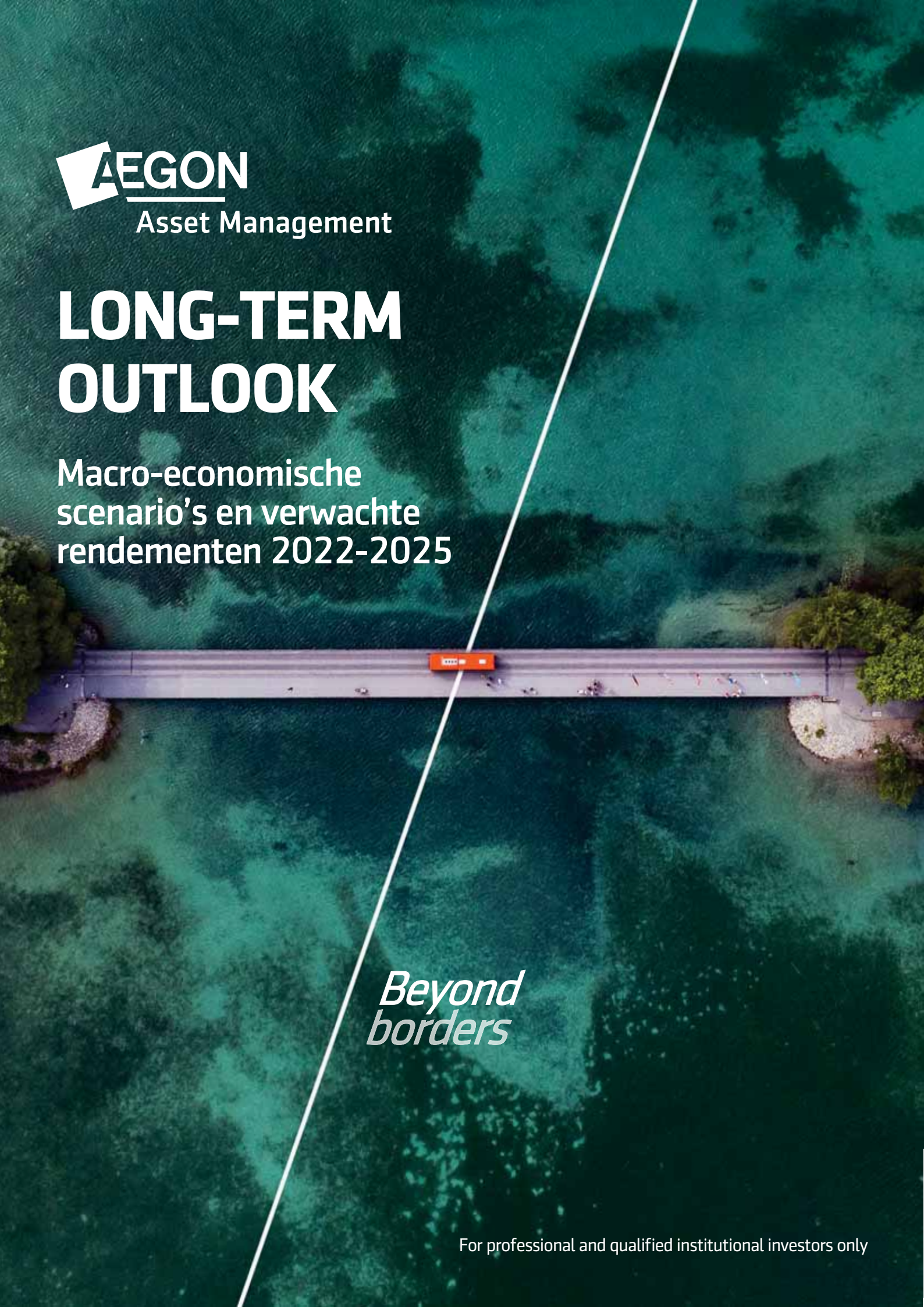


AEGON
Asset Management

LONG-TERM OUTLOOK

Macro-economische scenario's en verwachte rendementen 2022-2025

Beyond borders

For professional and qualified institutional investors only

Inhoudsopgave

Voorwoord	3
Wereldwijde macro-economie	5
Algemeen	6
Verenigde Staten	7
Eurozone	8
Verenigd Koninkrijk	12
China en opkomende markten	13
Alternatieve scenario's	15
Markten	18
Staatsobligaties	19
Bedrijfsobligaties	22
Emerging markets debt	24
Private Debt	25
Aandelen	27
Beursgenoteerd vastgoed	30
Vastgoed	31
Private Equity	32
Grondstoffen	34
Overzicht	35
Afkortingen	37
Disclaimer	38

Voorwoord

Voorwoord

Bas NieuweWeme, CEO

De wereldeconomie blijft zich krachtig herstellen van de ergste gevolgen van de lockdowns als gevolg van de coronapandemie.

De centrale banken bekijken op dit moment de mogelijkheden om de het niveau van de steunprogramma's terug te schroeven. Tegelijkertijd maken overheden een start met het afschalen van de steunmaatregelen voor de werkgelegenheid.

Maar we zijn er nog lang niet. De verspreiding van de deltavariant herinnert ons eraan dat het coronavirus ondanks de succesvolle uitrol van vaccins een risico blijft voor de economie en voor de samenleving als geheel. De gezondheid van afzonderlijke economieën laat ook zien dat het herstelproces geenszins in een gelijk tempo plaatsvindt.

In dit nog altijd volatiele klimaat is het goed om de basismantra te herhalen die voor elke belegger geldt: beleg voor de lange termijn zodat je geen last hebt van periodes van instabiliteit en benut de kansen die zich onvermijdelijk voordoen.

Deze fundamentele waarheid geldt ook voor ons bedrijf, nu meer dan ooit. Daarom hoop ik dat onze Long Term Outlook een nuttige leidraad is om inzicht te krijgen in de huidige beleggingsmarkten.

In deze wereldwijde Long Term Outlook van Aegon Asset Management maken we gebruik van de expertise van onze wereldwijde beleggingsteams. Wij kijken naar de opkomende trends, de kansen en de uitdagingen waarmee de markten te maken krijgen en geven aan hoe wij verwachten dat deze factoren zich de komende jaren gaan ontwikkelen.

Wij verwachten dat landen zich blijven herstellen ondanks de zorgen over nieuwe virusvarianten. Door de omvangrijke steunprogramma's van de centrale banken verwachten we dat de rente op of iets boven het huidige niveau blijft. Dit betekent over het algemeen lage rendementen op staatsobligaties.

Wij verwachten dat zorgen over de inflatie van tijdelijke aard zijn, zodra de door de pandemie veroorzaakte verstoringen grotendeels achter ons liggen. Bedrijfsobligaties blijven ondersteund en wij verwachten dat obligaties met een lagere rating het beter gaan doen, aangezien een economisch herstel en de lage rente naar verwachting een gunstige kredietomgeving tot gevolg hebben. Verschillende alternatieve vastrentende beleggingscategorieën bieden momenteel een additionele spread ten opzichte van staatsobligaties.

Ondanks de hoge aandelenkoersen blijven we relatief positief gestemd over deze beleggingscategorie. Aandelen profiteren doorgaans van een klimaat waarin de rente laag blijft en er sprake is van degelijke nominale groei.

De vastgoedmarkt heeft zich aangepast aan de veranderende trends op het gebied van thuiswerken en online winkelen. Dit is typisch een beleggingscategorie die kan profiteren van lage financieringskosten.

Ik hoop dat u de Long Term Outlook van dit jaar nuttig en informatief vindt. Mijn collega's van Aegon Asset Management en ik helpen u graag bij het vinden van uw weg in het nieuwe beleggingslandschap.

Wereldwijde macro-economie

Wereldwijde macro-economie

Een sleutelfactor in het afgelopen jaar was de ongekende fiscale & monetaire steun

Er zijn grote verschillen tussen landen wat betreft de aanvankelijke economische gevolgen van de Covid-19-pandemie en het daaropvolgende herstel.

Toen de pandemie in China begon, zag het land in eerste instantie een daling van de productie. Aangezien China vervolgens in staat was verdere uitbraken te beperken, resulteerde dit in een sneller herstel en een productie die hoger lag dan vóór de pandemie.

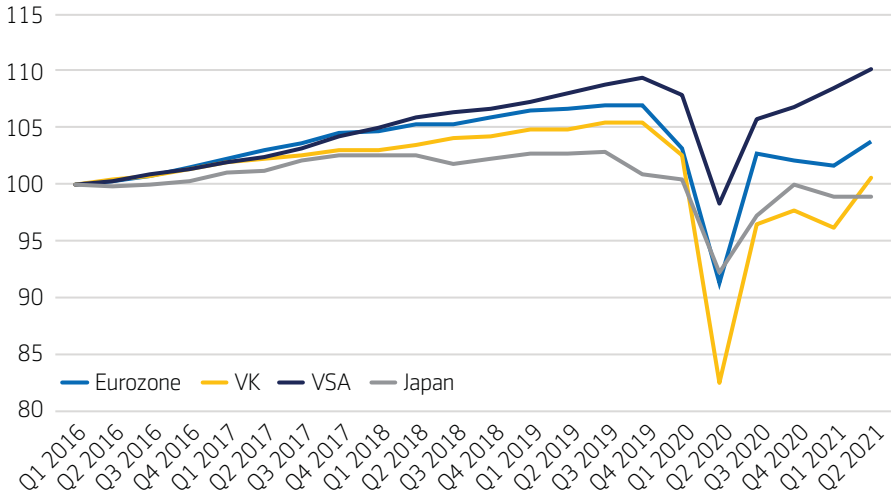
Europa en de VS hebben daarentegen meer geworsteld met de pandemie in 2020. Tijdens de eerste golf en in de winter van 2020/2021 waren maatregelen nodig. De eerste daling van de productie in 2020 was verreweg de meest schadelijke. In de daaropvolgende besmettingsgolven pasten bedrijven en huishoudens hun gedrag aan, wat resulteerde in minder druk op de groei.

Een belangrijke factor het afgelopen jaar was de ongekende fiscale en monetaire steun. Centrale banken verlaagden de rente en implementeerden zeer omvangrijke opkoopprogramma's om de economische effecten te verzachten en overheden kwamen met steunmaatregelen. In Europa hebben deze voornamelijk de vorm gekregen van regelingen voor het behoud van banen via een nieuw herstelfonds, het NextGenEU-fonds. In de VS kregen bedrijven en huishoudens directe fiscale steun.

Over het algemeen zijn de economische resultaten in de VS beter aangezien de lockdowns daar minder streng waren en de steunmaatregelen omvangrijker waren dan in Europa. Ook heeft een snellere start van de vaccinatiecampagne geleid tot een eerdere aanvang van het herstel. Ondertussen had het Verenigd Koninkrijk in 2020 te kampen met één van de diepste recessies in de ontwikkelde wereld, vanwege meerdere besmettingsgolven en strenge lockdowns. Ook de Brexit zal een negatief effect hebben gehad op de groei. De vroege aanvang van de vaccinatiecampagne droeg echter bij aan het herstel van een deel van de aanvankelijke neergang. Japan loopt achter met de vaccinatiecampagne, wat betekent dat het herstel waarschijnlijk pas eind 2021 zal inzetten.

Het is dus van belang om te bekijken hoe deze economieën zich zullen ontwikkelen. In de volgende paragrafen van onze Outlook beschrijven wij onze vooruitzichten.

Figuur 1: Bbp-index voor verschillende landen (per K2 2021)

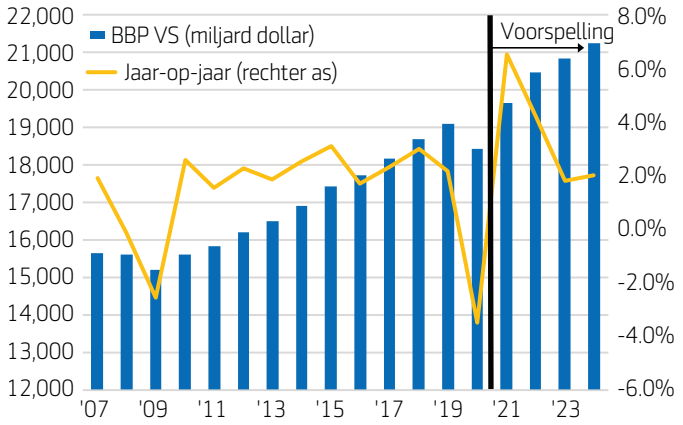


Bron: Refnitiv, Aegon Asset Management

Verenigde Staten: De Grote Normalisatie

De langetermijn vooruitzichten voor de Amerikaanse economie wijzen op een conjuncturele groeipiek in de zomer van 2021 en vervolgens op een gematigde ontwikkeling richting trendniveau. Dit positieve groeipad is de keerzijde van het door de pandemie veroorzaakte dieptepunt waarin de economie in 2020 belandde toen het groeitempo met -9% jaar-op-jaar afnam. De arbeidsproductiviteit stijgt sneller dan in de traditionele bedrijfscyclus die meestal een geleidelijk hersteltempo laat zien. Gezien het algehele tempo van deze expansiefase gaan wij ervan uit dat deze cyclus veel korter zal zijn dan de voorgaande cyclus, die ruim een decennium voortduurde.

Figuur 1: Bbp in de VS (in miljarden USD en j-o-j-mutaties) (per augustus 2021)

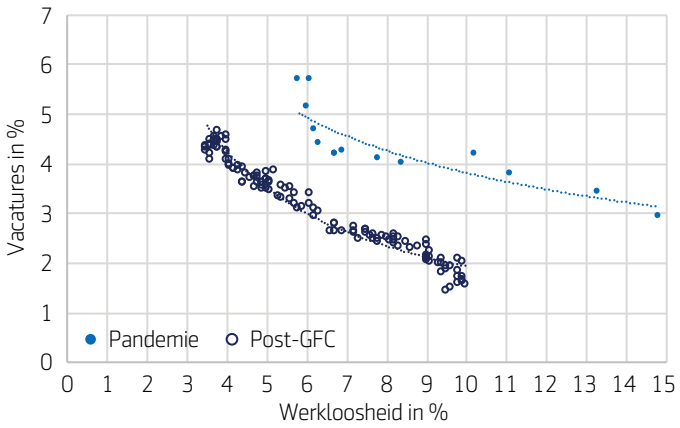


Bron: AEGON Asset Management, BEA, HAVER Prognoses 2021 - 2025 aangeleverd door Aegon Asset Management

Een belangrijk element dat van invloed is op het tempo van de normalisatie is het tempo waarmee de particuliere sector weer de aanjager van de economie wordt in plaats van de overheid (de belangrijkste stimulerende factor van de economie tijdens de pandemie). Gedurende de grillige coronacrisis is een groter deel van de totale consumentenbestedingen overeind gehouden met financiële overheidssteun bedoeld voor loonkosten. Nu het effect van de steunmaatregelen wegebt, wordt de kracht van het herstel (of het ontbreken daarvan) bepaald door hoe stevig het bedrijfsleven de teugels weer in handen neemt.

Een belangrijke indicator van normalisatie is de arbeidsmarkt. De Beveridge-curve geeft de economische relatie weer tussen het aantal vacatures en de werkloosheid. Er is altijd een zekere mate van frictiewerkloosheid: werkloosheid als gevolg van een discrepantie in vaardigheden of geografische locatie. Tijdens de pandemie is de Beveridge-curve echter omhoog en naar rechts verschoven, waaruit blijkt dat er sprake is van een andere 'frictiediscrepantie' als gevolg van het virus (bijvoorbeeld zorgen over de gezondheid, etc.). De mate waarin de Beveridge-curve de komende jaren terugkeert naar historische niveaus zegt iets over de omvang van de normalisatie.

Figuur 2: Beveridge-curve voor de VS (per augustus 2021)



Bron: AEGON Asset Management, Federal Reserve Economic Data, NBER

"To be or not be (tijdelijk)" Deze vrije variant op Shakespeare's welbekende zin is bedoeld om de essentie aan te geven van het debat dat momenteel woedt over de inflatie. Aegon AM schaart zich in het kamp die stelt dat de inflatie tijdelijk van aard is, omdat wij van mening zijn dat er geen sprake is van structurele factoren die gedurende meerdere jaren scherpe aanhoudende prijsstijgingen kunnen veroorzaken. De huidige prijsdruk houdt waarschijnlijk grotendeels verband met factoren die direct te maken hebben met de problemen aan de aanbodzijde als gevolg van de massale heropening van de economie. Daarnaast gaan we ervan uit dat de langetermijn inflatieverwachtingen onder controle worden gehouden, een belangrijk doel van het beleid van de Federal Reserve.

Het **begrotingsbeleid** zal naar verwachting per saldo een wind in de rug blijven, maar bij lange na niet in de mate waarin het gebruikt werd om acuut de pandemie aan te pakken (circa USD 5 biljoen gedurende een periode van 12 maanden). Hoewel er over enorme infrastructuurplannen (USD 1 biljoen) en sociale plannen (USD 2 tot 3 biljoen) wordt gesproken, hebben deze bedragen betrekking op een tijdvak van meer dan 10 jaar. Het bedrag per jaar is dus een fractie van het bedrag aan noodhulp dat tijdens de pandemie is uitgekeerd.

Vermogensallocatie: Een belangrijke element van de geschetste macro-economische vooruitzichten is een blijvende boventrendse groei. Onder die omstandigheden geven wij de voorkeur aan waarden die een correlatie hebben met nominale groei - aandelen alsmede bedrijfsobligaties met een lagere kredietrating/hogere risicopremie. Later in de cyclus zullen we een voorkeur hebben tot defensievere beleggingen in lijn met het veranderende risico/rendementsprofiel.

Eurozone: Een nieuw hoofdstuk

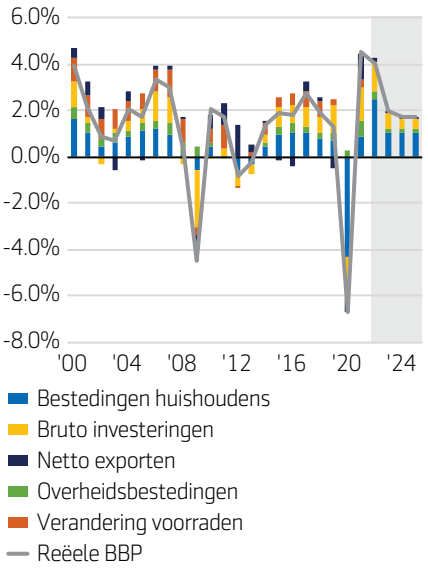
De economie van de eurozone heeft een grote klap gehad door de lockdowns in de gehele EU als gevolg van de pandemie. De aanvankelijke daling van de productie in de eerste helft van 2020 had verreweg de grootste impact, maar ook de lockdowns in de winter van 2020 en in 2021 leidden tot een verdere daling van de productie.

De eurozone presteerde slechter dan de Amerikaanse economie tijdens de pandemie, waarschijnlijk vanwege twee grote verschillen. Ten eerste was de omvang van de steunmaatregelen in de VS aanzienlijk groter, en ten tweede waren de Amerikaanse lockdowns over het algemeen minder streng. Hoewel de eurozone in eerste instantie bij de VS achterbleef wat betreft de vaccinatiegraad, werd de achterstand snel ingehaald en ligt deze nu hoger dan in de VS, waardoor de economische bedrijvigheid weer is aangetrokken.

Vooruitblik: Ongelijk maar sterk herstel

Wij verwachten dat de eurozone gedurende de rest van dit jaar en ook in 2022 sterk zal groeien. Deze groei is echter vooral een inhaalslag van de grote daling tijdens de pandemie. De hoge groeicijfers moeten dus niet worden doorgetrokken naar de toekomst of als netto-positief worden gezien. Economieën met de grootste daling in 2020 zullen naar verwachting de grootste opleving laten zien, simpelweg omdat ze terugkeren naar het niveau van vóór de pandemie. In Europa was de grootste daling te zien in de landen die meer afhankelijk zijn van toerisme, zoals Spanje en Italië; hier wordt procentueel het sterkste herstel verwacht. Naar onze mening is het daarom meer intuïtief om te kijken naar het niveau van het bbp in plaats van naar de verandering daarvan. Met het bbp als maatstaf zullen sommige Noord-Europese economieën in de tweede helft van 2021 terugkeren naar het niveau van vóór de pandemie, terwijl de zuidelijke landen dat niveau waarschijnlijk pas een jaar later bereiken. Wanneer de economie eenmaal van de pandemie is hersteld, verwachten we dat de groei iets boven de langjarige trend blijft. De pandemie zal het economisch beleid nog vele jaren veranderen en hieronder bespreken we de belangrijkste variabelen.

Figuur 1: Bbp-samenstelling eurozone (per augustus 2021)



Bron: AEGON Asset Management, Bloomberg, Refinitiv, prognoses 2021 - 2025 aangeleverd door Aegon Asset Management

Fiscale stimuleringsmaatregelen: Een nieuw economisch experiment

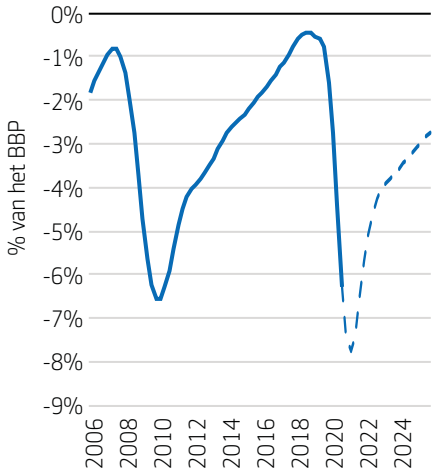
Na de schuldencrisis in de eurozone is de nadruk komen te liggen op een prudent begrotingsbeleid, met name op initiatief van de Noord-Europese landen. Deze regio's wilden op dat moment een nieuwe schuldencrisis voorkomen door te zorgen dat de staatsschulden op termijn zouden worden teruggedrongen.

Deze houding ten aanzien van fiscale stimuleringsmaatregelen is inmiddels verschoven van een prudent begrotingsbeleid naar de inzet van overheidsgeld ter ondersteuning en

stimulering van de groei. In eerste instantie zagen alle landen zich gedwongen hun economie te steunen door de invoering van werktijdverkorting en het ondersteunen van bedrijven tijdens de lockdowns. Afgezien van deze directe steun gingen er ook stemmen op om overheidsgeld te gebruiken voor investeringen. Het NextGenEU-fonds (zie de paragraaf hieronder) is het belangrijkste resultaat hiervan. Het idee is om te investeren in productieve investeringen, wat in de toekomst moet resulteren in een structureel hoger bbp en dus een lagere schuldquote.

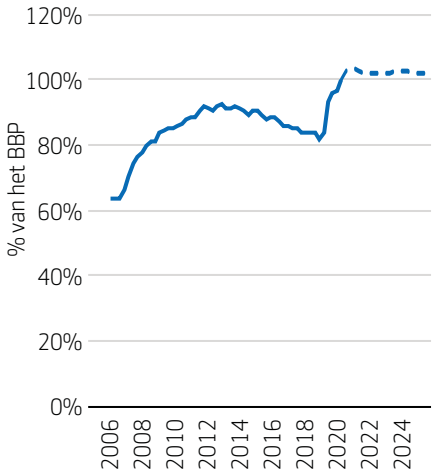
Overheden hebben zeer grote tekorten opgelopen (zie figuur3), wat weer heeft geleid tot een stijging van de schuldquote (zie figuur 2). Deze tekorten nemen naar verwachting af naarmate de overheidssteunregelingen worden stopgezet. Ervan uitgaande dat de arbeidsmarkt veerkrachtig blijft, zal dit echter niet leiden tot een economische krimp. Veel landen blijven vooralsnog ondersteunend om een eventuele krimp tijdens het eerste herstel te voorkomen.

Figuur 2: Overheidsschuld in de eurozone als percentage van het bbp (per Q1 2021)



Bron: AEGON Asset Management, Bloomberg, Refinitiv, prognoses 2021 - 2025 aangeleverd door Aegon Asset Management

Figuur 3: Begrotingssaldo eurozone als percentage van het bbp (per Q1 2021)



Bron: AEGON Asset Management, Bloomberg, Refinitiv, prognoses 2021 - 2025 aangeleverd door Aegon Asset Management

Consumptie: Bepaald door werkgelegenheidsherstel en spaaroverschot

De consumptie maakt het grootste deel uit van het bbp in Europa. Het herstel van de consumptie wordt de komende jaren bepaald door twee belangrijke ontwikkelingen. Ten eerste de arbeidsmarkt en ten tweede de vraag of consumenten hun opgebouwde spaargeld gaan uitgeven.

De arbeidsmarkt blijkt tot nu toe veerkrachtiger dan werd gevreesd, maar het blijft zeer moeilijk om duidelijk inzicht te krijgen in de ontwikkeling van de werkgelegenheid. Anders dan in de VS betrof de overheidssteun in Europa met name werktijdverkorting. Dit was succesvol bij het voorkomen van een stijging van de werkloosheid, maar tegelijkertijd is het onzeker of bedrijven werknemers ontslaan als deze regelingen beëindigd worden. Onze verwachting is dat de werkloosheid licht zal stijgen, maar dat de arbeidsmarkt over het algemeen krachtig blijft. Vooral omdat er veel signalen zijn dat bedrijven in Europa moeite hebben om gekwalificeerd personeel te vinden. In landen die afhankelijk zijn van het toerisme neemt de werkloosheid naar verwachting toe, aangezien we verwachten dat het tot ten minste 2022 zal duren voordat de situatie in deze sector weer normaal is.

Tijdens de pandemie hebben consumenten gemiddeld een hoger spaartegoed opgebouwd, omdat hun bestedingspatroon beperkt werd door de lockdowns en andere maatregelen. Terwijl hun inkomens werden ondersteund door werktijdverkortingsregelingen. Een van de factoren die het tempo van het herstel bepaalt, is de snelheid waarmee deze spaartegoeden worden uitgegeven. Een groot deel van dit spaargeld is opgebouwd door rijkere huishoudens, die waarschijnlijk slechts een deel daarvan zullen uitgeven. Onzekerheid over het toekomstige verloop van de pandemie en de werkgelegenheidsvooruitzichten kan ervoor zorgen dat veel huishoudens een deel van hun spaargeld als buffer aanhouden. Nu de Europese economieën weer opengaan en de maatregelen worden opgeheven, zal er echter sprake zijn van een uitgestelde vraag naar reizen, vrijetijdsactiviteiten en horeca, wat leidt tot een extra toename van de uitgaven.

De consumptie op de langere termijn wordt naar verwachting aangejaagd door productiviteitsgroei, waardoor de mogelijkheid ontstaat om de lonen structureel boven de inflatie te verhogen. Gemeten naar deze maatstaf zou het effect van de pandemie positief kunnen uitvallen vanwege de versnelde inzet van technologie, maar tegelijkertijd heeft het onderwijs te lijden gehad. Hoe deze twee factoren zich tot elkaar verhouden, is verre van zeker.

Politiek; Frankrijk en Italië in de schijnwerpers

Politieke ontwikkelingen zijn in elke economie relevant, omdat zij mede de vooruitzichten voor het economische

beleid bepalen. Zo kunnen het fiscale beleid, begrotingsbeleid en handelsbeleid wezenlijk veranderen. In de eurozone is dit mogelijk nog belangrijker omdat het een verzameling betreft van soevereine landen binnen één monetaire unie. Zoals we de afgelopen jaren hebben gezien, kan dit in sommige gevallen leiden tot een crisis en economische verschillen.

De komende jaren zijn er twee verkiezingen die mogelijk gevolgen hebben voor de eurozone. Ten eerste de presidentsverkiezingen in Frankrijk in 2022. Op dit moment staat president Macron er niet goed voor in de peilingen en is er een kans dat de eurosceptische Le Pen winst boekt, aangezien de politieke opvattingen in Frankrijk meer naar rechts zijn verschoven. Wij verwachten dan ook dat een fatsoenlijke centrumrechtse kandidaat de meest waarschijnlijke winnaar van de verkiezingen zal zijn. Politieke verkiezingen zijn echter niet altijd eenvoudig te voorspellen, omdat corruptieschandalen en andere externe gebeurtenissen een plotselinge verandering in de publieke opinie kunnen veroorzaken. Ten tweede zijn de politieke ontwikkelingen in Italië belangrijk vanwege de omvang van de economie en de grote aanwezigheid van eurosceptische partijen. De parlementsverkiezingen worden pas in 2023 gehouden, maar de Italiaanse politiek is van oudsher instabiel. De huidige regering van nationale eenheid onder leiding van Draghi heeft op dit moment voldoende steun, maar dit kan veranderen zodra de pandemie voorbij is, aangezien de meer eurosceptische partijen inmiddels niet meer uit de euro willen, maar de Europa van binnenuit willen veranderen. Daarom verwachten we geen nieuwe eurocrisis, ook al worden zij gekozen. Wel zal dit het besturen van de EU nog moeilijker maken en waarschijnlijk resulteren in minder vooruitgang op het gebied van hervormingen en integratie bij een lagere groei.

ECB: Vast aan de ondergrens

De ECB heeft haar bijdrage geleverd aan de ondersteuning van de economie van de eurozone, bijvoorbeeld middels een omvangrijke kwantitatieve versoepeling, het Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), dat nu een omvang van 1,85 biljoen euro heeft. De ECB heeft ook gunstige langetermijnfinanciering verstrekt aan banken en de depositorente op -0,5% gehouden.

Beleggers zijn momenteel fel aan het discussiëren over hoe en wanneer deze programma's voor de pandemie moeten worden afgebouwd. Naar onze mening is de meer relevante vraag voor de economie en de markt of de ECB de rente kan laten stijgen. Wij denken dat dit zeer onwaarschijnlijk is. De ECB bepaalt de korte rente rechtstreeks, terwijl zij de lange rente deels bepaalt via het opkoopprogramma en via de door haar verstrekte forward guidance.

De belangrijkste reden waarom we verwachten dat de rente laag blijft, is dat de schuldniveaus al vóór de pandemie problematisch waren (zie ook artikel in de Outlook van vorig jaar). Veel landen zouden op dit moment niet in staat zijn om hun schuldniveau te stabiliseren als de rente veel hoger ligt. Men zou kunnen betogen dat dit niet de verantwoordelijkheid is van een centrale bank, maar de ECB wordt in feite gegijzeld hierdoor. Een renteverhoging kan leiden tot zorgen over de houdbaarheid van de schuldniveaus, hogere spreads op overheidsobligaties en een economische neergang in de landen met de zwaarste schuldenlast. De ECB moet dan weer reageren met een renteverlaging en/of nieuwe geldverruiming. Het is duidelijk dat de ECB deze dynamiek wil voorkomen. In wezen wordt de richting van het monetaire beleid dus bepaald door de zwakste schakel. Een monetair beleid gebaseerd op Noord-Europese economische resultaten zou minder soepel zijn geweest. Deze dynamiek kan veranderen als Europa een begrotingsunie invoert. Op geaggregeerd EU-niveau zijn de schuldcijfers veel beter en ingeval van een begrotingsunie is het risico van wanbetaling of uittreding uit de eurozone niet meer aanwezig. Een begrotingsunie lijkt echter zeer ver weg in de toekomst. Het herstelfonds is een stap in die richting, maar is op zich te beperkt.

NextGenEU; een nieuwe sprong richting federalisme?

De Europese economie heeft een enorme dreun gehad van de coronacrisis, waarbij landen die een hoger aandeel van hun bbp uit het toerisme halen, het zwaarst zijn geraakt. Tijdens de eerste golf in het voorjaar van 2020 ondervonden Italië en later Spanje de grootste directe impact. Dit riep ook de vraag op of er in de Europese Unie voldoende solidariteit was om lidstaten te steunen die te kampen hadden met tegenvallers. EU-leiders vreesden dat de crisis zou leiden tot een verder uiteenlopen van de economieën binnen de unie.

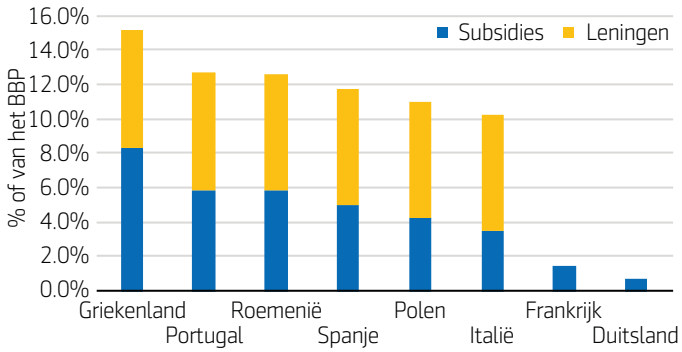
De EU is geneigd om tijdens een crisis verder te integreren, aangezien de kosten hoger zijn als dit niet gedaan wordt. Eerder gebeurde dit tijdens de kredietcrisis, toen bijvoorbeeld een aantal stappen in de richting van een bankenunie werd gezet, waaronder het harmoniseren van de kapitaalvereisten. Kort na de kredietcrisis werden de Europese Bankautoriteit (EBA), de Europese Autoriteit voor effecten en markten (ESMA) en de Europese Autoriteit voor verzekeringen en bedrijfspensioenen (EIOPA) opgericht. De rol van deze organisaties was het ontwikkelen van een ‘single rule book’ voor banken, financiële markten

en verzekeraars, en zij vormden een belangrijke stap in de richting van verdere Europese integratie. Een vergelijkbare ontwikkeling deed zich een paar jaar later voor tijdens de euroschuldencrisis. Toen zijn er meerdere fondsen opgezet om de staatsobligatiemarkten te ondersteunen, die door de crisis waren getroffen. Aanvankelijk moest de ECB zorgen voor stabiliteit van de financiële markten, wat leidde tot de oprichting van een tijdelijke Europese faciliteit voor financiële stabiliteit (EFSF) en vervolgens het permanente Europees Stabiliteitsmechanisme (ESM). Deze waren gericht op het ondersteunen van de staatsobligatiesmarkten in ruil voor hervormingen.

Het huidige antwoord van de EU is het "Next Generation EU"-fonds ofwel NextGenEU, met een omvang van ongeveer 750 miljard euro ofwel 5% van het bbp in de eurozone. Dit werd in eerste instantie het herstelfonds genoemd en betreft opnieuw een stap in de richting van Europese integratie. Het is in theorie tijdelijk, waarbij uitbetaling plaatsvindt tussen 2021 en 2026 en aflossingen pas in 2058 hoeven te worden verricht. Echter, de kenmerken van het fonds, zoals de omvang, de lange looptijd en het samen delen van de risico's zijn zonder precedent en maken het fonds zeer geschikt om te worden omgevormd tot een permanente faciliteit.

Officieel is het doel van het NextGenEU-fonds om te investeren in de groene en digitale transitie van Europa. De financiële bijdragen worden echter toegekend op basis van economische variabelen van vóór de pandemie, zoals de inverse van het bbp per hoofd van de bevolking en de afname van het bbp tijdens de pandemie. NextGenEU wil dan ook twee fundamentele kwesties aanpakken. In de eerste plaats tracht het fonds de convergentie van de economieën die reeds vóór de pandemie achterop waren geraakt, te versnellen en in de tweede plaats om herstel te bevorderen na de pandemie. Een raming van de beschikbare bijdragen uit het NextGenEU-fonds voor de diverse landen is weergegeven in figuur 4.

Figuur 4: Bijdragen vanuit NextGenEU voor bepaalde landen (per maart 2021)



Bron: Europese Commissie en Aegon Asset Management

Als percentage van het bbp zijn landen in Oost- en Zuid-Europa de belangrijkste ontvangers, terwijl de subsidies voor Frankrijk en Duitsland veel lager zullen zijn, waarbij geldt dat uitkering geschiedt onder voorwaarde dat er hervormingen worden doorgevoerd. De investeringen moeten voor minimaal 37% gericht zijn op de groene transitie en voor minimaal 20% op de digitale transformatie.

Een belangrijke vraag is wat het economische effect van deze extra uitgaven zal zijn. Een groot deel van het fonds zal worden aangewend voor overheidsinvesteringen, die volgens de meeste schattingen een multiplier hebben die hoger is dan 1 (dat wil zeggen dat voor elke euro die wordt uitgegeven, het bbp met meer dan 1 euro toeneemt). Het venijn zit hem echter in de staart omdat niet alle overheidsinvesteringen productief zullen zijn. Als een land bovendien besluit om prestige-projecten uit te voeren of de efficiëntie van de investeringen door corruptie wordt uitgehold, zal het economische effect duidelijk minder zijn.

De overheidsinvesteringen liggen momenteel nog steeds ongeveer 1% van het bbp lager dan vóór de kredietcrisis. Met name in landen als Italië zijn de overheidsinvesteringen teruggeschroefd door de noodzaak om de begroting te stabiliseren. In theorie is er dus gelegenheid om de productieve bestedingen te verhogen. Daarbij kan de absorptiecapaciteit echter een spaak in het wiel steken. De overheidsinvesteringen zouden in de meeste Zuid-Europese landen bijvoorbeeld moeten verdubbelen. Het zal daarom nog een uitdaging zijn om het voor de NextGenEU-subsidies benodigde aantal projecten te vinden, goed te keuren, op te starten en effectief te beheren.

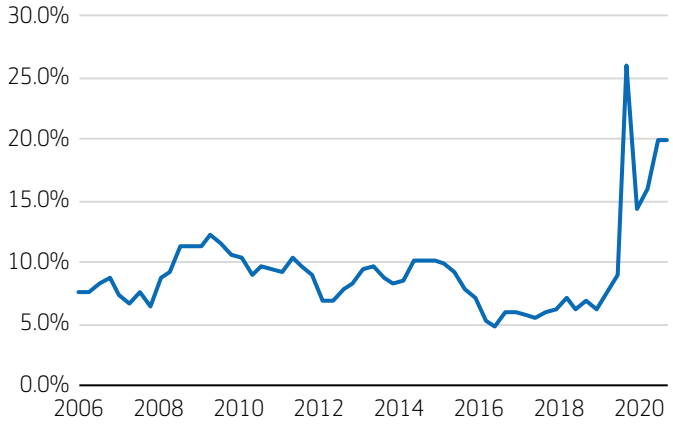
Uiteindelijk is het NextGenEU-fonds een door schuld gefinancierde investeringsregeling. Zo'n regeling is alleen succesvol als er een hogere economische groei mee wordt gegenereerd, zodat deze schulden kunnen worden terugbetaald. Schattingen over de effectiviteit verschillen sterk. In deze Outlook sluiten wij ons bij een ECB-analyse waarbij wordt aangenomen dat het bbp van de eurozone 1,5% hoger uitkomt dan in een situatie zonder het NextGenEU-fonds.

Er zal zeker corruptie zijn en sommige projecten zullen ook mislukken. Per saldo pakt het fonds echter wel een van de belemmeringen aan voor groei, het gebrek aan overheidsinvesteringen en economische hervormingen. Hoewel verre van perfect, lijken we met dit fonds de goede richting op te gaan. Duimen maar...

Economische vooruitzichten voor het Verenigd Koninkrijk

De komende kwartalen blijven gekenmerkt door onzekerheid terwijl de Britse economie herstelt van de pandemie en de coronamaatregelen. Het Verenigd Koninkrijk heeft zwaar geleden onder de pandemie; in het eerste kwartaal van 2021 lag het bbp bijvoorbeeld nog steeds 8,7% onder het niveau van vóór de crisis. Dit kan worden verklaard door het feit dat het Verenigd Koninkrijk een van de langste lockdowns ter wereld had en vooral afhankelijk is van diensten. Het is echter niet allemaal kommer en kwel want de vaccinatiecampagne behoort tot de meest geavanceerde ter wereld en huishoudens hebben tijdens de coronacris veel spaargeld opgebouwd (zie figuur 1). Bedrijven staan er goed voor en de verwachtingen omtrent de investeringsuitgaven liggen op het hoogste niveau sinds het Brexit-referendum.

Figuur 1: Spaarquote VK (per Q1 2021)



Bron: Aegon Asset Management, Bloomberg

Veel van de onvoorziene gevolgen van het monetaire en budgettaire beleid zouden op de korte termijn aan het licht moeten komen. Als zodanig verwachten we dat de Britse economie de komende 18-24 maanden boven trend blijft groeien, in lijn met het beeld in andere landen wereldwijd, alvorens naar een trendgroei terug te keren. Het zal echter nog enige tijd duren voordat er ingeschat kan worden hoeveel de economie geleden heeft onder de pandemie en hoeveel capaciteit is verloren.

De inflatie stijgt eveneens omdat knelpunten aan de aanbodzijde en de stijging van de olie- en andere grondstoffenprijzen van invloed zijn op de inflatiecijfers. Op middellange termijn zal de inflatie in het Verenigd Koninkrijk naar verwachting terugvallen naar een lager niveau. De Bank of England blijft in 2021 naar verwachting voorzichtig met het monetaire beleid totdat de volledige effectiviteit van het vaccinatieprogramma duidelijk is en zal zich niet laten beïnvloeden door eventuele inflatiepieken op de korte termijn. We verwachten dat terughoudendheid zal prevaleren ondanks de groei boven trend en de stijgende prijzen, maar achten het onwaarschijnlijk dat de Britse Monetary Policy Committee na afloop van het huidige programma weer gaat versoepelen.

Het budgettaire beleid is nog steeds expansief voor de Britse economie, maar wordt de komende jaren naar verwachting krapper. Het OBR (Office for Budget Responsibility) verwacht een jaarlijks begrotingstekort van 16,9% in 2020/21, 10,3% in 2021/22, 4,5% in 2022/23 en richting 2,8% in begrotingsjaar 2025/2026. De totale schuldquote stijgt in het begrotingsjaar 2023/24 naar verwachting tot een piek van circa 110% op basis van het huidige beleid. Er zijn tot 2024 geen algemene verkiezingen in het Verenigd Koninkrijk, dus is het in ieder geval voor de komende jaren redelijk om geen belangrijke beleidswijzigingen te verwachten.

Het effect van de Brexit op de economie valt tot op heden in het niet bij de gevolgen van de pandemie, waardoor de specifieke invloed ervan moeilijk is te bepalen. Eén terrein waar duidelijk bewijs was van een Brexit-effect is de export. De export naar de EU stond aanvankelijk onder druk, maar is inmiddels aangetrokken en de invoer is min of meer ongewijzigd. Een belangrijk punt is dat de problemen in de toeleveringsketen en vertragingen die de meeste landen ondervinden door de Brexit zijn verergerd - en deze zullen waarschijnlijk niet op korte termijn verdwijnen. Naast de knelpunten in de toelevering van goederen heeft de Brexit ook geresulteerd in het vertrek van een groot aantal EU-burgers en zijn er anekdotische berichten over personeelstekorten in bepaalde sectoren (levensmiddelen, vervoer en landbouw) waar in verhouding veel EU-arbeiders werkzaam waren. Het tekort aan arbeidskrachten als gevolg van de Brexit leidt potentieel tot hogere lonen en hogere prijzen. Ondanks de grote relatieve bewegingen in de prijzen van grondstoffen (hogere prijsdruk) worden prijseffecten tot op heden gecompenseerd door het sterke Britse pond (minder prijsdruk). Zolang het arbeidstekort voortduurt kan dit de snelheid van het economische herstel beperken, maar in dit stadium is dat dan vanaf een hoog niveau.

China en opkomende markten

Nu de Covid-19-pandemie het tweede jaar ingaat en er steeds meer vaccins worden ingezet om mensen in te enten, is er toenemende bezorgdheid over hoe goed het wereldwijde herstel en de opkomende markten (EM) zich op de lange termijn zullen ontwikkelen. Wij gaan uit van een verschil in het tempo van het economisch herstel, waarbij sommige regio's (Groot-China, het Midden-Oosten en opkomende landen in Europa) weer sneller op koers zijn dan Latijns-Amerika en Afrika. De toename van de besmettingen met de Delta-variant (en toekomstige Covid-19-varianten) vormt een uitdaging voor opkomende markten om het fiscale en monetaire beleid zodanig vorm te geven dat een duurzaam herstel wordt gerealiseerd.

Voor onze prognoses en beschrijvingen maken we in dit artikel een onderscheid tussen enerzijds China en anderzijds een universum van opkomende markten inclusief China. China is de op één na grootste economie van de wereld en heeft een aanzienlijke impact op, en banden met, de andere opkomende economieën. Het universum van opkomende markten is divers vanwege de verschillende fase van ontwikkeling, markttoegang, inkomensniveaus en wereldwijde verbanden, waardoor er geen uniforme analyse mogelijk is. Hoewel de opkomende economieën verschillen, hebben ze over het algemeen opmerkelijke vooruitgang geboekt bij het vaststellen van op regels gebaseerde begrotingskaders en toekomstgerichte inflatiekaders.

China en de opkomende markten hebben tijdens de Covid-19-pandemie doortastende maatregelen getroffen. Wat betreft de fiscale kant, bestonden de economische maatregelen onder andere uit overheidsuitgaven, liquiditeitssteun, opkoop van activa en hulp van multilaterale financiële instellingen (IMF, Wereldbank). De centrale banken in de opkomende markten hebben het monetair beleid agressief versoepeld na soortgelijke acties van ontwikkelde economieën. Ook de hogere begrotingstekorten hebben in veel opkomende markten bijgedragen aan de reeds hoge overheidsschuld. Zonder dit beleid hadden de opkomende markten te maken gehad met een veel grotere economische krimp van het BBP en een wezenlijk risico gelopen wat betreft herstel na de pandemie. China heeft de verspreiding van het coronavirus beter weten te beperken en de bevolking sneller gevaccineerd dan de rest van de opkomende landen.

De economische vooruitzichten voor China en de opkomende markten op de lange termijn zijn gebaseerd op de vraag hoe snel de negatieve effecten van de Covid-19-pandemie op menselijk kapitaal, werkgelegenheid, financiële stelsels, politiek, groei en inflatie kunnen worden beheerst. Anders dan China, dat schulden in eigen valuta heeft, hebben andere opkomende economieën een omvangrijke externe schuld en/of buitenlandse beleggers die een aanzienlijk deel van de binnenlandse schuld bezitten. Opkomende markten moeten de kosten van hun schulden beheersbaar houden en sommige landen zullen kwijtschelding van schulden moeten aanvragen in het kader van het G20-initiatief voor de opschorting van schulden (G20 Debt Service Suspension Initiative Common Framework). De recente draai naar een meer verkrappend beleid die de Fed recentelijk heeft door laten schemeren en de wereldwijde inflatiestijging zijn naar verwachting tijdelijk aangezien de inflatiedruk aan de kostenzijde de komende jaren afneemt. We hebben de economische en financiële trends geanalyseerd en zien, afgezien van tegenwind op de korte termijn als gevolg van Covid-19, betere vooruitzichten voor China en de ontwikkelde markten (Europa en de VS), wat ook een zeer gunstig effect

kan hebben op de opkomende markten (exclusief China), gezien de sterke handels- en kapitaalrelaties. Naarmate het wereldwijde herstel aantrekt, zullen de externe posities voor producenten van grondstoffen op de opkomende markten steeds sterker worden. De conjuncturele opleving in de opkomende landen zet naar verwachting door, versterkt door de inhaalvraag en investeringen. Deze verbetering van de wereldwijde economische bedrijvigheid is in grote mate afhankelijk van aanhoudende vaccinatie inspanningen. Wereldwijd zou de vraagzijde krachtig moeten blijven, onder invloed van de heropening van de economie, vaccinaties en het vertrouwensherstel. Beperkingen aan de aanbodzijde brengen op korte termijn onzekerheid met zich mee, maar zouden in de loop der tijd moeten afnemen. Onze verwachting voor een veerkrachtig, wereldwijd herstel op de lange termijn blijven ongewijzigd. Het herstel zal wel asynchroon blijven, niet alleen tussen EM en DM, maar ook binnen EM.

Het Amerikaanse monetaire beleid lijkt zich in een overgangsfase te bevinden met renteverhogingen in het vooruitzicht in 2023, waarbij de Fed naar verwachting eerst een aanvang maakt met de afbouw van haar opkopen voordat een monetaire beleidsverkrapping plaatsvindt. China is al overgestapt naar een neutraal monetair beleid met de onlangs aangekondigde verlaging van de reserveverplichtingen (RRR). Deze verlaging toont aan dat de Chinese centrale bank (PBoC) vastbesloten is om de liquiditeitsverwachtingen in goede banen te leiden en ervoor te zorgen dat marktpartijen niet bang zijn voor monetaire verkrapping. De herschikking van het economische groeimodel gaat verder, waarbij de detailhandelsverkopen en productie investeringen bezig zijn met een inhaalslag, terwijl de groei van de vastgoedinvesteringen enigszins aan kracht heeft ingeboet. Ondertussen blijkt uit gegevens over de economische bedrijvigheid in China dat de herschikking van de groei doorzet, waarbij de belangrijkste indicatoren voor de particuliere binnenlandse vraag een sterker groeimomentum laten zien. Dit is in lijn met de verwachting dat de groeimotor de komende jaren geleidelijk verschuift van vastgoedinvesteringen naar productie investeringen en de consumptie van huishoudens. Het momentum in export als gevolg van het aanhoudende herstel van de wereldeconomie blijft naar verwachting sterk. Uit gegevens over de wereldwijde handel blijkt dat China een sterke positie heeft in de wereldwijde toeleveringsketens, ondanks de invoerrechten en handelsspanningen met de Verenigde Staten. Het Nationaal Volkscongres (NPC) vond van 5 tot 11 maart 2021 plaats in Beijing. Ook voor dit jaar werd de jaarlijkse BBP-groeidoelstelling (boven 6%) vastgesteld, waarbij werd aangegeven dat dit ook voor de komende jaren zal gelden. Onze groeiprognose voor China op de lange termijn is gebaseerd op de verwachting dat China zijn groeidoelstelling ook in de toekomst op circa 6% zal handhaven. De CPI-inflatievooruitzichten voor China blijven bescheiden, uitgaande van een prudent en flexibel monetair beleid van de PBoC, waarbij de geldvoorraad en de algehele overheidsfinanciën in nominale termen in lijn blijven met de economische groei. Verwacht wordt dat de meeste centrale banken in Azië het voorbeeld van de PBoC zullen volgen en op korte termijn geen krapper beleid zullen aankondigen. De centrale banken van andere opkomende markten grijpen daarentegen wel al in of gaan dat binnenkort doen om de output gaps te dichten en de inflatiedruk te beteugelen. De politieke ontwikkelingen zullen in veel opkomende markten vloeibaar blijven, wat een extra bron van differentiatie kan vormen. Met betrekking tot de opkomende markten verwachten we een tragere wereldwijde liquiditeitsgroei, rekening houdend met het effect van de afbouw door de Fed, de Covid-19-vaccinaties, hogere rentes en sterkere externe posities. Reden tot bezorgdheid over de lange termijn vooruitzichten voor de opkomende economieën is dat de groeitrend in de jaren vóór de Covid-19-pandemie leek te verslechteren, zowel absoluut als ten opzichte van ontwikkelde markten. De onderliggende BBP-trendgroei in de opkomende markten nam af van een piek van circa 7% net vóór de wereldwijde financiële crisis tot momenteel circa 4,5%. Deze groeivertraging is grotendeels veroorzaakt door de afname van de potentiële groei in China. Gebaseerd op de verwachting dat China zich zal richten op een BBP-groei van circa 6%, wijst de normalisering van de wereldwijde bedrijvigheid op een terugkeer naar circa 5% voor de opkomende markten. We houden daarbij rekening met een afname van het protectionisme en een significante omkering van de de-globaliseringstrend nu er weer wereldwijde handelsovereenkomsten worden ondertekend en er minder sprake is van eenzijdige heffingen (lees: protectionisme) voor de opkomende markten.

Alternatieve scenario's

Naast ons basisscenario kijken we naar verschillende alternatieve economische scenario's om te bepalen hoe de economie en financiële markten kunnen presteren aan de hand van verschillende aannames.

De roerige jaren twintig

Een van die alternatieve scenario's is het scenario van de roerige jaren twintig ('roaring 20s'). In dit scenario is het economisch herstel sterker dan in ons basisscenario. Dit scenario vertoont gelijkenissen met de situatie van ongeveer een eeuw geleden toen in de jaren twintig sprake was van sterke economische groei.

De huidige economische omstandigheden hebben veel gemeen met de omstandigheden aan het begin van die twintiger jaren. In de eerste plaats is er kans op een inhaalslag in uitgestelde uitgaven. Veel consumenten hebben de afgelopen kwartalen niet volgens hun normale patroon kunnen consumeren. Veel winkels en restaurants waren gesloten en op vakantie gaan was moeilijk. Dit heeft geleid tot minder consumptie - met name wat betreft diensten - en tot hogere spaartegoeden.

Ten tweede heeft de pandemie de invoering van technologie versneld. Dit zou goed kunnen uitpakken omdat dit kan resulteren in een hogere productiviteitsgroei. Normaal gesproken is een van de belemmeringen voor groei het gebrek aan arbeidsmobiliteit, dat nu gedeeltelijk kan worden opgelost door de trend van het thuiswerken. In de derde plaats zouden de investeringen in dit scenario fors kunnen toenemen. Veel bedrijven hebben de investeringen het afgelopen jaar beperkt om kapitaal en liquiditeit te behouden. Nu de economische situatie verbetert, kunnen deze bedrijven hun investeringsprogramma's hervatten om de capaciteit uit te breiden. De coronacrisis heeft laten zien dat internationale toeleveringsketens in tijden van crises kwetsbaar zijn. Bedrijven die veerkrachtiger willen worden tegen toekomstige schokken zullen meer investeren in binnenlandse capaciteit, wat de komende jaren kan leiden tot extra binnenlandse investeringen.

Een andere interessante gelijkenis met de roerige jaren twintig zijn de investeringen in infrastructuur. Een eeuw geleden werden massa-geproduceerde voertuigen in de westerse wereld een alledaags verschijnsel. Door hogere verkeersvolumes was het nodig om grootschalige investeringen in infrastructuur te verrichten, bijvoorbeeld voor wegen en bruggen. Tegelijkertijd leidden ontwikkelingen in de telefonie ertoe dat telefoonlijnen werden aangelegd in en tussen alle continenten. Deze ontwikkelingen hebben geleid tot grootschalige overheidsinvesteringen die de infrastructuur naar een hoger plan hebben getild. Ook nu lijken we een nieuw tijdperk in te gaan wat betreft investeringen in infrastructuur. De regering Biden heeft omvangrijke infrastructuurplannen voor de VS, terwijl het Europees Herstelplan ook een sterke focus heeft op infrastructuur. Deze grootschalige programma's richten zich op vele aspecten, waaronder het upgraden van bestaande infrastructuur, maar ook op investeringen in technologie van de volgende generatie, zoals duurzame energie. Deze programma's kunnen onze manier van leven de komende decennia vormgeven en economische groei in de toekomst ontsluiten.

Zoals gezegd, denken wij dat het roerige jaren twintig-scenario in hogere economische groei resulteert ten opzichte van ons basisscenario,

zowel via het consumptie- als het investeringskanaal. Deze hogere economische bedrijvigheid zou dan gepaard gaan met een hogere inflatie en een sterker herstel van de arbeidsmarkt dan in ons basisscenario. In dit scenario verwachten wij dat risicovolle activa de favoriete beleggingscategorieën worden. En dat veilige beleggingen - met name staatsobligaties - onder druk komen te staan.

Inflatie

Een ander alternatief scenario dat wij hebben onderzocht is een inflatiescenario. De wereldwijde inflatie heeft de afgelopen decennia een neerwaartse trend laten zien. Dit is vaak verklaard door de globalisering van de toeleveringsketens - meer producten uit lagelonenlanden - maar ook door het gebrek aan macht van de vakbonden met onder andere lagere loondruk, technologische ontwikkelingen en demografische ontwikkelingen als gevolg.

De inflatie is de afgelopen maanden een zeer actueel thema geweest. Dit keer niet omdat de inflatie laag is, maar juist scherp is gestegen. In ons basisscenario erkennen we deze hoge inflatie, maar verwachten we dat die de komende jaren lager zal uitvallen. Het is echter zeker mogelijk dat de inflatie over een langere periode verhoogd blijft. Voor dit alternatieve scenario kijken we naar de factoren die zorgen voor een hogere inflatie gedurende een langere periode.

- De **heropening van de economie** resulteert naar verwachting in een hogere inflatie. Over het algemeen is de vraag veerkrachtiger dan aanvankelijk werd gevreesd. Bedrijven zijn dus te voorzichtig geweest met hun productieplannen. Dit leidt op dit moment tot verstoringen in de toeleveringsketen doordat de vraag groter is dan het beschikbare aanbod. Ook hebben corona-gerelateerde beperkingen geleid tot verdere ontwrichting. Dit alles kan in tijdelijke tekorten en hogere prijzen resulteren.
- **Centrale banken** hebben een soepel monetair beleid gevolgd. Het kost tijd voordat deze liquiditeit haar weg gevonden heeft naar de economie. De omvang van de monetaire steun is groot en wanneer deze liquiditeit een weg vindt in de reële economie, kan dit inflatie (ook van beleggingen) tot gevolg hebben.
- **Looninflatie** door krapte en frictie op de arbeidsmarkt. Werknemers kunnen hogere lonen eisen vanwege schaarste van gekwalificeerde werknemers in bepaalde sectoren. Tegelijkertijd kan een hogere spot-inflatie resulteren in hogere inflatieverwachtingen.
- **Het terugdraaien van outsourcing** naar lagelonenlanden omdat tijdens de pandemie is gebleken dat complexe, internationale toeleveringsketens ook zwakheden kennen.
- **Hogere kosten** als gevolg van grootschalige investeringsplannen om de infrastructuur te verbeteren en duurzame energie te stimuleren.

Inflatie blijft een van de economische variabelen die waarschijnlijk het moeilijkst te voorspellen is. Dit komt mede doordat het inflatieniveau grotendeels wordt bepaald door de verwachtingen over de toekomstige inflatie. Als mensen verwachten dat de inflatie gaat stijgen, eisen ze hogere lonen, wat leidt tot een zichzelf vervullende voorspelling. In de huidige omstandigheden, waar sprake is van een plotselinge inflatiestijging, kan dit zijn eigen leven gaan leiden als dit hogere inflatieniveau als meer blijvend wordt beschouwd.

Wel verwachten wij dat de groei ongeveer vergelijkbaar zal zijn in een scenario met hogere inflatie. In dat scenario verwachten wij dat beleggingen met een positieve inflatie-koppeling - zoals grondstoffen - het goed zullen doen. Hoewel de centrale banken hebben aangegeven dat zij het niet erg vinden om de inflatie voorlopig even te laten oplopen, gaan wij ervan uit dat er wordt ingegrepen wanneer zich een situatie voordoet zoals geschetst in het hogere-inflatiescenario. Wij verwachten dan dat het monetaire beleid sneller genormaliseerd wordt door afbouw van de opkoopprogramma's en verhoging van de beleidsrente. De rente op staatsobligaties zou dan naar verwachting stijgen, wat resulteert in een negatief rendement op staatsobligaties, met in eerste instantie een negatief resultaat voor aandelen, maar die zullen op de middellange termijn weer goed gaan presteren.

Japanificatie

Het laatste alternatieve scenario die we schetsen betreft een lage inflatie. Dit scenario is gebaseerd op een lage economische groei, lage inflatie en lage rente. Dit lijkt op de situatie in Japan in de jaren negentig, toen daar het "verloren decennium" begon.

Een voorwaarde voor dit lage-inflatiescenario is dat de groei achterblijft. In de huidige situatie zou dit kunnen gebeuren als er een nieuwe vaccinbestendige variant van het coronavirus opduikt, of als de economie meer schade heeft geleden dan nu wordt verwacht.

Een daling van het bbp of een langzaam herstel heeft naar verwachting een deflatoir effect, aangezien de werkloosheid hoger zal zijn en de capaciteitsbenutting laag. Centrale banken zitten op dit moment al aan of in de buurt van de ondergrens wat de

rente betreft en hebben omvangrijke opkoopprogramma's. Zij zijn daarom beperkt in hun beleidsopties om de inflatie terug te dringen naar hun doelstellingen. Het kan dus gebeuren dat de inflatie, net als in Japan, dan niet meer reageert op het beleid van de centrale bank.

In de westerse wereld - met name in de VS en Europa - is de structurele inflatie de afgelopen decennia relatief laag geweest en gedaald. Er zijn verschillende structurele factoren die vaak in verband worden gebracht met een lage inflatie, zoals de globalisering van de toeleveringsketens - met meer producten die geïmporteerd worden uit lagelonenlanden - maar ook het gebrek aan macht van de vakbonden, wat onder andere resulteert in een lagere loondruk. Daarnaast zijn er technologische vooruitgang en demografische ontwikkelingen.

Twee factoren waar de westerse wereld en Japan overeenkomsten hebben, zijn de hoge schuldquote van de overheid en de demografische factoren. Japan worstelt al sinds de jaren negentig met een hoge staatsschuld. Hetzelfde geldt voor landen in de eurozone en de VS. De staatsschuld in de westerse wereld was al hoog vóór de coronacrisis. De pandemie heeft in de meeste landen tot omvangrijke uitgaven en nog hogere schuldniveaus geleid. Deze schuldniveaus blijven de komende periode naar verwachting toenemen, aangezien overheden voor de komende jaren uitgaven- en investeringsplannen hebben aangekondigd.

In een Japans scenario verwachten we dat de economische groei, de inflatie en de rente laag blijven. Wij verwachten dat centrale banken de beleidsrente laag houden om de inflatie en economische groei te ondersteunen.

In dit scenario blijft de reële rente - ondanks de lage inflatie - laag of zelfs negatief. Beleggingscategorieën die van een lage rente profiteren, zoals staatsobligaties met een lange looptijd, zullen dan goed presteren. Waarden die een correlatie hebben met nominale groei, zoals aandelen, krijgen te maken met tegenwind.

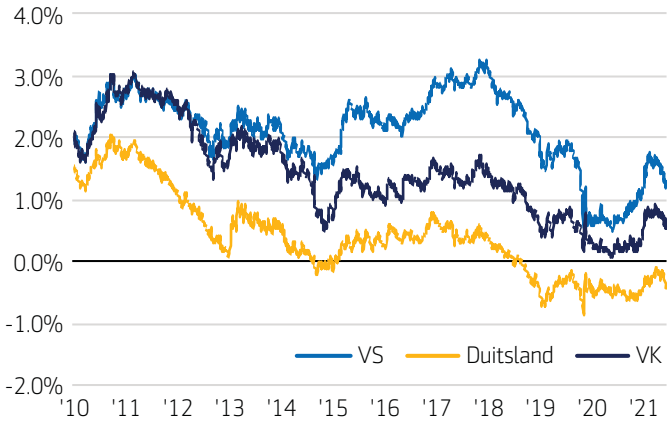
	De roerige jaren twintig	Inflatie	Japanificatie
Economische groei	Periode van hoge groei	Gematigde economische groei	Lage economische groei
Inflatie	Periode van hoge inflatie	Periode van hoge inflatie	Periode van lage/negatieve inflatie
Favoriete beleggingscategorieën	Aandelen	Grondstoffen	Lange looptijd, vastrentend

Markten

Staatsobligaties

Ondanks een vrij sterk economisch herstel en een hogere inflatie, liggen de meeste staatsrentes nog altijd onder het niveau van vóór de pandemie (zie figuur 1). De vraag is dus: zal de rente de komende jaren alsnog stijgen als gevolg van het verwachte economische herstel?

Figuur 1: 10-jaars rente (per augustus 2021)



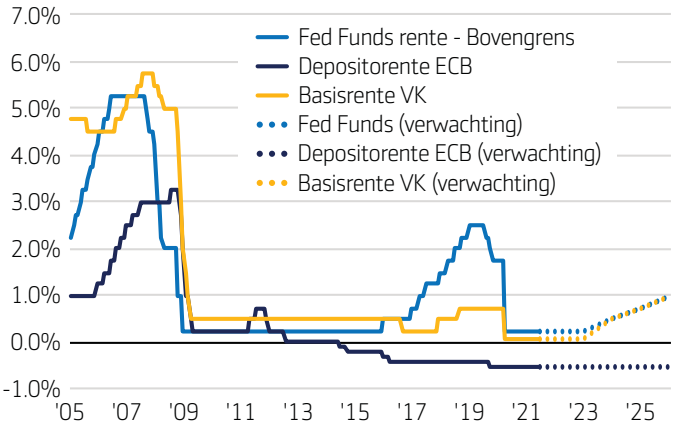
Bron: Bloomberg, Aegon Asset Management Prognoses 2022-2025 aangeleverd door Aegon Asset Management

Op basis van onze economische visie hebben wij ook een verwachting opgesteld voor het centrale bankbeleid. Dit is breder dan alleen een visie op de beleidsrente van de centrale banken. Vooral ook omdat na de kredietcrisis andere beleidsmaatregelen van de centrale banken net zo belangrijk zijn geworden. Zo beïnvloeden de omvangrijke opkoopprogramma's het langere einde van de rentecurve, terwijl ook de bancaire kredietverlening indirect van invloed is op de rentetarieven.

Wij verwachten dat de Fed in 2021 een 'tapering' (d.w.z. een afbouw het opkoopprogramma) zal aankondigen en daarmee in 2022 zal starten. De consensus onder financiële marktpartijen is dat dit een geleidelijk proces zal zijn. Het lijkt ons dan ook onwaarschijnlijk dat de rente plotseling scherp zal stijgen. De Fed en beleggers hebben ongetwijfeld geleerd van de "taper tantrum"-ervaring in 2013, toen de rentetarieven omhoog schoten na de aankondiging dat er met een afbouw van de opkoopprogramma's zou worden begonnen. Een wijziging zal dan ook vooraf goed worden gecommuniceerd. De Fed zal zijn belangrijkste beleidsrente naar verwachting verhogen vanaf ongeveer 2023 verhogen nadat de opkoopprogramma's zijn afgebouwd. Wij denken dat het tempo van de renteverhogingen zeer behoudend zal zijn, waarbij de beleidsrente naar verwachting slechts oploopt tot circa 1% in 2025. Door het sterke herstel na de pandemie draait de economie naar verwachting vanaf 2022 weer op volle toeren. Wij verwachten dan ook dat de rentemarkten en de Fed rekening houden met een einde aan de economische cyclus. Ook zal de scherpe stijging van de schuldenniveaus en de lage rente in andere delen van de wereld neerwaartse druk uitoefenen op de rente in de VS.

In Europa verwachten wij dat de ECB haar opkoopprogramma's voortzet. Tijdens de pandemie heeft de ECB het Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) opgezet. Daarvóór was er al het Asset Purchase Programme (APP). Wat het acroniem in de toekomst ook moge zijn, de ECB zal haar QE-programma's ons inziens willen voortzetten. Het beleid zal er op gericht zijn om een krachtig economisch herstel te waarborgen en monetaire verkrapping wil voorkomen als gevolg van de grote uitgifte van overheidsschuld in 2022. Als de economische omstandigheden verder verbeteren, verwachten we dat deze programma's vanaf 2023 kunnen worden afgebouwd. We verwachten niet dat de huidige economische groei of de huidige inflatie voor de ECB aanleiding zullen zijn voor een renteverhoging. Wij gaan er dan ook van uit dat de beleidsrente ten minste tot 2025 op het huidige niveau van -0,5% blijft.

Figuur 2: Monetair beleid (per augustus 2021)

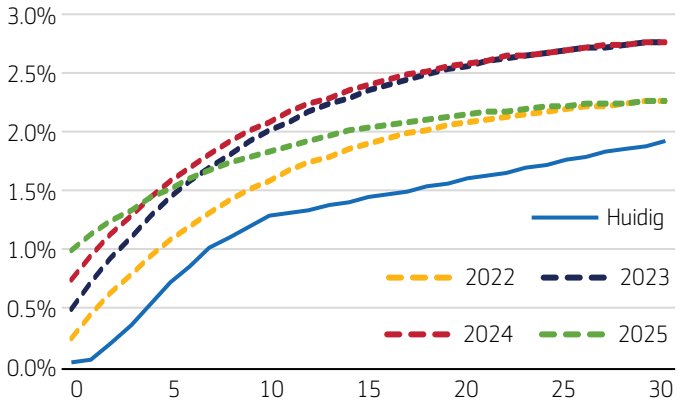


Bron: Bloomberg, Aegon Asset Management Prognoses 2021-2025 aangeleverd door Aegon Asset Management

De korte rente wordt grotendeels bepaald door de beleidsrente van de centrale bank. De lange rente wordt met name beïnvloed door de verwachtingen omtrent de beleidsrente en door de QE-programma's.

Voor de VS zijn onze rentecurve-verwachtingen weergegeven in onderstaande figuur 3.

Figuur 3: Verwachte rentecurve voor US Treasuries

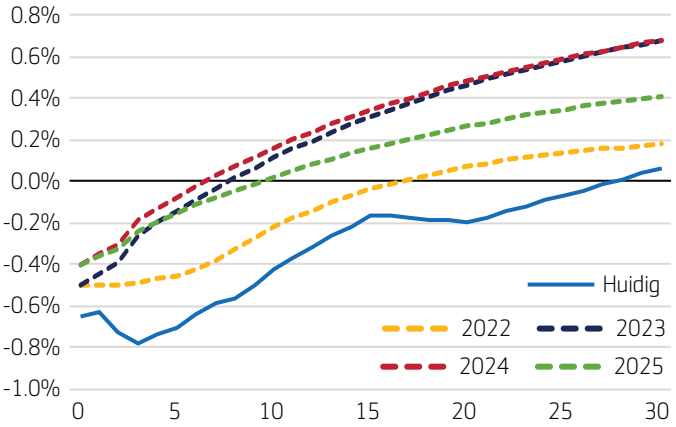


Bron: Bloomberg, Aegon Asset Management Prognoses 2021-2025 aangeleverd door Aegon Asset Management

We verwachten dat de korte termijn rente stijgt vanaf het moment dat de Fed de rente vanaf 2023 gaat verhogen. De lange rente zal waarschijnlijk ook stijgen als gevolg van de beëindiging van de opkoopprogramma's, de omvangrijke uitgifte van overheidsschuld en de groei- en inflatieverwachtingen. Tegen het einde van de periode verwachten we dat de markten een einde aan de cyclus inprijzen, waardoor de lange rente weer zou dalen. In dit scenario verwachten we dat de 10-jaars staatsrente in de Verenigde Staten niet veel boven de 2% zal stijgen, wat laag is ten opzichte van de historische gemiddelden.

Zoals gezegd verwachten wij in Europa dat de ECB haar huidige beleidsrente handhaaft. Daarmee wordt de korte rente vrijwel vastgezet en de volatiliteit van de langere rentes beperkt. Momenteel laat de korte Duitse rente (figuur 4) een neerwaartse helling zien, maar we verwachten dat dit een tijdelijke afwijking is en dat dit deel van de curve in 2022 weer hoger wordt. In de jaren daarna zullen de rentecurves naar verwachting een meer opwaartse helling vertonen op het moment dat de kans op een renteverhoging toeneemt. In dit scenario bereikt de Duitse 10-jaars rente rond 2024 een niveau van 0,2%.

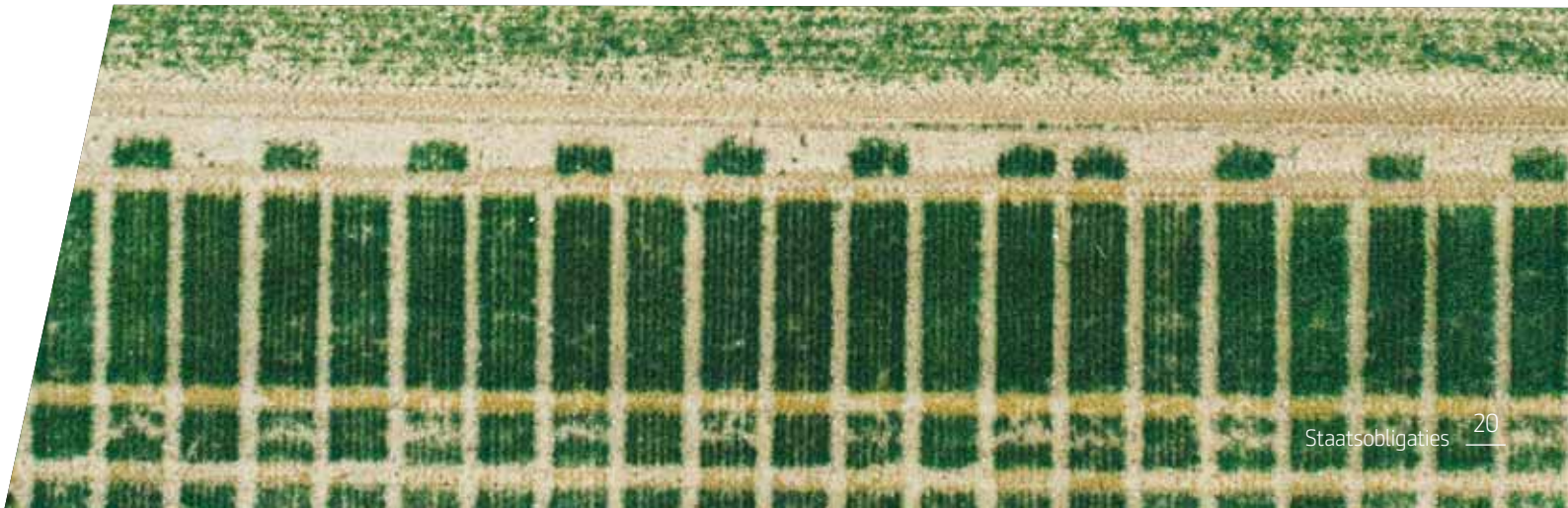
Figuur 4: Verwachte rentecurve voor Duitse Bunds



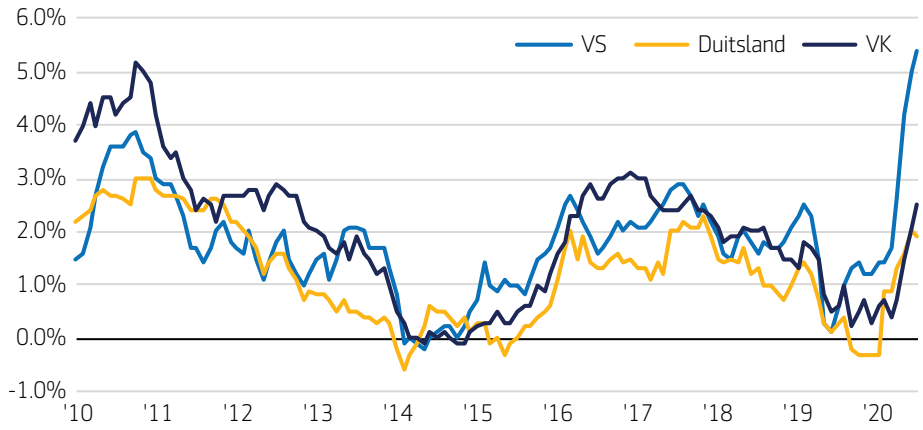
Bron: Bloomberg, Aegon Asset Management Prognoses 2022-2025 aangeleverd door Aegon Asset Management

Zoals beschreven in de paragraaf over het NextGenEU-fonds wordt de Europese Unie (EU) zelf een belangrijke uitgever van obligaties. NextGenEU is in theorie een tijdelijk fonds, maar in de praktijk zal het waarschijnlijk uitgroeien tot een meer permanente gemeenschappelijke budgettaire faciliteit. In dat geval gaan de EU-obligaties meer lijken op de Treasury-markt. Dit is met name van belang voor de rentevooruitzichten. Op dit moment wordt de rentes beperkt door de economisch zwakkere lidstaten, met name Italië dat een structureel lage groei en hoge schuld heeft. Een forse rentestijging of afbouw van QE kan dan een economische vertraging tot gevolg hebben, hetgeen de ECB wil voorkomen. In het geval van een transferunie wordt het monetaire beleid niet langer door de zwakkere schakels beperkt, dus een geloofwaardig gemeenschappelijk budgettair instrument kan in de loop der tijd tot hogere rentes leiden. Hoewel de EU zich richting deze oplossing beweegt, verwachten wij dat dit nog vele jaren zal duren.

Een belangrijke onzekere variabele in onze prognoses is het inflatieniveau. De inflatie is de laatste tijd scherp gestegen (zie figuur 5).



Figuur 5: Consumentenprijzen (CPI)

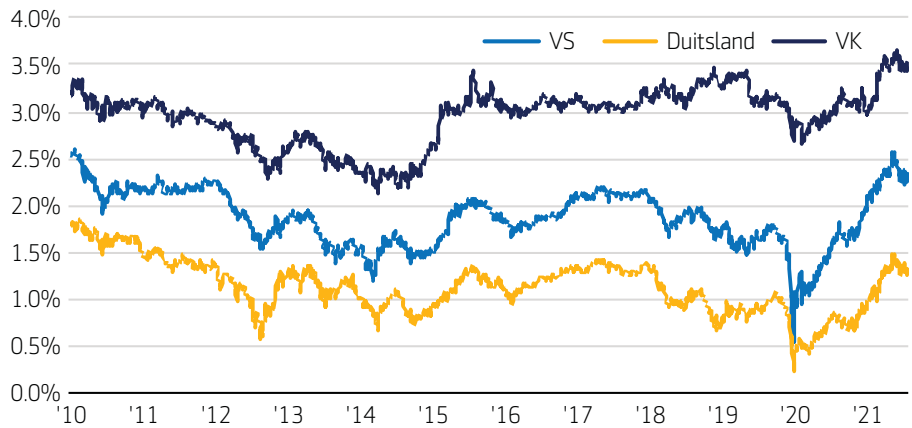


Bron: Bloomberg, Aegon Asset Management

Met name in de VS, waar de inflatie significant is gestegen en inmiddels ruim 5% bedraagt. Toch verwachten wij dat deze inflatiestijging grotendeels tijdelijk van aard zal zijn. Door de problemen in de toeleveringsketen en de heropening van de economie overtreft de vraag naar goederen het aanbod. Dit heeft geleid tot een tekort aan alles, van halfgeleiders tot wasmachines. Ook de hogere prijzen van vliegtickets en hotels hebben een plotselinge stijging tot gevolg gehad. Naarmate de economie zich normaliseert, verwachten wij dat deze ontwrichtingen worden opgelost en ook de prijzen zich weer normaliseren. Voor een meer hardnekkige inflatie zullen de lonen structureel moeten stijgen. De werkgelegenheid ligt echter nog ver onder het niveau van vóór de pandemie en de structurele factoren die de loongroei in voorgaande jaren hebben beperkt, blijven waarschijnlijk een rem zetten op de loongroei. Het gaat dan bijvoorbeeld om de afname van de macht van de vakbonden en de lage arbeidsintensiviteit van nieuwe industrieën.

Inflatieverwachtingen kunnen ook worden afgeleid uit de prijsstelling van aan inflatie gerelateerde obligaties (zie figuur 6). Deze niveaus zijn gestaag toegenomen na een eerste daling bij het uitbreken van de pandemie. We merken echter op dat de markt nog steeds verwacht dat de inflatie onder de 2%-doelstelling van de ECB blijft. In de VS ligt de break-even-inflatie marginaal boven dat niveau, maar wijst ze niet op een structurele verandering van het inflatieregime.

Figuur 6: 10-jaars break-even-inflatie (per augustus 2021)



Bron: Bloomberg, Aegon Asset Management

Bedrijfsobligaties

In onze Outlook van vorig jaar schreven wij dat het liquiditeitsrisico voor obligaties na aanvang van de pandemie via steun van de centrale banken is aangepakt. Wel maakten we ons zorgen over de gevolgen voor de solvabiliteit van bedrijven als gevolg van de economische impact. De economische vooruitzichten en de winstvooruitzichten voor bedrijven waren de afgelopen kwartalen een positieve verrassing. Bedrijven, en de economie in het algemeen, hebben de pandemie beter doorstaan dan aanvankelijk werd gevreesd. Dit vermindert het solvabiliteitsrisico en daarmee ook onze verwachting wat betreft bedrijfsfaillissementen. Bedrijven hebben de inkoop van eigen aandelen, dividenduitkeringen en investeringen vroeg in de pandemie drastisch teruggeschroefd, wat heeft bijgedragen aan het behoud van liquiditeiten.

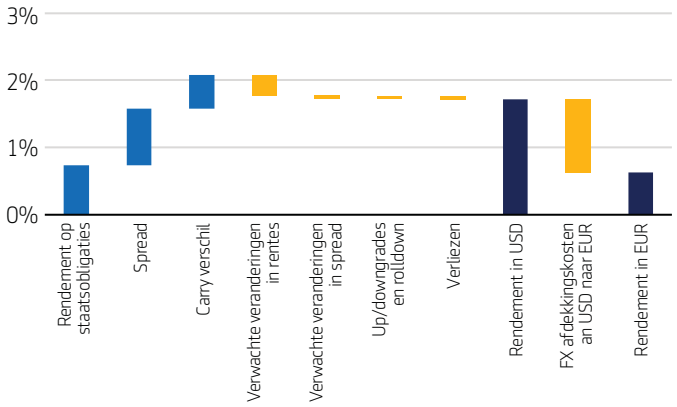
Centrale banken hebben hun opkoopprogramma's gehandhaafd, wat resulteerde in dalende rentes op staatsobligaties en spreads. De financieringskosten zijn dus afgenomen. In onze rentevooruitzichten verwachten we dat centrale banken accommoderend blijven.

Verschillende sectoren zullen moeite hebben om terug te keren naar de situatie van vóór de pandemie, zoals luchtvaartmaatschappijen en delen van de horecasector. Maar per saldo verwachten we dat kredietbeoordelaars bedrijven zullen upgraden, niet alleen in de investment grade- maar ook in de high yield-markt. Diverse grote bedrijven zijn afgewaardeerd van investment grade naar high yield. Voor de komende kwartalen verwachten we het omgekeerde. Zo zullen diverse bedrijven in de automobiel- en staalindustrie naar verwachting terugkeren naar investment grade. Terwijl we ook binnen investment grade een positieve 'rating drift' verwachten. Op dit moment bestaat iets meer dan de helft van de investment grade index uit bedrijven met een BBB-rating. Dat is meer dan ooit.

De fundamentele factoren voor bedrijfsobligaties zijn sterk, maar de markt heeft dit al grotendeels ingeprijsd. De spreads zijn historisch laag, met name als je corrigeert voor het grotere aandeel BBB-ratings binnen investment grade. Wij verwachten dat de spreads marginaal zullen verruimen, aangezien beleggers rekening gaan houden met minder ondersteuning van de centrale bank.

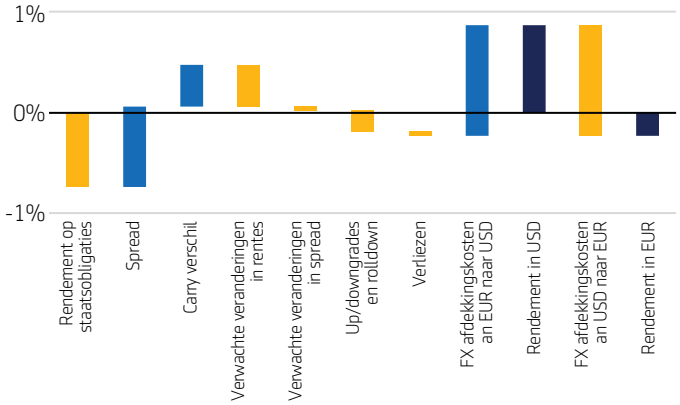
Vanwege het lage rendement op staatsobligaties en de lage spreads ligt het totale rendement naar verwachting dan ook onder de historische gemiddelden. Figuur1 laat zien hoe onze rendementsverwachting voor investment grade-obligaties is afgeleid uit de verschillende componenten.

Figuur 1: Verwacht rendement op USD investment grade-obligaties



Bron: Bloomberg, Aegon Asset Management prognoses 2022-2025 door Aegon Asset Management

Figuur 1: Verwacht rendement op EUR investment grade-obligaties



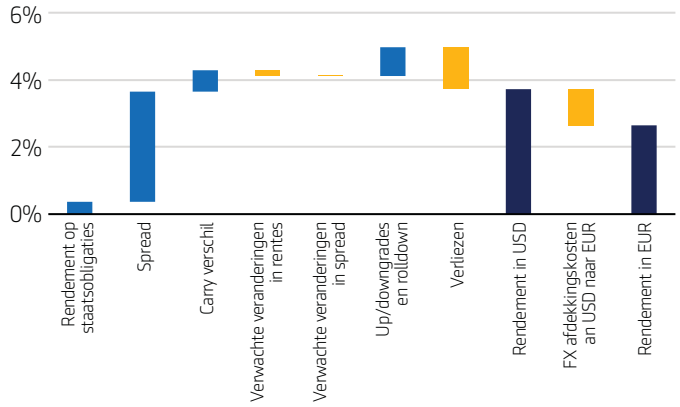
Bron: Bloomberg, Aegon Asset Management prognoses 2022-2025 door Aegon Asset Management

De rendementsverwachtingen liggen zeer dicht bij het huidige rendement van de beleggingscategorie. Gemiddeld ligt het rendement op bedrijfsobligaties iets lager dan het aanvangsrendement. Desondanks verwachten we een positieve 'rating migration', hoewel het netto-effect op de rendementen marginaal negatief is, aangezien downgrades door de oplopende kredietcurve een sterker negatief effect hebben in vergelijking met upgrades. We merken op dat er een omvangrijk verschil is van 1,1% tussen het verwachte rendement gemeten in US dollars en euro's. Dit komt door het huidige en verwachte renteverschil, waarbij de rente in de VS hoger ligt. Ook wordt een licht verschil veroorzaakt door de cross-currency basis die momenteel negatief is voor beleggers in euro's.

Voor high yield verwachten we eveneens een rendement dat ongeveer in lijn is met het huidige rendement. Zoals gezegd, verwachten we gemiddeld een positieve 'rating migration'. Wanneer bedrijven binnen high yield worden opgewaardeerd of investment grade worden, worden de spreads in de aanloop naar die wijziging doorgaans lager. Per saldo verwachten wij dat dit een positief effect zal hebben op het rendement.

Binnen high yield verwachten we dat het aantal verliezen onder de historische gemiddelden zullen liggen vanwege het gunstige economische scenario en de lage financieringskosten. Ook verwachten we relatief hoge recovery rates vanwege de sterke financiële markten. Verder verwachten wij dat de spreads marginaal zullen oplopen, aangezien de steunprogramma's van de centrale bank waarschijnlijk iets minder accommoderend zullen worden.

Figuur 2: Verwacht rendement op USD high yield



Bron: Bloomberg, Aegon Asset Management prognoses 2022-2025 aangeleverd door Aegon Asset Management

Asset Backed Securities

Asset-backed securities kunnen profiteren van de korte duratie, aangezien een groot deel van de index een variabele rente heeft. De spreads op deze beleggingscategorie zijn afgenomen, maar zijn nog steeds aantrekkelijk ten opzichte van bedrijfsobligaties met een vergelijkbare rating.

Deze beleggingscategorie bestaat voor een groot deel uit consumenten gerelateerde ABS. Over het algemeen heeft de consument de pandemie relatief goed doorstaan. De steunmaatregelen van de overheid hebben de inkomens ondersteund en het aantal faillissementen beperkt gehouden. Wanneer deze regelingen worden afgebouwd, zou het aantal faillissementen iets kunnen toenemen. Maar bij constructies waarvoor strenge voorwaarden golden en de blootstelling aan kredietnemers/zelfstandige ondernemers beperkt is, verwachten we slechts een zeer beperkte toename. Ook is de betaalbaarheid van schuldverplichtingen verbeterd doordat de rente steeds verder is gedaald. Hypothecaire ABS vormt het grootste deel van de markt. Er is sprake van een krachtige woningmarkt en veerkrachtige werkgelegenheid en dus van een sterk fundament. Hoewel de spreads zijn gedaald, zijn er nog steeds mogelijkheden, vooral lager in de kapitaalstructuur.

Aantrekkelijke spreads zijn nog steeds voorhanden in de CLO-markt (Collateralised Loan Obligation). Aangezien deze worden gedekt door bedrijfsleningen is de correlatie met de bedrijfsobligatiemarkt hoger. De CLO-markt in het algemeen kent een lagere blootstelling aan sectoren met een hoog percentage faillissement zoals de mijnbouw en olie. Voor de toekomst verwachten we een situatie met weinig faillissementen. De inherente structurele kenmerken, zoals kredietverbetering en diversificatietriggers, moeten eventuele afschrijvingen van de equity tranches beperken in een dergelijk scenario.

Al met al zal de combinatie van hogere spreads en verwaarloosbare afschrijvingen in een degelijk overrendement resulteren. Wij verwachten dat het rendement op investment grade ABS ongeveer 50 basispunten (bp) hoger zal liggen dan bij investment grade bedrijfsobligaties. Voor high yield ABS verwachten we een rendement van circa 150bp boven high yield obligaties.

(Nederlandse) hypotheken

We blijven positief over de Nederlandse hypotheekmarkt. Het kredietrisico blijft minimaal door de sterke betaalmoraal van kredietnemers, volledig verhaalsrecht en de garantieregelingen die door de overheid worden ondersteund. Tegelijkertijd blijven de spreads hoog omdat de belangrijkste kredietverstrekkers, de grotere banken, te maken hebben met hoge kapitaalvereisten. Er is waarschijnlijk een natuurlijke grens tot waar de spreads kunnen dalen voordat deze banken de kredietverlening beperken. Onze inschatting is dat dit punt ligt op ongeveer 130bp boven de swaprente.

Nieuwe toetreders tot de hypotheekmarkt hebben geleid tot krappere spreads, maar de grootste drie Nederlandse banken hebben nog steeds 50% van de markt in handen. Het marginale aanbod van hypotheken wordt dus nog steeds bepaald door het rendement op het vereiste kapitaal van deze banken.

Het onderpand, de Nederlandse woningmarkt, is zeer krachtig. De lage rente heeft geleid tot hogere prijzen. Royale steunregelingen van de overheid maken woningbezit relatief betaalbaar terwijl het aanbod van nieuwe woningen beperkt is. Wij verwachten dan ook een aanhoudend sterke woningmarkt, wat resulteert in een hoge herstelwaarde bij eventuele wanbetaling. De hypotheekschuld als percentage van de woningwaarde (loan-to-value-ratio) is gedaald, maar ligt iets hoger dan in andere landen.

Over het geheel genomen, verwachten we dat het overrendement in lijn zal zijn met de huidige spread, die varieert tussen 150 en 190bp boven Duitse Bunds.

Alternatieve vastrentende waarden

Naast de belangrijkste vastrentende beleggingscategorieën zijn er ook verschillende beleggingscategorieën die wij in de categorie "Alternative Fixed Income" groeperen. Dit betreft een zeer diverse categorie, van leningen met staatsgarantie tot achtergestelde mkb-leningen. Ook de risico- en rendementskenmerken kunnen sterk verschillen. De gemene deler is dat zij vaak een risicopremie bieden ten opzichte van andere beleggingscategorieën met een vergelijkbare rating of risicoprofiel. Dit kan deels te maken hebben met de illiquiditeit, maar ook met het meer gespecialiseerde karakter. Het vereist meer expertise van de vermogensbeheerder om deze waarden te selecteren en te beheren.

Over het geheel genomen, verwachten we voor alternatieve vastrentende waarden de komende jaren significant hogere rendementen.

Emerging Market Debt

Wij blijven over het algemeen positief gestemd over vastrentende waarden van opkomende markten, waarbij we ervan uitgaan dat deze beleggingscategorie zal profiteren van het wereldwijde groeiherstel, kapitaalstromen, stabiele US Treasury-rente en een zwakkere Amerikaanse dollar. De mondiale overvloed aan liquiditeit, de relatief aantrekkelijke waarderingen ten opzichte van de laag- en negatief-renderende obligaties van ontwikkelde markten en groeiverschillen zijn belangrijke aanjagers van de rendementen op deze beleggingscategorie. Wij verwachten dat de opkomende markten economisch gezien profiteren van het economische herstel in de ontwikkelde landen en China. Gezien de handels- en kapitaalrelaties, een sterke opleving van de consumptie en robuuste PMI's voor de productie in combinatie met de wereldwijde tekorten aan grondstoffen, moeten de opkomende markten kunnen profiteren, mits zij snel op de stijgende vraag kunnen inspelen.

In 2021 is de wereldhandel weer teruggekeerd tot boven het volume van vóór de crisis, wat de kracht van het herstel weergeeft. China was het eerste land waar de economische opleving aanving en doordat het een zeer grote verbruiker van grondstoffen is, herstelde de vraag naar grondstoffen snel. Nu de wereldwijde economische bedrijvigheid een opwaartse trend volgt, ondersteund door de voortgang van de vaccinatieprogramma's, de inhaalvraag, gevoed door opgebouwde spaargelden en uitgestelde investeringen, voorzien we een versterking van de externe posities voor grondstoffenproducenten uit de opkomende markten. Verdere verbetering van de wereldwijde economische bedrijvigheid is echter sterk afhankelijk van hoe de pandemie zich ontwikkelt. De onzekerheid rond het coronavirus is verre van weg, maar de hogere vaccinatiegraad in de ontwikkelde en opkomende markten betekent dat de effecten van nieuwe varianten van het virus naar verwachting minder ernstig zullen zijn.

Het soepele monetaire beleid van de afgelopen twee jaar heeft deze beleggingscategorie een zetje in de rug gegeven. Nu dit soepele beleid naar verwachting wordt afgebouwd, onder meer door de Amerikaanse Federal Reserve (Fed) en diverse centrale banken in opkomende economieën die moeten ingrijpen om de output gap en de oplopende inflatie te beteugelen, krijgen opkomende markten echter te maken met stijgende schulden en herfinancieringskosten. Beleggers in opkomende markten die zich zorgen maken over een herhaling van de "taper tantrum" in 2013 kunnen gerustgesteld zijn; de Fed is van oordeel dat de onderliggende inflatiefactoren naar verwachting tijdelijk van aard zijn. Dit in verband met de recente inflatieontwikkelingen in de Verenigde Staten. In tegenstelling tot China dat externe staatsobligaties voornamelijk in binnenlandse valuta heeft, hebben andere opkomende economieën omvangrijke externe schulden en/of buitenlandse beleggers die een aanzienlijk deel van de binnenlandse schuld bezitten. Verhoogde schuldniveaus binnen dit hele universum vereisen dus monetaire en fiscale discipline. Sommige landen zullen kwijtschelding van schulden moeten aanvragen in het kader van het G20-initiatief voor de opschorting van schulden (G20 Debt Service Suspension Initiative; DSSI). Daarnaast zal het Internationaal Monetair Fonds (IMF) via USD 650 Special Drawing Rights (SDR) extra liquiditeit verschaffen, waardoor de buitenlandse deviezenreserves van landen worden aangevuld en hun afhankelijkheid van duurdere binnenlandse of externe schuld wordt verminderd.

Binnen de opkomende markten zien we dat de snelheid van het economische herstel uiteenloopt, waarbij Latijns-Amerika en de Afrikaanse landen duidelijk achterblijven bij Azië. Wanneer de naweeën van de pandemie zijn verdwenen, wat in bepaalde opkomende economieën langer kan duren, kunnen opkomende markten te maken krijgen met een vertraging van de bbp-groei, de eerste signalen daarvan zagen we al vóór de uitbraak van de pandemie. Nieuwe coronabesmettingen, vooral met de deltavariant, blijven in de opkomende economieën stijgen. Tot nu toe was dit geen belangrijke reden tot zorg, maar de vooruitzichten voor 2021-2022 zijn afhankelijk van de mate van immuniteit en de uitrol het vaccin. In het kader van het COVAX-initiatief van de Wereldgezondheidsorganisatie worden vaccins beschikbaar gesteld in ontwikkelingslanden, waarbij rijkere landen de kosten op zich nemen.

De spreads op EMD zijn sinds de zomer van vorig jaar per saldo gedaald, met in 2021 een afvlakking tot op een niveau rond historische gemiddelden. Gezien het sterke herstel van de economische bedrijvigheid verwachten we voor de komende vier jaar een degelijk overrendement ten opzichte van staatsobligaties uit de ontwikkelde landen. Wereldwijd hogere grondstoffen- en levensmiddelenprijzen zullen naar verwachting opwaartse druk zetten op de inflatie en de normalisatie van het monetaire beleid in de opkomende markten versnellen. De ontwikkeling van de coronabesmettingen, met name door de deltavariant, de aantrekkende wereldwijde groeivooruitzichten en de Amerikaanse Treasury-rente blijven een centrale rol spelen in onze vooruitzichten voor deze beleggingscategorie.

Private Debt

Sinds de wereldwijde financiële crisis is private debt als beleggingscategorie snel gegroeid. Door de strengere regelgeving hebben banken hun kredietverleningsactiviteiten moeten terugschroeven, waardoor voor andere institutionele beleggers de mogelijkheid ontstond om bedrijven, infrastructuur en vastgoedprojecten die daaraan behoefte hebben te financieren. Volgens Preqin bedroeg de omvang van de private debt-markt in juni 2020 USD 887 miljard. Dat is niet zo veel als private equity of vastgoed, maar biedt nog altijd aanzienlijke mogelijkheden naast de kapitaalmarkt (public debt). Ook de bereidheid om in private debt te investeren neemt toe. De lage beleidsrentes en obligatieopkoopprogramma's van de centrale banken tijdens de pandemie hebben het beschikbare rendement op de kapitaalmarkten verder onder druk gezet, terwijl de aandelenwaarderingen zich hebben hersteld. Beleggers zijn dus in toenemende mate op zoek naar verdere diversificatiemogelijkheden. Private debt levert in potentie extra risico- en complexiteitspremies op voor beleggers met voldoende ruimte in de portefeuille voor illiquiditeit en voldoende capaciteit om deals te selecteren en te monitoren. Daarnaast bestaan er mogelijkheden om ESG-strategieën binnen deze beleggingscategorie toe te passen, met name in het segment infrastructuur. Fondsmanagers van leningen aan bedrijven zijn steeds vaker op zoek naar mogelijkheden om kapitaal in te zetten met een positieve impact en verbeteren hun ESG-processen en -rapportages.

Effecten van de pandemie

De onderhandse kredietmarkt kwam aan het begin van de pandemie grotendeels abrupt stil te liggen, maar kwam eind vorig jaar weer in beweging en is ook in 2021 actief gebleven. Private debt-fondsen haalden in 2020 slechts marginaal minder geld op dan in 2019. Meer kapitaal kwam beschikbaar voor beleggingen in noodlijdende ondernemingen, ondanks dat de meeste bedrijven hun financiën niet hoefden te herstructureren dankzij de snelle interventie van overheden en centrale banken. De pandemie heeft weinig effect gehad op de rendementen. Betere voorwaarden ten opzichte van de kapitaalmarkt hebben ertoe bijgedragen dat beleggers beter tegen verliezen zijn beschermd. Aangezien institutionele beleggers op zoek blijven naar rendement, heeft de pandemie er niet toe geleid dat de beschikbare rendementen structureel hoger liggen en hebben beheerder nog steeds voldoende middelen voor nieuwe investeringen. Met de beschikbare rendementen zijn de mogelijkheden van de private debt-markt nog steeds aantrekkelijk ten opzichte van de kapitaalmarkt.

Zakelijke kredietverlening

Private debt kent een breed scala aan strategieën. Een belangrijk onderdeel is de zakelijke kredietverlening aan bedrijven waarvoor de kapitaalmarkt vanwege hun omvang of bijzondere behoefte minder toegankelijk of aantrekkelijk is. Ook de snelheid waarmee kapitaal beschikbaar wordt gesteld en het niet publiekelijk willen delen van informatie kunnen redenen zijn voor bedrijven om te kiezen voor de onderhandse markt voor de financiering van buy-outs, overnames en investeringen. Door hun aanbod af te stemmen op wat een bedrijf nodig heeft, kunnen beheerders deze bedrijven faciliteren en daarmee aantrekkelijke beleggingsmogelijkheden creëren met relatief aantrekkelijke rendementen tegen gunstige voorwaarden.

Veel beheerders zijn voor hun deal flow afhankelijk van private equity-bedrijven (gesponsorde onderhandse

leningen), met als voordeel een meer gestandaardiseerde informatiestroom. Private equity-fondsen helpen hun portefeuillebedrijven vaak door bijvoorbeeld in te grijpen in de bedrijfsactiviteiten tijdens een periode van economische neergang zoals ook aan het begin van de pandemie gebeurde. Bij niet-gesponsorde zakelijke kredietverlening kunnen hogere rendementen worden gerealiseerd. Strategieën die gericht zijn op 'core senior lending' binnen minder risicovolle sectoren en met een sterke convenantbescherming hebben vaak een rendementsdoel van 4% en hoger bij kredietratings rond BB. De verliespercentages zijn doorgaans laag vanwege de stabiele ondernemingen en goede leningvoorwaarden. Mid-market-financieringen en financieringen voor bijzondere situaties kunnen fors hogere rendementen opleveren, afhankelijk van de schuldniveaus en de specifieke risico's. Hoewel de verwachte verliespercentages hoger liggen, bieden ze nog steeds een zeer aantrekkelijk verwacht rendement, gelijk aan of soms hoger dan de langetermijnrendementsverwachtingen van bijvoorbeeld beursgenoteerde aandelen. De markt voor zakelijke kredietverlening is divers qua type leningen, bedrijven en risiconiveau's, maar kent een voldoende aantal gespecialiseerde fondsbeheerders, waardoor zakelijke kredieten een goede basis vormen voor een private debt portefeuille.

Maatwerkportefeuilles en ESG

Financiering van infrastructuur en vastgoed biedt ook mogelijkheden om specifieke doelstellingen op het gebied van verantwoord beleggen te realiseren. Er is veel kapitaal nodig om de transitie naar een duurzame samenleving te financieren. Impactbeleggingen in infrastructuur zijn populair, maar beleggers moeten vaak een wat lager rendement accepteren dan op andere private debt-markten vanwege die populariteit en in bepaalde gevallen vanwege specifieke regelgeving, zoals die voor Europese verzekeraars waarbij een voordeel bestaat in de kapitaalvereisten voor deze beleggingen. Er zijn ook mogelijkheden op het gebied van water, waterzuivering, communicatie en mobiliteit. Voor beleggers die hun private debt-beleggingen nodig hebben ten behoeve van het afdekken van lange termijn verplichtingen is de vastgoedmarkt wellicht het aantrekkelijkst. Verdere diversificatie is te vinden in verschillende soorten leningen aan consumenten, maar ook handelsfinancieringen (gekenmerkt door korte looptijden) en verzekerde onderhandse leningen. Deze laatste twee kunnen vooral aantrekkelijk zijn voor verzekeraars vanwege over het algemeen hogere kapitaalvereisten. Gezien de grote vraag naar reële impactbeleggingen en het nog altijd beperkte aanbod aan deals die aan de strengste definities voldoen, is het samenstellen van zo'n portefeuille minder eenvoudig of in ieder geval een langduriger proces. Binnen de zakelijke kredietverlening worden steeds vaker 'ESG ratchets' in contracten opgenomen om bedrijven op het gebied van duurzaamheid te bestraffen of te stimuleren door de rentebetalingen afhankelijk te maken van duurzaamheidseisen. Wij zijn van mening dat de private debt-markt gezien de huidige diverse mogelijkheden en de voortgaande ontwikkeling van deze markt een goede keuze is om duurzame beleggingsrendementen te realiseren.

Verdere diversificatie binnen private debt

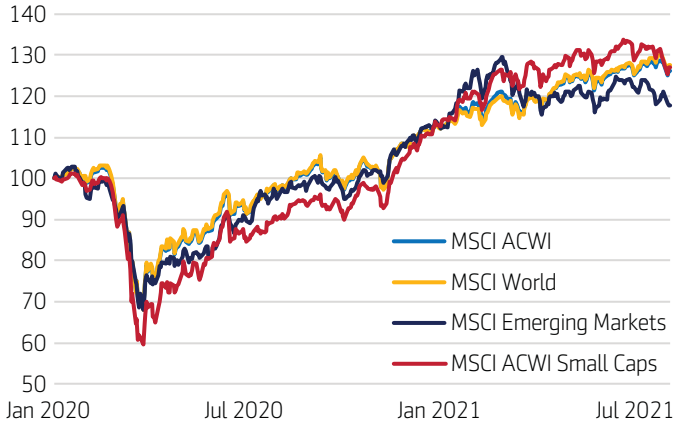
Private debt biedt beleggers een breed scala aan mogelijkheden. De verschillende soorten crediteuren en sectoren, keuze van anciënniteit in de kapitaalstructuur en de beschikbare convenanten maken het mogelijk om een portefeuille beter af te stemmen op de beleggingsovertuigingen, het risicobudget en andere (ESG)-vereisten. Aangezien de kapitaalmarkt zeer weinig oplevert, verwachten wij dat private debt steeds belangrijker wordt voor institutionele beleggers, waardoor deze markt zich verder ontwikkelt. Daarnaast betekent de zoektocht naar rendement ook dat het selecteren van goed geïnformeerde managers met goede deal sourcing-mogelijkheden en risicobeheer van belang is.

Aandelen

Na de snelle en scherpe daling in het eerste kwartaal van 2020 hebben de aandelenkoersen zich over het algemeen snel en sterk hersteld. Eind 2020 hadden de koersen zich alweer hersteld van de schok die er in februari en maart 2020 voor had gezorgd dat aandelen een derde van hun waarde verloren. In 2021 hebben de koerswinsten doorgezet en hoewel de stijging in 2021 enigszins is afgenomen, is er in 2021 sprake van sterke rendementen.

Het sterke herstel van aandelen is het gevolg van het stimulerende monetaire en fiscale beleid wereldwijd en de versnelling van trends zoals online winkelen en technologische ontwikkelingen. Binnen aandelen zijn er grote verschillen in de mate van herstel. Met name technologische bedrijven hebben geprofiteerd, terwijl de energiesector ver achter is gebleven. Daarnaast werden small cap bedrijven vorig jaar het hardst getroffen door hun hogere gevoeligheid voor economische groei, waardoor het herstel pas later in 2020 intrad. Het herstel werd met name geleid door de large caps, met name de grote technologiebedrijven. Small caps hebben sinds het laatste kwartaal van 2020 een sterke stijging laten zien, nadat duidelijk werd dat er effectieve vaccins beschikbaar kwamen en de economie zich zou herstellen.

Figuur 1: Sterk herstel voor aandelen na Q1 2020



Bron: Aegon Asset Management, Bloomberg (per augustus 2021)

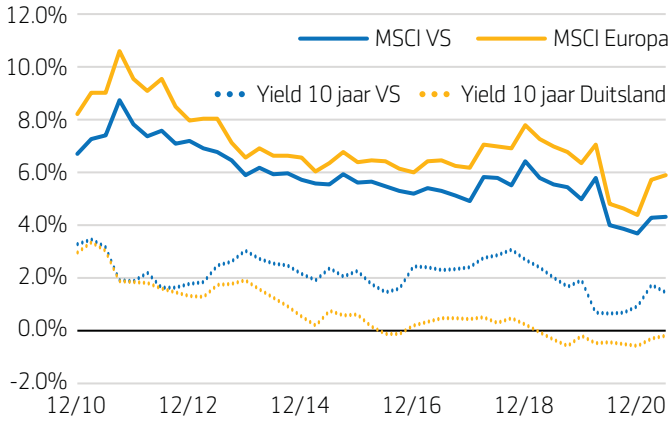
Op de langere termijn zullen small caps naar verwachting een hogere groei van de winst per aandeel laten zien ten opzichte van large caps en daarmee een goede aanvulling kunnen vormen op wereldwijde large cap aandelenportefeuilles. Small caps hebben de afgelopen jaren echter minder aan het rendement bijgedragen dan de grote, dominante tech bedrijven. De laatste keer dat small caps slechter presteerden was in de jaren 2007 - 2009, gevolgd door outperformance in de jaren daarna. Toekomstige relatieve prestaties op de korte termijn zullen afhangen van de snelheid van het economische herstel en de ontwikkelingen bij de grote tech bedrijven.

Zijn aandelen nu duur?

De vraag voor de meeste beleggers is of aandelen op dit moment duur zijn.

Als we kijken naar waarderingen vanuit historisch perspectief, zijn aandelen op dit moment duur. Een reden hiervoor is dat de rente laag is en dat de spreads op veel vastrentende beleggingscategorieën ook laag zijn als gevolg van de 'zoektocht naar rendement'. De earnings yield op aandelen (het omgekeerde van de koers/winstverhouding) is wereldwijd in lange tijd niet zo laag geweest. Het verschil tussen de earnings yield en de rente op staatsobligaties geeft een indicatie van de vergoeding voor het nemen van aandelenrisico en ook deze maatstaf bevindt zich op een historisch laag niveau. Dus gemeten naar standaard waarderingscijfers zijn aandelen inderdaad duur.

Figuur 2: Rendement op aandelen vs. rendement op staatsobligaties



Bron: Aegon Asset Management, Bloomberg per augustus 2021

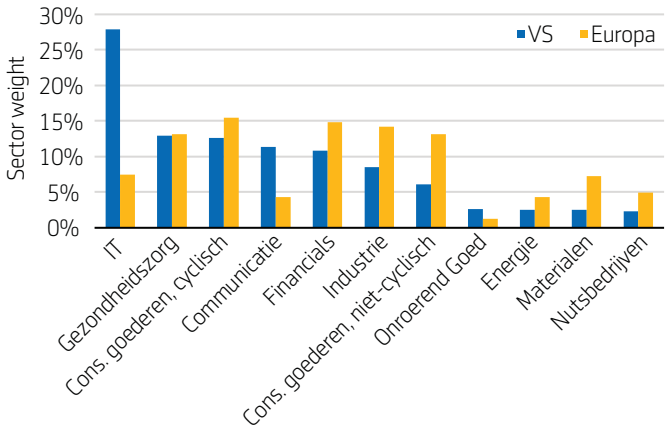
Sectorverschillen leiden tot waarderingsverschillen tussen de VS en Europa

Als we kijken naar regio's, dan zijn met name Amerikaanse aandelen op dit moment relatief duur. Dit verschil in waardering wordt grotendeels verklaard door de sectorsamenstelling. De VS hebben een grotere weging naar de relatief hoog gewaardeerde IT sector (zie figuur 3), terwijl Europa een hogere weging heeft naar lager gewaardeerde sectoren (zoals Financials, Energie, Materialen en Utilities). Bij het vergelijken van de waarderingen tussen vergelijkbare sectoren in beide regio's liggen de VS en Europa veel dichter bij elkaar, hoewel de waardering in de VS over het algemeen nog iets hoger ligt. De hogere sectorwaardering in de VS kan worden verklaard door de hogere winstmarges en meer focus

op de aandeelhouders, waardoor bedrijven beter in staat zijn winsten te laten groeien.

De hoge waardering van de tech sector is het gevolg van de sterke groei in deze sector. Er is duidelijk een trend gaande naar meer gebruik en invoering van technologie, die nog verder is versneld door de pandemie. Zo zijn de bedrijfswinsten in de tech sector bijna twee keer zo snel gegroeid als die van de brede index. Ervan uitgaande dat de tech sector deze snelle groei in de toekomst kan vasthouden, rechtvaardigt dit ook een hogere waardering van deze sector.

Figuur 3: Sectorsamenstelling VS helt over naar technologie



Bron: Aegon Asset Management, Bloomberg per augustus 2021

Een andere reden voor de hoge waarderingen is de verwachte winstgroei. In 2020 is de gerapporteerde winst sterk gedaald als gevolg van de gevolgen van Covid-19 voor de wereldeconomie. De gerapporteerde winst daalde wereldwijd met een kwart, hoewel er ook hier grote verschillen waren tussen de regio's. Zo daalde de winst in opkomende markten minder dan in ontwikkelde markten, terwijl binnen de ontwikkelde markten, de winsten in Europa meer daalden dan in de VS. In de loop van 2021 werd duidelijk dat economieën wereldwijd snel zouden herstellen en dat de bedrijfswinsten in 2021 weer naar een nieuwe recordhoogte zouden stijgen. Voor 2021 verwachten we dat de winsten circa 30% zullen toenemen ten opzichte van 2019. Voor de volgende jaren gaan we uit van een vervlakking van de winstgroei naar historische gemiddelden.

Belastingheffing als risico

Voor de komende jaren zien we een aantal risico's voor aandelen. Eén daarvan is een verhoging van de vennootschapsbelasting, die de afgelopen decennia gestaag is gedaald. Landen concurreren met elkaar om bedrijven lagere belastingtarieven aan te bieden om de werkgelegenheid te stimuleren, zowel bij die bedrijven zelf als binnen de toeleveringsketen. De staatsschulden zijn de afgelopen decennia echter gestegen en de pandemie heeft ertoe geleid dat veel overheden de begrotingsregels opzij hebben gezet, waardoor de schuldniveaus scherp zijn gestegen. Deze schulden zullen uiteindelijk omlaag moeten worden gebracht en de vraag is wie daarvoor opdraait. Zowel in de VS als in Europa worden de signalen sterker dat er een verhoging van de vennootschapsbelasting aan zit te komen. Een recent voorbeeld hiervan is dat de 20 grootste economieën van de wereld een plan voor wereldwijde hervormingen hebben ondertekend met een minimumbelastingtarief voor multinationals. Dit zou de mogelijkheden voor multinationals moeten beperken om hun winst naar fiscaalvriendelijke landen te verschuiven. Ook lijkt er in Europa steeds meer steun te komen voor belastingen op technologiebedrijven. Uiteindelijk zullen hogere belastingen voor bedrijven een negatieve invloed hebben op de bedrijfswinsten en daarmee ook op aandelenrendementen.

Vooruitblik

Voor ontwikkelde markten verwachten we de komende jaren een rendement in Amerikaanse dollars van net onder de 6% op jaarbasis. Onze rendementsveronderstelling is gebaseerd op factoren die het rendement op aandelen bepalen. Het dividendrendement en het rendement van regelingen voor de inkoop van eigen aandelen (buyback-rendement) door bedrijven zullen lager zijn dan de afgelopen jaren vanwege de hogere waarderingen. Wij verwachten een dividendrendement van circa 1,6% en een buyback-rendement van circa 1,0%.

Een belangrijk onderdeel van het lange termijn rendement op aandelen is winstgroei. Voor de komende jaren verwachten wij een verdere stijging van de bedrijfswinsten en daarmee een toename van de dividend- en buyback-rendementen tot boven het niveau van de inflatie. We gaan uit van 2,9% reële dividendgroei en 2,2% inflatie.

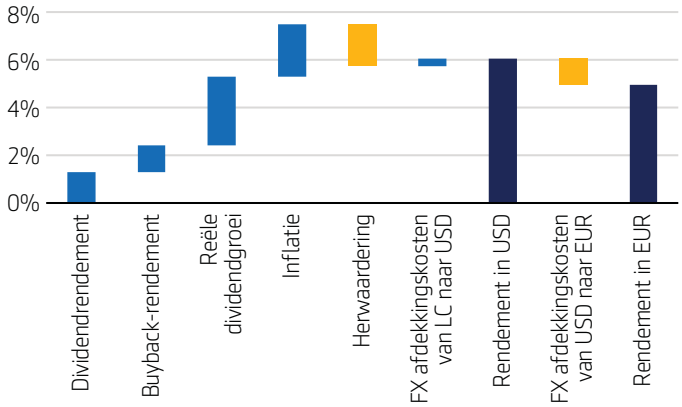
De verwachte winstgroei wordt dan naar verwachting deels tenietgedaan door een herwaardering naar iets lagere waarderingsniveaus. We verwachten echter dat de aandelenwaarderingen boven het historisch gemiddelde blijven vanwege de lage rendementen op vastrentende waarden. Per saldo verwachten wij een negatieve herwaarderingscomponent van circa 2%.

Het afdekken van het rendement op aandelen tegen de Amerikaanse dollar vertoont momenteel een klein positief voordeel, aangezien de kortetermijnrente buiten de VS gemiddeld iets lager ligt dan de kortetermijnrente in de VS. Bij het afdekken van het rendement op aandelen naar de euro is er op dit moment sprake van een negatief effect, aangezien

de euro rente aanzienlijk lager ligt. Uitgedrukt in euro's verwachten we een rendement van circa 5% per jaar voor de ontwikkelde markten.

Binnen de ontwikkelde markten zijn we positiever over de VS dan over Europa. Dit wordt vooral ingegeven door de eerder beschreven sectorsamenstelling van de regio's in combinatie met de verwachting dat de versnelde trends naar digitalisering en automatisering de komende jaren zullen doorzetten. Dit betekent dat ook wordt verwacht dat de technologiebedrijven de komende jaren sneller zullen groeien dan de meer traditionele sectoren. Wij verwachten dan ook dat de winstgroei in Europa achterblijft bij de VS.

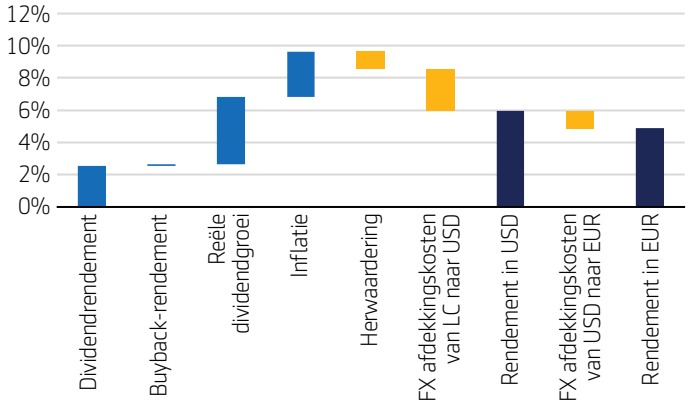
Figuur 4: Verwachte rendementen - Aandelen wereldwijd ACWI (FX afgedekt naar USD en naar EUR) gemiddeld jaarrendement tot 2025



Bron: Aegon Asset Management, Bloomberg per augustus 2021

Voor aandelen in opkomende markten verwachten we een rendement dicht bij dat van ontwikkelde markten. Het dividendrendement is met 2,5% hoger, mede door de gunstigere waarderingen. Bovendien ligt de verwachte winstgroei aanzienlijk hoger dan in de ontwikkelde markten. Ook verwachten wij een negatieve impact van de herwaarderingscomponent. Het afdekken van aandelenrendementen heeft een negatief effect, omdat de kortetermijnrente in de opkomende markten hoger ligt dan in de VS en Europa. Over het algemeen verwachten we een rendement van circa 6,0% per jaar in Amerikaanse dollars en 4,9% in euro's.

Figuur 5: Verwachte rendementen - Aandelen opkomende markten opkomende markten (FX afgedekt naar USD en naar EUR) gemiddeld jaarrendement naar 2025



Bron: AEGON Asset Management, Bloomberg per augustus 2021

Beursgenoteerd vastgoed: profiteren van een stabiel scenario

De beursgenoteerde vastgoedsector is extra zwaar getroffen door de correctie op de financiële markten die als gevolg van de Covid-19-pandemie is opgetreden. Normaal gesproken profiteert deze sector van relatief stabiele huuropbrengsten, maar door de sluiting van bedrijven namen deze inkomsten af terwijl de rentelasten (de belangrijkste kosten voor een vastgoedbeleggingsmaatschappij) doorliepen. Na een matig herstel in de tweede helft van 2020 ziet 2021 er veel beter uit. Ten opzichte van aandelen in het algemeen heeft de sector het rendementsverschil tot dusver slechts deels kunnen goedmaken. We blijven gematigd positief gestemd over de sector op de middellange termijn vanwege de aanhoudend positieve fundamentele factoren.

De groeiversnelling op het gebied van e-commerce en de trend om thuis te werken die tijdens de lockdown is ontstaan, zullen niet volledig worden teruggedraaid en hebben daarmee blijvende gevolgen voor de segmenten retail- en kantoorvastgoed. Dit betekent niet per definitie dat de rendementen op beursgenoteerd vastgoed als geheel gaan dalen, aangezien deze segmenten nog maar een kwart van de index uitmaken. Andere sectoren zoals wonen, gezondheidszorg, 'self storage' en logistiek maken inmiddels een groter deel van de index uit en profiteren naar verwachting van winstgroei.

De situatie voor retail- en kantoor-REIT's is niet alleen maar slecht. Na een versnelling de groei van het aanbod omdat projecten na corona weer worden opgepakt, verwachten we op de middellange tot lange termijn een afname van het aanbod. Ondertussen hebben de beursgenoteerde vastgoedbedrijven sinds de wereldwijde financiële crisis de kwaliteit van hun onderliggende vastgoedportefeuilles en de balansverhoudingen verbeterd, waardoor ze defensiever zijn. De meeste leegstand in retail en kantoren voorzien we op deelgebieden van de secundaire markten.

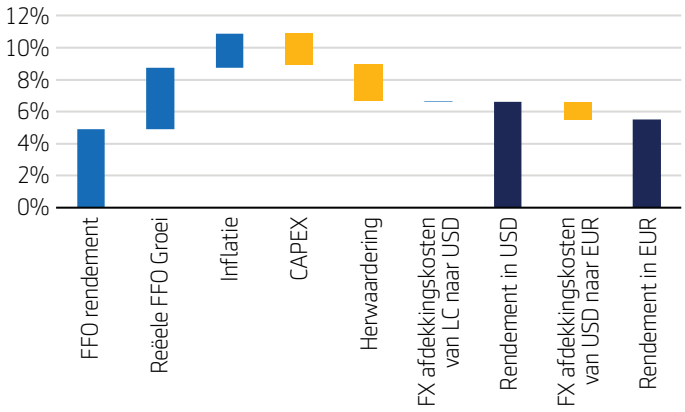
De macro-omgeving blijft ondersteunend. De beleggings- en financieringsmarkten blijven steun bieden, zeker nu wij verwachten dat rentes en spreads laag blijven. Dit houdt de rentelasten laag, waardoor de groei in kosten beperkt blijft. Aan de omzetkant denken we dat de inflatie de huurindexatie zal stimuleren en de sector ten goede zal komen. Het gevolg hiervan is dat de marges naar verwachting groei zullen vertonen.

Het grootste staartrisico voor deze sector zijn de centrale banken, die wereldwijd snel en radicaal de rentetarieven hebben verlaagd en liquiditeit hebben verstrekt toen de pandemie een schokgolf veroorzaakte op de financiële markten. Als deze steun te snel wordt ingetrokken, heeft dit gevolgen voor de kapitaalintensieve vastgoedsector.

Uitgaande van een relatief stabiel scenario verwachten we dat de winstgroei zal aanhouden en dat de sector het relatief goed zal doen. We gaan ervan uit dat de ruimte voor groei alleen afgeremd wordt door de huidige waarderingsratio's, de sector is niet langer goedkoop, maar laat nog steeds ruimte voor aantrekkelijke rendementen.

De huidige FFO (Funds From Operations), een maatstaf voor de winst van een REIT, ligt rond de 5%. Wij verwachten dat de FFO met circa 6% kan toenemen, in reële termen is dat circa 4%. Deze groeiveronderstelling is gebaseerd op een conservatieve inschatting van de huurprijsstijgingen en op de inherente hefboomwerking van de sector. Aangezien de financieringskosten historisch laag zijn, heeft dit een positief effect op het vertalen van huurgroei in FFO-groei. Aangezien de reële rente naar verwachting marginaal zal stijgen, verwachten wij dat dit een negatief effect heeft op beursgenoteerd vastgoed van circa 2% per jaar. Vastgoed moet door de eigenaar worden onderhouden en/of gerenoveerd, deze kosten worden opgenomen in de post CAPEX, die we schatten op bijna 2% per jaar. Al met al verwachten wij voor de sector een rendement in Amerikaanse dollars van circa 6% tot 7%, wat neerkomt op 5% tot 6% in euro's vanwege de kosten van de valuta afdekking.

Figuur 1: Verwachte rendementen - Beursgenoteerd vastgoed (per augustus 2021)



Bron: Bloomberg, Aegon Asset Management, Refinitiv Prognose 2022-2025 aangeleverd door Aegon Asset Management

Vastgoed

De vastgoedmarkt is ten opzichte van vorig jaar merkbaar verbeterd. Het aantal faillissementen blijft vanwege de omvangrijke financiële steun van overheden relatief beperkt. Verwacht wordt dat de langetermijneffecten van Covid-19 zichtbaarder worden op het moment dat de steunmaatregelen worden afgebouwd en banken restrictiever worden in de kredietverlening aan bedrijven.

Ondanks deze aanhoudende economische onzekerheid zijn de transactievolumes weer op koers en neemt de onzekerheid rond waarderingen af, met name bij woning-, logistiek en kantoorvastgoed. De detailhandel en hotelsector hebben het nog steeds moeilijk. Het blijft voor taxateurs lastig om voldoende, vergelijkbare referentietransacties te vinden voor de waardering van dit vastgoed.

De coronacrisis heeft een duidelijke kloof veroorzaakt tussen vastgoedsegmenten. Reeds ingezette trends zoals online verkopen zijn door de wereldwijde lockdowns versneld. Daarnaast is de hoeveelheid nieuwbouw in veel landen nog altijd beperkt en is het nieuwe aanbod grotendeels al vóór de oplevering verhuurd.

Een factor die de vraag naar vastgoed blijft aanjagen, is de aanhoudend lage rente. Het betreft dan met name de vraag naar logistiek en woningvastgoed. Veel beleggers zien stabiele huurinkomsten als vervanging van obligatiecoupons. De aanhoudend lage rente heeft ook invloed op het verwachte totaalrendement voor de vastgoedsector wereldwijd.

Het logistieke segment is de komende jaren naar verwachting een relatieve winnaar, aangezien de vraag hier op peil blijft door aanhoudende groei bij de online verkopen, zij het dat het tempo van de groei afneemt. Niettemin kan er naarmate de economie weer opengaat en er sprake is van een breder vraagherstel, een lichte divergentie optreden wat betreft de fundamentele factoren op de huurmarkt. Het is daarom van belang om de vraag/aanbod-dynamiek in elk segment goed in de gaten te houden.

De woningmarkt is vanwege de combinatie van omvang en hogere huurfrequentie een perfecte barometer voor de heropening van de economie. Hoewel de bezettingsgraad van huurwoningen nog steeds hoog is, kan worden geconstateerd dat de leegstand licht toeneemt omdat leegstaande panden niet eerder kunnen worden verhuurd voordat de oude huurders zijn vertrokken. Daarnaast kost het meer tijd om een luxe appartement in het topsegment weer te verhuren.

Het is opmerkelijk hoe snel kantoorgebruikers zich na het uitbreken van de coronacrisis aan het nieuwe normaal hebben aangepast. Kantoormedewerkers kunnen hun dagelijkse werk in toenemende mate vanuit huis doen. De verwachting is dan ook dat een kantoor meer een zakelijk ontmoetingspunt wordt. De traditionele functie van een kantoorgebouw wordt minder belangrijk. Dit zorgt ervoor dat eigenaren van kantoorpanden hun beleggingsstrategie herijken en zich gaan richten op kantoorlocaties die bij dit nieuwe werken passen.

In Europa wordt kantoorvastgoed in het hogere kwaliteitssegment als goede belegging gezien die weinig last heeft van structurele tegenwind. Voor de VS is de verwachting dat kantoren onderwogen blijven in de kernportefeuilles vanwege de hoge kapitaalkosten en verhoogde volatiliteit. In Azië zorgen de algeheel positievere vooruitzichten en de sterke interesse bij beleggers ervoor dat kantoorvastgoed een interessante sector blijft.

Voor retail en hotels ziet de toekomst er minder rooskleurig uit. De traditionele detailhandel heeft vanwege corona nog steeds te maken met lage omzetcijfers. Wanneer zij niet over een aantrekkelijk online platform beschikken, is het moeilijk overleven. Dit resulteert in aanhoudend hogere initiële rendementen bij lagere waarderingen. De levensmiddelensector is een van de weinige retailsegmenten die van de coronacrisis hebben geprofiteerd. Supermarkten zagen hun omzet toenemen, waardoor er vanuit vastgoedbeleggers meer vraag is ontstaan naar dit specifieke segment. In Europa zien we een toenemende activiteit van grensoverschrijdende beleggers die op zoek zijn naar een hoger rendement. Het zwaartepunt ligt op dit moment in het Verenigd Koninkrijk, waar de prijzen van hoogwaardige retail meer zijn weggezakt dan in andere landen. Beleggers richten zich daarbij vaak op de meest veerkrachtige subsegmenten, onoverdekte winkelcentra en retaillocaties die rond een grote supermarkt zijn gesitueerd. Er is voor kernbeleggers sprake van een mix van push- en pullfactoren wat betreft het eventueel willen beleggen in vastgoed. De “push” richting retail komt voort uit de hoge waarderingen binnen de gewilde vastgoed- en logistieke segmenten. De “pull” is afkomstig van retailers in het topsegment die weten te overleven. Deze topretailers kunnen ook gedijen doordat slecht presterende retailers uit de markt verdwijnen. Daarmee verdienen ze een plek in een langetermijnportefeuille.

Hotels blijven een probleem. De grote vraag is nog steeds of zakenreizen weer op gang komen als de meeste mensen eenmaal volledig zijn gevaccineerd. Vanwege het zomerseizoen en de sterke behoefte van mensen om op vakantie te gaan, trekt de bezettingsgraad in toeristenhotels vanaf de tweede helft van 2021 wellicht weer aan. Kanttekening daarbij is dat nieuwe Covid-varianten roet in het eten kunnen gooien.

De pandemie heeft het proces van mainstreaming van nichesegmenten versneld (denk aan medisch vastgoed, datacenters, scienceparken, studentenhuisvesting e.d.). De voortschrijdende ontwikkeling van deze nichesegmenten is niet alleen voorbehouden aan de VS, maar is ook in veel andere regio's te zien. Deze aanhoudende trend en de vervagende grens tussen niche- en traditioneel vastgoed zorgen de komende jaren voor een andere samenstelling van de vastgoedportefeuilles. Beleggers zullen hun vermogen over een groter aantal segmenten moeten verdelen dan voorheen, waardoor een toch al moeilijk proces nog complexer wordt. Om succesvol te zijn, moet de impact van het toevoegen van gespecialiseerde segmenten waarde toevoegen aan het financiële resultaat.

Private Equity

De private markt maakt een groot deel uit van de wereldeconomie; de meerderheid, wereldwijd naar schatting 86% van de bedrijven met meer dan 500 werknemers, is in private handen. Private equity (PE)vormt de belangrijkste manier om in deze bedrijven te beleggen. PE heeft in de loop der jaren een gestage groei doorgemaakt, met eind 2020 USD 4 biljoen aan beheerd vermogen. De pandemie heeft gevolgen gehad voor de private markt, zowel op de korte als de lange termijn. Ondanks deze turbulente tijd hebben PE-fondsen aanhoudend goed weten te presteren. De dealvolumes staan op recordhoogte en het lijkt erop dat de sector de pandemie achter zich heeft gelaten. De goede economische vooruitzichten, het aantrekkelijke rendementspotentieel en goedkope schuldfinanciering stimuleren de instroom van nieuw kapitaal. Samen met de mogelijkheden die ESG- en duurzaamheidsinitiatieven bieden, zorgt dit ervoor dat PE een aantrekkelijke beleggingscategorie is en ook in de toekomst blijft.

Private markt gaat door tijdens pandemie

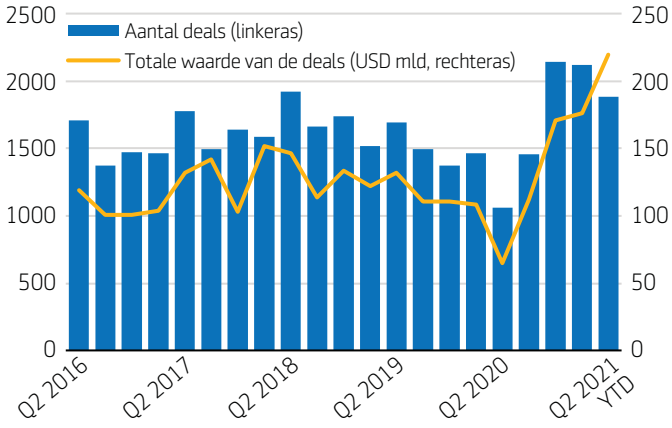
Aan het begin van de pandemie hebben PE-managers hun portefeuillebedrijven geholpen bij het veiligstellen van personeel en activiteiten via kennisuitwisseling en door te helpen bij het aanvragen van overheidssteun. Waar nodig hebben zij ook ingegrepen door in de kosten te snijden of extra kapitaal te verschaffen. Vanwege deze interventies en de omvangrijke fiscale en monetaire steun zijn de PE-rendementen op peil gebleven en zijn er weinig faillissementen te melden. Er zijn echter forse verschillen tussen sectoren, waarbij bedrijven in de gezondheidszorg en technologie over het algemeen beter presteren, terwijl de detailhandel en recreatiesector achterblijven.

De pandemie zal naar onze verwachting structurele effecten hebben op de bredere economie en de private markt. We gaan ervan uit dat de meeste PE-managers goed in staat zijn om op deze veranderingen in te spelen en daarvan dus ook kunnen profiteren. Ten eerste omdat de pandemie een versnelling tot gevolg gehad van de reeds ingezette trend van offline naar online. Digitaal onderwijs, online winkelen, virtuele consulten in de gezondheidszorg en thuiswerken in de dienstensector zijn voorbeelden van de verdere digitalisering van de economie. Het belang van technologie daarin is evident. Daarnaast heeft de pandemie kwetsbaarheden blootgelegd in de wereldwijde toeleveringsketens en het belang onderstreept van adequaat risicobeheer. Tot slot verwachten we dat PE-managers meer aandacht gaan besteden aan structurele risico's, zoals klimaatrisico's, geopolitieke risico's, cyberveiligheid en - niet verrassend - pandemieën.

Wereldwijde M&A-markt: de inhaalslag voorbij

Lage, onzekere waarderingen en opgeschorte deals zorgden in het begin van de pandemie voor een afname van de fusies en overnames. De dealvolumes zijn na de zomer van 2020 echter fors aangetrokken, zoals blijkt uit figuur 1. Waar het in eerste instantie een inhaalslag betrof van uitgestelde deals, is het inmiddels duidelijk dat de volumes wereldwijd op een fors hoger niveau liggen. Factoren die hierbij meespelen zijn de verbeterde economische vooruitzichten, aanhoudende overheidssteun en voldoende beschikbaarheid van kapitaal. De risicobereidheid is hierdoor toegenomen. Voor PE-managers is er een recordbedrag van USD 1,9 biljoen aan kapitaal beschikbaar (gecommitteerd maar nog niet belegd), wat druk zet om dit kapitaal ook aan het werk te zetten. Daar komt bij dat de leningen waarmee transacties worden gefinancierd, goedkoop zijn. Wij verwachten dat deze factoren blijven zorgen voor een opwaartse druk in de M&A-sector. De transactieprijzen bleven in 2020 stabiel en zijn in 2021 zelfs licht gestegen, in lijn met de ontwikkelingen bij beursgenoteerde ondernemingen. De jacht op goede beleggingen blijft concurrerend.

Figuur 1: Wereldwijde M&A-activiteit (K2 2021)



Bron: Preqin, Aegon Asset Management

Ook wat betreft het werven van kapitaal voor nieuwe PE-fondsen, is er sprake van record hoge volumes. Vergeleken met veel andere beleggingscategorieën realiseert PE op dit moment sterke voor risico gecorrigeerde rendementen, waardoor het een aantrekkelijke categorie is die het bedrijfsleven van vers kapitaal voorziet. PE-managers breiden daarnaast uit naar meer fondsstrategieën en nieuwe niches binnen de private markt. Zogeheten 'continuation funds' (met beleggingen uit expirerende fondsen die beheerders nog niet van de hand willen doen) en 'long hold funds' (waarbij bedrijven voor 8-15 jaar worden aangehouden) zijn in opmars. Daarnaast hebben secundaire fondsen vorig jaar driemaal zoveel kapitaal aangetrokken als in 2019. Deze fondsen, die belangen

aankopen in andere fondsen (vaak tegen een korting), zijn populair vanwege beleggers die een directe positie in PE willen hebben. Ook zijn gespecialiseerde fondsstrategieën hip, zoals klimaatfondsen en impact-beleggingen. Tot slot is er sprake van een toename aan private debt-fondsen die de schuldzijde van diezelfde transacties financieren.

Private equity en ESG

De wijze waarop PE is gestructureerd biedt goede mogelijkheden om bij portefeuillebedrijven ESG-initiatieven in te zetten. PE-managers hebben vaak een meerderheidsbelang en kunnen dit dan exploiteren voor een goed doel. De trend in de sector is duidelijk gericht op het integreren van ESG-factoren in het totale beleggingsproces (van overname tot exit), betere ESG-rapportages en meer naleving van de Principles of Responsible Investing (PRI), een door de Verenigde Naties ondersteund beleggersnetwerk. ESG is niet meer een kwestie van 'hokjes afvinken', maar behelst vaak een risicomanagementtool of een beleggingsinstrument om meer rendement te realiseren. Beleggers vinden in toenemende mate dat ESG en rendement samengaan, wat druk kan zetten op fondsbeheerders om de toegevoegde waarde van ESG te laten zien.

Met de verkiezing van president Biden en de toegenomen druk vanuit beleggers voorzien wij een verdere convergentie van de ESG-inspanningen van Amerikaanse fondsen richting de doorgaans hogere Europese normen. De nadruk zal steeds vaker worden gelegd op verduurzaming en digitalisering van de economie, beperking van de klimaatgevolgen en meer diversiteit & inclusie. PE-fondsen die op deze thema's anticiperen, zijn derhalve beter in staat om hogere toekomstige rendementen te realiseren. Beleggers moeten wel alert zijn op fondsen die alleen maar doen alsof ze ESG hoog in het vaandel hebben en volledige, feitelijke ESG-rapportages eisen..

De toekomst van de private markt: selectie is het sleutelwoord

Er zijn binnen de PE-sector diverse trends om in de gaten te houden. Ten eerste biedt de voortgaande digitalisering van de economie kansen voor durfkapitaalfondsen, denk aan kunstmatige intelligentie en robotica. Technologische ontwikkelingen zullen in veel delen van de samenleving verder worden geïntegreerd, wat leidt tot nieuwe subsectoren, zoals healthtech, fintech, biotech en edtech (onderwijstechnologie). In de tweede plaats vraagt de groeiende, vergrijzende bevolking om investeringen in de gezondheidszorg en de voedingsindustrie. Ook klimaatverandering en het gebruik van kostbare grondstoffen vragen om actie. PE zal naar onze mening een belangrijke rol gaan spelen in deze trends en uitdagingen.

Voortuitblikkend wordt 2021 het drukste jaar ooit, wat betreft zowel het aantal deals als het bedrag aan kapitaal dat wordt opgehaald. We verwachten niet dat de onderliggende factoren de komende jaren wezenlijk zullen veranderen. Ten eerste omdat er binnen het systeem naar onze verwachting aanhoudend sprake blijft van ruime liquiditeit, wat opwaartse druk zet op de waarderingsniveaus en de transactieprijzen. Daarnaast gaan we ervan uit dat de zoektocht naar rendement voortduurt, waarbij er meer kapitaal naar de private markt vloeit. Wij voorzien voor de komende jaren dan ook lagere rendementen in deze beleggingscategorie ten opzichte van het lange termijn gemiddelde. Gezien de grote hoeveelheid beschikbaar kapitaal dat nog belegd moet worden, het beperkte aantal beleggingsmogelijkheden, de hoge transactieprijzen en de lage financieringskosten, is het toekomstige opwaartse potentieel beperkt. Wij zijn ons bewust van de risico's die gepaard gaan met hoge waarderingen en schuldniveaus en het mogelijk structurele inflatoire klimaat. Toch blijft PE, gezien de mogelijkheden om een complexiteits- en illiquiditeitspremie te verdienen, een rendabele alternatieve beleggingscategorie.

Bovenstaande trends kunnen het verschil vergroten tussen 'goede' en 'slechte' managers. Selectie van de 'juiste' manager is dan essentieel. De redenen zijn divers:

- Het kan voor minder bekwame managers eenvoudiger worden om kapitaal aan te trekken. Managers begeven zich op onontgonnen terrein (dat niet voor niets onontgonnen is) en doen mee aan de SPAC-hype of passen zeer gespecialiseerde strategieën toe. Er is sprake van een vergelijkbare prikkel voor bestaande fondsen om steeds meer kapitaal aan te trekken, waardoor ze in een ander segment terechtkomen wat bedrijfsomvang betreft, waarin ze minder ervaren zijn.

- De nog ongebruikte financiële slagkracht zet druk om dit kapitaal aan het werk te zetten, waardoor minder gedisciplineerde managers te hoge transactieprijzen betalen. Met wellicht lagere toekomstige rendementen tot gevolg.

- Managers die zich bewust zijn van de structurele risico's (structureel hoge inflatie, geopolitieke risico's, klimaatrisico's, cyberveiligheid), doen het op de lange termijn naar verwachting beter.

- Naarmate volledige integratie van ESG-factoren in het beleggingsproces de norm wordt, moet je oppassen voor 'greenwashers'. Een goede ESG-due diligence is essentieel.

Grondstoffen

De grondstoffenprijzen waren de afgelopen jaren zeer volatiel als gevolg van de lagere wereldwijde groeiverwachtingen en de geopolitieke ontwikkelingen die de handelsbetrekkingen onder druk zetten. Deze volatiliteit nam in 2020 als gevolg van de verspreiding van het coronavirus significant toe. Van alle beleggingscategorieën zijn grondstoffen waarschijnlijk het zwaarst getroffen door de algemene neergang van de wereldwijde economische activiteit. Maar het herstel naar aanleiding van de heropening van de economie was sterk.

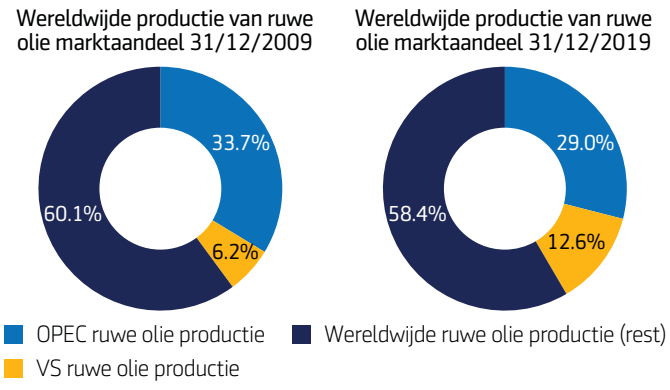
Herstel ruwe olie

Het belangrijkste onderdeel van het grondstoffenuniversum, ruwe olie, liet in 2021 een sterk herstel zien. OPEC+ bleef in 2021 een sterke greep houden op de oliemarkt, waarbij de productie verder werd verlaagd en pas geleidelijk weer is opgevoerd toen er meer vraag ontstond als gevolg van de heropening van de economie. Zo bleven zij de markt in evenwicht houden. Eind juli 2021 schoot de prijs van ruwe olie door de grens van 70 dollar per vat heen, waardoor het voor andere producenten aantrekkelijker werd om de productie weer op te starten. Dit blijkt wel uit het aantal actieve olie-installaties in de VS, dat een opwaartse trend vertoont. De opgevoerde productie zou echter een rem kunnen zetten op potentiële prijsstijgingen in de toekomst.

Langere-termijntrends en vooruitzichten voor olie

Het afgelopen decennium werd de oliesector vooral gekenmerkt door de opkomst van Amerikaanse schalieolie ten koste van marktaandeel van de OPEC. Het marktaandeel van Amerikaanse ruwe olie steeg in de jaren tien van dit millennium van 6,2% naar 12,6%, terwijl het marktaandeel van de OPEC met 4,7% afnam (figuur 1).

Figuur 1: Wereldwijd marktaandeel in de productie van ruwe olie uitgesplitst naar OPEC, VS en andere producenten.



Bron: AEGON Asset Management, International Energy Agency, Bloomberg, per december 2019

De geografische verschuiving van het marktaandeel in ruwe olieproductie heeft het geopolitieke landschap fors veranderd. De Verenigde Staten zijn energie-onafhankelijk geworden, terwijl er voor Saoedi-Arabië, Rusland en andere olieafhankelijke landen in het Midden-Oosten en Latijns- Amerika een constante druk op de inkomsten en overheidsbegroting is ontstaan.

Amerikaanse producenten zijn flexibel en blijven naar verwachting optreden als marginale leverancier, waardoor sterke prijsstijgingen worden beperkt. Maar ze zullen de productie zeker ook snel verlagen wanneer de prijs onder de 30-35 dollar per vat duikt.

De oliesector moet ook inspelen op de wereldwijde megatrends. Er is wereldwijd sprake van een transitie naar duurzame energiebronnen, als gevolg waarvan de vraag naar olie de komende decennia naar verwachting geleidelijk zou afnemen. Het Internationaal Energieagentschap verwacht echter dat de wereldwijde vraag naar olie in ieder geval de komende 20 jaar nog zal stijgen, naar 125 miljoen vaten per dag rond 2050 als we ons huidige patroon voortzetten. Van de bijna 100 miljoen vaten olie die dagelijks worden verbruikt, gaat meer dan 60% naar transport.

Volgens het Edison Electric Institute hebben elektrische auto's op dit moment een wereldwijd marktaandeel van slechts 1,8%. Maar het groeiende aandeel elektrische voertuigen is wel de grootste kanshebber om de langetermijnvraagcurve naar olie neerwaarts om te buigen. Wij verwachten dat de verschuiving van fossiele naar duurzame energie om de volgende redenen geleidelijk zal zijn. Ten eerste moet het gehele economische systeem zich aanpassen aan de nieuwe technologieën voor de productie van duurzame energie. Duurzame energie zal daarnaast economisch concurrerend moeten worden ten opzichte van fossiele brandstof. In de tweede plaats zal de infrastructuur moeten worden aangepast om de nieuwe energiebronnen in al hun facetten te faciliteren. Tot slot moet de opslag van duurzame energie worden verbeterd om vraag en aanbod op elkaar af te kunnen stemmen. Naarmate duurzame energie gangbaarder wordt, verwachten we meer gestandaardiseerde contracten, zodat er in de toekomst een meer liquide futures-markt kan ontstaan.

Vooruitzichten voor grondstoffen

Voor de grondstoffenmarkt als geheel verwachten we dat de prijzen de komende jaren geleidelijk zullen stijgen. De economie gaat wereldwijd weer open en is bezig aan een krachtig herstel, waarbij de vraag het aanbod de afgelopen maanden heeft overtroffen. Naast het herstel van de consumentenvraag verwachten we dat veel landen de investeringen en uitgaven aan infrastructuur via diverse herstelplannen en -fondsen zullen opschroeven. Daarnaast verwachten we een verdere, lichte daling van de dollar. Beide factoren zetten naar verwachting lichte opwaartse druk op de grondstoffenprijzen.

Overzicht

Overzicht

In onze Outlook verwachten we dat de wereldeconomie zich verder herstelt van de coronapandemie. Ondanks het risico van nieuwe virusvarianten verwachten we dat het economische herstel doorzet, dankzij effectieve vaccins en de weerzin tegen nieuwe lockdowns. Vanuit macro-economisch oogpunt is dit positief voor de meer risicovolle beleggingscategorieën.

We voorzien een marginale stijging van de rente ten opzichte van de huidige impliciete tarieven. Dit resulteert doorgaans in lagere rendementsverwachtingen voor staatsobligaties. De Gilt-markten springen eruit omdat daar meer ruimte is voor een hogere rente. De Bank of England zal de rente waarschijnlijk sneller kunnen verhogen dan de ECB.

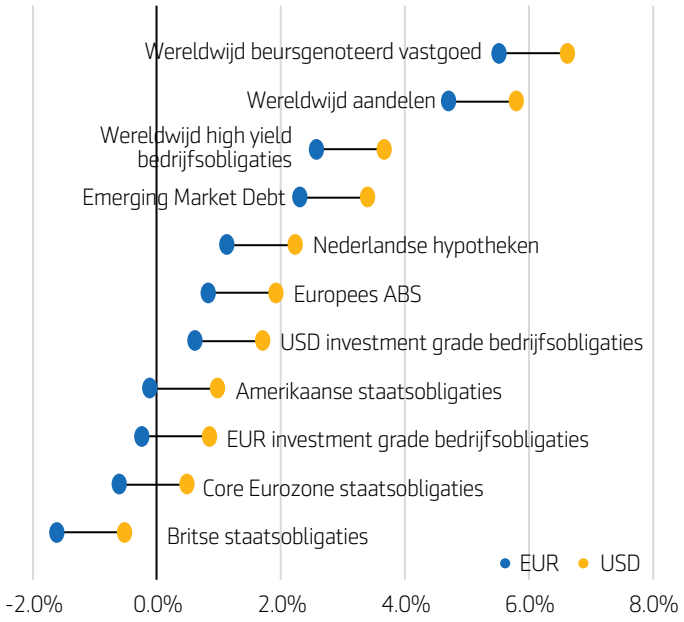
Bedrijfsobligaties profiteren naar verwachting van een gunstig klimaat, met een opwaartse 'rating-migration' en een laag percentage wanbetalingen. De rendementen kunnen dan uitkomen in de buurt van het huidige rendement. De spreads zijn echter krap en lopen naar verwachting marginaal op naarmate de centrale banken hun steunprogramma's afbouwen. De betere rendementen zijn naar verwachting te vinden in het lagere ratingsegment, mede doordat 'fallen angels' bedrijven wellicht weer gepromoveerd worden tot investment grade.

Hogere spreads zijn wel nog te vinden bij de alternatieve vastrentende waarden. Blootstelling naar consumentenrisico's zou het goed moeten doen. De werkloosheid blijft naar verwachting laag, waarbij het opgehoopte spaargeld een buffer biedt voor tegenvallers.

De rendementen op aandelen zullen, gezien de huidige hoge koersen, naar verwachting onder de historische gemiddelden uitkomen. Aandelen bieden echter nog steeds naar verwachting winstgroei vanwege het economische herstel en het grote aandeel high margin-bedrijven en het groeiende aantal techbedrijven in de index. Een potentiële verhoging van de vennootschapsbelasting heeft naar verwachting maar beperkt invloed op de nettowinsten.

De verwachting is dat de rente laag blijft, mede door het beleid van de centrale bank. Voor inflatie gecorrigeerd is de rente in de meeste regio's zelfs negatief. Beleggingen die een samengaang hebben met de nominale groei, zoals aandelen en vastgoed, moeten kunnen profiteren, aangezien een negatieve reële rente het aandelenbezit stimuleert. Aandelen en vastgoed blijven dan ook een aantrekkelijke beleggingscategorie, ook vanuit risicogecorrigeerd perspectief.

Figuur 1: Rendement in EUR en USD voor belangrijke grote beleggingscategorieën (augustus 2021)



Bron: Aegon Asset Management. Prognoses aangeleverd door Aegon Asset Management[1]

[1]Rendements- en volatiliteitsramingen zijn gebaseerd op economische en marktvooruitzichten, waarbij kwantitatieve en kwalitatieve factoren worden gecombineerd. De input betreft o.a.: verwacht budgettair en monetair beleid, economische groei, beleid van centrale banken, rentetarieven, spreads, verwachtingen omtrent wanbetalingen, recovery rates, wijzigingen in ratings, dividend, inkoop eigen aandelen, winstgroei, diverse veranderingen, renteverschillen, basisspread, vraag- en aanbodfactoren en de vorm van curves. Deze schattingen zijn inherent in hoge mate onzeker en dienen niet rechtstreeks als basis te worden gehanteerd.

Afkortingen

Centrale banken en economische instituten

BIS	Bank of International Settlements
BOE	Bank of England
BOJ	Bank of Japan
ECB	Europese Centrale Bank
Fed	Federal Reserve
IMF	Internationaal Monetarair Fonds
NBER	National Bureau of Economic Research
OECD	Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling
PBoC	People's Bank of China

Countries and Regions

AU	Australië
BE	België
BR	Brazilië
CN	China
DE	Duitsland
EM	Opkomende markten
EMU	Europese Economische en Monetaire Unie
ES	Spanje
EU	Europease Unie
FI	Finland
FR	Frankrijk
GR	Griekenland
HK	Hong Kong
IE	Ierland
IN	India
IT	Italië
JP	Japan
KR	Zuid Korea
LU	Luxemburg
LV	Letland
MX	Mexico
NL	Nederland
RU	Rusland
TW	Taiwan
UK	Verenigd Koninkrijk
US	Verenigde Staten
ZA	Zuid Afrika

Eurozone landen betreffen Oostenrijk (1999), België (1999), Cyprus (2008), Duitsland (1999), Estland (2011), Finland (1999), Frankrijk (1999), Griekenland (2001), Ierland (1999), Italië (1999), Letland (2014), Litouwen (2015), Luxemburg (1999), Malta (2008), Nederland (1999), Portugal (1999), Slowakije (2009), Slovenië (2007), Spanje (1999)

OESO landen betreffen Australië, Oostenrijk, België, Canada, Chili, Denemarken, Duitsland, Estland, Finland, Frankrijk, Griekenland, Hongarije, IJsland, Ierland, Israël, Italië, Japan, Letland, Luxemburg, Mexico, Nederland, Nieuw Zeeland, Noorwegen, Polen, Portugal, Slowakije, Slovenië, Spanje, Tsjechië, Turkije, Verenigd Koninkrijk, Verenigde Staten, Zuid Korea, Zweden, Zwitserland

BRIC landen betreffen Brazilië, Rusland, India and China

G7 landen betreffen Canada, Duitsland, Frankrijk, Italië, Japan, Verenigd Koninkrijk, Verenigde Staten

Valuta

CNY	Renminbi (onshore)
CNH	Renminbi (offshore)
EUR	euro
GBP	Britse Pond
JPY	Japanse yen
USD	VS dollar

Overige

ABS	Asset Backed Securities
ABSPP	Asset Backed Securities Purchase Programme
ACWI	All Country World Index
CSPP	Corporate Sector Purchase Programme
EDIS	European Deposit Insurance Scheme
EMD	Emerging Market Debt
ESG	Environmental Social and Governance
FTE	Full-time employees
FX	Foreign exchange
GDP	Gross Domestic Product
J-REITs	Japanese Real Estate Investment Trusts
NextGenEU	Next Generation EU Plan (Recovery plan)
NFP	Non-Farm Payrolls
NSA	Non-Seasonally Adjusted
OPEC	Organization of the Petroleum Exporting Countries
PEPP	Pandemic Emergency Purchase Programme
REITs	Real Estate Investment Trusts
S&P	Standard & Poor's

Disclaimers

Aegon Investment Management B.V. is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten als een beheerder van beleggingsinstellingen. Op basis van haar vergunning is Aegon Investment Management B.V. geautoriseerd om individueel vermogensbeheer en beleggingsadvies te verlenen in de zin van de Wet op het financieel toezicht.

Dit artikel is vertrouwelijk en uitsluitend bedoeld voor professionele beleggers in de zin van de Wet op het financieel toezicht aan wie de presentatie wordt gegeven.

De inhoud van dit document is uitsluitend ter informatie en moet niet worden beschouwd als een commerciële aanbieding, zakelijk voorstel of aanbeveling om beleggingen in effecten, fondsen of andere producten uit te voeren. Alle prijzen, markt indicaties of financiële gegevens zijn alleen ter illustratie.

Deze informatie is met zorg samengesteld namens Aegon Investment Management B.V. Er is naar gestreefd de informatie zo juist en volledig mogelijk weer te geven. Onvolkomenheden als gevolg van menselijke vergissingen of informatiesystemen kunnen echter voorkomen, waardoor gegevens en calculaties kunnen afwijken. Aan de verstrekte informatie en berekende waardes kunnen geen rechten worden ontleend.

Adtrax code: XXXXX
Exp Date: XXXXX

AEGON
Asset Management