozone stagneerde in het eerste kwartaal, maar toonde herstel in het tweede kwartaal (zie figuur 5).

Figuur 5: Economische groei in de eurozone



Bron: Bloomberg, Achmea IM

“De oorlog in het Midden-Oosten en AI bepaalden het beeld.”

Wereldeconomie toont veerkracht ondanks geopolitieke onrust

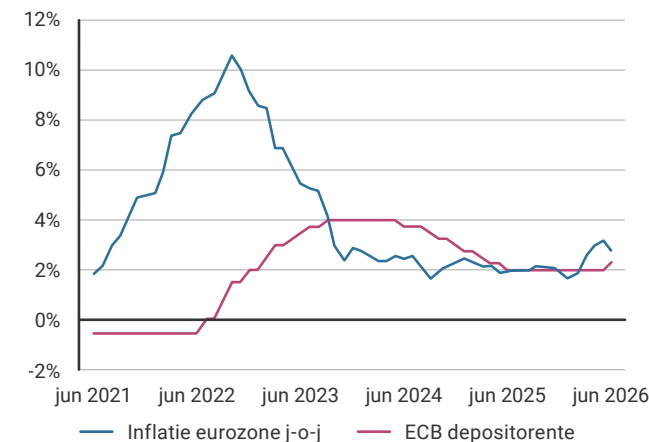
De wereldeconomie toonde opmerkelijke veerkracht ondanks de geopolitieke turbulentie. Positief was dat de onzekerheid over de handelsoorlog afnam. Het Amerikaanse Hooggerechtshof oordeelde in februari dat de grootschalige importheffingen van de Trump-regering onrechtmatig waren. De uitspraak gold voor een groot deel van de ingevoerde landspecifieke heffingen. Importheffingen die onder andere wetgeving vallen, zoals de eerdere heffingen op staal en aluminium, vielen buiten de reikwijdte van de uitspraak. Per saldo daalde het gemiddelde effectieve importtarief sindsdien aanzienlijk. Daarnaast zijn landspecifieke en bilaterale afspraken gesloten. De handelsoorlog is daarmee niet beëindigd, maar het handelsklimaat is wel verbeterd ten opzichte van een jaar geleden. Ook AI ondersteunt de groei. Omvangrijke AI-investeringen geven de economische groei extra steun.

Oplopende inflatie leidt tot een krappere monetair beleid

De inflatie blijft hardnekkig en ligt boven de doelstelling van centrale banken. De stijgende energieprijzen als gevolg van het conflict in het Midden-Oosten droegen opnieuw bij aan de inflatiedruk. Ook andere factoren speelden een rol. Zo leiden de omvangrijke AI-investeringen tot stijgende prijzen, onder meer voor geheugenchips. De prijzen van geheugenchips zijn in de eerste helft van 2026 fors gestegen. Grote technologiebedrijven bouwen massaal infrastructuur voor AI en nemen naar schatting 70% van de wereldwijde capaciteit aan geheugenchips af. Hierdoor ontstaat een tekort aan standaardgeheugenchips voor consumentenelektronica, zoals laptops en mobiele telefoons. Door de aanhoudende inflatiedruk ging de verwachte verdere versoepeling van het monetaire beleid niet door. De ECB verhoogde in juni de beleidsrente met 25 basispunten (zie figuur 6), terwijl eerder werd uitgegaan van een stabiele beleidsrente in 2026. De Amerikaanse centrale bank (Fed) handhaafde

de beleidsrente in de eerste helft van 2026. De nieuw aangestelde Fed-voorzitter Kevin Warsh gaf aan prioriteit te geven aan het onder controle brengen van de inflatie. De onzekerheid over het monetaire beleid neemt toe nu centrale banken willen afstappen van het geven van duidelijke richting over het toekomstige beleid (*forward guidance*).

Figuur 6: Inflatie eurozone en ECB-depositorente



Bron: Bloomberg, Achmea IM

“AI stuwde sommige aandelenmarkten naar recordhoogtes.”

Recente ontwikkelingen zijn kenmerkend voor *Flags & Frictions*

De recente ontwikkelingen passen binnen ons basisscenario *Flags & Frictions*. In dit beleggingsregime is de economische groei gematigd en liggen de inflatierisico's aan de bovenkant. Daarnaast is sprake van een multipolaire wereld met hogere macro-economische volatiliteit. Het conflict in het Midden-Oosten en de daarmee samenhangende oplopende inflatie passen duidelijk binnen dit beeld. Tegelijkertijd gaan hogere rentes in dit regime gepaard met minder beleidsruimte voor centrale banken. Zowel de ECB als de Fed werden daardoor gedwongen de verwachte verdere versoepeling van het monetaire beleid te staken. De aanhoudende inflatiedruk beperkt centrale banken in hun beleidsruimte. In zowel de eurozone als de Verenigde Staten ligt de inflatie al vijf jaar boven de doelstelling. Het beleggingsregime *Flags & Frictions*, dat we sinds medio 2022 hanteren, verschilt daarmee fundamenteel van het voorgaande regime. Dat beleggingsregime werd juist gekenmerkt door gematigde economische groei, lage inflatie, lage rentes en zeer ruim monetair beleid.



*“In *Flags & Frictions*
liggen de inflatierisico's
aan de bovenkant.”*

2.2 Aandelen, korte rente en olie omhoog

AI-investeringen ondersteunen aandelenmarkten

De aandelenmarkten kenden een turbulent eerste kwartaal, gevolgd door een krachtig herstel in het tweede kwartaal. Per saldo steeg de wereldwijde aandelenmarkt in de eerste helft van 2026 met bijna 10% op basis van euro-hedged rendementen en met bijna 13% gemeten in euro's. Aandelen uit opkomende markten deden het beter, met een stijging van ruim 27%. Een belangrijke aanjager van de koersstijgingen was de aanhoudende AI-investeringsgolf. Vooral technologieaandelen profiteerden hiervan. Binnen de technologiesector lieten halfgeleiderbedrijven en bedrijven die gespecialiseerd zijn in geheugenopslag de grootste koersstijgingen zien. Dit ondersteunde ook de aandelenmarkten in Zuid-Korea en Taiwan. Zuid-Koreaanse aandelen stegen in de eerste zes maanden van 2026 met meer dan 125% gemeten in euro's (zie figuur 7), vooral gedreven door Samsung en SK Hynix. Ook energieaandelen stegen sterk door de hogere energieprijzen.

Figuur 7: Aandelenmarkten in de eerste helft van 2026



Bron: Bloomberg, Achmea IM

“De olieprijs steeg sterk door de oorlog, maar viel daarna weer terug.”

Korte rentes lopen op door aanhoudende inflatiedruk

De obligatiemarkten lieten in de eerste helft van het jaar een gemengd beeld zien. De aanhoudend hoge inflatie zorgde voor opwaartse druk op de rentes, vooral aan het korte einde van de rentecurve. De Duitse 10-jaarsrente schommelde tussen 2,6% en 3,2% en stond eind juni op 2,9%. Daarmee lag de rente nagenoeg gelijk aan het niveau van eind 2025. De korte rentes liepen wel op, mede door de renteverhoging van de ECB. De Duitse 2-jaarsrente steeg per saldo met circa 40 basispunten naar 2,5%. Ook in de Verenigde Staten liepen de rentes op, nadat eerder verwachte renteverlagingen uit de marktverwachtingen verdwenen en de Amerikaanse arbeidsmarkt robuust bleef. De Amerikaanse 2-jaarsrente steeg per saldo met circa 70 basispunten naar 4,2%. Ook de Amerikaanse 10-jaarsrente liep op richting 4,5%. De risico-opslagen op kredietobligaties bleven laag en daalden in sommige segmenten verder. Per saldo behaalden de meeste vastrentende beleggingscategorieën een beperkt positief rendement in de eerste helft van het jaar.

Energieprijzen schommelden sterk door conflict in het Midden-Oosten

De grondstoffenmarkten werden sterk beïnvloed door het conflict in het Midden-Oosten. Vooral de energieprijzen liepen daardoor fors op. De prijs voor een vat Brent-olie steeg in maart naar \$120, ruim een verdubbeling ten opzichte van begin 2026. In het tweede kwartaal daalde de olieprijs fors, nadat een voorlopig akkoord was bereikt. De olieprijs viel toen terug richting \$70 per vat. Ook de Europese gasprijs vertoonde een vergelijkbaar volatiel verloop. Andere grondstofprijzen, zoals koper, stegen eveneens. Ook de goudprijs bewoog sterk. In januari steeg de goudprijs naar een nieuw record van boven \$5.200 per *troy ounce*. Daarna viel de goudprijs terug naar circa \$4.000 per *troy ounce*. Een strikter monetair beleid dan eerder verwacht, de behoefte aan liquiditeit en afnemende vraag uit het Midden-Oosten zetten de prijs onder druk. De Amerikaanse dollar steeg per saldo beperkt ten opzichte van de euro. De euro-dollarwisselkoers bedroeg medio 2026 circa 1,14.

3. *Flags & Frictions* en risicoscenario's

In het kort

- Scenarioanalyse geeft richting aan het strategische beleggingsbeleid en helpt de robuustheid van portefeuilles te toetsen.
- In het basisscenario *Flags & Frictions* groeit de wereldeconomie gematigd met inflatierisico's aan de bovenkant.
- Hogere investeringsbehoeften, geopolitieke fragmentatie en aanhoudende inflatierisico's houden de rente naar verwachting op een hoger niveau.
- De rendementsverwachting voor aandelen uit ontwikkelde markten is laag door de hoge waardering en de historisch hoge winstniveaus. Het rendementspotentieel voor inflatiegevoelige beleggingen is juist aantrekkelijker.
- Risicoscenario's maken zichtbaar hoe alternatieve macro-economische uitkomsten de portefeuille kunnen raken.

Auteur: Maurice Geraets – Senior Investment Strategist

3.1 Scenario's voor de vormgeving van het strategisch beleggingsbeleid

Scenarioanalyse geeft richting aan het strategische beleggingsbeleid

Scenarioanalyse wordt gebruikt om richting te geven aan het strategische beleggingsbeleid. Centraal daarin staat het basisscenario *Flags & Frictions* dat we sinds medio 2022 hanteren. Het beschrijft een multipolaire wereld met blijvende rivaliteit tussen machtsblokken, beperkte samenwerking, binnenlandse polarisatie en hoge macro-economische volatiliteit. Dit scenario vormt het uitgangspunt voor de economische parameters in ALM- en portefeuilleconstructiestudies. Daarnaast schetsen we vier alternatieve risicoscenario's die we verder hebben doorontwikkeld. 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 om de robuustheid van de beleggingsportefeuille te toetsen. Figuur 8 geeft de belangrijkste kenmerken en verwachte rendementen van de scenario's weer.

Bron tabel: Ortec GLASS, Achmea IM

Figuur 8: Scenario's en verwachte rendementen op de middellange termijn per medio 2026

	Flags & Frictions	Structurele Ontwrichting	De Grote Correctie	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%	0,50%	4,25%	2,00%
Schokniveau 10-jaarsrente in jaar 2	-	5,00%	0,50%	7,00%	3,50%
Piek-dal-verlies aandelen ontwikkelde landen	-	-35%	-60%	-	-
Veiligheid & Matching (totaalrendement per jaar)					
Kasgeld euro (€)	2,25%	4,75%	0,50%	4,50%	2,50%
Duitse staatsobligaties (€)	2,50%	2,00%	3,00%	2,00%	2,50%
Italiaanse staatsobligaties (€)	3,25%	2,50%	3,50%	2,75%	3,00%
Investment Grade Credits euro (€)	3,00%	3,00%	3,50%	3,00%	2,75%
Hypotheken (€)	3,25%	3,00%	3,75%	3,00%	3,00%
Aandelen & Krediet (totaalrendement per jaar)					
Aandelen Ontwikkelde Landen (€ hedged)	2,50%	-8,00%	-16,25%	4,50%	7,25%
Aandelen Opkomende Landen (€)	5,00%	-9,50%	-17,75%	8,50%	11,25%
Private equity (€ hedged)	5,50%	-7,00%	-17,75%	7,50%	10,25%
Global High Yield (€ hedged)	3,25%	3,75%	2,75%	4,25%	3,50%
Global Bank Loans (€ hedged)	4,75%	7,00%	2,75%	6,75%	4,75%
Emerging Market Debt HC (€ hedged)	4,00%	2,50%	5,25%	3,00%	2,75%
Emerging Market Debt LC (€)	5,25%	-3,25%	-4,50%	5,50%	7,00%
Inflatie (totaalrendement per jaar)					
Beursgenoteerd Vastgoed (€ hedged)	2,50%	-13,75%	-19,25%	4,50%	7,00%
Nederlands niet-beursgenoteerd Vastgoed (€)	4,75%	4,00%	-1,00%	8,00%	5,50%
Infrastructuur (€ hedged)	6,00%	6,00%	1,00%	9,00%	7,50%
Global ILBs (€ hedged)	4,75%	12,25%	2,75%	6,00%	3,75%
Grondstoffen (€ hedged)	5,00%	17,25%	-16,00%	15,00%	5,00%
Diversificatie (totaalrendement per jaar)					
Hedge funds (€)	5,50%	8,50%	3,25%	8,00%	5,50%
Goud (€)	4,75%	17,00%	7,25%	3,50%	-5,50%

3.2 Het basisscenario: *Flags & Frictions*

Positieve en negatieve factoren houden elkaar in balans

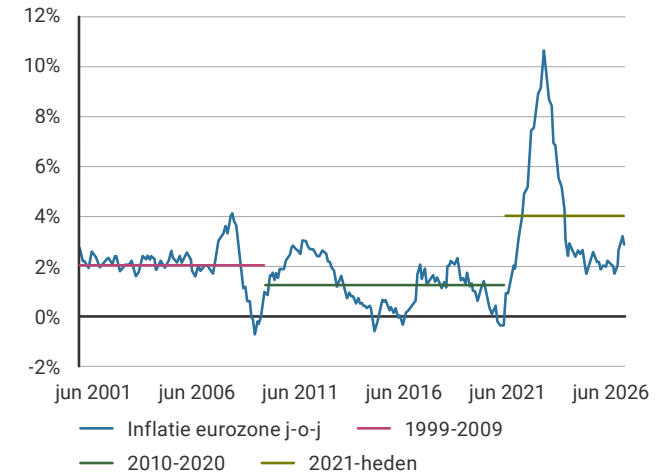
De wereldeconomie groeit in het basisscenario *Flags & Frictions* in een gematigd tempo. Positieve en negatieve factoren houden elkaar in evenwicht. De multipolaire wereldorde en geopolitieke risico's leiden tot een minder efficiënt functionerende wereldeconomie en per saldo een beperkt stagflatoire omgeving. Efficiëntie is voor veel bedrijven niet langer het primaire doel en de nadruk verschuift naar weerbaarheid, zoals in hoofdstuk 1 is beschreven. De AI-hausse heeft juist een positief effect op de macro-economie. De enorme investeringen in datacenters, halfgeleiders en infrastructuur vormen een belangrijke impuls voor de economische groei in veel landen, vooral in de Verenigde Staten en een aantal Aziatische landen. AI vraagt om grote fysieke investeringen. Van deze investeringscyclus profiteren vooral landen die hardware, halfgeleiders en industriële apparatuur leveren. Daarnaast drukt de demografische situatie de potentiële groei op de langere termijn. Toekomstige economische groei wordt daardoor in toenemende mate gedragen door productiviteitsstijging en steeds minder door bevolkingsgroei.

Inflatie blijft hardnekkig hoog

In het basisscenario *Flags & Frictions* ligt de inflatie boven de doelstelling van centrale banken en bevinden de inflatierisico's zich aan de bovenkant. De periode van structureel lage inflatie, mogelijk gemaakt door vergaande globalisering, goedkope arbeid en efficiënte toeleveringsketens, ligt achter ons. De hardnekkige inflatie sinds 2021 (zie figuur 9) valt samen met een reeks aanbodschokken en structurele veranderingen in de wereldeconomie. Energieprijzen reageren sterk op geopolitieke ontwikkelingen en verstoringen van de energievoorziening. Dit geeft een impuls aan de energietransitie, maar gaat ook gepaard met hogere kosten. Daarnaast vergroten de omvangrijke investeringen in AI-infrastructuur, zoals datacenters en geheugenchips, de vraag in de economie, wat tot prijsstijgingen leidt. Op korte termijn is de impact van AI daardoor vooral inflatoir. Op langere termijn kan AI juist een deflatoir effect hebben, wanneer productiviteitswinsten zich breed door de economie verspreiden. Tegelijkertijd investeren overheden in hoog tempo in defensie om hun weerbaarheid te vergroten in een steeds onzekerder wereld. Ook deze trend is inflatoir. Ondanks dat de inflatierisico's aan de

bovenkant liggen, verwachten we geen structureel zeer hoge inflatie. Centrale banken genieten voorsnag voldoende vertrouwen om de inflatie in toom te houden, waardoor de ingeprijde inflatieverwachtingen op de middellange termijn gematigd blijven.

Figuur 9: Inflatie eurozone en gemiddelde inflatie in deelperiodes



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Beleggingsregime wijkt af van de periode vóór de coronacrisis

De beleggingsomgeving en de verwachte rendementen wijken in *Flags & Frictions* duidelijk af van de periode vóór de coronacrisis. De relatief stabiele macro-economische omgeving en het extreem ruime en onconventionele monetaire beleid van het decennium na de financiële crisis waren belangrijke drijvende krachten achter de hoge rendementen op aandelen- en obligatiemarkten. In het huidige beleggingsregime lijkt daar geen sprake meer van. De rendementsverwachtingen voor aandelen zijn beperkt en lager dan in de periode 2010–2021, toen het totaalrendement van aandelen uit ontwikkelde landen meer dan 10% per jaar bedroeg. Tegelijkertijd staan lange rentes wereldwijd onder opwaartse druk. De verwachting is dat inflatiegevoelige beleggingen in dit regime een belangrijkere rol in de beleggingsportefeuille vervullen.

Hogere rentes door grote investeringsbehoefte

In het basisscenario *Flags & Frictions* gaan we voor de middellange en lange termijn uit van rentes die hoger liggen dan in het beleggingsregime vóór de coronacrisis. De aannames wijken echter niet sterk af van de renteniveaus van medio 2026. Voor de Duitse 10-jaarsrente gaan we op de middellange termijn uit van 3,5%. Eind juni stond de Duitse 10-jaarsrente op 2,9%. Het hogere renteniveau past bij een beleggingsregime waarin structurele factoren de evenwichtsrente opwaarts duwen. Twee factoren zijn daarbij bepalend:

- een hogere investeringsbehoefte voor de energietransitie, defensie en AI;
- hogere inflatierisico's door handelsconflicten, fragmentatie van de wereldhandel en herstructurering van mondiale productieketens.

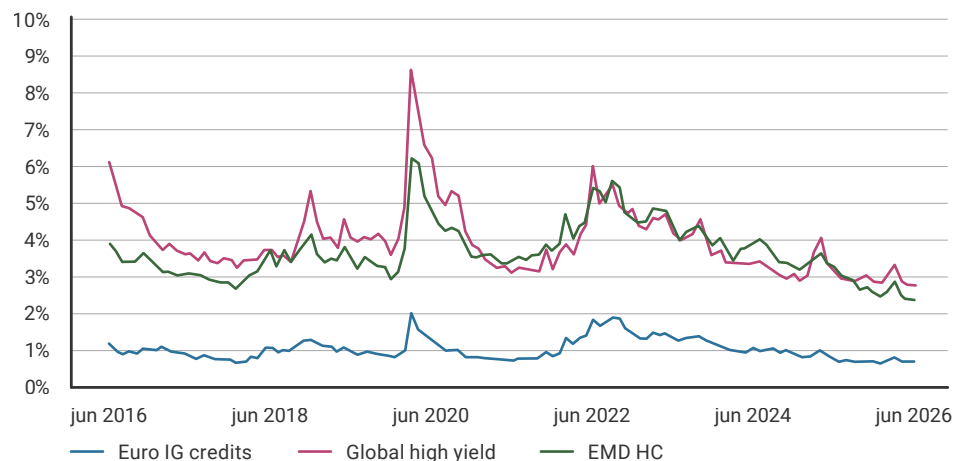
Een terugkeer naar de extreem lage renteomgeving van vóór de coronacrisis is onwaarschijnlijk. Zowel de korte als de lange rentes liggen naar verwachting hoger. Centrale banken worden in hun beleidsruimte beperkt door de aanhoudende inflatiedreiging. De voorgenomen wijziging in de communicatie van de Amerikaanse centrale bank, met minder nadruk op *forward guidance*, leidt naar verwachting tot volatielere rentebewegingen. Voor de meeste kredietwaardige obligaties ligt het verwachte rendement daardoor dicht bij het aanvangsrendement.

“In *Flags & Frictions* staan rentes onder opwaartse druk.”

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 (zie figuur 10). 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 en het aantal wanbetalingen is laag. Toch biedt het huidige niveau van risico-opslagen weinig ruimte voor economische tegenwind. 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. Tegelijkertijd leidt de stijgende financieringsbehoefte voor AI-investeringen tot een grotere kapitaalvraag, wat kan leiden tot hogere risico-opslagen. Ook ondernemingen met hoge schulden zijn kwetsbaar wanneer zij schulden de komende jaren tegen hogere rentetarieven moeten herfinancieren.

Figuur 10: Risico-opslagen kredietobligaties liggen op historisch lage niveaus



Bron: Bloomberg, Achmea IM

“Tegelijkertijd leidt de stijgende financieringsbehoefte voor AI-investeringen tot een grotere kapitaalvraag.”

Het verwachte rendement op aandelen uit ontwikkelde landen is laag

Voor aandelen uit ontwikkelde landen zijn de rendementsverwachtingen voor de middellange termijn laag. Ze liggen duidelijk lager dan in het vorige decennium. De belangrijkste rem op toekomstige rendementen is de combinatie van hoge waarderingen en historisch hoge winstniveaus. Dit geldt vooral voor de Amerikaanse aandelenmarkt en andere markten waar technologiebedrijven een groot deel van de index uitmaken. De koerswinstverhoudingen en winstmarges liggen ruim boven hun historische gemiddelden. Hoewel waardering op korte termijn weinig voorspellende waarde heeft, geldt op de lange termijn dat hoge waarderingen samengaan met lagere verwachte rendementen. Op korte termijn kan de AI-hausse aanhouden en kunnen de winsten verder stijgen. Voor de lange termijn lijken aandelen echter kwetsbaar (*zie box: Het verwachte rendement op aandelen is beperkt*). In opkomende markten zijn de waarderingen aantrekkelijker, maar liggen de risico's hoger. Dat komt mede doordat het hoge rendement op aandelen uit opkomende markten in de afgelopen maanden sterk is gedreven door AI. Vooral Aziatische aandelen uit Zuid-Korea en Taiwan hebben hoge rendementen laten zien, vaak gedreven door enkele technologieaandelen.

Overwegend positief beeld voor inflatiegevoelige beleggingen

De rendementsverwachtingen voor *real assets*, zoals vastgoed en infrastructuur, zijn overwegend positief. In een wereld met structureel hogere inflatierisico's blijven reële activa een waardevolle component in de beleggingsportefeuille. Binnen deze categorieën kunnen de verschillen tussen sectoren groot zijn. Zo blijft de schaarste op de Nederlandse woningmarkt de komende jaren naar verwachting aanhouden. Het verwachte rendement voor deze sector kan daardoor hoger uitkomen dan het gemiddelde voor de beleggingscategorie als geheel. Ook voor andere inflatiegevoelige beleggingen zijn de rendementsverwachtingen relatief aantrekkelijk. Naast hun diversifiërende eigenschappen profiteren grondstoffen van een blijvend grote vraag. Dat geldt vooral voor bepaalde metalen, zoals koper. De vraag naar koper stijgt de komende jaren fors door de energietransitie en AI-investeringen. Het verwachte rendement op wereldwijde inflatiegerelateerde obligaties blijft aantrekkelijk door de relatief hoge reële rente van circa 2%.

“De rendementsverwachtingen voor real assets zijn overwegend positief.”

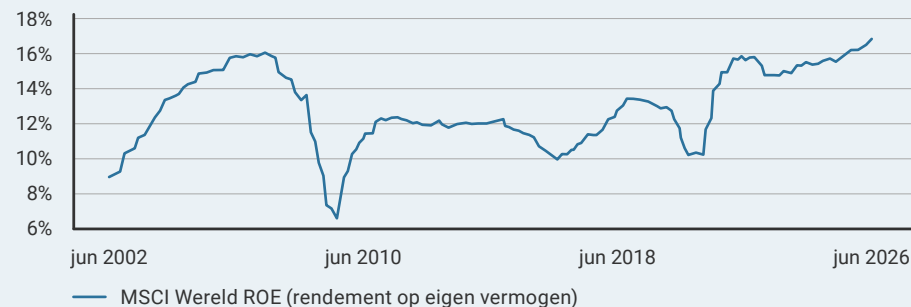


Het verwachte rendement op aandelen is beperkt

Onderbouwing verwacht aandelenrendement *Flags & Frictions*

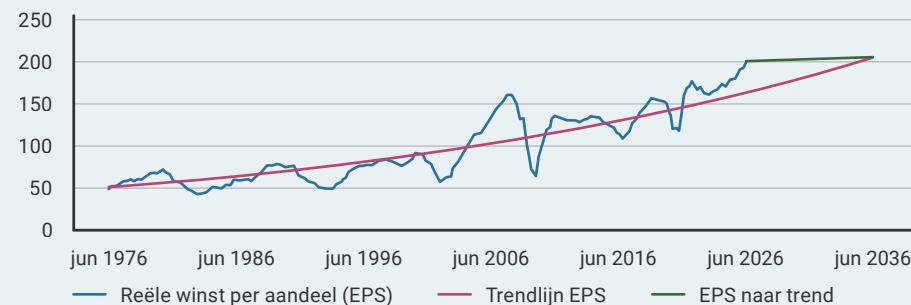
Het verwachte rendement op aandelen uit ontwikkelde markten is op de middellange en lange termijn beperkt. Op basis van de winstverwachtingen voor het komende jaar zijn aandelen hoog gewaardeerd, maar niet extreem. De huidige winsten en winstverwachtingen liggen echter op zeer hoge niveaus. Op basis van genormaliseerde winsten, zoals de Shiller-koerswinstverhouding, waarbij het gemiddelde van de winsten over de afgelopen tien jaar wordt genomen, zijn aandelen zeer duur. Wanneer de hoge verwachtingen niet worden waargemaakt of de huidige hoge winsten normaliseren (*mean reversion*), zoals historisch gezien meestal gebeurt, is het opwaarts potentieel beperkt en zijn aandelen kwetsbaar voor tegenvallers. Figuur 11 toont het rendement op eigen vermogen (ROE) van de MSCI Wereld. Dit ligt momenteel op een historisch hoog niveau. In het basisscenario *Flags & Frictions* normaliseert de reële winst per aandeel richting de historische trend (zie figuur 12). De huidige winsten zijn uitzonderlijk hoog doordat een klein aantal ondernemingen profiteert van tijdelijke schaarste binnen de AI-keten. Naarmate deze schaarste afneemt, ligt normalisatie van de winsten voor de hand. Door het hoge startpunt resulteert deze normalisatie in een per saldo bescheiden winstgroei voor de middellange termijn. Daarnaast veronderstellen we een beperkte daling van de koerswinstverhouding. De veronderstelde evenwichtskoerswinstverhouding ligt wel hoger dan het historische langetermijngemiddelde, omdat technologie tegenwoordig een groter deel van de aandelenindex uitmaakt dan in het verleden. Per saldo leidt dit tot een laag verwacht rendement voor aandelen.

Figuur 11: Rendement op eigen vermogen is historisch hoog



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Figuur 12: Normalisatie van de reële winst per aandeel (EPS) richting historische trend



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Technologieaandelen domineren de aandelenmarkten

De hoge winsten en waardering van aandelenmarkten worden vooral gedreven door de huidige AI-hausse in technologieaandelen. De koersstijgingen van technologieaandelen worden gevoed door de sterke winstgroei en hoge verwachtingen over toekomstige winsten. De toekomstige opbrengsten van AI zijn echter nog zeer onzeker. Tegelijkertijd neemt de concentratie rond een beperkte groep winnaars toe. De grote hyperscalers, zoals Microsoft, Amazon, Alphabet en Meta, investeren enorme bedragen in datacenters en AI-infrastructuur. Hierdoor stijgt hun kapitaalintensiteit sterk en staat de vrije kasstroom onder druk. Ook de koersen en winsten van leveranciers van AI-infrastructuur zijn fors gestegen. Als de investeringen in AI afnemen, raakt dat de hele keten. Bij eerdere grote investeringsgolven, zoals in de telecom- en internetsector aan het einde van de jaren negentig, ontstond uiteindelijk forse overcapaciteit, waarna koersen corrigeerden. Beide periodes zijn niet één op één met elkaar te vergelijken. Zo is de huidige investeringsgolf vooralsnog minder schuldgedreven dan de internetinvesteringen destijds.

Aandelen zijn kwetsbaar in negatieve scenario's

De hoge aandelenwaardering maakt aandelen extra gevoelig voor negatieve economische scenario's. In een gunstige omgeving kunnen hoge waarderingen en winsten langere tijd standhouden. Negatieve scenario's werken daarentegen juist sterk door. In een stagflatiescenario (*Structurele Ontwrichting*) of een deflatoire crisis (*De Grote Correctie*) kunnen zowel winsten als waarderingen dalen. Die combinatie kan leiden tot forse koersverliezen. Historisch vielen de grootste aandelenmarktdalingen vaak samen met een specifiek crisis of een economische

recessie. Voorbeelden zijn het leeglopen van de technologiezeepbel aan het begin van deze eeuw en de kredietcrisis in 2008/2009. In beide gevallen bedroeg het piek-dal-verlies van aandelen uit ontwikkelde markten meer dan 50%. Die dalingen gingen gepaard met een halvering van de Shiller-koerswinstverhouding. In het risicoscenario *De Grote Correctie* modelleren we dan ook een piek-dal-verlies voor aandelen van 60% gebaseerd op historische parallellen en de huidige hoge waardering.

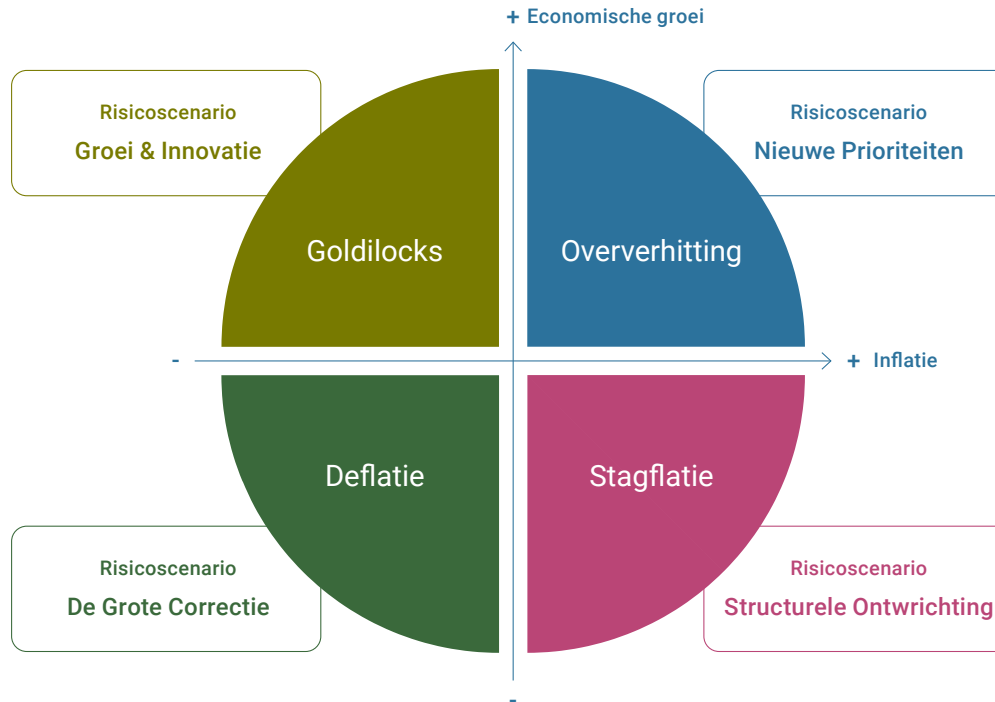
Aandelenrendement lager dan in de afgelopen jaren

Op basis van het huidige startpunt ligt het voor de hand dat aandelenbeleggers rekening moeten houden met lagere rendementen dan in de afgelopen jaren. Aandelen blijven een belangrijke rendementsbron, maar de huidige uitgangspositie vraagt om realistische rendementsverwachtingen en nadrukkelijke aandacht voor neerwaartse risico's. Waardering is geen kortetermijnindicator en de huidige bullmarkt kan nog enige tijd aanhouden. Tegelijkertijd is de onzekerheidsmarge rond de rendementsverwachting groot. Deze verwachting moet daarom niet worden opgevat als een precieze puntschatting. Het is vooral een signaal dat rendementen in de dubbele cijfers, zoals in de afgelopen jaren, de komende jaren minder waarschijnlijk zijn. Ook op zeer lange termijn gaan we uit van een risicopremie op aandelen die lager ligt dan het langetermijngemiddelde.

3.3 Risicoscenario's toetsen de robuustheid in andere beleggingsregimes

Naast het basisscenario hanteren we vier deterministische risicoscenario's en een apart klimaatcrisisscenario, dat specifiek is gericht op klimaatrisico's. De vier deterministische risicoscenario's hebben elk een eigen plek in de kwadranten van ons scenarioraamwerk. Zij verkennen economische regimes die afwijken van het basisscenario. De scenario's zijn gebaseerd op historische analogieën en op een inschatting van actuele trends en risico's. Ze kunnen zowel gunstiger als ongunstiger uitpakken dan het basisscenario. Zo kan AI positiever bijdragen dan verwacht en leiden tot een gunstigere macro-economische omgeving. De aanleiding voor een risicoscenario kan uiteenlopen, terwijl de uiteindelijke macro-economische impact vergelijkbaar is. Geopolitieke escalatie, zoals oorlogen, leidt meestal tot een stagflatoire macro-economische omgeving. Escalatie van een handelsoorlog kan een vergelijkbaar effect hebben. Deze deterministische scenario's helpen het strategische beleggingsbeleid te toetsen op robuustheid in uiteenlopende macro-economische beleggingsregimes. In figuur 13 staan de vier risicoscenario's en in figuur 14 een overzicht met kenmerken.

Figuur 13: Risicoscenario's met bijbehorende macro-economische kwadranten



Bron: Achmea IM

Structurele Ontwrichting - het stagflatierisico

Stagflatie is een belangrijk neerwaarts risicoscenario ten opzichte van het basisscenario. In dit scenario genaamd *Structurele Ontwrichting* (voorheen *Conflict*) vertraagt de economische groei, terwijl de inflatie hoog blijft. Die combinatie creëert een uitdagende beleggingsomgeving, omdat de reële rendementen van veel beleggingscategorieën onder druk komen te staan. De aanleiding voor dit risicoscenario kan uiteenlopen. Het kan voortkomen uit aanbodschokken, handelsoorlogen of geopolitieke spanningen. De economische onzekerheid neemt toe en de inflatie blijft hardnekkig hoog. Hierdoor hebben centrale banken minder ruimte om de economie via renteverlagingen te ondersteunen. Historisch gezien is een stagflatoire omgeving ongunstig voor zowel aandelen als obligaties. Aandelen worden geraakt door lagere reële winstgroei en lagere waarderingen. Obligaties zijn kwetsbaar voor aanhoudend hoge rente- en inflatierisico's. Ook de diversificatie tussen aandelen en obligaties werkt vaak minder goed, omdat de correlatie tussen beide categorieën positief wordt. De jaren zeventig van de vorige eeuw en de inflatieschok van 2022 zijn daarvan historische voorbeelden. Inflatiegevoelige beleggingen bieden in dit scenario tegenwicht, zoals inflatiegerelateerde obligaties en grondstoffen.

De Grote Correctie - het deflatoire risico

Het deflatoire scenario vormt een belangrijk neerwaarts risicoscenario ten opzichte van het basisscenario. In dit scenario genaamd *De Grote Correctie* (voorheen *Financiële Crisis*) vallen zowel de economische groei als de inflatie terug. Een combinatie van zwakke vraag, terughoudende investeringen en dalende prijsdruk creëert een moeilijke omgeving voor risicovolle beleggingen, zeker nu de risicopremies laag zijn. De aanleiding ligt meestal in een specifieke crisis, zoals het knappen van een speculatieve vastgoed- of aandelenmarktzeepbel, financiële instabiliteit of problemen door overmatige leverage. Mochten de hooggespannen AI-verwachtingen niet waargemaakt

worden, dan kunnen AI-tegenvallers een trigger zijn voor dit scenario. Voor risicovolle beleggingen is dit doorgaans zeer ongunstig. Aandelen worden geraakt door lagere winstgroei en lagere waarderingen. Historische voorbeelden zijn het leeglopen van de technologiezeepbel aan het begin van deze eeuw en de kredietcrisis van 2008/2009. In beide periodes bedroegen de piek-dal-verliezen meer dan 50%. Gezien de huidige hoge waarderingen impliceert dit scenario een fors negatief rendement voor aandelen van ruim -16% per jaar. Kredietwaardige (staats)obligaties bieden juist tegenwicht, doordat zij profiteren van dalende rentes.



“Mochten de hooggespannen AI-verwachtingen niet waargemaakt worden, dan kunnen AI-tegenvallers een trigger zijn voor dit scenario.”

Nieuwe Prioriteiten – het oververhittingsrisico

Het oververhittingsscenario vormt een opwaarts groeiscenario met duidelijke inflatierisico's ten opzichte van het basisscenario. In dit scenario genaamd *Nieuwe Prioriteiten* blijft de economische groei bovengemiddeld hoog, terwijl de inflatie verder oploopt. Sterke vraag, toenemende schaarste aan arbeid en productiemiddelen, en een aanhoudend stimulerend monetair én begrotingsbeleid zorgen ervoor dat de vraag sneller groeit dan het aanbod. Daardoor neemt de inflatiedruk verder toe. De oververhitting kan ontstaan doordat overheden de economie extra stimuleren of doordat centrale banken het monetaire beleid te ruim houden. Dit creëert een gunstig klimaat voor inflatiegevoelige beleggingen, zoals grondstoffen, infrastructuur en vastgoed. Traditionele obligaties staan daarentegen in eerste instantie onder druk door oplopende rente- en inflatieverwachtingen, vooral in reële termen. Historische analogieën zijn late-cyclusperiodes voorafgaand aan crises, zoals 1997–1999 en 2004–2007, en de heropening van de economie na de coronacrisis. In nominale termen profiteren aandelen aanvankelijk van de hoge groei, maar hogere inflatie en oplopende rentes kunnen later voor tegenwind zorgen.

Groei & Innovatie – het Goldilocks-scenario

Het Goldilocks-scenario vormt een opwaarts alternatief voor het basisscenario. In dit scenario genaamd *Groei & Innovatie* blijft de economische groei bovengemiddeld hoog, terwijl de inflatie beheerst blijft. Die combinatie creëert historisch gezien een zeer gunstige macro-economische omgeving voor financiële markten en risicovolle beleggingen. De belangrijkste aanjager is een sterke toename van de productiviteit, bijvoorbeeld door brede toepassing van AI en andere technologische innovaties. Daardoor kunnen bedrijven efficiënter produceren, stijgen inkomens en winsten, en groeit de

economie zonder dat de inflatie sterk oploopt. Voor financiële markten betekent dit een aantrekkelijk klimaat. Aandelen profiteren van hogere winstgroei, kredietmarkten worden ondersteund door een solide economische omgeving en centrale banken zijn minder genoodzaakt om de beleidsrente sterk te verhogen (zie *box: Kunstmatige intelligentie en scenario's*). Historische aanknopingspunten zijn de internetrevolutie in het midden van de jaren negentig en de positieve aanbodschock door de integratie van China in de wereldeconomie aan het begin van deze eeuw.

Figuur 14: Overzicht risicoscenario's

Risicoscenario	Macroregime	Economische groei*	Inflatie *	Historische analogie	Potentiële trigger	Positief	Negatief
Structurele Ontwrichting	Stagflatie	-	+	Oliecrises '73-'80	Handelsoorlog	ILB, goud, grondstoffen	Aandelen, nominale obligaties
De Grote Correctie	Deflatie	-	-	Kredietcrisis '08-'09	Implosie AI-verwachtingen	Veilige (staats) obligaties	Aandelen, grondstoffen
Nieuwe Prioriteiten	Oververhitting	+	+	Post corona opening '20-'21	Te ruim monetair beleid	Grondstoffen, real assets	Veilige (staats) obligaties
Groei & Innovatie	Goldilocks	+	-	Internetrevolutie '95-'97	Brede toepassing AI	Aandelen	Goud

* Ten opzichte van het basisscenario

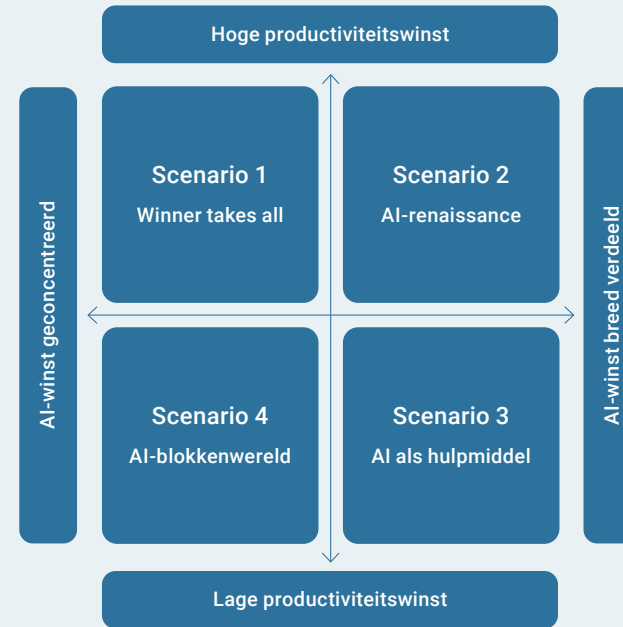
Bron: Achmea IM

Kunstmatige intelligentie en scenario's

AI als structurele bron van onzekerheid

In de studie *AI als structurele bron van onzekerheid* heeft Achmea IM diverse AI-scenario's uitgewerkt en de mogelijke impact op economie en financiële markten in kaart gebracht. De centrale boodschap is dat AI niet alleen een technologisch of beleggingsthema is, maar ook een structurele bron van onzekerheid met mogelijke gevolgen voor economische groei, inflatie en financiële markten. Achmea IM werkt met vier AI-scenario's langs de assen 'productiviteitswinst' en 'verdeling van AI-winsten' (zie figuur 15). In deze bredere macro-economische scenarioanalyse vormt AI één van de belangrijkste structurele trends die de beleggingsomgeving bepalen. In het basisscenario is sprake van een spanningsveld tussen de positieve effecten van AI enerzijds en de negatieve effecten van geopolitieke fragmentatie en onzekerheid anderzijds. Daarmee zijn elementen van AI onderdeel van de aannames in ons basisscenario *Flags & Frictions*. Via de alternatieve risicoscenario's schetsen we zowel positievere als negatievere macro-economische uitkomsten, waarin AI een belangrijke aanjager kan zijn.

Figuur 15: AI-scenario's



Bron: Achmea IM

Positief AI-scenario: Groei & Innovatie

Het scenario *Groei & Innovatie* beschrijft een omgeving waarin AI gunstiger uitpakt dan verwacht. In dit scenario verloopt de adoptie van AI sneller en breder dan vooralsnog wordt verwacht. AI ontwikkelt zich tot een langdurige investeringscyclus, met een positieve impact op bedrijfsinvesteringen, kredietgroei en consumentenbestedingen. Per saldo leidt dit tot een duidelijke versnelling van de productiviteitsgroei in de wereldeconomie. Bedrijven integreren AI succesvol in hun kernprocessen, wat leidt tot meetbare efficiëntiewinsten in meerdere sectoren. De arbeidsproductiviteit stijgt sterk en overtreft de structurele trend. Hierdoor blijven capaciteitsknelpunten beheersbaar en ontstaat geen sterke opwaartse loondruk. Dit betekent dat economieën sterker kunnen groeien terwijl de inflatie beheersbaar blijft. Voor centrale banken is dit een gunstige omgeving waarin zij de beleidsrentes gematigd kunnen houden. Ook de overheidsfinanciën verbeteren in dit scenario. De hogere economische groei leidt tot hogere belastinginkomsten, waardoor begrotingstekorten afnemen. Het scenario *Groei & Innovatie* heeft overeenkomsten met de AI-scenario's *Winner takes all* en *AI-rennaissance*, waarbij de productiviteitswinsten hoog zijn.

Hogere aandelenrendementen in het gunstige scenario

De aandelenrendementen liggen in dit positieve scenario hoger dan in het basisscenario *Flags & Frictions*. Dit komt door een sterkere winstgroei en hogere waarderingen dan in het basisscenario. Bedrijfswinsten en marges blijven naar verwachting op een hoog niveau. In dit scenario zet de sterke winstgroei van de afgelopen jaren door. Deze winstgroei is in eerste instantie geconcentreerd in de technologiesector en aanverwante AI-sectoren. Op termijn profiteren naar verwachting ook andere sectoren, zoals financiële dienstverlening en gezondheidszorg, door kostenbesparingen en efficiëntiewinsten. Daarnaast kunnen de waarderingen van aandelenmarkten verder oplopen in plaats van dalen, zoals in het basisscenario. Aanhoudende winstgroei boven verwachting en het gunstige macro-economische klimaat zijn hiervoor de belangrijkste redenen. Het verwachte rendement voor aandelen uit ontwikkelde markten bedraagt in dit scenario ruim 7% per jaar voor de middellange termijn. Dat ligt duidelijk hoger dan het verwachte rendement in het basisscenario, waarin we uitgaan van normalisering van zowel winstniveaus als waarderingen. Ook andere risicovolle beleggingen profiteren van de gunstige omgeving en dalende risicopremies. De goudprijs staat in dit scenario onder druk door de geringere behoefte aan veilige havens en de hogere reële rente.

Negatief AI-scenario als trigger voor risicoscenario's

Het huidige optimisme over AI betekent niet automatisch dat hoge beleggingsrendementen volgen. In de studie over AI-scenario's is benadrukt dat een positieve economische impact niet vanzelf leidt tot hoge beleggingsrendementen. Historische voorbeelden, zoals de grote investeringen in de spoorwegen en het internet, laten zien dat technologische revoluties gepaard kunnen gaan met overinvesteringen, te hoge verwachtingen en uiteindelijk tegenvallende beleggingsrendementen. Daarnaast is onzeker of de huidige AI-investeringen daadwerkelijk tot een veel hogere productiviteitsgroei leiden en hoe de winsten uiteindelijk worden verdeeld. Gezien de hoge winstgroei-erwachtingen en waarderingen lijkt een optimistisch scenario al grotendeels ingeprijsd (*zie box: Het verwachte rendement op aandelen is beperkt*). Een scenario waarin de verwachtingen rond AI tegenvallen, kan leiden tot lagere winsten en waarderingen. Ook de macro-economische omgeving kan dan minder gunstig uitvallen, bijvoorbeeld doordat AI onvoldoende productiviteitswinst oplevert om kosten- en loonstijgingen te dempen. Tegenvallende AI-ontwikkelingen kunnen daarmee een aanjager zijn van de risicoscenario's *De Grote Correctie* of *Structurele Ontwrichting*.

3.4 Monitoring van de actualiteit van het basisscenario

Via een monitoringskader toetsen we of het basisscenario nog past bij de actuele beleggingsomgeving. Daarbij beoordelen we systematisch of de aannames uit het basisscenario nog aansluiten bij de huidige omstandigheden. Als bepaalde kernvariabelen substantieel afwijken van de aannames in het basisscenario, kan herziening gewenst zijn. Figuur 16 geeft een aantal variabelen weer, zoals inflatie en rente, met de bijbehorende ijkpunten en grenswaarden per medio 2026. Gedurende het jaar zetten we de actuele data af tegen deze bandbreedtes. Bij overschrijding van een grenswaarde evalueren we het basisscenario opnieuw op relevantie. Bij een structurele overschrijding volgt heroverweging van het basisscenario of een voorstel tot actualisatie. Daarnaast vindt sowieso elk halfjaar een update van de scenarioanalyse plaats, waarbij we de kritische variabelen beoordelen.

Figuur 16: Monitoringskader basisscenario Flags & Frictions

	Parameter	Waarde (31 juli 2026)	Grensniveaus	Grenswaarde (31 juli 2026)	Beoordeling
Inflatie	1-jaars voortschrijdend gemiddelde eurozone-inflatie	2,4%	-/+ 2% t.o.v. medio 2026 aannames	0,3% - 4,3%	Binnen bandbreedte
Break-even inflatie	5-jaars break-even inflatie eurozone	2,2%	-/+ 0,75% t.o.v. medio 2026 aannames	1,3% - 2,8%	Binnen bandbreedte
Ingeprijsde inflatie MLT	5-jaars, 5-jaars forward inflatie	2,1%	-/+ 0,75% t.o.v. medio 2026 aannames	1,4% - 2,9%	Binnen bandbreedte
10-jaarsrente Duitsland	10-jaarsrente Duitsland	3,2%	-/+ 1% t.o.v. medio 2026 aannames	1,9% - 3,9%	Binnen bandbreedte
Aandelen MSCI Wereld	MSCI Wereld (euro hedged, herschaald)	100,3	-/+ 1,5 standaard-deviatie t.o.v. medio 2026 aannames	75,8 – 124,9	Binnen bandbreedte

Bron: Bloomberg, Ortec GLASS, Achmea IM

“Bij overschrijding van een grenswaarde evalueren we het basisscenario opnieuw op relevantie.”

4. Beleggingsimplicaties

In het kort

- De strategische beleggingsimplicaties die uit de scenario-analyse volgen zijn:
 - Zorg voor voldoende diversificatie.
 - Voeg beleggingen toe die bescherming kunnen bieden tegen staartrisico's.
 - Onderzoek beleggingsmogelijkheden die inspelen op de onderliggende trends in *Flags & Frictions*.
- Op basis van de rendementsverwachtingen in *Flags & Frictions* kunnen de volgende accenten in de beleggingsportefeuille worden aangebracht:
 - Overweeg inflatiegerelateerde beleggingen ten koste van rendementsbeleggingen.
 - Stuur op *relatieve value* binnen risicocategorieën, zoals bank loans ten koste van global high yield.

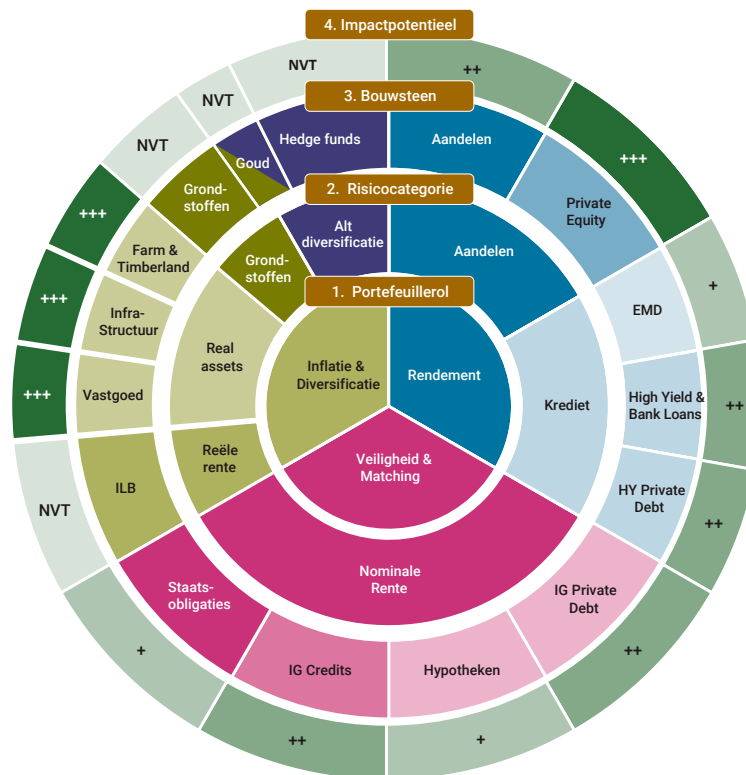
Auteur: Maurice Geraets – Senior Investment Strategist

4.1 Strategische beleggingsimplicaties in een multipolaire wereld

Streef naar voldoende diversificatie

Diversificatie is van groot belang in een volatiel en onzeker beleggingsregime als *Flags & Frictions*. Dit geldt des te meer nu de risico-opslagen van risicovolle beleggingen laag zijn. Diversificatie kan op verschillende niveaus worden toegepast. Ten eerste gaat het om spreiding over beleggingscategorieën. In het vorige beleggingsregime was de toegevoegde waarde van diversificerende beleggingen beperkt. In *Flags & Frictions* draagt spreiding over meerdere beleggingscategorieën naar verwachting bij aan een robuustere beleggingsportefeuille. Vooral beleggingen met inflatiegevoeligheid, zoals real assets, grondstoffen en inflatiegerelateerde obligaties, zijn relevant in een omgeving met verhoogde inflatierisico's. Ook beleggingen uit de risicocategorie 'alternatieve diversificatie', zoals hedge funds, kunnen nuttige diversificatie bieden (zie figuur 17). Ten tweede is voldoende spreiding binnen beleggingscategorieën van belang. Via factorbeleggen binnen aandelen kan de spreiding worden verbeterd en kunnen concentratierisico's worden verlaagd. Daarnaast bieden alternatieve credits mogelijkheden ten opzichte van vergelijkbare liquide kredietcategorieën.

Figuur 17: Indeling beleggingsuniversum: spreiden over verschillende portefeuillerollen en risicocategorieën



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

Bron: Achmea IM



“Investeren in Europese defensie, weerbaarheid en veiligheid ontwikkelt zich steeds meer tot een beleggingsvraagstuk.”

Voeg beleggingen toe die bescherming bieden tegen staartrisico's

Overweeg beleggingen die in specifieke stressscenario's bescherming kunnen bieden tegen staartrisico's, zoals goud, grondstoffen en hedge funds. *Flags & Frictions* beschrijft een multipolaire wereld die gevoelig is voor schokken. Tegelijkertijd staan traditionele veilige havens, zoals staatsobligaties, onder druk. De oorlog in het Midden-Oosten in de eerste helft van het jaar was daarvan een voorbeeld. De impact op financiële markten bleef toen overwegend beperkt, maar dat biedt geen garantie voor de toekomst. Bij verdere escalatie kan een goed gespreide grondstoffenbelegging een waardevolle diversificatiebijdrage leveren, omdat veilige obligatiecategorieën in een dergelijke omgeving onder druk kunnen komen door hogere inflatie en oplopende rentes. Ook alternatieve strategieën, zoals *trend following*, kunnen risico's beperken wanneer zich een langdurige dalende aandelenmarkt voordoet. Daarnaast kunnen goud en een beperkte blootstelling aan de Amerikaanse dollar bijdragen aan bescherming tegen staartrisico's.

Onderzoek beleggingsmogelijkheden die inspelen op de onderliggende trends in *Flags & Frictions*

Verschillende structurele ontwikkelingen liggen ten grondslag aan het basisscenario *Flags & Frictions*. Voorbeelden hiervan zijn de omvangrijke investeringen in defensie en AI. In het visiedocument *Defensie, Weerbaarheid en Veiligheid* is geanalyseerd hoe de veranderde geopolitieke omgeving heeft geleid tot een grotere behoefte aan Europese strategische autonomie op het gebied van defensie, weerbaarheid en veiligheid. In het document *AI als structurele bron van onzekerheid – Scenario's voor economie, markten en vermogensbeheer* zijn onder meer de strategische beleggingsimplicaties van AI onderzocht. Hoewel nog onduidelijk is hoe deze ontwikkelingen zich verder ontvouwen, kunnen beleggers hier via verschillende beleggingscategorieën op inspelen. Infrastructuur is daarvan een voorbeeld. Digitale AI-gerelateerde infrastructuur en energie-infrastructuur zijn potentieel aantrekkelijke beleggingsmogelijkheden, omdat zij worden ondersteund door structurele trends, zoals digitalisering, elektrificatie en strategische autonomie.

4.2 Rendementsgedreven beleggingsimplicaties medio 2026

Beleggingsimplicaties voor de middellange termijn

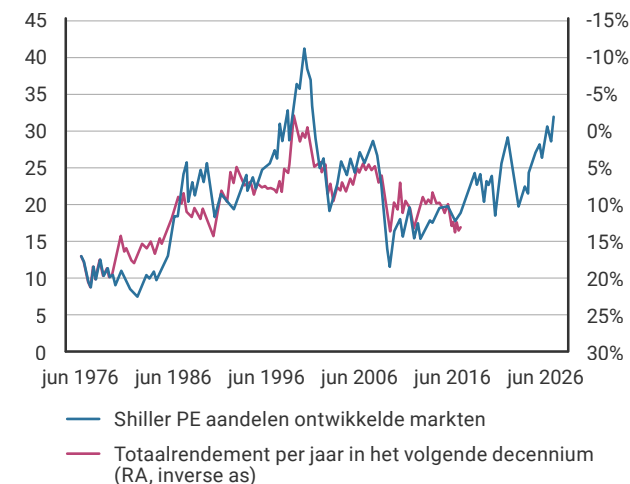
De rendementsgedreven beleggingsimplicaties zijn vooral gebaseerd op de relatieve rendementsverwachtingen binnen het basisscenario *Flags & Frictions* en zijn bedoeld om accenten in de beleggingsportefeuille aan te brengen. Effectieve diversificatie blijft daarbij het leidende strategische uitgangspunt in de huidige onzekere, multipolaire wereld, zoals eerder toegelicht bij de strategische beleggingsimplicaties. De rendementsverwachtingen voor de middellange termijn hebben betrekking op de komende vijf jaar. Op korte termijn kan de realisatie echter sterk afwijken van deze verwachtingen. Zo is het verwachte rendement op aandelen uit ontwikkelde landen al enige tijd beperkt, vooral door de hoge waardering van deze beleggingscategorie. Waardering is echter geen kortetermijndicator. Aandelen hebben, ondanks de onrust in het Midden-Oosten, opnieuw positief gerendeerd in de eerste helft van het jaar. Ook de risico-opslagen van kredietcategorieën liggen al langere tijd op historisch lage niveaus. Daarom is het van belang ook positieve en negatieve alternatieve scenario's mee te wegen.

Overweeg inflatiegerelateerde beleggingen ten koste van rendementsbeleggingen

De voorkeur gaat uit naar inflatiegerelateerde beleggingen, zoals inflatiegerelateerde obligaties, *real assets* en grondstoffen, ten koste van rendementsbeleggingen, zoals aandelen uit ontwikkelde markten. Het verwachte rendement van veel rendementsbeleggingen is beperkt door lage risicopremies voor zowel aandelen als de kredietcategorieën. De voor de economische cyclus gecorrigeerde koerswinstverhouding, de Shiller PE, van aandelen uit ontwikkelde markten staat op het hoogste niveau in meer dan 25 jaar. Historisch gezien gaat een dergelijke hoge waardering samen met lagere rendementen op de (middel)lange termijn, zoals uit figuur 18 blijkt. Ook de risico-opslag voor high-yield-obligaties is met minder dan 300 basispunten laag, tegenover een historisch gemiddelde van circa 450 basispunten. De hoge waardering van aandelen en de lage risico-opslagen van kredietobligaties bieden weinig ruimte voor tegenvallers en maken deze categorieën kwetsbaar. Tegelijkertijd liggen de inflatierisico's in *Flags & Frictions* aan de bovenkant.

Aangezien de meeste beleggingsportefeuilles vooral rendementsbeleggingen bevatten, kan het toevoegen van of uitbreiden naar inflatiegevoelige beleggingen bijdragen aan een robuustere portefeuille.

Figuur 18: Relatie tussen waardering (Shiller PE) en toekomstig rendement



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Relative value binnen risicocategorieën

De absolute verwachte rendementen zijn door de lage risicopremies overwegend beperkt. Binnen risicocategorieën bestaan echter mogelijkheden voor *relative value*. Daarmee kunnen accenten in de beleggingsportefeuille worden aangebracht zonder het totale risico wezenlijk te veranderen. Binnen krediet gaat de voorkeur uit naar bank loans ten koste van global high yield. Bank loans kennen een hogere risico-opslag dan high yield, terwijl de kredietkwaliteit per saldo iets hoger is. Daarnaast zijn bank loans minder kwetsbaar voor sterk stijgende rentes, omdat het beleggingen met een variabele rente zijn. Ook in bepaalde risicoscenario's is daarom de verwachting dat bank loans beter presteren dan high yield. Binnen aandelen gaat de voorkeur uit naar aandelen uit opkomende markten ten opzichte van aandelen uit ontwikkelde markten. De Shiller PE voor aandelen uit opkomende markten bedraagt per medio 2026 bijna 20. In historisch perspectief is dit niet laag, maar wel lager dan de Shiller PE van aandelen uit ontwikkelde markten, die bijna 32 bedraagt. Mocht de AI-hausse op de aandelenmarkten doorzetten, dan kunnen aandelen uit opkomende markten eveneens profiteren. Deze positie hangt daarom samen met een eventuele onderweging van aandelen ontwikkelde markten.



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.