

# LONG-TERM OUTLOOK

Macro-economische scenario's en  
verwachte rendementen 2024-2027



# Inhoudsopgave

Voorwoord	2
Samenvatting	3
ESG Megatrends	5
Macro-economische vooruitzichten	11
Staatsobligaties ontwikkelde markten	18
Corporate Credits	20
Private Debt	25
Beursgenoteerde aandelen	26
Private Equity	28
Vastgoed	30
Disclosures	32

## Voorwoord

**Als wereldwijde vermogensbeheerder met een lange staat van dienst in het beheer van pensioen- en verzekeringsvermogen proberen wij verder te kijken dan de waan van de dag. In onze meest recente Long-Term Outlook maken we gebruik van de expertise van onze wereldwijde beleggingsteams en kijken we naar de uitdagingen en kansen voor de financiële markten. Door onze macro-economische verwachtingen te combineren met een onderzoek naar belangrijke wereldwijde trends en de prijsstelling van financiële activa, stellen we een samenhangende en beproefde verwachting op voor de financiële markten.**

Het is altijd belangrijk geweest om onderliggende trends te bestuderen, omdat deze vorm kunnen geven aan economieën en markten. In deze vooruitblik beschrijven we vier trends en hun implicaties voor beleggers. Deze "ESG-megatrends" zijn de opkomst van AI, klimaatverandering, waterschaarste en demografie. Deze zullen waarschijnlijk invloed hebben op ons dagelijks leven, maar op de lange termijn ook gevolgen hebben voor de productiviteit, de beschikbaarheid van grondstoffen en de economische groei.

De middellange termijn wordt bepaald door recente economische ontwikkelingen. Iedereen denkt vooral aan de vooruitzichten voor inflatie en, in reactie daarop, het beleid van centrale banken. Tot nu toe hebben de economieën de ongekende verkrapping van het monetaire

beleid relatief goed doorstaan. Tegelijkertijd is de impact van de energiecrisis veel milder geweest dan aanvankelijk werd gevreesd. De hamvraag is of de economieën veerkrachtig kunnen blijven. Of zullen zij meer vertragen of in een recessie terechtkomen?

De langetermijnrente is in 2023 gestegen en heeft het rendement op de vastrentende markten onder druk gezet. Ondanks deze hogere rente en de uitdagende economische vooruitzichten zijn de aandelenmarkten gestegen. Deze beweging werd vooral gedreven door de opleving van large-cap technologie-aandelen en - meer recent - enthousiasme over de vooruitzichten van AI. Dit benadrukt opnieuw de noodzaak om verder te kijken dan economische factoren. In de komende jaren zullen structurele trends verantwoordelijk zijn voor grote verschuivingen in de verdeling van welvaart.

Gezien de impact van deze factoren is het voor beleggers belangrijk om de achtergrondruis en drukte van de dagelijkse nieuwsstroom te negeren, en de langere-termijnkansen te beoordelen.

Ik hoop dat deze Long-Term Outlook u een waardevol hulpmiddel biedt om uw asset-allocatiebeslissingen vorm te geven.



**Bas NieuweWeme**  
Chief Executive Officer,  
Aegon Asset Management

# Samenvatting

## Een turbulente wereld

De afgelopen jaren zijn opnieuw turbulent geweest, ook al ligt de pandemie inmiddels ver achter ons. De invasie van Rusland in Oekraïne heeft belangrijke afhankelijkheden in de toelevering van energie en goederen blootgelegd. Als reactie hierop hebben veel landen de ontwikkeling van hernieuwbare energiebronnen versneld en geprobeerd alternatieve energieleveranciers te vinden.

De angst voor conflicten in andere delen van de wereld heeft geleid tot een poging om de toeleveringsketens van goederen te diversifiëren. Deze trend zal zich de komende jaren waarschijnlijk voortzetten. De economische gevolgen zijn onzeker en zullen afhangen van de efficiëntie van deze nieuwe toeleveringsketens.

De politiek blijft een belangrijke drijvende kracht achter de ontwikkeling van economieën en financiële markten. Populisten lijken een groter deel van de stemmen te verwerven in democratische landen. In de toekomst kunnen de komende verkiezingen deze trend verder versterken, terwijl andere landen lijken te kiezen voor een steeds autoritairder model. Historisch gezien hebben populistische regeringen geleid tot een daling van de economische groei. Dit is een van de redenen waarom dit nauwlettend moet worden gevolgd.

De meest fervente ontkeners van de klimaatverandering moeten een moeilijk jaar hebben gehad. Opnieuw brak het wereldklimaat verschillende records naarmate de temperatuur op aarde steeg. Extremere weersomstandigheden hebben over de hele wereld hun tol geëist. In onze ESG-megatrendsectie beschrijven we de impact ervan op economieën en markten. Andere megatrends zijn ook relevant voor beleggers om te onderzoeken; de opkomst van AI heeft bijvoorbeeld al aanzienlijke investeringsimplicaties gehad. Ook demografische veranderingen zullen resulteren in verschuivingen in de wereldorde, omdat vergrijzende landen het moeilijker zullen vinden om hun economieën te laten groeien.

## Economie: Gaat het alleen maar over de inflatie?

De scherpe stijging van de inflatie en het voortduren ervan hebben het economische debat in 2023 bepaald. Centrale banken hebben geprobeerd de geest weer in de fles te stoppen. Tot nu toe hebben economieën zich beter gehouden dan verwacht, ondanks de ongekend scherpe stijging van de beleidsrentes. De grote vraag is: in hoeverre zullen de economieën in de toekomst vertragen? Wij zijn van mening dat de economieën wel zullen vertragen en dat verschillende ontwikkelde economieën in een recessie terecht zullen komen. Echter, vanwege de beperkte onbalansen zal deze recessie echter relatief oppervlakkig zijn.

Deze outlook gaat over meer dan alleen de vertraging op de korte termijn. Een verbeterende energiesituatie in Europa en de afnemende tegenwind van de Chinese groeivertraging zullen de economieën waarschijnlijk terugsturen naar hun trendmatige groeicijfers op de middellange termijn.

## Financiële markten: duurzame veerkracht?

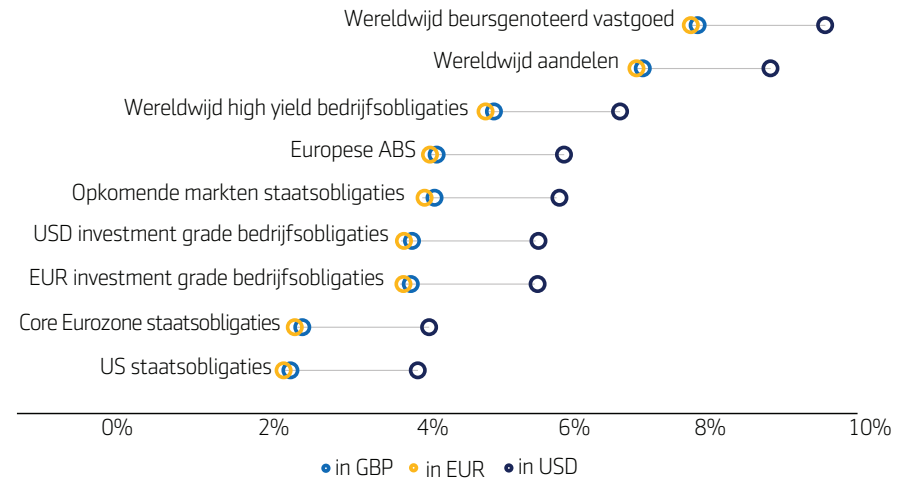
Na jarenlange zeer lage of negatieve rendementen op de vastrentende markten te hebben verwacht, zijn de vooruitzichten voor de toekomst compleet anders. Hoge rentes zullen in de toekomst relatief hoge rendementen op staatsobligaties impliceren.

De spreads op bedrijfsobligaties impliceren een aantrekkelijk rendement, echter bedrijven met hoge schuldratio's kunnen snel financieringsproblemen krijgen met deze hoge rente. Binnen de alternatieve vastrentende waarden zien we veel aantrekkelijke mogelijkheden voor.

De aandelenmarkten lijken een zeer rooskleurig economisch scenario te hebben ingeprijsd. Als we echter wat dieper kijken, zijn het alleen de grote technologie gerelateerde bedrijven die de indices omhoog hebben gedreven. Veel andere sectoren lijken een economische vertraging al in te prijzen. Op de middellange termijn zullen bedrijven waarschijnlijk in staat zijn de inflatie door te prijzen in hun producten. Dit betekent dat de winsten in de loop van de tijd in lijn met de nominale groei zullen groeien. Op die maatstaf is de wereldeconomie, nominaal gemeten, 15 tot 20% groter. Er is dus enige ruimte voor een inhaalslag voor de bedrijfswinsten, en dus voor aandelen om redelijk goed te presteren.

De onderstaande grafiek vat onze totale rendementsverwachtingen voor de komende vier jaar samen.

Figuur 1: Verwachte rendementen voor USD, EUR en GBP voor de belangrijkste beleggingscategorieën (vanaf 23 september)



Bron: Prognoses verstrekt door Aegon Asset Management<sup>1</sup>. Hypothetisch voorbeeld alleen ter illustratie.

<sup>1</sup>Rendements- en volatilitesschattingen zijn gebaseerd op economische- en marktverwachtingen, waarin kwantitatieve en kwalitatieve factoren worden gecombineerd. De inputs zijn onder meer de verwachte fiscale input, monetair beleid, economische groei, beleid van de centrale banken, rentetarieven, kredietoplagen, faillissementsverwachtingen, ratingmigraties, dividenden, winstgroei, basisspread, vraag- en aanbodfactoren en curvevormen. Deze schattingen zijn inherent zeer onzeker en moeten dan ook niet direct worden vertrouwd.



# ESG Megatrends

**Naast de traditionele economische trends worden bepaalde kwesties, die niet noodzakelijkerwijs strikt economisch van aard zijn, steeds belangrijker. Milieu-, sociale en governance-factoren (ESG) winnen over de hele wereld steeds meer aan belang. Van sociale onrust in de vorm van protesten voor de democratie, of tegen discriminatie; tot pandemieën en lockdowns; tot aantasting van het milieu en klimaatverandering; tot de adoptie van AI; we verwachten dat het huidige paradigma zal worden getransformeerd door ESG-megatrends naarmate we verder komen in de 21<sup>e</sup> eeuw.**

Wij zijn van mening dat bewustzijn van ESG-megatrends de besluitvorming van institutionele beleggers aanzienlijk kan verbeteren. Inzicht in de mondiale verschuivingen op de lange termijn, die kunnen uitmonden in systeemrisico's, kan bijdragen aan de besluitvorming op het gebied van investeringen vandaag de dag, en zo de risico's in de toekomst helpen beperken. Deze ESG-megatrends bieden ook investeringsmogelijkheden. Het identificeren van het potentieel voor structurele veranderingen op de lange termijn zou kansen kunnen opleveren door vroegtijdige investeringen in verwachte toekomstige transformaties.

Hieronder bespreken we 4 geselecteerde ESG-megatrends:

- Artificial Intelligence (AI) en automatisering
- Klimaatverandering
- Waterschaarste
- Demografie

Voor elk van deze onderwerpen is een meer gedetailleerd artikel beschikbaar op onze [website](#).

## AI en automatisering

Technologische verbeteringen zoals automatisering bestaan al lang. Waar automatisering vroeger verwees naar technologieën die meer fysiek van aard waren, zoals vaatwassers of robotisering, impliceert de term tegenwoordig een veel bredere scala aan technologieën, waaronder robotprocesautomatisering (RPA), machine learning-modellen (ML) en bepaalde toepassingen van kunstmatige intelligentie (AI).

Met de recente ontwikkelingen op het gebied van kunstmatige intelligentie (AI) en het toenemende gebruik van automatisering in veel sectoren bestaat er potentieel om een revolutie teweeg te brengen in de economie zoals wij die kennen. Tegelijkertijd brengen AI-technologieën, naarmate ze zich ontwikkelen, belangrijke overwegingen op het gebied van milieu, maatschappij en bestuur (ESG) met zich mee. Deze factoren moeten worden geïntegreerd in het besluitvormingsproces voor investeringen.

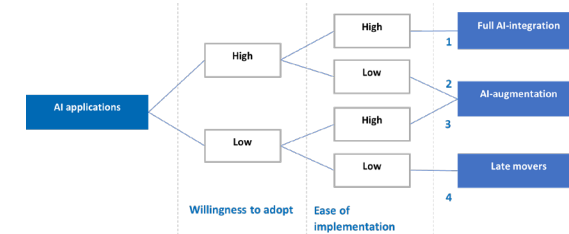
### adoptie van AI en macro-economische gevolgen

Het vakgebied AI ontwikkelt zich in een duizelingwekkend tempo, waardoor het een uitdaging wordt om alle gevolgen op de korte termijn, laat staan op de lange termijn, te overzien en vast te leggen. Ervan uitgaande dat de samenleving in staat is de (ESG-)risico's in goede banen te leiden, zou de toenemende aandacht voor AI-regulering, adoptie en implementatie de toekomstige ontwikkelingen van AI aanzienlijk kunnen beïnvloeden. Via een raamwerk van adoptietrajecten willen we inzicht bieden in de mogelijke relaties en gevolgen van AI binnen de economie. De bereidheid om AI te gebruiken en het gemak waarmee

AI kan worden geïmplementeerd, zullen het concurrentievoordeel vergroten dat bedrijven kunnen behalen. In de onderstaande figuur

**Figuur 1: Illustratie van AI-adoptietrajecten**

Bron: Aegon Asset Management



### Gevolgen op de korte termijn

Gezien het feit dat de meeste organisaties op de korte termijn vooral het gebruik en de implementatie van AI zullen onderzoeken als een manier om hun personeel te ondersteunen, verwachten we marginale kortetermijneffecten van AI op de arbeidsmarkt. Het kwantificeren van de werkgelegenheidscreatie en -vervanging als gevolg van deze technologieën blijft een uitdaging, hoewel sommige dingen er op wijzen dat op termijn bepaalde beroepen overbodig worden.

Early adopters die AI effectief binnen hun organisatie implementeren, kunnen een concurrentievoordeel behalen ten opzichte van hun concurrenten die minder bereid zijn zich aan te passen. Als de implementatie leidt tot meer efficiëntie en de automatisering van arbeidsintensieve taken, zal dit waarschijnlijk een positief effect hebben op het bruto binnenlands product (bbp). Omdat we echter verwachten dat de meeste bedrijven op de korte termijn nog steeds het potentieel van AI aan het onderzoeken zijn, zal dit waarschijnlijk initieel slechts incrementele productiviteitswinsten opleveren en dus een geringe bbp-groei.



De economische theorie suggereert een positieve relatie tussen de economische groei (stijging van het bbp) en het niveau van de reële rentecurve. Dat gezegd hebbende, waren de rentetarieven tot voor kort historisch laag, waardoor sommigen zich afvroegen of de markten werkelijk toekomstige groei als gevolg van AI hebben ingeprijsd. Vanwege deze tegenstrijdige theorieën is het kortetermijneffect van AI en automatisering op de rente naar onze mening onduidelijk.

**Figuur 2: Illustratie van geschatte economische effecten op de korte termijn.**

korte termijn effecten	Werkloosheid	BBP	Reële rentes
AI-augmentation scenario	↓ / ↑	↑	↓ / ↑

Bron: Aegon Asset Management

### Gevolgen op lange termijn

Naarmate bedrijven steeds meer vertrouwd raken met het potentieel van AI en werkplekautomatisering, voorzien we op de lange termijn diepgaandere effecten op de reële economie. Een scenario voor volledige AI-integratie kan gepaard gaan met aanzienlijke veranderingen op de arbeidsmarkt. Het aantal nieuwe beroepen dat voortvloeit uit de AI-integratie kan groter zijn dan het aantal overtollige banen.

Onderzoek op het gebied van AI illustreert dat integratie (sterke) positieve effecten kan hebben op het mondiale bbp. Een studie van PWC (2018) benadrukte deze mogelijke effecten door te stellen dat de adoptie van AI tegen 2030 zou kunnen leiden tot een stijging van 14% van het mondiale bbp. Onlangs stelde Goldman Sachs dat generatieve AI zou kunnen leiden tot een stijging van het mondiale bbp met wel 7% en een stijging van de productiviteit met 1,5%-punt over een periode van tien jaar. Ze schatten verder dat tweederde van de Amerikaanse beroepen wordt blootgesteld aan een zekere

mate van automatisering door AI. Organisaties die zich in de beginfase van de implementatie van AI en werkplekautomatisering bevinden, kunnen te maken krijgen met aanzienlijke kapitaaluitgaven. Het langetermijnrendement van deze investeringen zal echter waarschijnlijk groter zijn dan de initiële kosten en een aanzienlijk potentieel creëren om een concurrentievoordeel te behalen ten opzichte van laatkomers. Als gevolg hiervan verwachten we op de lange termijn dat de verschillen tussen organisaties groter zullen worden als gevolg van de gunstige impact van vroege kapitaaluitgaven die een snelle AI-implementatie mogelijk maken. Over het geheel genomen hangt de uiteindelijke betekenis in de echte wereld vooral af van hoe deze implementaties de productiviteit ten goede komen.

In overeenstemming met economische principes wordt verwacht dat een positief bbp-effect van het volledige AI-integratiescenario ertoe zal leiden dat de reële rente op de lange termijn zal stijgen. Volgens de "unbiased forward rate hypothesis" kunnen de huidige termijnkoersen echter worden geïnterpreteerd als onbevooroordeelde voorspellers van toekomstige korte termijn rente. Als dat standpunt wordt gevolgd, impliceren de termijnrentes, gezien het feit dat de huidige rentecurves op het moment van schrijven (derde kwartaal, 2023) vlak of invers zijn, geen hogere rentetarieven in de toekomst. Omdat de rentedynamiek complex is om te voorspellen en sterk afhankelijk is van het beleid van de centrale banken, verwachten we dat het effect van AI en automatisering op de rente op de lange termijn onzeker zal blijven.

**Figuur 3: Illustratie van geschatte lange termijn economische effecten**

Lange termijn effecten	Werkloosheid	BBP	Reële rentes
Full AI-integration scenario	↑	↑	↓ / ↑

Bron: Aegon Asset Management

### Conclusie

In een snel veranderende economie, met een toenemende focus op concurrentievermogen, duurzaamheid en mentaal welzijn, kunnen AI en geavanceerde werkplekautomatisering een integraal onderdeel van de samenleving worden. Ondanks terechte zorgen over de veiligheid, regelgeving en risico's van AI, bestaat er een algemene consensus dat deze technologieën uiteindelijk het vermogen hebben om de productiviteit en de economie op een positieve manier te beïnvloeden. Organisaties en economieën die zich soepel en effectief kunnen aanpassen, zijn waarschijnlijk het best gepositioneerd om een concurrentievoordeel te behalen

### Klimaatverandering

Misschien wel de meest besproken ESG-megatrend is de klimaatverandering. Klimaatverandering heeft een grote impact op het mondiale milieu en de economie. Daarnaast is er ook een directe of indirecte relatie met veel andere ESG-megatrends. De transitie van fossiele brandstoffen en koolstof intensieve productie en consumptie vereist een aanzienlijke verschuiving naar alternatieven duurzame energie. Deze ESG-megatrend hebben we vorig jaar besproken in de Langetermijnvooruitzichten. In deze sectie concentreren we ons op de gevolgen van klimaatverandering voor institutionele beleggers. Voor het volledige artikel verwijzen wij naar de Lange Termijn Outlook van vorig jaar.

In onze analyse maken we onderscheid tussen twee soorten risico's die betrokken zijn bij klimaatverandering; transitierisico's en fysieke risico's. Om de doelstellingen van de "Overeenkomst van Parijs" te verwezenlijken is er behoefte aan onmiddellijke beleidsaanpassing, technologische verandering, koolstofverwijdering en een gecoördineerde

mondiale aanpak. Dit alles is echter mogelijk niet voldoende om de huidige trends in weersveranderingen te stoppen. Dit zijn **transitierisico's** voor de economie en de financiële markten. De **fysieke risico's** die door klimaatverandering worden veroorzaakt, ontstaan als gevolg van reële gevaren voor het milieu, zoals een toename van extreme weersomstandigheden. Deze fysieke risico's hebben zowel reële als financiële gevolgen, bijvoorbeeld als gevolg van verstoringen van de toeleveringsketen, veranderingen in grondstoffenprijzen en fysieke schade aan activa.

### Economische impact

Er zijn veel mogelijke trajecten waarlangs de fysieke en transitierisico's zich kunnen ontwikkelen, elk gedreven door keuzes gemaakt door overheden en de samenleving. Dit is een structurele langere termijn aanpassing die onderweg verschillende omslagpunten kent. De analyse van klimaatrisicoscenario's vormt een aanvulling op onze economische visie, waarbij we ons richten op een kortere horizon. Wij zijn van mening dat deze beslissingen over de assetallocatie niet op zichzelf moeten begeleiden, maar wel als kompas kunnen dienen om een beter inzicht te krijgen in de transitiekanalen en de potentiële impact van klimaatrisico's op de portefeuille.

We gebruiken koolstofbeprijzing als een belangrijke beleidsmaatregel en als element bij het modelleren van **transitierisicoscenario's**. Koolstofbeprijzing kan positieve economische gevolgen hebben doordat het investeringen en innovatie stimuleert. Een belangrijke vraag is of overheidsinvesteringen technologische veranderingen kunnen stimuleren en de potentiële negatieve impact van gestrande activa en het verdringen van particuliere investeringen kunnen compenseren.

<sup>1</sup>Sizing the Prize What's the Real Value of AI for Your Business and How Can You Capitalise?

<sup>2</sup>Generative AI Could Raise Global GDP by 7%." Goldman Sachs



Financiële gevolgen van **fysieke klimaatrisico's** kunnen voortkomen uit zowel een toename van de frequentie en ernst van extreme weersomstandigheden, als de geleidelijke stijging van de temperatuur. De grotere kans op schade heeft een rem op de groei op lange termijn. Hogere gemiddelde temperaturen verminderen de hoeveelheid arbeid die kan worden verricht en drukken de arbeidsgroei. Dit heeft tot gevolg dat middelen worden weggetrokken van bijvoorbeeld R&D naar aanpassing en wederopbouw, waardoor de productiviteitsgroei afneemt.

Als we nader bekijken hoe de rente kan worden beïnvloed, komen er verschillende tegengestelde krachten naar voren. Over het algemeen kunnen transitierisico's leiden tot stijgende rentetarieven, terwijl fysieke risico's waarschijnlijk een neerwaartse druk op de rente zullen uitoefenen. Enerzijds kan de transitie leiden tot hogere rentetarieven, omdat de vraag naar kapitaal voor (overheids)investeringen in nieuwe technologieën toeneemt. Het zou daarom op de korte termijn enige inflatiedruk kunnen veroorzaken, omdat de kosten worden doorberekend. Op de langere termijn verwachten wij dat de hogere initiële tarieven waarschijnlijk ruimschoots zullen worden gecompenseerd door een daling van de energieprijzen. Bovendien verwachten wij een grotere onzekerheid als gevolg van extreme weersomstandigheden, die mogelijk tot verminderde groeivoorzichten zullen leiden. Dit zorgt op zijn beurt voor een neerwaartse druk op de lange rente.

### Implicatie voor institutionele beleggers

Om inzicht te krijgen in de potentiële impact van klimaatrisico's op het verwachte rendement, gebruiken we een raamwerk dat de impact schat van drie belangrijke afzonderlijke kanalen voor de impact van de transitie (directe CO<sub>2</sub>-kosten, reductie (kosten) en veranderingen in de vraag naar producten). Door de totale impact van deze kanalen op toekomstige winsten vast te leggen, en vervolgens via een gestileerd kortingsmodel op de marktwaarde, kunnen we de verwachte rendementsafwijkingen van klimaatonafhankelijke projecties voor alle beleggingscategorieën schatten. De kern van een transitieklimaatrisicobeoordeling is de overtuiging dat de aandelenmarkten zich op de lange termijn zullen aanpassen aan hun fundamentele waarde. Vanuit het perspectief van de belegger zal de blootstelling aan fysieke risico's en de daaruit voortvloeiende langetermijnwaardering noodzakelijkerwijs onderhevig zijn aan grotere foutenmarges, waardoor een hogere vereiste compensatie voor risico's ontstaat. De combinatie hiervan met de totale impact van de verdeling van de schadekosten aan activa ondersteunt uiteindelijk onze inspanningen om de verwachte jaarlijkse rendementsafwijkingen te voorspellen.

### Aandelen



We voorspellen een jaarlijkse afwijking van een klimaatagnostisch scenario van ongeveer -0,4% tot -0,8% voor aandelen uit ontwikkelde landen over een horizon van twintig jaar. De vooruitzichten voor Amerikaanse aandelen zijn iets beter (lagere afwijkingen van een klimaatagnostisch scenario) vergeleken met Europa, voornamelijk veroorzaakt door een verschil in sectorwegingen in beide regio's. In onze projecties verwachten wij dat de grootste potentiële afwijkingen zich in de eerste jaren zullen voordoen.

In een ordentelijk transitie scenario, ervan uitgaande dat de doelstellingen van het Akkoord van Parijs zullen worden gehaald, voorzien wij een jaarlijkse afwijking van een klimaatagnostisch scenario van ongeveer -0,8% tot -1,5% voor aandelen uit opkomende markten over een horizon van twintig jaar. Opkomende markten zijn meer blootgesteld aan klimaatrisico's dan ontwikkelde markten. Aan de andere kant bieden de groeivoorzichten voor de opkomende markten op de lange termijn behoorlijk wat ruimte om de potentiële negatieve totale impact van de transitierisico's te compenseren. Aandelen uit opkomende markten kunnen beleggers nog steeds hogere rendementen opleveren dan aandelen uit ontwikkelde markten. Vooral een wanordelijke transitie zal de extra rendementen van de opkomende markten in gevaar brengen. Op geaggregeerd niveau is de koolstofintensiteit van opkomende markten hoger dan die van ontwikkelde markten. Dit is een nadeel in een wereld die op weg is naar een netto-nulpunt. Bovendien lijken de opkomende markten meer blootgesteld te zijn aan de risico's van extreme weersomstandigheden.

### Vast inkomen



Beleggers in vastrentende waarden zijn veel beter gepositioneerd dan aandelenbeleggers om de risico's te dragen van kapitaalvernietiging en klimaatkosten veroorzaakt door extreme weersomstandigheden, gebaseerd op de kapitaalstructuur van de bedrijven. Onze verwachting is dat een lichte neerwaartse druk van het klimaatrisico op de rente op de korte termijn positief zal bijdragen aan het rendement op vastrentende waarden. Op basis van dezelfde redenering als bij aandelen verwachten we een stijging van de spreads op vastrentende waarden. De combinatie hiervan leidt tot verwachte rendementsafwijkingen van een klimaatagnostisch scenario.

De verwachte jaarlijkse afwijkingen voor (mondiaal) high yield bedragen circa -0,2% tot -0,6% en voor Europese bedrijfsobligaties van circa -0,1 tot -0,2%. Financiële waarden hebben een aanzienlijk gewicht in het universum van bedrijfsobligaties, en bovenop onze huidige projecties kunnen deze negatief worden beïnvloed door gefinancierde emissies of verzekeringsclaims als gevolg van extreme weersomstandigheden.



## Waterschaarste

Klimaatverandering en waterschaarste zijn nauw met elkaar verweven en kunnen een zichzelf versterkende feedbackloop creëren, waardoor beide problemen verergeren. Naarmate de mondiale temperaturen blijven stijgen, zou de hydrologische cyclus intensiveren, wat zou leiden tot hevige regenval en droogte, waarbij de laatste de beschikbaarheid van zoet water zou beperken. De gevolgen van droogte en afnemende beschikbaarheid van water zouden ernstig zijn, omdat waterintensieve processen zoals de voedselproductie en de energiesector zwaar getroffen zouden worden. Als alternatief zou waterschaarste ook de klimaatverandering kunnen aanwakkeren, omdat water nu gewonnen zou moeten worden via suboptimale methoden zoals energie-intensieve ontzilting of overmatige onttrekking van grondwater, wat de natuurlijke watercyclus van de aarde verstoort. Bovendien zou een vermindering van de beschikbaarheid van water leiden tot overuitputting van andere waterwingebieden, zoals veengebieden; de grootste koolstofput die essentieel is voor het verwijderen van koolstof uit de atmosfeer.

Beleggers moeten waterbeheer zien als een afzonderlijk en cruciaal onderdeel van een strategie voor de beperking van en aanpassing aan de klimaatverandering. Effectief waterbeheer (behoud van watervoorraden en efficiënter gebruik) kan helpen de gevolgen van klimaatverandering te verzachten en eraan aan te passen, en kan veerkracht bieden tegen toekomstige watertekorten. Vanuit het perspectief van investeerders kan het ondersteunen van technologieën die gericht zijn op efficiënt waterbeheer zowel financieel rendement als ecologische en sociale voordelen opleveren.

Voor een schatting van de mondiale verliezen als gevolg van watertekorten kunnen we verwijzen naar de analyse uitgevoerd door de Taskforce on Water Security and Sustainable Growth, opgericht door Global Water Partnership (GWP) en de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (OESO).<sup>3</sup> Deze analyse levert gedeeltelijke schattingen op van de omvang van de mondiale economische verliezen als gevolg van wateronzekerheid:

- 260 miljard dollar per jaar door ontoereikende watervoorziening en sanitaire voorzieningen,
- 120 miljard dollar per jaar aan schade door overstromingen in stedelijke eigendommen, en
- 94 miljard dollar per jaar aan wateronzekerheid voor bestaande irrigatiesystemen.

Verder zouden watergerelateerde verliezen in de landbouw, gezondheidszorg, inkomens en eigendommen kunnen resulteren in een daling van maar liefst 6% van het bbp in 2050 en tot aanhoudende negatieve groei in sommige delen van de wereld. Waterschaarste is een probleem dat van groot belang zou moeten worden voor beleggers vanwege de risico's die het met zich meebrengt. Onderstaande tabel toont de belangrijkste risico's die samenhangen met slecht waterbeheer:

---

### Financiële risico's

Potentieel domino-effect op andere hulpbronnen, aangezien watertekorten zich zouden vertalen in hogere kosten. Dit zou kunnen leiden tot hogere energieprijzen, hogere verzekerings- en kredietkosten en lager vertrouwen van beleggers, wat allemaal gevolgen zou hebben voor de financiële levensvatbaarheid van bedrijven.

---

### Fysieke risico's

Droogtes, overstromingen en verhoogde waterstress zouden een directe invloed hebben op de bedrijfsactiviteiten en toeleveringsketens. Het herstellen van deze incidenten zou extra kosten met zich meebrengen.

---

### Regelgevingsrisico's

Regelgevende vereisten zoals waterprijzen en -toewijzing kunnen van invloed zijn op alle bedrijven en industrieën. Als bedrijven zich niet snel aanpassen aan de nieuwe regelgeving en eisen, kan dit ertoe leiden dat bedrijven op de langere termijn niet meer kunnen functioneren.

---

### Reputatierisico's

Negatief publiek sentiment en verzet tegen bedrijven waarvan wordt aangenomen dat ze slechte waterbeheerpraktijken hanteren of problemen met waterschaarste niet aanpakken. Dit zou de concurrentiepositie van een bedrijf op de markt verminderen en mogelijk de 'sociale licentie om te opereren' van het bedrijf aantasten.

---

### Humanitaire risico's

Wijdverbreide watertekorten kunnen in sommige regio's over de hele wereld gezondheidsproblemen veroorzaken, tot honger leiden, armoede creëren en sociale migratie teweegbrengen. Naast het morele perspectief van het voorkomen van watertekorten zouden sociale gevolgen als deze ook macro-economische gevolgen met zich meebrengen.

---

### Geopolitieke risico's

Waterschaarste zal waarschijnlijk grotere problemen aanwakkeren, zoals geopolitieke spanningen en politieke ontwrichtingen, vooral in de oeverlanden die de toegang tot rivierbekkens delen. De plaatselijke politieke onrust en disharmonie kunnen mogelijk gevolgen hebben op mondiale schaal.

---

Sectoren die het meest getroffen zouden worden door watertekorten zijn onder meer de landbouw, energie en productie. De impact van watertekorten zou echter wijdverspreid zijn en zich uitstrekken tot buiten de bovengenoemde sectoren.

Om de macro-economische effecten van waterschaarste aan te geven, zouden we de eerder besproken daling van het mondiale bbp met 6% door de Wereldbank kunnen vertalen naar een hypothetisch economisch scenario. Een daling van het bbp in sommige regio's in de wereld zou mogelijk kunnen leiden tot een verlaging van de rentetarieven, wat nodig zou zijn om de economie nieuw leven in te blazen. Een wijdverbreid tekort aan water zou echter resulteren in een stijging van de prijzen van goederen en diensten, omdat de stijging van de productiekosten zou worden doorberekend aan de consument. Waterintensieve sectoren zoals de landbouw, de vleesindustrie en andere industriële sectoren zouden negatief worden beïnvloed. Dit effect zou leiden tot een stijging

<sup>3</sup> Bron Sadoff et al, 2015. Securing Water, Sustaining Growth: Report of the GWP/OECD Task Force on Water Security and Sustainable Growth

van de inflatie, wat een negatieve terugval zou veroorzaken op de reële rente en de investeringen.

	Sparen	Investeringen	Reële rentes
Water schaarste	↓	↓	↓ / ↑

Hoewel waterschaarste een enorme uitdaging vormt, zijn er manieren waarop beleggers dit risico kunnen beheersen. Beleggers kunnen waterbeheer opnemen als een prominent criterium in hun ESG-kader (mitigatie), deze kwestie ter sprake brengen bij de bedrijven waarin zij investeren door middel van een constructieve dialoog (reductie), bedrijven uitsluiten van de portefeuille met een buitensporig waterverbruik in vergelijking met sectorgenoten (vermijding), of rechtstreeks kansen in watergerelateerde investeringen nastreven.

Er zijn een aantal investeringsstrategieën die zich richten op problemen met waterschaarste, zoals strategieën die beleggen in beursgenoteerde aandelen van bedrijven in waterinfrastructuur, technologie en nutsvoorzieningen. Bovendien kunnen er ook kansen ontstaan buiten de typische large-cap aandelen- of obligatieportefeuilles, zoals binnen de private equity-ruimte. Deze kansen zijn toegankelijk via durfkapitaal of via directe investeringen in bedrijven die zich richten op innovatieve technologische ontwikkelingen en kunnen mondiaal divers zijn, zowel ontwikkelde als opkomende markten. Momenteel worden investeringen in watergerelateerde projecten vooral gedaan via impactinvesteringen, waarbij investeerders hun geld kunnen inzetten om specifieke bedrijven of projecten te ondersteunen.

## Demografie

Demografische veranderingen kunnen de komende jaren gevolgen hebben voor de bevolking van de regio's en daarmee ook voor hun economische omgeving. De bevolkingsgroei en veranderende leeftijdsstructuren zullen waarschijnlijk gevolgen hebben voor de uitgaventrends, de arbeidsmarkten en de algehele economische groei. Welke invloed heeft de vergrijzing van de bevolking in de ontwikkelde landen, en over de hele wereld, op de lange termijn op macro-economische variabelen zoals de rentetarieven, en hoe kunnen de portefeuilles van beleggers worden aangepast?

De demografie vormt een belangrijke structurele factor die de economie beïnvloedt. Door de impact op de totale gewenste besparingen en beleggingen beïnvloeden demografische veranderingen de rentetarieven. Dit heeft op zijn beurt invloed op de verwachte rendementen van obligaties en aandelen op de langere termijn, wat van invloed kan zijn op de Strategische Asset Allocatie (SAA).

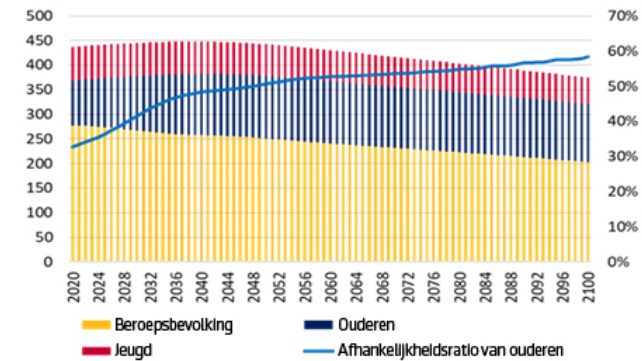
	Sparen	Investeringen	Reële rentes
Toenemende afhankelijkheid van ouderen	↓ / ↑	↓	↓ / ↑
Afnemende afhankelijkheid jeugd	↑	↓	↓

De algemene consensus in de literatuur is dat de demografische transitie onvolledig is, grotendeels van tevoren vastligt en bij de huidige trends naar verwachting de reële rente in de ontwikkelde wereld verder zal drukken. Aan de andere kant moeten beleggers er bij hun pogingen om hun portefeuille weerbaarder te maken rekening mee houden dat het merendeel van de literatuur over demografie uitgaat van vergelijkbare aannames en methodologieën, die daarom ook tot vergelijkbare uitkomsten kunnen

leiden. Wij denken dat de toekomst van persoonlijke spaar- en consumptiedynamiek in een vergrijzende samenleving veel onzekerheid met zich meebrengt. De besparingen zouden bijvoorbeeld kunnen dalen, vooral als de huidige hoge inflatie hardnekkig blijkt te zijn.

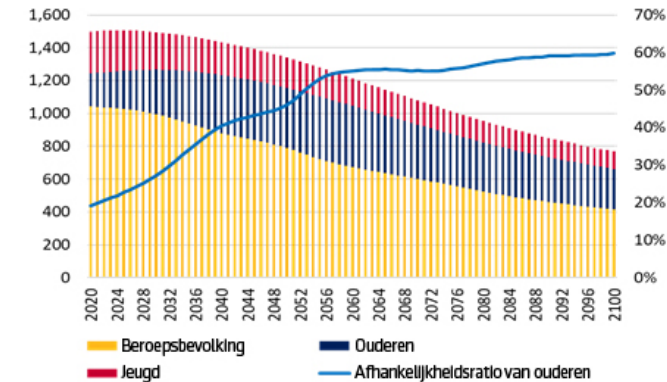
De focus van recente studies en de aandacht van beleidsmakers lag op de bevolkingsdynamiek in de ontwikkelde wereld, die al geruime tijd een verschuiving ondergaat in de leeftijdsverdeling van de bevolking. Er moet echter worden opgemerkt dat veel opkomende markten aan hun demografische transitie zijn begonnen, in verschillende mate van ontwikkeling. De scherpe daling van de vruchtbaarheidscijfers en de druk van een veranderende leeftijdsstructuur op de investeringsquotes vormen uitdagingen voor de economieën van verschillende opkomende landen. Deze dynamiek kan op zijn beurt ook de verwachtingen verlagen voor obligaties en aandelen in landen die in toenemende mate het landschap van opkomende markten zullen domineren.

**Figuur 4: Verwachte demografische trends voor Europa**



Bron: Projecties van de Verenigde Naties, Aegon Asset Management, juli 2022

**Figuur 5: Verwachte demografische trends voor Oost-Azië**



Bron: Projecties van de Verenigde Naties, Aegon Asset Management, juli 2022



### Wat zou dit kunnen betekenen voor de economische langetermijnprojecties?

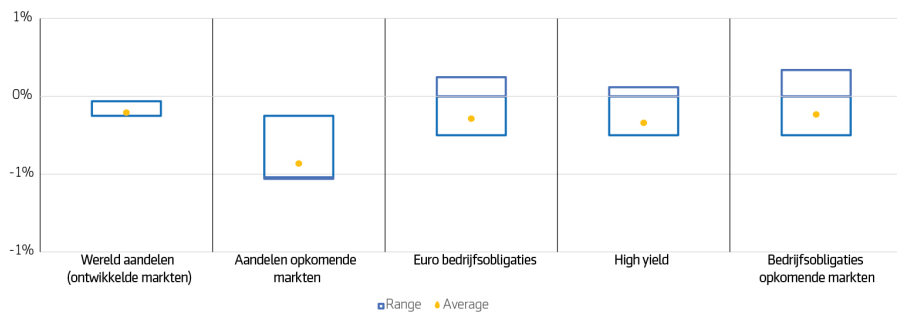
De reële rente wordt bepaald door zowel conjuncturele als structurele factoren. De demografie wordt algemeen erkend als een langzaam bewegende seculiere kracht en een van de belangrijkste verklarende factoren voor de ontwikkeling van de (reële) rentetarieven. Renteprojecties kunnen dienen als basis voor de verwachte rendementen op langere termijn van obligaties en aandelen, door de toevoeging van risicopremies.

Werkelijke risicopremies kunnen gedurende een aanzienlijke periode afwijken van hun lange termijn evenwichtsniveau. Tijdens perioden waarin de reële rente onverwacht daalt, zal dit doorgaans een impuls geven aan de activaprijzen en daarmee aan de rendementen. Uit onderzoek blijkt dat er een positieve relatie bestaat tussen de huidige reële rentetarieven en de daaropvolgende reële rendementen voor zowel aandelen als

obligaties. De correlatie tussen de rentetarieven en de aandelenrisicopremie is echter niet perfect. De premies voor aandelenrisico zijn doorgaans hoger bij lagere rentetarieven. Door dit te combineren met onze alternatieve kijk op demografische gegevens, ontstaan de verwachte afwijkingen van een door de markt geïmpliceerd scenario zoals weergegeven in de onderstaande grafiek.

Op jaarbasis lijken de afwijkingen relatief klein, maar op langere termijn kunnen de cumulatieve verschillen in de potentiële impact behoorlijk groot zijn. Dit zou kunnen leiden tot aanvullende overwegingen in de SAA. Het gebruik van deze projecties als input voor scenarioanalyses kan ertoe bijdragen dat portefeuilles veerkrachtiger worden om deze trends te doorstaan en kan de robuustheid ervan vergroten.

**Figuur 6: Verwachte verandering in jaarlijks rendement over een 20-jaars horizon ten opzichte van een scenario waarin rentes zich conform forwards ontwikkelen<sup>1</sup>**



Bron: Aegon Asset Management, september 2022. Uitsluitend ter illustratie

<sup>1</sup> Rendements- en volatilitésschattingen zijn gebaseerd op economische- en marktverwachtingen, waarin kwantitatieve en kwalitatieve factoren worden gecombineerd. Deze schattingen zijn inherent zeer onzeker en moeten dan ook niet direct worden vertrouwd.

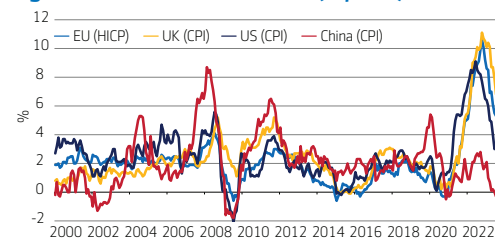


# Macro- economische vooruitzichten

## Focus op inflatie?

De combinatie van de grote fiscale impuls, de ontworpen toeleveringsketens en de energie-chantage door Rusland leidde tot een scherpe stijging van de inflatie. De inflatie bereikte in veel ontwikkelde markten een niveau van meer dan 10%. Recentelijk is deze sterk gedaald, maar het blijft ruim boven historische gemiddelden.

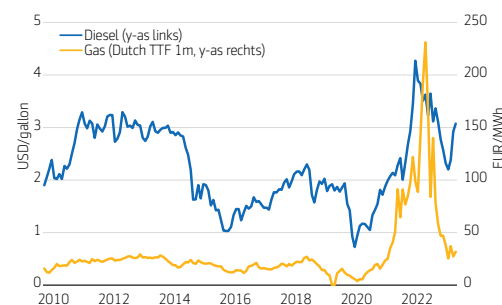
Figure 1: Inflatie - VS, EU en VK (sept-23)



Bron; Bloomberg

Dit is deels te wijten aan het feit dat de werknemers hogere lonen eisen ter compensatie van de gestegen kosten van levensonderhoud. Dit heeft geleid tot "tweede-ronde-effecten". Deze recente episode is een klassiek voorbeeld van hoe inflatieschokken kunnen leiden tot een structureel hogere inflatie.

Figuur 2: Gas- en dieselprijzen VK (sept-23)



Bron; Bloomberg

Een hoge en volatiele inflatie kan leiden tot economische kosten, omdat het voor economische actoren moeilijker wordt om vooruit te plannen, te sparen of te investeren. Centrale banken willen daarom graag de inflatie terugdringen naar hun streefcijfer, die meestal rond de 2% ligt.

Centrale banken waren verrast door de inflatiesprong. Als reactie hebben ze de rentetarieven sterk verhoogd. Een verkrappend monetair beleid zal de vraag doen afnemen en dus ook de vraag naar arbeid, waardoor de looninflatie zal dalen. Dit is uiteraard een proces, waarbij met name sectoren die bijzonder rentegevoelig zijn, worden getroffen - vooral de huizenprijzen en de bouw, die beide kwetsbaar zijn voor hogere rentes.

Veel economen hadden een recessie voorspeld voor 2023. De economische groei was ook zwak, maar veel sterker dan verwacht. Gezien de energiecrisis en de ongekend scherpe stijging van de rente is dit eigenlijk opmerkelijk.

De meest waarschijnlijke verklaring is dat consumenten 2023 in een zeer sterke positie zijn begonnen. Door de grote steunpakketten tijdens de pandemie hadden consumenten een grote hoeveelheid spaargeld opgebouwd, vooral consumenten in de VS profiteerden van een genereuze overheid. Daardoor konden ze de stijging van de (energie)kosten opvangen en hun consumptie op peil houden. Daarnaast leidde het verlangen naar vakantie en ontspanning na de pandemie tot een langdurige periode van sterke vraag in de dienstensector. In wezen zijn er twee tegengestelde krachten, met als netto-effect een aanhoudende, zeil het zwakke, groei van de economie.

In de nabije toekomst zullen consumenten hun spaargeld grotendeels hebben uitgegeven. Door de stijgende lonen zouden ze echter (net) in staat kunnen zijn de consumptie op peil te houden. Onze verwachting is dat er sprake zal

zijn van een vertraging, maar dat deze relatief oppervlakkig zal zijn.

Uiteindelijk moeten we erkennen dat elke voorspelling zeer onzeker is, omdat veel afhangt van de reactie van mensen op deze schokken. Een negatieve reactie zou deze schok versterken, maar het is evengoed mogelijk dat mensen deze negatieve krantenkoppen grotendeels negeren en doorgaan met hun consumptiepatroon.

Wij denken daarom dat het ook belangrijk is om de onderliggende structurele trends in de gaten te houden, in plaats van ons te concentreren op de conjuncturele ontwikkelingen op de korte termijn. Voorbeelden van deze structurele trends zijn de versnelde uitbouw van hernieuwbare energie, technologische vooruitgang en de geopolitiek.

## Versnellen van hernieuwbare energiebronnen

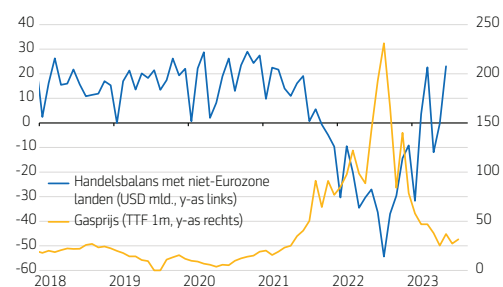
De invasie van Rusland in Oekraïne en de daaropvolgende energiechantage richting Europa hebben aanzienlijke afhankelijkheden in de energievoorziening blootgelegd. Dit geldt vooral voor gas, waarvan Europa voor ongeveer 40% van zijn verbruik afhankelijk was van Rusland, maar ook voor olieproducten omdat het vrijwel volledig afhankelijk is van import.

Het gebruik van energie als economisch wapen heeft ook geresulteerd in een bredere discussie over kwetsbaarheden in handelsstromen. Op sommige gebieden heeft China een bijna monopolistische positie. Europa is bijvoorbeeld sterk afhankelijk van diverse zeldzame aardmetalen en zonnepanelen van Chinese import. Er zijn dan ook diverse initiatieven geweest om deze afhankelijkheden te verminderen.



De scherpe stijging van de gasprijzen leidde tot een zogenaamde “terms of trade shock”, aangezien de prijs van de importen scherper steeg ten opzichte dan de prijzen van de exporten. Onderstaande figuur toont de handelsbalans van de eurozone, die als gevolg daarvan was gedaald van een overschot van 300 miljard naar een tekort van 300 miljard. Dit vertegenwoordigt een verschuiving van ongeveer 4% van het bbp.

**Figuur 3: Eurozone handelsbalans en gasprijzen (sept-23)**



Bron: Bloomberg

De meeste economen verwachtten dat de eurozone in een diepe recessie terecht zou komen als de gaskraan uit Rusland zou worden dichtgedraaid. Dit is niet gebeurd. De groei is zwak, maar tot nu toe heeft zich geen recessie voorgedaan. Dit heeft verschillende redenen.

Ten eerste was Europa succesvol in het terugdringen van de vraag naar gas, maar ook in het doorvoeren van energiebesparingen en het vervangen van gas door andere energiebronnen.

Ten tweede werden nieuwe LNG-importfaciliteiten gebouwd die import uit andere landen mogelijk maakten.

Ten derde waren industriële bedrijven veel beter in staat om met de hoge gasprijzen om te gaan dan gevreesd. Energie-intensieve industrieën hebben de productie terugschroefd, maar over het algemeen werd dit gecompenseerd door veerkracht elders.

Ook werd de economische impact sterk verminderd door energieprijzplafonds en subsidies van overheden.

Regeringen zijn nu meer gefocust op het bereiken van energiezekerheid om te voorkomen dat ze wederom worden gechanteerd door energie-exporteurs. In mindere mate dan bij gas gebeurt dit ook op de oliemarkten, waar de OPEC+ de olieprijs hoog probeert te houden om zoveel mogelijk inkomsten binnen te halen.

In reactie daarop hebben landen de uitbouw van hernieuwbare energiebronnen en kernenergie versneld.

### Europa: RePowerEU

De reactie van Europa was het RePowerEU-programma, dat tot doel heeft de afhankelijkheid van Russische fossiele brandstoffen te beëindigen. Dit gebeurt via energiebesparingen, diversificatie van het energieaanbod en een versnelde uitbouw van hernieuwbare energie.

In 2021 was slechts ongeveer 18% van de primaire energieproductie in de EU afkomstig uit hernieuwbare energiebronnen en 11% uit kernenergie, terwijl de rest afkomstig was van fossiele brandstoffen, die grotendeels geïmporteerd worden. De kosten van deze import variëren afhankelijk van de prijzen van olie, gas en steenkool. Vóór de pandemie bedroegen deze reeds 2 tot 3% van het bbp. Tijdens de energiecrisis liepen deze op tot een veelvoud daarvan.

Op de korte termijn zijn energiebesparingen de meest efficiënte manier om het verbruik van fossiele brandstoffen terug te dringen. De EU heeft het totale energieverbruik sinds 2014 met 13% verminderd en streeft naar nog eens 13% in 2030.

Over het geheel genomen zijn de doelstellingen ambitieus en worden ze mogelijk niet gehaald.

De trend naar een efficiënter energiegebruik en meer niet-fossiele energie is echter sowieso versneld

### VS: Inflation Reduction Act

De VS bevinden zich in een andere positie dan Europa, omdat het een netto-exporteur van energie is. De sector profiteert van de hoge LNG-prijzen en dankzij de lagere binnenlandse energieprijzen heeft de industrie een competitief voordeel.

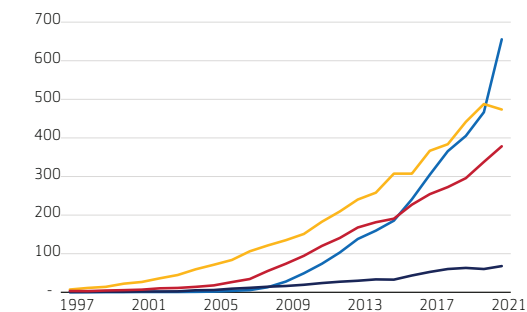
Desalniettemin introduceerde de regering-Biden een aanzienlijk economisch pakket in de vorm van de ‘Inflation Reduction Act (IRA)’ om de uitstoot van broeikasgassen terug te dringen. Het is duidelijk dat dit nodig is om de negatieve gevolgen van de klimaatverandering te verminderen, maar de VS kunnen hier ook direct van profiteren. Hernieuwbare energiebronnen hebben momenteel op veel plaatsen ook de laagste productiekosten.

Tot nu toe is de impact van de IRA groot. Royale subsidies hebben geleid tot een versnelling van de uitbouw van duurzame infrastructuur. Dit is ook duidelijk zichtbaar in de economische cijfers, waar de investeringen in deze sector versnellen.

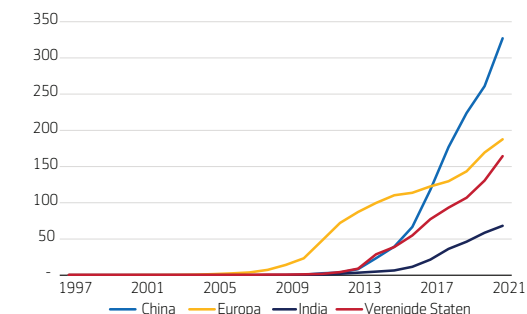
### China: wereldkampioen in de inzet van hernieuwbare energie

Dit wordt vaak over het hoofd gezien, omdat de totale primaire energiemix in China nog steeds voor meer dan 50% afhankelijk is van steenkool. Niettemin heeft het land ook de uitbouw van niet-fossiele energiebronnen versneld om de afhankelijkheid van buitenlandse energievoorzieningen te verminderen. Het is nu de grootste producent van zowel zonne- als windenergie ter wereld en is verantwoordelijk voor de grootste pijplijn aan nieuwe capaciteit.

**Figuur 4: Opgewekte wind in TWh (vanaf 2021)**



**Figuur 5: Zonne-energie in TWh (2021)**



Bron: International Energy Agency (IEA)

### Economische implicaties

Ondanks deze successen zal de transitie waarschijnlijk langzaam verlopen. De wereld gebruikt ongeveer 160.000 TWh energie per jaar, waarvan slechts ongeveer 8.000 TWh wordt geproduceerd met hernieuwbare bronnen.

Niettemin is de transitie in sommige regio's aanzienlijk en kan deze een aantal interessante economische implicaties hebben. Ten eerste zou de handelsbalans moeten verbeteren als gevolg van een lagere behoefte aan import van fossiele brandstoffen. De economische multiplier van een dergelijke verbetering is onzeker, maar is waarschijnlijk hoger dan 1, omdat de economische winsten productiever in binnenlandse sectoren kunnen worden besteed. Ten tweede zal de inflatie waarschijnlijk stabiel

zijn, omdat de impact van de prijsschokken van fossiele brandstoffen kleiner is. Ten derde zal de transitie meer binnenlandse arbeid en investeringen vergen. Dit zou positief zijn voor de groei, maar riskeert ook meer loongroei als gevolg van de toch al krappe arbeidsmarkt. Ten slotte zullen exporteurs van fossiele energie waarschijnlijk een kleiner deel van de mondiale economische taart kunnen toe-eigenen en over een kleinere geopolitieke macht beschikken in de toekomst.

## Technologische vooruitgang

De afgelopen jaren is er sprake geweest van voortdurende technologische vooruitgang. De halfgeleiderindustrie heeft bijvoorbeeld de snelheid, veelzijdigheid en efficiëntie van haar circuits aanzienlijk verbeterd, en de vooruitgang op het gebied van kunstmatige intelligentie begint impact te krijgen op bedrijven.

Technologische vooruitgang heeft op veel manieren invloed op de economie. Technologie verbetert de productiviteit, wat kan leiden tot een toename van de productie en een verlaging van de kosten. Dit kan leiden tot economische groei en een verbetering van de levensstandaard. Bovendien kan technologie leiden tot nieuwe industrieën en producten die nieuwe markten en economische kansen creëren. Technologische vooruitgang is ook zeer relevant voor vergrijzende samenlevingen. Een grotere druk op de arbeid in een vergrijzende samenleving zou kunnen worden gecompenseerd door technologische efficiëntieverbeteringen.

Sommige technologische ontwikkelingen zijn in werkelijkheid een stapsgewijze verandering. Een voorbeeld is de uitvinding van het internet, dat in de loop van de tijd de manier waarop we werken en leven heeft veranderd. Het is moeilijk om op voorhand te voorspellen welke technologieën ook zo'n grote impact zouden kunnen hebben, maar mogelijke kandidaten zijn kernfusie en AI, waarin investeerders steeds meer geïnteresseerd zijn.

Kernfusie heeft het potentieel om een schone, duurzame energiebron te bieden die fossiele brandstoffen zou kunnen vervangen. Dit zou een diepgaand effect kunnen hebben op de wereldeconomie, omdat het de afhankelijkheid van olieproducerende landen zou kunnen verminderen, de energiekosten zou kunnen verlagen en de transitie naar koolstofarme energie zou kunnen helpen versnellen. De ontwikkeling van kernfusietechnologie is echter nog steeds onzeker en het kan nog vele jaren duren voordat deze technologie een praktische energiebron wordt.

Kunstmatige intelligentie kan veel industrieën transformeren, van de gezondheidszorg tot de productie, door de efficiëntie te vergroten en de kosten te verlagen

Naast een economische impact hebben technologische ontwikkelingen ook een impact op de financiële markten. Bedrijven die nieuwe technologieën hebben kunnen ontwikkelen en deze door middel van patenten hebben kunnen beschermen, kunnen een potentieel concurrentievoordeel hebben. Deze kunnen dan de mogelijkheid bieden om aanhoudend hoge winstmarges te genereren. De afgelopen tien jaar hebben we hiervan verschillende voorbeelden gezien. Bijvoorbeeld Alphabet dat een van de best presterende internetzoekmachines heeft gehad of ASML dat het monopolie heeft op de meest geavanceerde lithografiemachines. Het vermogen van bedrijven om in de toekomst nieuwe technologieën te ontwikkelen en te beschermen zal belangrijk zijn voor de vooruitzichten voor aandelen, omdat dit deze bedrijven zou helpen een groter deel van de economische taart naar zich toe te trekken. Toekomstige technologieën, die vergelijkbare effecten kunnen hebben, zijn onder meer autonoom rijden en AI.

In onze visie gaan we ervan uit dat verdere technologische ontwikkeling leidt tot productiviteitsgroei in lijn met historische gemiddelden. In de praktijk komt technologische

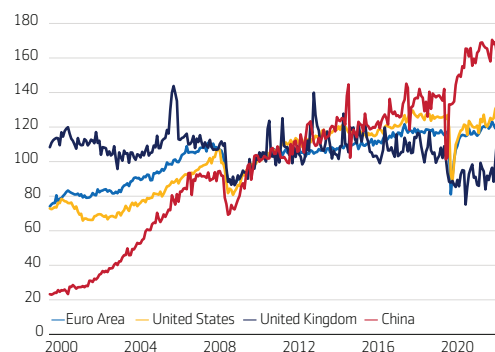
voortgang echter in golven. Daarnaast is de vertaling van innovatie naar productiviteitsgroei vaak niet direct en soms ongrijpbaar. Zo leidde de opkomst van mobiele communicatie tot een stijging van het consumentenwelzijn, maar de vertaling naar productiecapaciteit was niet duidelijk. De onvoorspelbare aard van de vooruitgang resulteert in perioden met zeer uiteenlopende productiviteitsgroei cijfers. Elke economische voorspelling moet daarom rekening houden met deze onzekerheid.

## Geopolitiek: van hyperglobalisering naar deglobalisering

De Russische energiechantage en de snel verslechterende betrekkingen met China hebben de kwetsbaarheden in de toeleveringsketens voor energie en goederen benadrukt. Dit leidt tot een strijd om kwetsbaarheden te identificeren en te corrigeren.

Er zijn verschillende overheidsinitiatieven opgezet om de onafhankelijkheid op het gebied van halfgeleiders, energie en grondstoffen te vergroten.

Figuur 6: Handelsvolume (2010 = 100)



Bron: CPB

Interessant om op te merken is dat het volume van de wereldhandel nog steeds een stijgende lijn vertoont. De meeste regio's laten nog steeds een groei zien in hun import- en exportvolume. Wat wel zichtbaar is, is een verschuiving in de handel. De Amerikaanse import uit China is bijvoorbeeld afgenomen, maar wordt vervangen door import uit andere landen. Dus ondanks de vele verhalen over deglobalisering is het in de praktijk niet zo eenduidig als sommige krantenkoppen suggereren.

Wat er gebeurt zijn voorbereidingen om de afhankelijkheid van belangrijke importproducten te beperken. De VS en de EU proberen bijvoorbeeld de productie van cruciale componenten, zoals halfgeleiders, binnen hun grenzen te krijgen. Het duurt echter jaren om nieuwe fabrieken te bouwen, en de algehele impact op de handel kan beperkt zijn omdat de volumes klein blijven.

De impact van de uitbouw van binnenlandse (hernieuwbare) energiebronnen zou groter kunnen zijn. Energie vormt voor veel landen een groot deel van hun import. Het vervangen van energie-importen door hernieuwbare energiebronnen zal waarschijnlijk tientallen jaren duren, maar na verloop van tijd zal dit de overdracht van rijkdom naar (fossiele) energie-exporteurs verminderen.

Met behulp van eenvoudige economische modellen zou kunnen worden beargumenteerd dat het insourcen van de productie de groei zou verlagen, omdat het dupliceren van productielocaties tot minder efficiëntie zou leiden. In de echte wereld zou dit echter duidelijk de voorkeur kunnen hebben om het risico op verstoringen als gevolg van handelsbeperkingen of andere geopolitieke conflicten te beperken.

Over het geheel genomen verwachten we niet dat de "deglobalisering" zelf materieel genoeg zal zijn om onze economische prognoses te veranderen. Wij zijn van mening dat minder afhankelijk



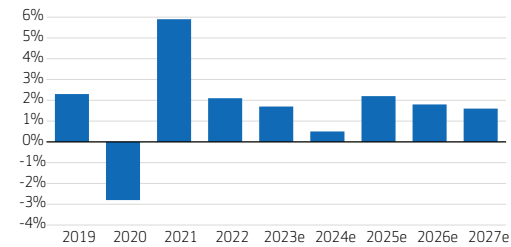
zijn van buitenlandse leveranciers een gezond economisch beleid is, waardoor het risico op ontwrichting wordt verkleind.

## Verenigde Staten

De economie van de Verenigde Staten is in de eerste helft van 2023 veerkrachtiger gebleken dan aanvankelijk verwacht, ondanks een 'volckerized' Federal Reserve (Fed) die de inflatie wil uitroeien. Nu de kerninflatie en de looninflatie boven de doelstelling blijven, verwachten wij dat de Fed de rente het grootste deel van het komende jaar hoog zal houden. Als gevolg hiervan krijgt de Amerikaanse economie te maken met een tegenwind op de kortetermijngroei. Monetair beleid werkt met een lange en variabele vertragingen door op de economie. De renteverhogingen gaan nu pas op de groei te drukken en zullen naar verwachting in de loop van 2024 intensiveren.

Een restrictief monetair beleid, samen met strengere kredietvoorwaarden, zou de kredietvraag moeten afkoelen en uiteindelijk de economische groei vertragen. Pas in het tweede kwartaal van 2023 begon deze impact van de hogere rentetarieven betekenisvol te wegen op de vraag naar consumentenkrediet – dit zal waarschijnlijk een rem blijven vormen gedurende 2024. Bovendien hebben de belangrijkste pijlers die de consumptie ondersteunen aan kracht ingeboet, wat een belemmering voor de groei op de korte termijn is. Onder andere afnemende vermogens van huishoudens, stagnerende reële lonen, dalende spaargelden, strengere normen voor bankleningen en een hervatting van de studentenschuld terugbetalingen van leningen hebben allemaal een negatieve impact. Naar onze mening zal dit waarschijnlijk leiden tot een lagere groei in 2024 (met een grote kans op een milde recessie in het vierde kwartaal van 2023 en het eerste kwartaal van 2024), Hierna wordt de weg vrijgemaakt voor de volgende opwaartse cyclus met boven trendmatige groei in 2025.

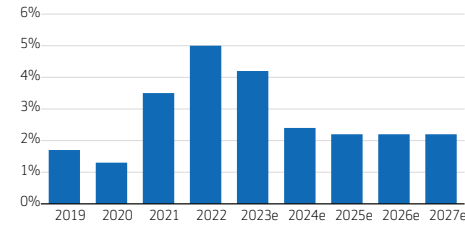
Figuur 7: Historische en verwachte reële bbp-groei VS



Bron: Bloomberg, Aegon Asset Management

Hoewel de effecten van het restrictieve monetaire beleid zichtbaar zijn op de huizenmarkt – waar de hypotheekrente op het hoogste niveau sinds 2000 blijft en de verkoop van bestaande woningen bijna een recorddiepte bereikt – zijn ze minder zichtbaar op de arbeidsmarkt. Ondanks een aanzienlijke vertraging van de loongroei dit jaar, groeit de werkgelegenheid nog steeds in een robuust tempo. Bovendien blijft het werkloosheidspercentage ruim onder het natuurlijke niveau en is het dus inflatoir. Om de inflatie te beteugelen zal het werkloosheidscijfer waarschijnlijk met ruim een vol procentpunt moeten stijgen, een verandering die typisch gepaard gaat met een recessie. Door de inflatie te vertragen – zelfs als het proces pijnlijk is – zal de Amerikaanse economie echter beter gepositioneerd zijn om de duurzame reële groeivoorspelling in de latere jaren van dit rapport te verwezenlijken. Aangezien recessies inherent desinflatoer zijn, zou de voorspelde vertraging de Fed moeten helpen de prijsstabiliteit te herstellen, waardoor de inflatie dichterbij de doelstelling van 2% zou komen.

Figuur 8: Historische en verwachte PCE-keminflatie VS



Bron: Bloomberg, Aegon Asset Management

Het begrotingsbeleid zal op de middellange termijn waarschijnlijk minder impact hebben als gevolg van een verdeelde regering. Naast de routinematige financieringswetten zal er naar verwachting weinig of geen belangrijke wetgeving vóór de verkiezingen van eind 2024 worden aangenomen, wat voor stabiliteit in het beleidslandschap zal zorgen.

## Europa

Europa heeft de energiecrisis relatief goed doorstaan. Het continent is niet in een langdurige en diepe recessie beland, ondanks de energiechantage vanuit Rusland. Er zijn echter nog steeds verschillende uitdagingen.

De inflatie blijft onaangenaam hoog en de groeivoorzichten zijn aanzienlijk gedaald. De vooruitzichten op de korte termijn zijn afhankelijk van het vermogen om de inflatie te beteugelen zonder een diepe recessie te veroorzaken. De arbeidsmarkten zijn verrassend krap gebleven als gevolg van de hoge vraag naar diensten na de pandemie. Als reactie op de hoge inflatie heeft de ECB de rente verhoogd en de omvang van haar balans verkleind. Rentegevoelige sectoren zijn het zwaarst getroffen door dit beleid, vooral de vastgoedmarkt, is aan het afkoelen. Dit kan een risico vormen voor de financiële stabiliteit, aangezien onroerend goed de grootste financiële activaklasse is.

De vooruitzichten voor Europa op de langere termijn zijn uitdagend, maar deze uitdagingen worden nu tenminste aangepakt. De integratie van Europa is nog lang niet voltooid. Maar vanwege de vele geopolitieke crisis, is de realisatie gegroeid dat Europa sterker is als geheel. Een andere grote uitdaging voor Europa is het gebrek aan natuurlijke hulpbronnen. De energiecrisis heeft dit pijnlijk blootgelegd. Maar Europa heeft ook veel afhankelijkheden op het gebied van niet-energieproducten, waardoor het kwetsbaar is voor verstoringen en chantage.

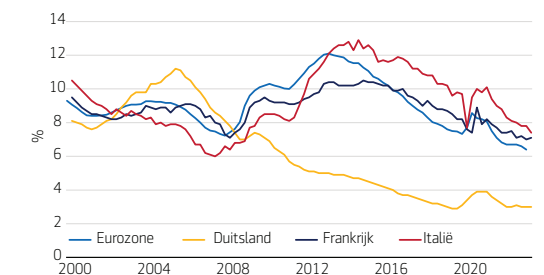
### Recente ontwikkelingen

De bbb-groei in Europa is scherp vertraagd als gevolg van de energiecrisis, de monetaire verkrapting en de vertragende buitenlandse vraag. Sinds eind 2022 ligt de groei rond het nulpunt. Dit was echter beter dan aanvankelijk verwacht, doordat het overheidsbeleid om de impact van de energiecrisis af te zwakken relatief succesvol was. Verbeteringen in de toeleveringsketens hebben de industrie ook geholpen zich te herstellen en een deel van de zwakte in energie-intensieve sectoren te compenseren. Daarnaast heeft begrotingssteun aan bedrijven en huishoudens de economische impact beperkt.

### Arbeidsmarkt

Sinds de crisis in de eurozone zijn de arbeidsmarkten sterk. De pandemie veroorzaakte slechts een tijdelijke piek op een verder krappe arbeidsmarkt.

Figuur 9: Werkloosheidscijfers eurozone, Duitsland, Frankrijk en Italië (vanaf 23 september)



Bron: Eurostat

Economen zijn verdeeld over de onderliggende structurele redenen voor de krappe arbeidsmarkten. Maar waarschijnlijk spelen demografische factoren een grote rol, aangezien de 'babyboom'-generatie, geboren tussen 1945 en 1955, nu de beroepsbevolking verlaat. Naast een vermindering van het arbeidsaanbod zelf zal een groter deel van de gepensioneerden ook de vraag naar arbeid in de gezondheidszorg doen toenemen.

Een ander, recenter effect zijn de investeringen in de energiesector. Regeringen hebben hun plannen voor de uitbouw van nieuwe opwekkings- en netwerkcapaciteit versneld. Maar waarschijnlijk nog belangrijker is dat consumenten hebben geïnvesteerd in energiebesparende maatregelen en alternatieve energiebronnen.

Voor de toekomst verwachten wij een lichte stijging van de werkloosheid, aangezien de monetaire verkrapping waarschijnlijk tot een economische vertraging zal leiden. De vraag naar arbeid zal echter hoog blijven, aangezien de hierboven beschreven structurele trends aanhouden.

Een belangrijk vraag voor de economische vooruitzichten is de vraag of lage werkloosheidscijfers zich vertalen in een aanhoudend hoge looninflatie. In de economische theorie wordt dit beschreven door de Philips-curve, die de relatie tussen inflatie en werkloosheid in kaart brengt. Het geeft aan dat lage werkloosheidscijfers zullen resulteren in hogere inflatiecijfers, omdat werknemers meer onderhandelingsmacht hebben. Uit economisch bewijsmateriaal blijkt dat deze theorie klopt. Het laat echter ook zien dat de relatie in de loop van de tijd niet stabiel is en dat andere factoren ook de inflatiecijfers beïnvloeden.

Vóór de pandemie verwachtten veel economen dat de looninflatie laag zou blijven. De redenering was dat kapitaal dankzij technologische innovaties een groter deel van het bbp kon

opeisen naarmate het relatief belangrijker werd. De afname van de onderhandelingsmacht van de arbeid, als gevolg van het afnemende lidmaatschap van vakbonden, werd ook vaak aangehaald.

Over het geheel genomen verwachten wij dat de looninflatie de komende vier jaar hoog zal blijven, omdat de looneisen als doel hebben om werknemers te compenseren voor de sterk gestegen kosten van energie en andere goederen. Het zal belangrijk zijn om de loononderhandelingen in 2024 en 2025 nauwlettend te volgen, omdat daaruit zal blijken of werknemers nog voldoende onderhandelingsmacht hebben of dat de verzwakkende economie tot lagere looneisen zal leiden.

### Europese Unie

De EU is opgericht om de economische samenwerking te bevorderen en toekomstige conflicten tussen haar lidstaten te voorkomen. Hoewel de EU veel economische voordelen heeft gebracht, heeft zij de afgelopen jaren ook met uitdagingen en kritiek te maken gehad.

Een van de voornaamste economische voordelen van de EU is de totstandkoming van een interne markt. Dit betekent dat goederen, diensten en mensen zich vrijelijk tussen de lidstaten kunnen verplaatsen, zonder tarieven of andere barrières. De interne markt heeft de handel en investeringen gestimuleerd, waardoor een grotere economie met grotere efficiëntie en concurrentievermogen is ontstaan.

Een ander voordeel van de EU is de creatie van de euro, de gemeenschappelijke munt die door 19 lidstaten wordt gebruikt. De euro heeft het voor bedrijven gemakkelijker gemaakt om handel te drijven en heeft de transactiekosten en valutaschommelingen verminderd. Het heeft reizen en toerisme ook gemakkelijker gemaakt voor burgers van de eurozone.

Bovendien heeft de EU een gemeenschappelijk handelsbeleid, waardoor zij als één blok over handelsovereenkomsten met andere landen kan onderhandelen. Dit geeft de EU meer onderhandelingsmacht en kan resulteren in betere handelsovereenkomsten voor haar lidstaten.

De EU heeft de afgelopen jaren echter met verschillende uitdagingen te maken gehad. Een van de belangrijkste was het besluit van Groot-Brittannië om de EU te verlaten, beter bekend als de Brexit. Groot-Brittannië hield in 2016 een referendum, waarin een kleine meerderheid van de kiezers ervoor koos de EU te verlaten. Het Verenigd Koninkrijk verliet officieel de EU in januari 2020, na een periode van onderhandelingen over de voorwaarden voor zijn vertrek.

Brexit heeft verschillende economische gevolgen gehad voor zowel het VK als de EU. Op de korte termijn leidde dit tot meer onzekerheid en marktvolatiliteit, vooral voor bedrijven die afhankelijk waren van de handel tussen het VK en de EU. Het VK en de EU hebben onderhandeld over een handelsovereenkomst die in januari 2021 van kracht werd en die heeft bijgedragen tot het verzachten van een deel van de economische gevolgen van de Brexit. Er zijn echter nog steeds zorgen over de economische gevolgen op de lange termijn van het vertrek van Groot-Brittannië uit de EU.

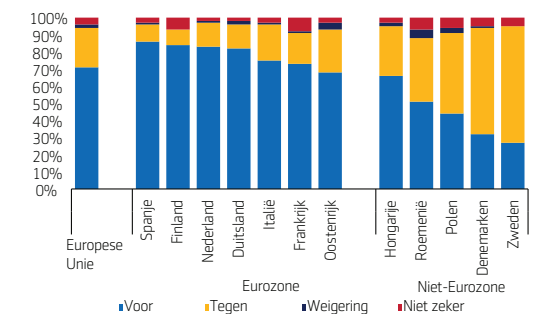
Een andere uitdaging waarmee de EU wordt geconfronteerd zijn populistische partijen. Omdat de EU inherent kwetsbaar is voor populistische regeringen, omdat besluiten vaak unaniem moeten worden genomen en de lidstaten een aanzienlijke autonomie hebben. Met name populistische regeringen in Eurozone landen kunnen aanzienlijke economische schade toebrengen, aangezien een vertrek uit de muntzone tot economische onrust zou leiden.

Een van de meest opvallende voorbeelden van populisme in de EU is Hongarije, waar premier Viktor Orbán en zijn Fidesz-partij zijn beschuldigd van het inperken van de persvrijheid, het uithollen van de onafhankelijkheid van de rechterlijke macht en het schenden van de democratische waarden van de EU.

Frankrijk heeft ook de opkomst gezien van populistische bewegingen, zoals het Front National onder leiding van Marine Le Pen, dat heeft geprofiteerd van het anti-immigrantensentiment en het euroscepticisme. Terwijl Le Pen werd verslagen bij de Franse presidentsverkiezingen van 2017, bleef haar partij steun verwerven door zetels te winnen in de Nationale Assemblée en lokale verkiezingen.

Ondanks dit risico is de steun voor het Europese project over het geheel genomen nog steeds groot. Enquêtes zoals de Eurobarometer tonen consequent krachtige steun voor de EU en voor de economische unie. We zijn dus minder bezorgd over het uitbreken van een nieuwe Eurocrisis. Zelfs populistische partijen, zoals Meloni's broederschap van Italië, overwegen niet om het blok te verlaten.

**Figuur 10: Enquête over de steun aan de economische en monetaire unie**



Bron: Eurobarometer survey

De verkiezing van Trump in 2016 en de reële mogelijkheid van zijn terugkeer bij de verkiezingen van 2024 hebben het besef



vergroot dat de Europese landen samen sterker staan in het omgaan met een Amerikaanse regering die de Europese Unie openlijk afwijst. Contra-intuïtief zou dit het risico op desintegratie van de EU feitelijk kunnen verkleinen.

De oorlog op het Europese continent heeft hetzelfde effect gehad, omdat de Europese landen beseffen dat ze samen sterker staan tegen hun agressieve buurland.

De EU heeft kritiek gekregen van sommigen die beweren dat zij te bureaucratisch en inefficiënt is. Critici wijzen op het grote aantal regelgeving en het complexe besluitvormingsproces binnen de EU als bewijs van de inefficiëntie ervan. Bovendien beweren sommigen dat de focus van de EU op een interne markt heeft geleid tot het verwaarlozen van andere belangrijke kwesties, zoals sociaal welzijn en milieubescherming.

Concluderend kan worden gezegd dat de Europese Unie haar lidstaten veel economische voordelen heeft gebracht, waaronder veiligheid, een interne markt, een gemeenschappelijke munt en aanzienlijke investeringen in infrastructuur en ontwikkeling. Het heeft echter ook te maken gehad met uitdagingen en kritiek, waaronder de economische impact van de Brexit, populisme en zorgen over de efficiëntie en focus ervan. Gezien de algemene steun verwachten wij dat de verdere integratie van het economisch beleid zich zal voortzetten, wat waarschijnlijk enige economische voordelen zal opleveren.

### Vooruitzichten

Na een zwakke groei in 2023 zal er waarschijnlijk tegen midden 2024 een geleidelijk herstel van de bedrijvigheid op gang komen.

De krappe financiële omstandigheden, de negatieve reële loongroei en de zwakke externe vraag waren tegenwind in 2023. Een aantal van deze factoren zal echter in 2024

omslaan. Dalingen van de energieprijzen zullen doorsijpelen en resulteren in een lagere inflatiedruk. De loongroei zal veranderen van zeer negatief naar positief, wat zal resulteren in een groei van de koopkracht.

Het begrotingsbeleid zal minder soepel zijn naarmate de (energie)steunpakketten aflopen. De impact van het NextGenEU- fonds zal echter tot in 2025 substantieel blijven, dus het is onwaarschijnlijk dat het begrotingsbeleid een verkrappend effect zal hebben.

Globaal verwachten wij in 2023 een bbp-groei van ongeveer 0,5%. Voor 2024 verwachten we een herstel richting 1,5% en daarna een trendmatige groei. Wij blijven van mening dat de inflatie zal terugkeren naar een niveau dat in overeenstemming is met het mandaat van de ECB. Maar aangezien de economie de hogere rente heeft relatief goed lijkt te weerstaan en de arbeidsmarkt krap blijft, verwachten wij dat de beleidsrente boven de inflatiedoelstelling van 2% zal blijven.

### Opkomende markten

Iedereen hoe de opkomende marktlanden het op de lange termijn zullen doen. We zien een economisch herstel met meerdere snelheden, waarbij sommige regio's zich sneller hebben hersteld dan andere, en sommige landen achter zijn gebleven. Er zijn sterke en zwakke landen in elke regio. Het lijkt erop dat Azië en Afrika in 2023 beter zullen groeien, terwijl Latijns-Amerika en het Midden-Oosten gemiddeld zijn, en in Centraal- en Oost-Europa (CEE) de groei over het algemeen traag is. Dit kan het gevolg zijn van handelsbetrekkingen, waarbij de oorlog in Oekraïne Europa meer treft dan andere regio's. Azië en Afrika profiteren juist van de vraag naar specifieke grondstoffen en goederen

### Inflatie en monetair beleid in opkomende markten (EM)

De combinatie van hoge inflatie, verkrappende financiële omstandigheden, en een langzaam herstel in China uitdagingen vormen bij het aansturen van het macro-economisch beleid. Toevallig zijn de centrale banken in de meeste opkomende landen al vroeg begonnen met het verhogen van de rente, zozeer zelfs dat een aantal van hen hun doelstellingen al hebben bereikt en zijn begonnen met het verlagen van de rente. Centrale banken die de renteverhoging al stopzetten zijn onder meer Indonesië, Maleisië, de Filipijnen, India, Colombia, Peru, Tsjechië, Polen, Roemenië en Servië. Degenen die daadwerkelijk zijn begonnen met het verlagen van de rente zijn onder meer Uruguay, de Dominicaanse Republiek, China, Hongarije en Brazilië. Staatsobligaties van opkomende landen zijn bijzonder gevoelig voor zorgen over inflatie, gezien hun ervaringen met hogere inflatie door de jaren heen. Soms kan het moeilijk inflatie te bestrijden, omdat het vaak verankerd is via loonindexering. Waardoor dus een inflatiespiraal kan ontstaan (bijvoorbeeld in Argentinië). De inflatie in de opkomende landen treft de armen het meest en kan een negatieve druk uitoefenen op de economie, de samenleving en de politiek.

### China

China heeft moeite om de economische groei-doelstelling van de regering van 5% voor 2023 te halen. . Achter de zwakke recente cijfers gaat het overschot aan productiecapaciteit schuil, terwijl de vraag zwakker is dan verwacht . De strengere aanpak tegen de vaak speculatieve vastgoed aankopen heeft de afgelopen jaren een belangrijke bron van de vraag afgesneden. De externe vraag is ook zwakker door het verplaatsen van de toeleveringsketen wat negatieve gevolgen heeft gehad voor de Chinese export. Deze daalde alleen al in juli dit jaar met

ruim 14%. Het is niet waarschijnlijk dat zowel de binnenlandse vraag als de externe vraag op korte termijn zal toenemen. De groeivertraging van China zou een negatief effect kunnen hebben op de mondiale groei.

### Deflatie: China vormt de uitzondering op de mondiale inflatietrend

In 2023 daalde de CPI-inflatie voor het eerst sinds februari 2021 in krimpgebied. Samen met een tien maanden durende krimp van de PPI is de deflatoire druk de laatste tijd toegenomen. Zowel de lage mondiale grondstoffenprijzen als de zwakke binnenlandse vraag zijn de factoren die daaraan bijdragen. De deflatiesituatie zal waarschijnlijk de rest van 2023 aanhouden. Verwacht wordt dat beleidsmakers de versoepelingscyclus zullen voortzetten. Dit staat in contrast met de meeste andere delen van de wereld, waar de inflatie en de rentetarieven stijgen. Er kunnen voordelen zijn voor veel landen die met hoge inflatie kampen, aangezien Chinese bedrijven de prijzen verlagen om het overtollige aanbod kwijt te raken.

### Vooruitzichten China: Zwakke groeivoorzichten op de korte en middellange termijn

Het echte verhaal achter de zwakke cijfers is de zwakke binnenlandse vraag en de afnemende externe vraag als gevolg van geopolitieke spanningen en geruchten over 'de-risking', waardoor veel bedrijven hun toeleveringsketen van China hebben verlegd. Als gevolg hiervan werkt China hard aan het stimuleren van de binnenlandse vraag, zoals blijkt uit een reeks groeibevorderende beleidsmaatregelen die in de eerste helft van 2023 zijn gelanceerd. China is echter terughoudend in het doorvoeren van een grootschalig begrotings- en monetair stimuleringsbeleid, aangezien het kampt met een groeiende schuldenlast. De stijging

van de schuldenlast is een gevolg van de decennialange hoge investeringen. Bovendien zal de geopolitieke spanning op de korte en middellange termijn waarschijnlijk hoog blijven.

### Economisch doel op lange termijn (3-4%)

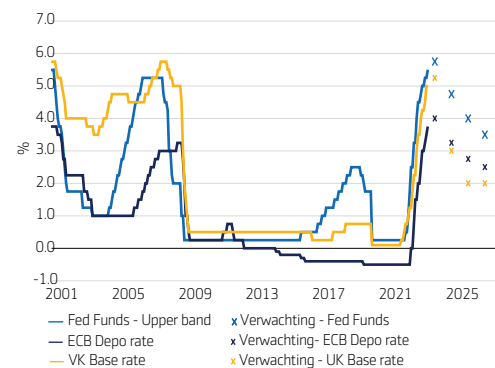
Over het algemeen wordt de bbp-groei in de meeste grote economieën voornamelijk gedreven door consumptie en investeringen (waarbij de netto-export doorgaans te klein is om er iets toe te doen). De Chinese groei zal waarschijnlijk langduriger vertragen dan verwacht, aangezien het land zijn groeimodel moet herbalanceren van investerings- en exportgericht naar consumptiegerichte groei. De economische beleidsmakers in Peking aanvaarden dat feit grotendeels. Gezien het onevenredig grote investeringsaandeel van de economische activiteit zal elke vermindering hiervan een aanzienlijke neerwaartse druk uitoefenen op de groei van de totale economische activiteit. Wij verwachten dat de bbp-groei op de lange termijn met 3 à 4% aan de lagere kant zal zijn.

### Politieke ontwikkelingen en spanningen tussen de VS en China

De spanningen tussen de VS en China zullen waarschijnlijk hoog blijven. Op dit moment zijn er geen aanwijzingen voor enige versoepeling van het Chinese buitenlandse beleid jegens de Verenigde Staten, noch enige tegemoetkoming aan de Amerikaanse zorgen over Chinees gedrag. De Nationale Veiligheidsstrategie van de regering-Biden geeft prioriteit aan China als de "belangrijkste strategische concurrent" van de Verenigde Staten. Om deze reden wordt verwacht dat het land zal blijven proberen om China's technologische vooruitgang op gebieden die gevoelig zijn voor de nationale veiligheid te beperken. Aan de andere kant zal China staatsinterventie in zijn economie blijven bevorderen. Het is onwaarschijnlijk dat het Chinese diplomatieke activisme zal afnemen.

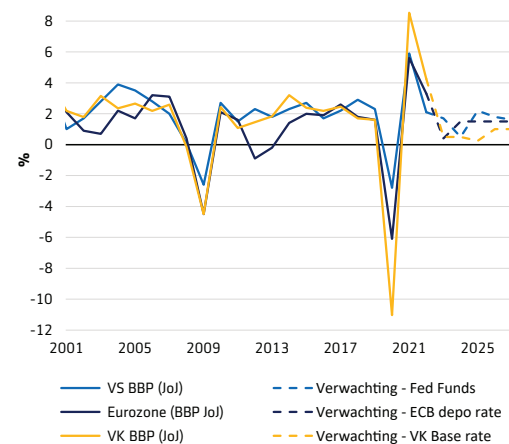
Daarom zijn de kansen dat China de Verenigde Staten een gunst zal verlenen, zoals minder steun aan Putin of het Noord-Koreaanse regime beperkt.

**Figuur 11: Historische en verwachte beleidsrentes van de centrale bank (vanaf 23 september)**



Bron: Bloomberg, Aegon Asset Management

**Figuur 12: Historische en verwachte reële bbp-groecijfers (vanaf 23 september)**



Bron: Bloomberg, Aegon Asset Management

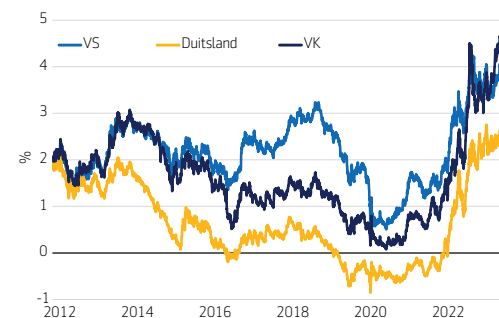


# Staatsobligaties ontwikkelde markten

**De markten voor staatsobligaties bleven onder druk staan door de stijgende rente (zie onderstaande figuur), omdat de centrale banken nog steeds op het pad van de renteverhogingen zaten. De inflatie - vooral de kerninflatie - blijft hoog en daalt slechts geleidelijk, met recente cijfers die nog steeds boven de doelstellingen van de centrale banken liggen. Door de onzekerheid over de economische en inflatievooruitzichten hanteren de grote banken een data-afhankelijke benadering, waarbij ze proberen om geen verplichtingen op termijn aan te gaan. Als de inflatiecijfers te hoog blijven, zullen banken doorgaan met verkrappen.**

Hoge rentetarieven hebben een dempend effect op de economische activiteit en dus zou de loon- en prijsinflatie na verloop van tijd moeten dalen. Of dit een recessie of een 'zachte landing' betekent, blijft onzeker. Beleggers denken vooral aan een mogelijke pauze in het verhogen van de rente door de centrale banken en mogelijk aan renteverlagingen wanneer de inflatie onder controle is.

**Figuur 1: 10-jaars staatsrente (augustus 2023)**



Bron: Bloomberg, Aegon Asset Management

## Verenigde Staten

De rente op Amerikaanse obligaties steeg in 2023. De 10-jaarsrente op staatspapier steeg tot nu toe met ongeveer 40 basispunten. Er zijn een aantal factoren die de obligatierente bepalen. Het is duidelijk dat de scherpe stijging in 2022 vooral werd veroorzaakt door de stijgende inflatie en inflatieverwachtingen. Dit jaar is de inflatie gedaald en zijn de inflatieverwachtingen afgenomen. De 10-jaars break-even rentes liggen rond de 2,5%, iets boven de doelstellingen van de centrale banken, maar aanzienlijk lager dan de 3% van 2022.

Het lijkt er dan ook op dat de recentere stijging het gevolg is van verbeterende economische verwachtingen. De recessie die veel economen verwachtten, heeft zich nog niet voorgedaan. De Amerikaanse economie is tot nu toe verrassend veerkrachtig gebleken in de ongekende cyclus van renteverhogingen. De werkloosheid blijft laag en de loongroei is veerkrachtig. Het is daarom waarschijnlijk dat de markten structureel hogere rentes verwachten, omdat een economie met volledige werkgelegenheid geen versoepeling van de voorwaarden zou toestaan.

Toch verschijnen er enkele barsten in de arbeidsmarkt. Het aantal vacatures neemt af en de werkloosheid is licht gestegen. Het grote debat is hoe diep deze vertraging zal zijn. We verwachten dat een recessie in de VS onvermijdelijk is gezien de omvang van de verkrapping.

Dit jaar verlaagde ratingbureau Fitch de kredietwaardigheid van de Amerikaanse overheid. Hoewel de markten niet echt direct reageerden op dit nieuws, wijst zo wel een beschuldigende vinger naar een probleem in de Amerikaanse economie. Sinds het dieptepunt in 2015 van een begrotingstekort van 2,5%,

is het tekort gestegen en bereikte het tijdelijk 15% tijdens de pandemie. Het is nu bijna 6% en de verwachting is dat het daar de komende jaren zal blijven. Dit heeft geleid tot een stijging van de schuldquote ondanks de fenomenale nominale bbp-groei van 25% sinds de pandemie. Door de politieke situatie is geen van beide partijen bereid om het tekort te verlagen om te voorkomen dat de ander kan uitgeven. Dit alles impliceert een aanhoudend hoog aanbod van Amerikaanse treasuries in de komende jaren, wat resulteert in een opwaartse druk op de rente.

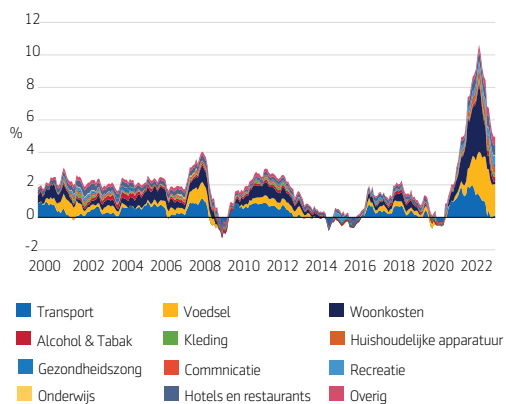
Al met al verwachten we dat de Federal Reserve (Fed) de rente relatief hoog zal houden en tegen 2025 zal beginnen met een meer betekenisvolle verlagingscyclus. Volgens ons betekent dit dat de langetermijnrente maar beperkt kan dalen. Wij verwachten dat de 10-jaars rente tegen 2025 rond de 4% zal liggen en slechts marginaal zal dalen in de twee jaar daarna als de rente stabiel wordt rond de doelstelling van de Fed.

## Eurozone

In Europa domineren twee hoofdthema's het marktsentiment - de aanhoudende inflatie en het risico van een wijdverspreide recessie. De inflatie is van de pieken van 2022 afgekomen en liet een behoorlijke daling zien, hoewel deze op een hoog niveau blijft. Ondanks alle renteverhogingen door de centrale bank blijven de inflatiecijfers hardnekkig en laten ze een langzamere daling zien dan aanvankelijk werd verwacht. De kerninflatie blijft waarschijnlijk hoog omdat werknemers hogere lonen eisen om de gestegen kosten van levensonderhoud te compenseren. Dit zou de centrale bank ertoe kunnen aanzetten om de rente voor een langere periode op een restrictief niveau te houden. Als de economische indicatoren veerkrachtig blijven, zijn meer renteverhogingen in de rest

van 2023 nog steeds mogelijk. Zodra de bbp- of werkgelegenheidscijfers zichtbare tekenen van een grotere krimp gaan vertonen, zullen de discussies van de centrale bank verschuiven naar een mogelijke versoepeling van de monetaire voorwaarden. De markt verwacht de eerste renteverlaging in de tweede helft van 2024, wanneer centrale banken de economische neergang mogelijk moeten tegengaan. Eerder beginnen zou contraproductief kunnen zijn en de belangrijkste prioriteit van de centrale bank - het bestrijden van de inflatie - in de weg kunnen staan.

**Figuur 2: Componenten van EU-inflatie (augustus 23)**



Bron: Bloomberg, Aegon Asset Management.

De voorkant van de rentecurve wordt grotendeels bepaald door de beleidstarieven van de centrale banken, terwijl de langere kant van de curve wordt beïnvloed door de verwachtingen over de toekomstige economische groei. De rentecurves raakten in 2022 diep omgekeerd omdat dit de verwachtingen van beleggers weerspiegelt dat centrale banken na de piek in de officiële rente de rente later zouden moeten verlagen om de economie te stimuleren. Door de lage werkloosheid konden centrale bankiers de rente in een ongekend snel tempo verhogen, maar door de lange en variabele vertragingen

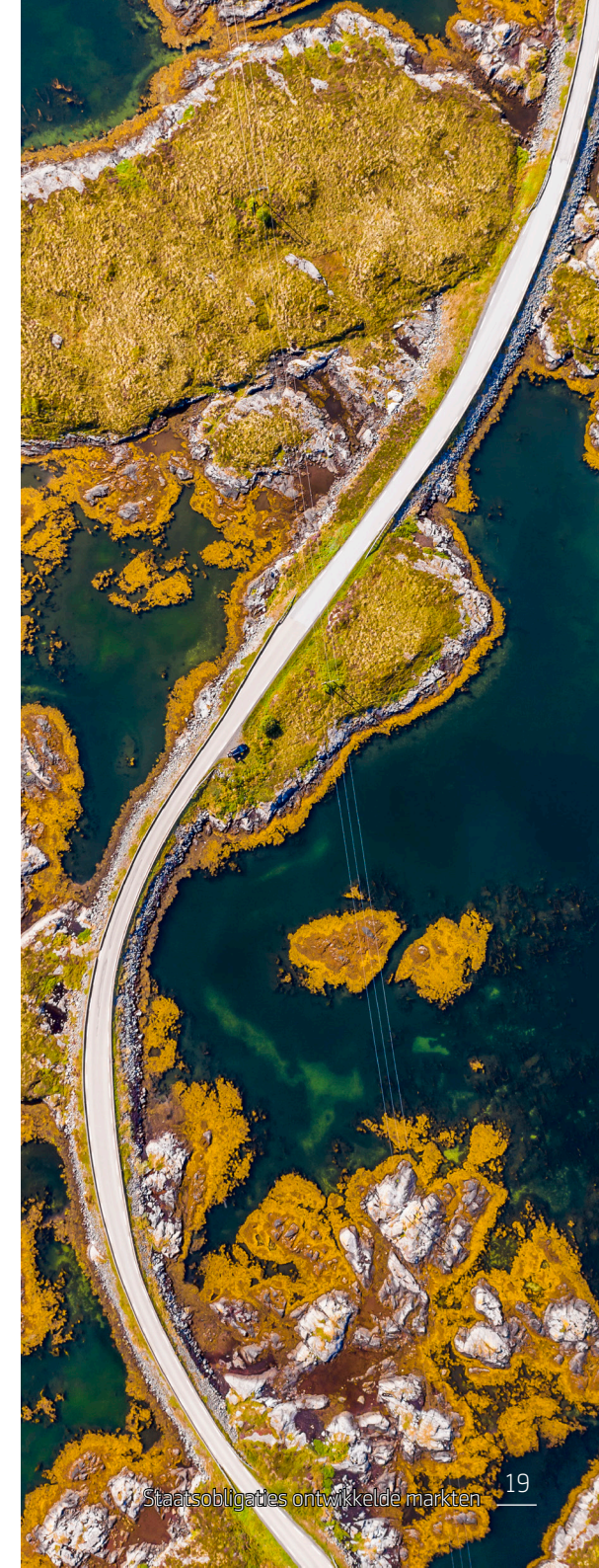
van het monetaire beleid is het belangrijkste effect van de renteverhogingscyclus nog niet zichtbaar. Lagere kredietvolumes en een algehele verkrapping van de kredietvoorwaarden in de eurozone impliceren dat hogere rentetarieven een zichtbaar effect kunnen beginnen te hebben op de economie en tot volgend jaar voor meer vertraging kunnen zorgen. De markt voor staatsobligaties zal waarschijnlijk profiteren zodra beleggers zich beginnen te positioneren voor mogelijke renteverlagingen. We verwachten daarom dat de rentecurves weer steiler worden wanneer renteverlagingen agressiever worden geprijsd aan de voorkant van de curve.

## Verenigd Koninkrijk

Een combinatie van inflatiedruk en stijgende renteverwachtingen heeft het bezit van gilts het afgelopen jaar tot een ondankbare taak gemaakt. Het traject van de CPI-metingen in het VK was zeker meer uitgesproken dan dat van de VS en Europa. Terwijl de inflatie in de VS is gedaald van een piek van 9,1% in juni vorig jaar naar 3% (kern-CPI jaar-op-jaar), heeft de inflatie in het VK minder overtuigende tekenen van daling laten zien en is slechts gedaald naar 7,9% van een piek van 11,1% in oktober. De Britse inflatie is ook vaker boven de marktverwachtingen uitgekomen; van de afgelopen 12 metingen waren er 8 hoger dan de mediane prognoses. De richting van de obligatierente is een gevolg van waar handelaren denken dat de inflatie zal evolueren en hoe de Bank of England daarop kan reageren. De Bank of England heeft de rente sinds begin 2022 met bijna 5% verhoogd. Maar omdat de inflatieverwachtingen naar boven bleven verrassen, voorspelden handelaren dat het monetaire beleid onvermijdelijk verder zou moeten worden verkrapt dan wat nu al wordt gedaan, wat een negatief effect heeft gehad op gilts.

Het probleem met monetair beleid is dat de impact van financiële verkrapping 18-24 maanden nawerkt. Vorig jaar steeg de 2-jaars vaste hypotheekrente van 1,5% naar 6%, maar volgens het Office of National Statistics is 50% van de woningen ofwel sociale woningbouw ofwel privébezit, waardoor het effect van de hogere rente op hypotheek eigenaren wordt beperkt. Het heeft ook niet geholpen dat de economie nog steeds verrassende tekenen van kracht vertoont. De arbeidsmarkt blijft krap en de lonen stijgen nog steeds sterk, waardoor het consumentenvertrouwen relatief robuust is ondanks de hoge rente en inflatie. Ook heeft de politieke instabiliteit, met name tijdens het tijdperk Liz Truss, ervoor gezorgd dat beleggers hun inflatieverwachtingen voor de langere termijn hebben verhoogd.

Op de langere termijn zijn er nu echter genoeg toekomstgerichte maatregelen die erop wijzen dat het krappe monetaire beleid en het gebrek aan fiscale stimulansen een effect zullen hebben op de economie, waardoor de Bank of England niet verder zal gaan op het pad van renteverhogingen. Hogere rentetarieven zullen uiteindelijk doorwerken in de reële economie en de groei vertragen. Er zijn tekenen dat de arbeidsmarkt nu vrij snel soepeler wordt: het aantal vacatures ten opzichte van het aantal werklozen daalt snel en het werkloosheidspercentage stijgt naar 4%. We zien ook dat het aantal woningtransacties afneemt en dat de huizenprijzen jaar na jaar dalen. Uiteindelijk zullen de fundamentele gegevens inconsistent lijken met de marktwaarderingen en kunnen de rendementen daarmee dalen.





**Bedrijfsobligaties hadden, net als de meeste risicodragende beleggingen, een moeilijk 2022 met macro-economische tegenwind. Hoge inflatie, in combinatie met stijgende rentetarieven en monetaire verkrapping door centrale banken, leidde tot negatieve rendementen. Bovendien namen de spreads toe door de bezorgdheid over de impact van de hoge inflatie op de economische groei. Terwijl de inflatie is gematigd en de rentetarieven dicht bij hun verwachte piek zijn, is het sentiment op de kredietmarkten verbeterd. Tot nu toe zijn de spreads verkrapt en zijn de rentetarieven vrij stabiel gebleven, wat gunstig is voor het rendement op bedrijfsobligaties in 2023.**

## Investment Grade

Onze middellangetermijnvooruitzichten voor bedrijfsobligaties zijn positief, gezien het aantrekkelijke risico-rendementsprofiel, ondersteund door verbeterde nominale rendementen op staatsobligaties en de huidige spreadniveaus. Op de korte termijn verwachten we echter macro-economische tegenwind, met mogelijk een recessie eind 2023 of begin 2024 in verschillende belangrijke economische regio's. Dit zou de spreads omhoog moeten duwen en ervoor moeten zorgen dat wanbetalingen door bedrijven toenemen. Het aantal wanbetalingen door bedrijven lag de afgelopen jaren onder het historische gemiddelde. Dit was deels te danken aan solide economische ontwikkelingen en monetaire en fiscale steun tijdens de pandemie. We verwachten echter dat het aantal wanbetalingen toeneemt naarmate de

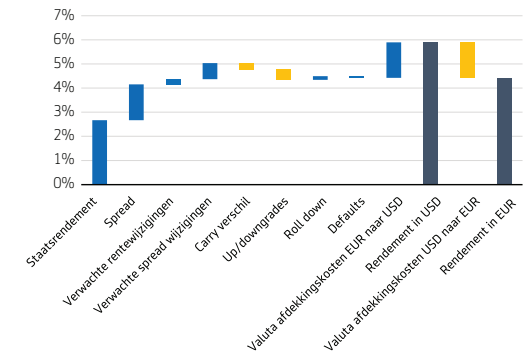
ondersteunende factoren wegvallen. Maar de huidige spreads zouden meer dan voldoende compensatie moeten bieden.

Onze vooruitzichten voor Europa en het Verenigd Koninkrijk zijn lastiger dan die voor de VS, maar we zien het algemene beeld niet als voldoende negatief om de credit spreads voorbij hun year-to-date bandbreedte te duwen. Historisch aantrekkelijke waarderingen bieden ruimte voor een verkrapping van de spreads, hoewel dit door de economische tegenwind op de korte termijn waarschijnlijk niet in een rechte lijn zal gebeuren.

Gezien de relatieve waarderingen van de spreads geven wij de voorkeur aan investment grade euro credits boven in USD luidende credits. Vanuit een sectorperspectief is in het bijzonder kredietrisico op banken en verzekeraars aantrekkelijk, aangezien de spreads slechts gedeeltelijk zijn hersteld van de hoge niveaus na de crisis bij regionale banken in de VS en de overname van Credit Suisse in de eerste helft van het jaar.

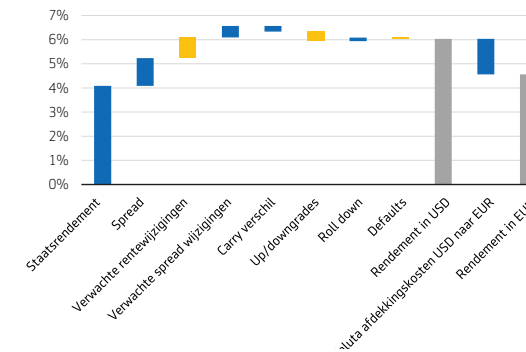
Vanwege de gestegen nominale rendementen en de hoge spreads zijn wij van mening dat bedrijfskredieten - zowel investment grade als high yield - een aantrekkelijk risico-rendementsvooruitzicht hebben op de middellange termijn. De figuren 1 en 2 laten zien hoe onze rendementsverwachting voor investment grade credits in EUR en USD is opgebouwd uit de verschillende componenten.

**Figuur 1: Verwacht rendement op EUR Investment grade obligaties**



Bron: Aegon Asset Management, Bloomberg, augustus 2023. Hypothetisch voorbeeld ter illustratie.

**Figuur 2: Verwacht rendement op USD Investment grade obligaties**



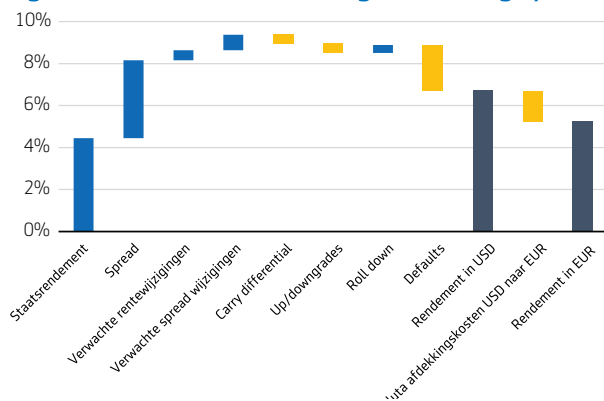
Bron: Aegon Asset Management, Bloomberg, augustus 2023. Hypothetisch voorbeeld ter illustratie.

## High Yield

Hoewel we van mening zijn dat high yield ook een aantrekkelijk risico-rendementsprofiel biedt voor de middellange termijn, zijn de waarderingen iets minder aantrekkelijk in vergelijking met investment grade credits. Na de rally die we tot nu toe hebben gezien, blijven de spreads rond historische gemiddelden en zullen ze waarschijnlijk toenemen omdat we op korte termijn een economische vertraging verwachten.

Vanuit een fundamenteel perspectief gingen de meeste high yield-bedrijven 2023 in met gezonde balansen, een lage leverage en een hoge rentedekking. Veel emittenten toonden veerkracht ondanks tegenwind met beter dan verwachte winsten en solide kredietmaatstaven. Over het algemeen blijven de ratingtrends ook positief, aangezien de rijzende sterren de fallen angels blijven overtreffen, hoewel er tekenen zijn van verslechtering van de kredietmaatstaven. Bedrijven worden geconfronteerd met aanhoudend hogere rentes en de rentekosten zullen waarschijnlijk stijgen voor emittenten met herfinancieringsbehoeften, verplichtingen met variabele rente of beperkte renteafdekkingen. Idiosyncratische kwesties zorgen ook voor meer splitsingen in de markt, wat leidt tot een toename van het aantal noodsituaties en wanbetalingen.

**Figuur 3: Rendementsverwachting voor USD high yield.**



Bron: Aegon Asset Management, Bloomberg, augustus 2023. Hypothetisch voorbeeld ter illustratie.

We verwachten dat het aantal wanbetalingen verder zal toenemen in de richting van langetermijngemiddelden naarmate zwakkere bedrijven onder toenemende druk komen te staan.

Hoewel het neerwaartse risico blijft bestaan, heeft de langverwachte recessie bedrijven ook de luxe van tijd gegeven om zich voor te bereiden op een eventuele economische vertraging. De meeste bedrijven zijn aantoonbaar beter voorbereid om een neergang te doorstaan dan bij eerdere recessies. Wat belangrijk is, is dat er in 2023 en 2024 weinig zorgen zijn over de vervaldata op de korte termijn, wat het risico op wanbetalingen op de korte termijn zou moeten verminderen. Hoewel ratingacties onvermijdelijk zullen verschuiven naar downgrades als de cyclus omslaat, zou de verbeterde kwaliteit van de high yield-markt moeten leiden tot minder wanbetalingen dan in eerdere recessies. Periodes van verbreding van de spreads kunnen van korte duur zijn, afhankelijk van de macro-economische omstandigheden op de middellange termijn.

Over het geheel genomen zijn wij van mening dat de huidige rendementen een aantrekkelijk totaalrendementspotentieel bieden voor high yield op de lange termijn en dat de spreads voldoende bescherming zouden moeten bieden tegen kredietverliezen.

## Asset Backed Securities

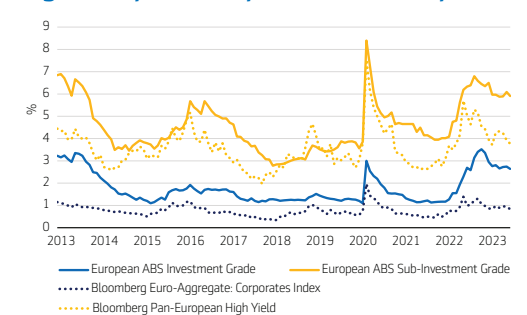
Asset Backed Securities (ABS) hebben vorig jaar geprofiteerd van het variabele karakter van de rente en deden het beter dan de meeste vastrentende beleggingen terwijl de rente steeg. Hoewel de ABS-spreads toenamen - een afspiegeling van de ontwikkelingen op de bredere markten - waren de rendementen positief en boden ze een buffer tegen de volatiliteit van rentes en creditspreads. Credit spreads kunnen de komende tijd volatiel zijn door onder andere recessievrees. Er is echter al een aanzienlijke verzwakking van het fundamentele beeld ingeprijsd en beleggers in ABS zijn over het algemeen goed gecompenseerd voor het waargenomen toegenomen kredietrisico. Sterker nog, de kredietcurve is vrij steil, waardoor het potentiële voordeel van het nemen van kredietrisico toeneemt. De huidige spreadniveaus zien er aantrekkelijk uit in vergelijking met de bredere vastrentende markten en kunnen mogelijk absolute en relatieve waarde bieden.

De beleggingscategorie bestaat grotendeels uit consumentgerelateerde ABS, maar omvat ook collateralized loan obligations (CLO's) en commercial mortgage backed securities (CMBS). Over het algemeen hebben consumenten in Europa en het Verenigd Koninkrijk de afgelopen twee jaar de hoge inflatie relatief goed doorstaan, ook al is de inflatie sneller gestegen dan de lonen, waardoor de koopkracht van consumenten is aangetast. Voor de toekomst verwachten we dat de economische vertraging en de hoge inflatie het spaaroverschot van de consument uitputten en de koopkracht van de consument verzwakken. We verwachten dat de betalingsachterstanden in onderliggende leningen toenemen door de hogere rente en de druk op balansen van huishoudens. We verwachten dat het aantal bedrijfsdowngrades en wanbetalingen zal toenemen, wat de fundamentele prestaties van CLO's zal beïnvloeden. Op basis hiervan

verwachten we dat de spreads in de nabije toekomst zullen stijgen en in de periode daarna zullen verkrappen, in lijn met ons economische scenario. Over het algemeen verwachten we een gunstig klimaat voor wanbetalingen, maar CLO- en ABS-structuren kunnen naar verwachting zelfs substantiële stressscenario's en verstoringen van betalingen weerstaan dankzij structurele elementen zoals (liquiditeits) reservefondsen, spreadoverschotten, cashflow-omleidingstriggers, en achtergesteldheid, die bijna allemaal zijn toegenomen bij nieuw uitgegeven ABS. Bovendien zullen, in het geval van een ernstige verslechtering van de prestaties, de waargenomen historische prijsstijgingen van activa de uiteindelijke verliezen bij een gedwongen verkoop waarschijnlijk beperken. We blijven dus constructief over de fundamentals van deze activaklasse.

Over het geheel genomen zou de combinatie van een aantrekkelijke stijging van de spread en verwaarloosbare waardeverminderingen moeten resulteren in een interessant overrendement ten opzichte van staatsobligaties en andere vastrentende markten. We verwachten dat het rendement op investment grade ABS de komende vier jaar gemiddeld 1% tot 1,5% boven investment grade bedrijfsobligaties zal liggen. Voor sub-investment grade ABS verwachten we een jaarlijks rendement van 9-10% voor de komende vier jaar.

**Figuur 4: Spread Europese ABS over swap**



Bron: Aegon Asset Management, Bloomberg, augustus 2023.





## Alternative Fixed Income

Naast de traditionele vastrentende beleggingsklassen zijn er ook verschillende activaklassen die we onderbrengen in de categorie Alternative Fixed Income of alternatieve vastrentende waarden. Het scala aan activa is zeer divers en kan variëren van schulden voor duurzame infrastructuur, financiering van NAV-fondsen, door de staat gedekte leningen, tot achtergestelde MKB-financiering. De risico- en rendementskenmerken van deze gespecialiseerde beleggingscategorieën lopen sterk uiteen. Wat ze wel gemeen hebben, is dat ze vaak een risicopremie bieden ten opzichte van andere activa met een vergelijkbare rating of een vergelijkbaar risico. Dit kan deels zijn vanwege de illiquiditeit, maar is waarschijnlijk ook vanwege hun meer gespecialiseerde aard. Het vereist meer expertise van de vermogensbeheerder om deze activa te selecteren en te beheren. Over het geheel genomen verwachten we dat het rendement van alternatieve vastrentende waarden de komende jaren aanzienlijk zal toenemen als gevolg van een illiquiditeitspremie.

### Insured infrastructure

In deze beleggingscategorie leent de belegger samen met multilaterale ontwikkelingsbanken en commerciële banken in staatsleningen of obligaties waarmee specifieke infrastructuurprojecten worden gefinancierd. Het kredietrisico wordt beperkt met kredietverzekeringsbescherming, geleverd door verzekeringsmaatschappijen met een hoge rating.

Vaak hebben obligaties een dubbel beroep; ten eerste op de overheidslening voor hoofdsom en rente en ten tweede op verzekeringsmaatschappijen met een A/AA-rating die niet-betaling door de overheid van de hoofdsom en rente van de lening verzekeren. Het belegbare universum bestaat uit

ongeveer 25-30 miljard US dollar aan jaarlijkse emissies door overheden van opkomende markten die verzekerd kunnen worden door verzekeringsmaatschappijen met een A- en AA-rating.

De overheidsprojecten die binnen het infrastructuuruniversum worden gefinancierd, variëren van wegeninfrastructuur tot elektriciteit/elektriciteit, gezondheidszorg, milieuplossingen, technologie en water/sanitaire voorzieningen.

Beleggers kunnen streven naar de financiering van infrastructuurprojecten die bijdragen aan verschillende SDG's van de VN, waaronder (maar niet beperkt tot) goede gezondheid en welzijn (3), schoon water en sanitaire voorzieningen (6), betaalbare en schone energie (7), duurzame steden en gemeenschappen (11) en klimaatactie (13).

### Schuld hernieuwbare infrastructuur

De energietransitie vereist de komende decennia enorme investeringen. Hernieuwbare energieprojecten zullen ook schuldfinanciering vereisen. Daarom is er een gespecialiseerde beleggingscategorie in opkomst.



Renewable infrastructure debt of schuld hernieuwbare infrastructuur biedt beleggers impactinvesteringen en een transparante bijdrage aan de energietransitie. Een voordeel is dat investeerders kunnen bijdragen aan

het beperken van klimaatverandering en net zero door schuldfinanciering voor duurzame energieprojecten.

Vaak worden projecten geco-financierd met commerciële banken en ze hebben betrekking op gevestigde hernieuwbare technologieën, zoals offshore en onshore windenergie en fotovoltaïsche (pv) zonne-energie. Maar in de toekomst kan het ook gaan om waterstof- en batterijopslagprojecten en drijvende offshore windenergie.

### Direct lending

Directe leningen bieden investeerders toegang tot senior, uni-tranche of achtergestelde leningen aan bedrijven. Vaak gebeurt dit in partnerschappen met commerciële banken, schuldadviseurs en private-equityfondsen om deze leenmogelijkheden te kunnen verkrijgen.

Vooral wanneer investeerders samenwerken met soevereine entiteiten zoals het Europees Investeringsfonds (EIF) kunnen ze financiële garanties krijgen op sommige leningen. Dit helpt het kredietrisico te verminderen en het risico-rendementsprofiel van de lening te verbeteren.

Voor vermogensbeheerders ondersteunen de partnerschappen en co-investeringsovereenkomsten met commerciële banken een afstemming van belangen. De activaklasse is gediversifieerd in termen van sectoren/industrieën.

### NAV fondsfinanciering

Een interessante niche-activaklasse is fondsfinanciering. Investeringsfondsen, voornamelijk private-equityfondsen, zoeken regelmatig schuldfinanciering om hun overnames te financieren voordat ze hun toezegging opnemen.

Investeerders kunnen dus mee-investeren in deze vaak hoogrenderende activaklasse. Hiervoor is wel een uitgebreid netwerk van

panelbanken en adviseurs nodig, evenals relaties met private equity GP's.

De marktkansen voor fondsfinanciering zijn groot. Met de exponentiële groei van de particuliere markten zijn er grote nieuwe markten ontstaan om financiering te verstrekken aan particuliere marktfondsen. Privémarktfondsen lenen doorgaans tussen 10% en 30% van hun NAV. Als zodanig zijn de markt volumes zeer schaalbaar (naar schatting 400-850 miljard US dollar).

Directe leningen bieden investeerders toegang tot senior, uni-tranche of achtergestelde leningen aan bedrijven. Vaak gebeurt dit in partnerschappen met commerciële banken, schuldadviseurs en private-equityfondsen om deze kansen te kunnen verkrijgen.

Vooraf wanneer investeerders samenwerken met soevereine entiteiten zoals het Europees Investeringsfonds (EIF) kunnen ze financiële garanties krijgen op sommige leningen. Dit helpt het kredietrisico te verminderen en het risicorendementsprofiel van de lening te verbeteren.

Voor vermogensbeheerders ondersteunen de partnerschappen en co-investeringsovereenkomsten met commerciële banken dat belangen gelijklopen. De beleggingscategorie is gediversifieerd wat betreft sectoren/industrieën.

### (Nederlandse) Hypotheken

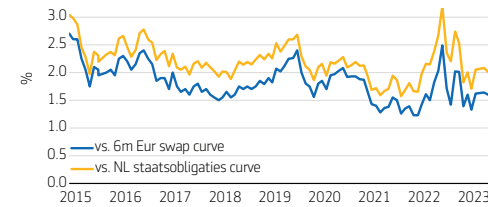
Over de hele wereld zijn de hypotheekrentes de afgelopen twee jaar aanzienlijk gestegen. In de VS is de rente op hypotheekrentes met een vaste rente van 30 jaar gestegen van gemiddeld 3% in 2021 naar ruim 7% in 2023, het hoogste niveau sinds 2008. Ook in het VK en Europa zijn de hypotheekrentes aanzienlijk hoger dan in voorgaande jaren. In Nederland zijn de hypotheekrentes ook gestegen, door een combinatie van hogere staatsrentes en een iets grotere spread.

Wij blijven positief over de Nederlandse hypotheekmarkt. Wij denken dat de huidige hypotheekrente aantrekkelijk is voor langetermijnbeleggers die activa kunnen aanhouden met een lager liquiditeitsprofiel. De hogere hypotheekrente zorgt voor een aantrekkelijke risicopremie ter compensatie van het illiquiditeits- en debiteurenrisico. Vergeleken met andere vastrentende waarden met een vergelijkbare rating bieden Nederlandse hypotheekrentes een beter rendement/risicoprofiel.

Kredietverliezen zijn de afgelopen tien jaar historisch laag geweest doordat de Nederlandse huizenmarkt stijgende prijzen heeft gekend, gesteund door dalende rentetarieven en economische rugwind. Als gevolg daarvan zijn de loan-to-value ratio's gedaald, wat een solide basis vormt voor Nederlandse hypotheekrentes. Sinds vorig jaar zijn de Nederlandse huizenprijzen echter iets gedaald omdat de hogere hypotheekrente een tegenwind vormde voor de huizenmarkt. Daarnaast verwachten we een economische vertraging op de korte termijn, wat een andere factor is die de huizenmarkt kan afremmen. Toch zal het kredietrisico naar verwachting laag blijven dankzij de sterke betalingsmoraal van kredietnemers, strenge acceptatiecriteria, volledig verhaal en door de overheid gesteunde garantieregelingen die beschikbaar kunnen zijn voor bepaalde investeerders. Bovendien blijven fundamentele factoren zoals de bijna chronische tekorten op de Nederlandse huizenmarkt bestaan en zouden de huizenprijzen in de toekomst moeten ondersteunen. De huidige spread biedt een substantiële compensatie voor de verwachte kredietverliezen.

Over het geheel genomen verwachten we dat het overrendement iets onder de huidige spread zal liggen, die momenteel rond 200 basispunten boven de Duitse bunds schommelt.

**Figuur 5: Spread Nederlandse hypotheekrentes**

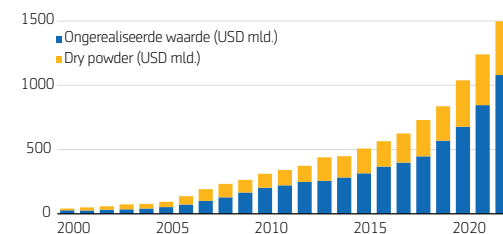


Bron: Aegon, Aegon Asset Management, Bloomberg (augustus 2023)

### Private Debt

De markt voor onderhandse leningen of private debt bevindt zich midden in een zeer interessante periode. In de afgelopen 18 maanden zijn de spreads en basisrentes aanzienlijk gestegen, is de markt gegroeid doordat banken zich verder hebben teruggetrokken, is de leverage omlaaggegaan en is het makkelijker geworden om over convenanten te onderhandelen. Daarbovenop is er veel macro-onzekerheid, wat leidt tot een grotere vraag naar activa met een lager risico of meer zekerheden. Dit komt boven op de seculiere trends die de groei in de private schuldsector al aanwakkerden: de zoektocht naar rendement en het gebrek aan financiering dat banken bieden. De onderstaande grafiek toont de gestage groei van het vermogen onder beheer sinds 2000. In 2021 zal dit zijn opgelopen tot naar schatting 1,5 biljoen US dollar.

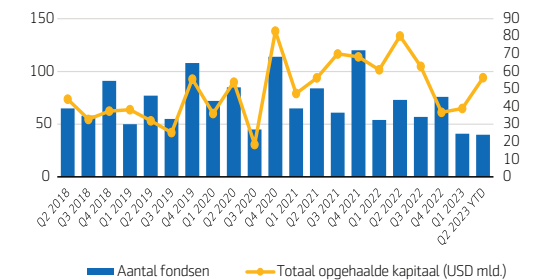
**Figuur 6: Wereldwijd beheerd vermogen Private Debt (31-12-2022)**



Bron: Preqin, Aegon Asset Management

Veel private debt managers geven aan dat hun grootste beperking op dit moment niet het inzetten van kapitaal is, maar het vinden van voldoende kapitaal om in te zetten. Institutionele beleggers krijgen steeds meer te maken met kapitaalbeperkingen vanwege de overallocatie naar illiquide categorieën, zoals onderhandse leningen, vastgoed en andere. Dit wordt ook wel het noemereffect genoemd; voor veel pensioenfondsen, verzekeraars en staatsinvesteringsfondsen zijn de particuliere marktbeleggingen stabiel gebleven, terwijl de noemer van de totale AuM is gedaald. Dit betekent dat ze boven hun doelallocaties zitten en afzien van nieuwe toezeggingen. De grafiek hieronder laat deze ontwikkeling zien. Terwijl in 2021 ongeveer 240 miljard US dollar werd opgehaald, is dit in 2022 op een vergelijkbaar niveau gebleven en zijn er in 2023 eerste tekenen van een vertraging, en is er tot nu toe slechts 95 miljard US dollar opgehaald.

**Figuur 7: Wereldwijde fondsenwerving Private Debt (Q2 2023)**



Bron: Preqin, Aegon Asset Management

### Toename spreads

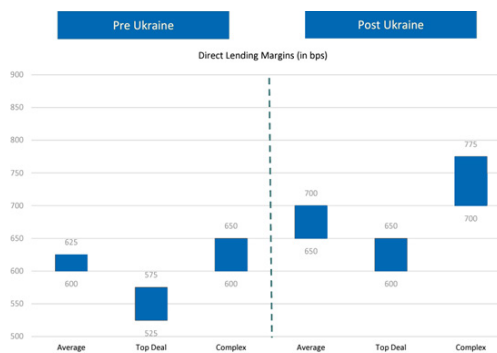
Managers halen ook veel minder fondsen op; van 2019 tot 2021 lag het aantal fondsen dat een final close had rond de 300 per jaar. In 2022 nam dit al iets af tot 260, in de eerste helft van 2023 waren het er nog maar 81. Ook de soorten investeringen lijken te veranderen; de drie grootste vehikels die in 2023 werden gesloten, waren gericht op mezzanine- of special



situations-strategieën. Dit zou kunnen duiden op een verschuiving naar beleggingen iets hoger op de risico-rendementscurve.

Dit is een enigszins verrassende ontwikkeling, aangezien de rendementen aanzienlijk hoger zijn dan een jaar geleden. De basisrente is opgeschoven van negatief halverwege 2022 naar ongeveer 3,5% (euro) aan het einde van het tweede kwartaal van 2023. Tegelijkertijd zijn de spreads over het hele risicospectrum groter geworden. DWS meldt dat de marges van Direct Lending meer dan 100 basispunten boven het vijfjaarsgemiddelde liggen voor vergelijkbare deals met hefboomfinanciering. Dit betekent dat het nettorendement in relatief korte tijd aanzienlijk is verbeterd. De spreads zullen naar verwachting nog verder stijgen, voornamelijk als gevolg van het gebrek aan beschikbare financiering. Banken zijn minder bereid om deel te nemen aan de kapitaalmarkten, omdat ze worden gehinderd door strenge regelgeving met betrekking tot de risico's die ze mogen nemen. Deze regelgeving is sinds begin 2023 verder aangescherpt nadat de nieuwe Basel IV-regels van kracht werden.

**Figuur 8: Private Debt marges (Q4 2022)**



Bron: DWS

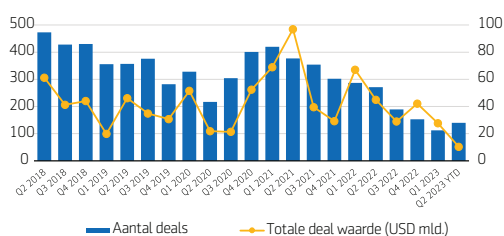
### Verschuiving naar markten

Ook op de markt voor leveraged loans en high yield obligaties was minder activiteit. Dit leidde tot een verkleining van de kloof tussen het aanbod van particuliere kredietverstrekkers en de traditioneel meer liquide markt voor leveraged loans. Dit betekent dat leners aanzienlijk minder financieringsopties tot hun beschikking hebben. De betere onderhandelingspositie van de kredietverstrekkers heeft ook geleid tot een verschuiving van de voorwaarden. Terwijl de historische trend eerder ging in de richting van zogenaamde cov-lite (covenant light) contracten, stelt de huidige omgeving kredietverstrekkers in staat om te onderhandelen over strengere leningsvoorwaarden. De oudere cov-lite contracten die de afgelopen jaren zijn afgesloten, betekenen dat het aantal wanbetalingen de komende tijd lager kan blijven dan anders verwacht zou worden. De grotere headroom in deze leningen betekent dat er simpelweg veel grotere correcties/dalingen nodig zijn voordat de convenanten worden geschonden. Na verloop van tijd zou de stijgende rente een probleem kunnen vormen voor de leners.

Figuur 4 laat zien dat het aantal onderhandse schuldeals de afgelopen jaren is gedaald: in 2019 waren er ongeveer 1400 deals, in 2022 was dit gedaald naar 900 en de eerste helft van 2023 telde slechts 250 transacties. De totale transactiewaarde bereikte in 2021 een piek van 235 miljard US dollar en is nu gedaald tot slechts 38 miljard US dollar in de eerste helft van 2023. Er zijn verschillende redenen voor deze vertraging. Ten eerste hebben heel wat deals die de afgelopen jaren zijn afgerond, portefeuillebedrijven achtergelaten met kapitaalstructuren die nu kwetsbaarder lijken, gezien de verhoging van de basisrente met 500 basispunten en de stijgende leverage.

Sommige particuliere kredietverstrekkers reserveren kapitaal om mogelijke problemen in hun bestaande portefeuilles aan te pakken in plaats van het in te zetten voor nieuwe deals. Ten tweede is de markt voor fusies en overnames aanzienlijk vertraagd als gevolg van de moeilijkheid om (goedkope) financiering te vinden. De markt moet zich nog steeds aanpassen aan de nieuwe omgeving die niet langer een wereld van lage rente is.

**Figuur 9: Private Debt transacties (Q2 2023)**



Bron: Preqin, Aegon Asset Management

Ten derde worden kredietverstrekkers veel selectiever in het soort transacties dat ze financieren. Stabiele sectoren en bedrijfstakken krijgen de voorkeur boven volatiele marktsegmenten. Bij transacties wordt kritisch gekeken naar toeleveringsketens, prijszettingsvermogen, energiekosten en schuld/EBITDA-verhoudingen. Gezondheidszorg of IT-diensten genieten de voorkeur, terwijl detailhandel, de vrijetijdsector en consumentengoederen doorgaans worden vermeden.

### Vooruitzichten

De vooruitzichten voor de private schuldmarkt zijn positief, vooral voor degenen die de markt willen betreden en geen last hebben van volledig geïnvesteerde portefeuilles. De grootste drijvende kracht achter deze positieve vooruitzichten is momenteel de omgeving met hogere rendementen. Hoewel de verwachting niet is dat de rentetarieven veel hoger zullen klimmen in deze cyclus, lijkt de kans dat ze snel zullen dalen naar bijna nul ook klein.

Ten tweede zijn de seculiere trends die ten grondslag lagen aan de groei van de markt in het verleden nog steeds aanwezig. Banken zullen zich naar verwachting blijven terugtrekken vanwege de regeldruk. Het voordeel van het werken met slechts één of enkele kredietverstrekkers in plaats van met een bankclub zorgt voor snellere en eenvoudigere processen, waar sponsors doorgaans de voorkeur aan geven en waarvoor ze bereid zijn een premie te betalen. Private equity is een drijvende kracht achter de private schuldmarkt en het aantal transacties is ongetwijfeld beperkt, maar er blijft veel ruimte over en de zoektocht naar manieren om kapitaal te blijven inzetten, zal aanhouden.

Ten derde stellen sommigen dat de sectordiversificatie, de beschermende documentatie met op maat gemaakte convenanten en de robuustheid de private schuldmarkt in een unieke positie brengen om een mogelijke recessie te doorstaan. De sterke defensieve kenmerken zijn eigenlijk zeer geschikt voor een omgeving met meer onzekerheid. De huidige markt is een kredietverstrekkersmarkt waarin beleggers hun financiële analysecapaciteiten en deal picking-vaardigheden aan het werk kunnen zetten. Deze mogelijkheden om alfa te creëren zouden kunnen leiden tot een spreiding in prestaties tussen emittenten, sectoren en geografische gebieden.

De keerzijde is dat het kredietrisico in de leningenmarkt duidelijk toeneemt. Stijgende rentetarieven hebben gevolgen voor de balansen en kredietpositie van de leners. Zelfs als de wanbetalingspercentages niet het niveau bereiken van een typische recessie, kunnen de herstelpercentages dalen gezien de prevalentie van cov-lite structuren.

# Emerging Market Debt

**Zoals uitgelegd in het economische deel over opkomende markten, zien we een economische opleving met verschillende snelheden waarbij sommige regio's zich in een hoger tempo hebben hersteld dan andere.**

Recentelijk groeien Azië en Afrika sneller, terwijl Latijns-Amerika en het Midden-Oosten een gemengd beeld laten zien. De oorlog in Oekraïne heeft een grote impact op Oost-Europa vanwege de handelsbetrekkingen en de impact van de energieprijzen.

Enkele landen (zoals de Dominicaanse Republiek en Costa Rica) zijn blijven profiteren van de langdurige opleving van het toerisme en hebben hun groei op een goed niveau weten te houden. De groeidynamiek is op dit moment echter enigszins verschillend over de hele wereld, omdat landen blijven herstellen van de pandemie en veel landen de stimuleringspakketten van de overheid hebben afgebouwd, maar dat niet allemaal in dezelfde mate. Verschillen komen vaak voort uit een complex web van brandstofsubsidies en hulp aan armen over de hele wereld, maatregelen die zijn ingesteld om de inflatie of andere pandemie-gerelateerde effecten te bestrijden en die politiek moeilijk volledig kunnen worden teruggedraaid.

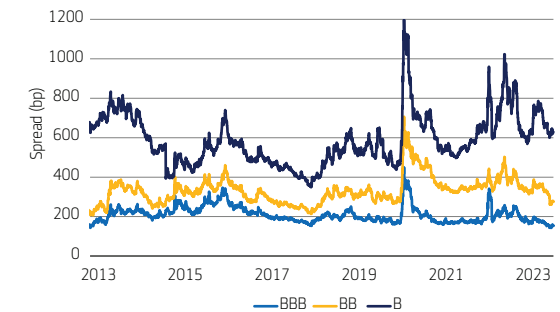
Over het algemeen hebben we een gunstige fundamentele achtergrond gezien voor staatsobligaties met een BB-rating en hoger door een positieve groeidynamiek, desinflatoire druk, een sterke vraag vanuit de VS en gerichte stimuleringsmaatregelen in China. De voortdurende strijd van de Amerikaanse Fed tegen inflatie zal impact hebben op de groei, en alleen de tijd zal leren of de lang voorspelde recessie in de VS daadwerkelijk in de nabije toekomst plaatsvindt, of later. De externe

posities van EM-grondstoffenproducenten zouden nog sterker moeten worden omdat de vraag naar grondstoffen en de prijzen voor de meeste goederen hoog blijven. De cyclische opleving voor opkomende economieën zou moeten aanhouden, zij het wat anders voor elk land, gestimuleerd door inhaalvraag en investeringen. Natuurlijk kan dit worden getemperd door een vertraging van de groei of zelfs een recessie in de ontwikkelde economieën. De groei van de EM-landen is over het algemeen nog steeds hoger dan die van de ontwikkelde landen, maar het verschil is kleiner geworden dan in voorgaande jaren, vooral toen de grondstoffenhausse plaatsvond. Het valt nog te bezien hoe sterk de groeimotoren nu zijn na de vele verstoringen van de recente pandemie. Daarnaast is het belangrijk om de vooruitgang op te merken op het gebied van "friend-shoring", of het dichterbij huis vestigen van productie. Dit kan veranderen waar industrie is geconcentreerd en industrie zal wereldwijd meer diversifiëren, waardoor de export van sommige landen afneemt (bijv. China, zoals hierboven besproken), terwijl de export van andere landen toeneemt (bijv. Mexico en andere Aziatische landen).

Schuld papier van opkomende markten is de afgelopen tien jaar een veel meer diverse beleggingscategorie geworden. Naast schuld papier van landen, is het aantal bedrijfsemittenten groter en meer uiteenlopend geworden.

Bij staatsobligaties is er een divergentie tussen de landen die zich economisch succesvol hebben ontwikkeld en de landen die nog steeds worstelen met de klassieke problemen van opkomende markten. Als gevolg daarvan is het verschil tussen landen met een goede rating en landen met een lagere rating aanzienlijk toegenomen, zoals de onderstaande figuur laat zien.

**Figuur 1: Emerging Market Spreads per rating**



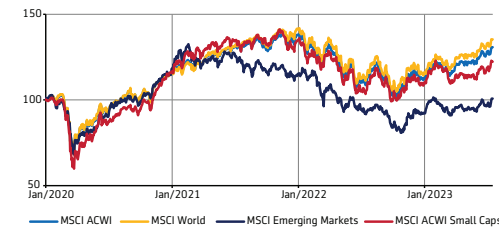
Bron: Aegon Asset Management, Bloomberg, augustus 2023.



# Beursgenoteerde aandelen

Na een slecht jaar voor aandelen in 2022 hebben aandelen zich sterk hersteld in 2023. Hoewel de inflatie afneemt en onder controle lijkt te zijn, zijn er zorgen over de impact van het beleid van centrale banken op de macro-economische situatie op de korte termijn. Tot nu toe zijn deze zorgen nog niet terug te zien in de aandelenkoersen, mede door ontwikkelingen op het gebied van kunstmatige intelligentie. De verschillen tussen sectoren en regio's zijn echter opnieuw groot. In de eerste helft van 2023 hebben groeiaandelen het weer beter gedaan dan waarde, en zijn opkomende markten achtergebleven bij ontwikkelde markten.

**Figuur 1: Herstel in 2023 ondanks macro-economische zorgen**



Bron: Aegon Asset Management, Bloomberg (augustus 2023). Rendementen zijn netto rendementen in USD en geïndexeerd tot 1-1-2020.

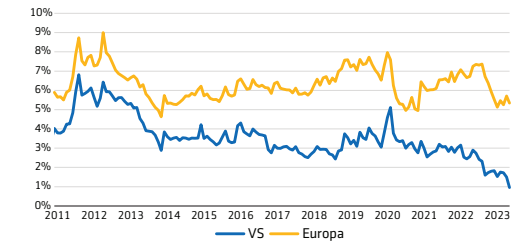
Een groot deel van de stijging van de aandelenkoersen in 2023 werd gedreven door sectoren zoals IT en duurzame consumptiegoederen, sectoren waar de komende jaren een grote winstgroei wordt verwacht, gevoed door een verwachte algemene adoptie van elektrische voertuigen

en kunstmatige intelligentie. Meer specifiek waren de top-10 aandelen in de S&P 500 in de eerste helft van 2023 volledig verantwoordelijk voor de winsten van de S&P 500. Dit is ook terug te zien in de huidige waardering van de S&P 500. Dit wordt ook weerspiegeld in de huidige waarderingen, waar het gat tussen de forward koers-winstverhouding van de top-10 en de overige aandelen in de S&P 500 historisch groot is. De markt lijkt in te zetten op een buitengewoon hoge winstgroei voor deze grote techbedrijven, gevoed door de toepassing van AI.

## Waarderingen optimistisch over groei

Een andere benadering van waarderingen is het vergelijken van de het verwachte winstrendement of forward earnings yield op aandelen met het rendement op staatsobligaties, ook wel bekend als de yield gap. Opvallend is dat de yield gap in de VS sinds 2022 sterk is afgenomen. Het rendement op aandelen is relatief stabiel gebleven, maar het rendement op Amerikaanse Treasuries is sterk gestegen. Daarom is de yield gap aanzienlijk kleiner geworden, zoals te zien is in de onderstaande figuur. Dit zou een teken kunnen zijn dat aandelen momenteel overgewaardeerd zijn ten opzichte van vastrentende waarden. Een krap rendementsverschil kan echter gerechtvaardigd zijn wanneer voor aandelen een buitengewone winstgroei wordt verwacht. Wij zijn echter van mening dat de huidige waarderingen van aandelen enigszins voorlopen op de verwachtingen en dat er te hoge verwachtingen zijn ten aanzien van de groeiverwachtingen voor de komende jaren.

**Figuur 2: Earnings yield van aandelen boven rente op staatsobligaties**



Bron: Aegon Asset Management, Bloomberg, augustus 2023

Als we naar regio's kijken, zien we dat opkomende markten de afgelopen jaren achterbleven bij ontwikkelde markten. Hoewel de economische groeivoorzichten van opkomende markten zijn gematigd - in lijn met ontwikkelde markten - zijn de waarderingniveaus historisch laag vergeleken met ontwikkelde markten. Op dit moment worden opkomende markten verhandeld tegen een discount van ongeveer 30% ten opzichte van ontwikkelde markten, gebaseerd op de 12-maands forward earnings multiple. Dit verschil kan niet alleen worden verklaard door fundamentele factoren en lijkt dus meer een risicopremie te zijn voor geopolitieke spanningen. Daarnaast hebben centrale banken in opkomende markten de rente in 2021 vervoegd verhoogd in een poging om de inflatiedruk te beheersen, in vergelijking met centrale banken in ontwikkelde markten. Ervan uitgaande dat de inflatie onder controle is, zou dit centrale banken in opkomende markten ruimte moeten bieden voor monetaire steun, wat op zijn beurt lokale economieën zou moeten ondersteunen.

De waarderingen in Europa zijn ook aantrekkelijker dan die in de VS. Dit kan deels worden verklaard door een andere sectorsamenstelling, waarbij de VS een groter gewicht heeft voor sectoren met hoge groei en Europa meer gewicht heeft voor sectoren met

lagere waarderingen, zoals financiële waarden en energie. Niettemin zijn Europese bedrijven, gecorrigeerd voor de sectorsamenstelling, gemiddeld goedkoper dan Amerikaanse bedrijven. Daarom zou Europa het beter moeten doen in een situatie waarin winstmultiples onder druk komen te staan, bijvoorbeeld als de verwachte recessie de wereldeconomie op korte termijn treft.

## Winstgroei

Winstgroei is een belangrijke aanjager van aandelenrendementen. Historisch gezien groeide de winst in reële termen met ongeveer 1 tot 1,5 %. In de afgelopen twee decennia is de winstgroei sterker geweest, vooral in de VS. Dit kan worden toegeschreven aan de opkomst van mega-cap IT-bedrijven, met zeer sterke marktposities.

De bedrijfswinsten, als percentage van het bbp, zijn ook gestegen. Economen zijn het niet eens over wat de precieze oorzaak is. Het zou veroorzaakt kunnen worden door deze sterkere marktposities, die large-cap IT-bedrijven hebben. Het zou ook kunnen dat de arbeidsmarkten relatief soepel waren, wat resulteerde in een gebrek aan macht van werknemers en dus een sterker prijsstellingsvermogen van kapitaalverschaffers.

Voor de toekomst verwachten we dat hogere arbeidskosten een negatief effect zullen hebben op de marges. We denken echter wel dat bestaande en nieuwe wereldwijde techbedrijven in staat zullen blijven om hun winsten uit te breiden. Arbeid maakt doorgaans een kleiner deel uit van de inputkosten in deze sector en de grote voordelen van wereldwijde schaal zullen ertoe leiden dat sommige bedrijven een aanhoudend sterk prijsstellingsvermogen zullen hebben.

## Vooruitzichten

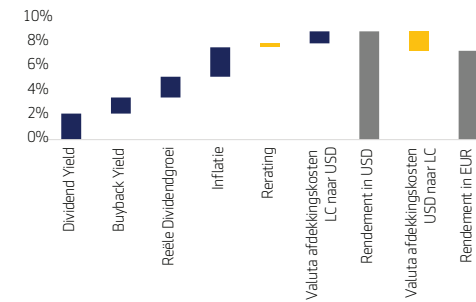
Voor ontwikkelde markten verwachten we de komende jaren een rendement van ongeveer 9% per jaar in US dollar termen. Onze rendementsveronderstelling is gebaseerd op factoren die het rendement op aandelen bepalen. Het dividendrendement en het (netto) rendement uit aandeleninkoopprogramma's (inkooprendement) zouden voor een relatief stabiel inkomen moeten zorgen. We verwachten een dividendrendement van ongeveer 2,1% en een terugkooprendement van ongeveer 1,3%.

Een belangrijke component van het langetermijnrendement op aandelen is winstgroei. Voor de komende jaren verwachten we dat de bedrijfswinsten aanvankelijk dalen als gevolg van een zwakker macro-economisch klimaat, en in de jaren daarna herstellen. Bedrijfswinsten zijn gevoelig voor economische schommelingen en daarom verwachten we dat ze het komende jaar zullen dalen. Tegelijkertijd zijn de economieën van ontwikkelde landen in nominale termen echter aanzienlijk groter dan vóór de pandemie. Dit komt door de hoge inflatie. Deze hoge nominale groei zal zich uiteindelijk vertalen in hogere bedrijfswinsten. We gaan daarom uit van een behoorlijke winstgroei. Dit vertaalt zich in een reële dividendgroei van 1,7% en een inflatie van 2,4%. Daarnaast verwachten we een marginaal positieve herwaarderingscomponent van ongeveer 0,3%.

Het afdekken van het rendement op aandelen naar de Amerikaanse dollar laat momenteel een klein positief voordeel zien, omdat de korte rente buiten de VS gemiddeld lager is dan de korte rente in de VS. Bij het afdekken van het rendement op aandelen naar de euro is er een negatief effect, omdat de eurorente op dit moment aanzienlijk lager is, maar we voorzien dat de spread de komende jaren krappert zal worden ten opzichte van de Amerikaanse rente. In eurotermen verwachten we een rendement op de ontwikkelde markten van ongeveer 7,3% per jaar.

## Figuur 3: Verwachte rendementen Wereld

Ontwikkelde Markten (Valuta afgedekt naar USD en EUR)  
Gemiddelde jaarlijkse rendementen tot 2027

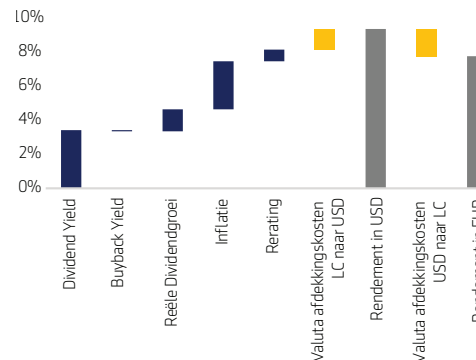


Bron: Aegon Asset Management, Bloomberg, augustus 2023. Hypothetisch voorbeeld ter illustratie.

Voor aandelen uit opkomende markten verwachten we een iets hoger rendement dan voor ontwikkelde markten. Het dividendrendement is met 3,4% hoger, deels door de gunstigere waarderingen. Verder is de verwachte nominale winstgroei hoger dan in ontwikkelde markten. We verwachten ook een positief effect van de herwaarderingscomponent. Het afdekken van aandelenrendementen heeft een negatief effect, omdat de korte rente in opkomende markten hoger is dan in de VS en Europa. In totaal verwachten we een rendement van ongeveer 9,4% per jaar in US dollar termen en bijna 8% in euro termen.

## Figuur 4: Verwachte rendementen EM

Opkomende Markten (Valuta afgedekt naar USD en EUR) Gemiddelde jaarlijkse rendementen tot 2027



Bron: Aegon Asset Management, Bloomberg, augustus 2023. Hypothetisch voorbeeld ter illustratie.





# Private Equity

**Private markten vormen een groot deel van de wereldeconomie, aangezien de meeste bedrijven privaat zijn. Private equity is de belangrijkste manier om hierin te investeren en is geleidelijk gegroeid tot USD 9 biljoen aan beheerd vermogen (AuM) aan het einde van 2022, volgens gegevensverstrekker Preqin. Door lage fusie- en overnameactiviteit bestaat een groter deel van het beheerd vermogen nu uit wel toegezegd maar nog niet geïnvesteerd kapitaal. We verwachten dat de private equity-markt de komende jaren aanzienlijk blijft groeien, deels door de snelle groei van speciale ESG- en impactfondsen. Hoewel private equity geen correctie in waarderingen heeft laten zien zoals de publieke markten, beginnen de hoge rentetarieven te wegen op de performance. Vooral groei-risicokapitaal is hier gevoelig voor. Niettemin blijft private equity een aantrekkelijke beleggingscategorie voor de lange termijn gezien het aantrekkelijke risico-rendementspotentieel.**

## Inflatie, recessie en rente

In 2022 bleef de MSCI World Index (-13%) achter bij de geldgewogen Preqin-index voor particuliere markten (-4%). Waarderingen van bedrijven houden stand omdat fondsbeheerders voorzichtig zijn geweest met het bijwerken van waarderingmultiples en door de aanhoudend sterke winstgevendheid van de meeste

bedrijven. Private bedrijven zijn over het algemeen goed gepositioneerd in tijden van hoge inflatie en recessie: ze zijn flexibeler om prijsstrategieën of hun bedrijfsmodel aan te passen en kunnen vaak snel kosten besparen en managementveranderingen doorvoeren. De gevolgen van de aanzienlijk hogere rente zijn om verschillende redenen ernstiger:

- Financiering voor bedrijfsinvesteringen is duurder, wat kan leiden tot uitgestelde of geannuleerde projecten;
- Het gebruik van vreemd vermogen om waarde te creëren (financial engineering) is minder aantrekkelijk geworden voor fondsbeheerders, hoewel de meeste fondsen het gebruik van vreemd vermogen bij overnames sinds de wereldwijde financiële crisis hebben teruggeschoefd en in plaats daarvan de nadruk leggen op operationele verbeteringen. Vooral grotere overnames zijn moeilijk te financieren;
- De Discounted Cash Flow-benadering om bedrijven te waarderen kan leiden tot lagere waarderingen gelet op de hogere discontovoeten die vooral groei-bedrijven treffen;
- Bedrijven met een hoge schuldenlast kunnen moeilijkheden ondervinden om hun schulden te herfinancieren, hoewel de financiering vaak voor meerdere jaren vastligt.

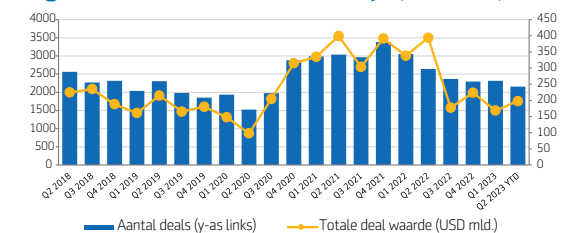
## Lage investerings- en uitstapactiviteit beïnvloedt liquiditeit

Sinds vorig jaar is de totale transactieactiviteit gedaald naar het langetermijngemiddelde, terwijl het aantal durfkapitaaldeals blijft dalen. Het is moeilijk geworden voor start-ups om kapitaal aan te trekken, met uitzondering van bedrijven in de opstartfase en bedrijven die zich bezighouden

met kunstmatige intelligentie. Als reden wordt de uittocht van 'toeristenkapitaal' opgegeven: investeerders die niet op durfkapitaal zijn gericht en die de markt voorheen aantrekkelijk vonden door de lage rentetarieven, hebben zich nu teruggetrokken. De mentaliteit is ook veranderd: vroeger was er een 'groei tegen elke prijs'-mentaliteit, nu ligt de focus op bedrijfsfundamentals en winstgevendheid.

De transactiepreizen vertonen een neerwaartse trend. Kopers en verkopers bewegen langzaam naar een nieuw prijsevenwicht. Fondsbeheerders houden een bedrijf langer vast voordat het te koop wordt aangeboden en de focus ligt op winstgevendheid in plaats van snelle expansie, wat resulteert in lagere waarderingen en langere (financiële) due diligence-processen. Ook hebben veel institutionele beleggers nog steeds een relatief hoge allocatie naar private equity. Dit kan leiden tot gedwongen verkopen op de secundaire markt waar zowel de activiteit als de NAV-cuts hoog zijn. We verwachten dat de transactiepreizen de komende jaren stabiliseren, wat M&A-transacties kan stimuleren. De druk van LP's om liquiditeit te genereren kan deze ontwikkeling versnellen, net als een verbeterd IPO-klimaat. In de tussentijd verwachten we dat GP's liquiditeit zullen genereren via alternatieve routes, zoals NAV-financiering en door GP's geleide transacties (pass-throughs, vervolgfondsen).

**Figuur 1: M&A activiteit wereldwijd (Q2 2023)**



Bron: Preqin, Aegon Asset Management

Het klimaat voor fondsenwerving begon halverwege 2022 te verzwakken en we verwachten dat het uitdagend blijft met langere fondsenwervingstijden en lagere target-formaten. Dit komt vooral doordat veel investeerders nog steeds een aanzienlijke private equity (over)allocatie hebben en daardoor minder ruimte voor nieuwe toezeggingen. De economische onzekerheid en de toegenomen aantrekkelijkheid van alternatieven zoals in waarde gedaalde aandelen en obligaties spelen ook een rol. Als gevolg hiervan committeren investeerders lagere bedragen aan nieuwe fondsen, kiezen ze ervoor om niet deel te nemen aan een fondsenwerving of moeten ze mogelijk zelfs participaties in fondsen (met korting) verkopen op de secundaire markt.

## Speciale impactfondsen nemen snel toe

Het aanbod van impactfondsen groeit snel. Deze fondsen leveren een duidelijke sociale en/of ecologische bijdrage naast een financieel rendement. Private ondernemingen zijn doorgaans geschikt om impact te maken: ze richten zich vaak op nieuwe, disruptieve technologieën, kunnen flexibel hun bedrijfsmodel veranderen en kunnen snel opschalen. Fondsbeheerders kunnen hun (vaak) meerderheidszeggenschap gebruiken om impact te genereren. Voorbeelden zijn de overstap naar hernieuwbare energie, vertical farming en het koolstofvrij maken van industriële processen. Het risico- en rendementspotentieel van impactfondsen is moeilijk vast te stellen gezien de beperkt beschikbare trackrecord. Hoewel impactfondsen minder bedrijven beschikbaar hebben omdat deze een duurzame invalshoek vereisen, zijn wij van mening dat hun risico--rendementspotentieel in lijn zou moeten zijn met het gemiddelde private equity fonds gezien de verwachte toekomstige rugwind. Aangezien de beschikbare impactfondsen aanzienlijk

verschillen in hun impactdoelstellingen, ervaring, strategie en meting, is de selectie van de best-in-class impactbeheerders essentieel.

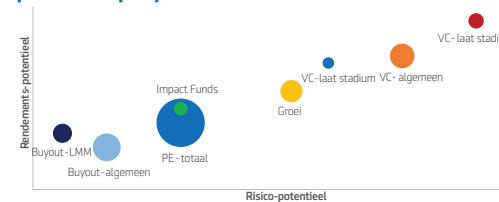
## Rendementsverwachtingen private equity

De vooruitzichten voor private equity voor het komende jaar zijn gematigd door de macro-economische omstandigheden, lage M&A-activiteit en bescheiden rendementen. Inflatie is minder een probleem, gezien het hoge prijszettingsvermogen van veel private ondernemingen. Vooral de hoge rente zal waarschijnlijk een negatief effect hebben op het rendement op zowel de korte als middellange termijn. Veel leningen lopen de komende jaren af, waarna ze geherfinancierd zullen moeten worden tegen vermoedelijk hogere niveaus. De moeilijkheid om gunstige financiering te krijgen houdt de investerings- en exitactiviteit op de korte termijn laag. Fondsbeheerders zullen echter geleidelijk wennen aan lagere transactieprijsen bij overnames, wat gunstig is voor nieuwe investeringen.

Figuur 2 hieronder laat zien hoe we verschillende subklassen van private equity positioneren in het risico-rendementspectrum. De grootte van de stip geeft het beheerd marktvermogen vanaf 2022 aan. Ondanks de effecten van de hoge rente begrijpen fondsbeheerders de complexiteit van private ondernemingen en hebben ze manieren om waarde toe te voegen over meerdere jaren. In plaats van leverage te gebruiken, richten managers zich meer op fusies en overnames om synergieën te benutten, de operationele efficiëntie te verhogen, uit te breiden naar nieuwe markten en producten, en ESG-initiatieven te ontplooiën. Voor de komende vier jaar verwachten we een rendement dat ongeveer gelijk is aan dat van beursgenoteerde aandelen. Dit zou 7% tot 8% zijn in euro en 8% tot 9% in US dollar. Dit is lager dan het

historische jaarlijkse rendement van 13% (VS) en 14% (ontwikkelde markten exclusief VS) over de afgelopen 25 jaar. In de toekomst vallen de rendementen echter waarschijnlijk lager uit als gevolg van de lage macro-economische prognoses en de hoge renteniveaus.

**Figuur 2: Rendements- en risicopotentieel van private-equity subklassen**



Bron: Preqin for AuM (dot size), Aegon Asset Management risico-rendementspotentieel

Historisch gezien bieden fondsen in de buy-out markt voor kleine tot middelgrote ondernemingen een aantrekkelijk risico-rendementsprofiel. Deze bedrijven (< USD 100 miljoen omzet) zijn doorgaans minder blootgesteld aan wereldwijde macro-economische risico's, hebben betere mogelijkheden om waarde te creëren en zijn flexibeler in het aanpassen van hun bedrijfsmodel of het verlagen van hun kosten. Ook hebben ze over het algemeen een lagere schuldenlast dan grotere buyout-bedrijven, waardoor ze beter bestand zijn tegen stijgende rentetarieven. Met de daling vorig jaar van de waarderingen van laat-stadiumdurfkapitaal, denken we dat deze subklasse binnenkort een aantrekkelijk instapmoment heeft.

Op de langere termijn blijft het risico-rendementsprofiel van private equity als beleggingscategorie aantrekkelijk, mede omdat het een belangrijke bijdrage kan leveren aan de bestrijding van huidige en toekomstige risico's (klimaatverandering, voedselproductie, vergrijzing) door middel van investeringen in technologische oplossingen. Fondsen die

hierop anticiperen zijn waarschijnlijk beter gepositioneerd voor hogere toekomstige rendementen, bijvoorbeeld VC-fondsen die investeren in robotica en kunstmatige intelligentie of impactfondsen die investeren in hernieuwbare energie en kunstmatig vlees. Toekomstige rendementen hangen echter grotendeels af van de managerselectie: het verschil tussen de best en slechtst presterende managers is groter in private equity (en zelfs nog meer in VC- en impactfondsen) dan in andere beleggingscategorieën, gezien de grote alfaspreiding. Selectie is een belangrijkere factor voor toekomstige rendementen dan timing, gezien het langetermijnkarakter.

<sup>1</sup> Cambridge indices beschikbaar op [cambridgeassociates.com/private-investment-benchmarks](https://cambridgeassociates.com/private-investment-benchmarks)



**Vastgoed heeft de afgelopen decennia geprofiteerd van sterke economische groei en een omgeving met lage rentetarieven. Dit veranderde vorig jaar door de sterke stijging van de inflatie. Centrale banken verhoogden hun beleidstarieven in hoog tempo en ook de lange rente volgde. Vastgoed is een kapitaalintensieve sector en lijdt daarom onder de stijging van de rente. Het moet echter gezegd worden dat de hefboomwerking binnen vastgoedfondsen vaak is verminderd in vergelijking met jaren geleden. Daardoor zou de sector in de toekomst minder last moeten hebben van hogere rentetarieven. Toch is er potentieel voor meer prijsherziening in de particuliere vastgoedmarkten, aangezien de huidige waarderingen nog steeds achterblijven bij de waarneembare waarderingen voor transactiepreizen. In de beursgenoteerde vastgoedmarkt heeft de terugval van deze markt al plaatsgevonden en veel bedrijven worden verhandeld tegen sterke kortingen op hun activawaarde.**

## Huidige staat van de markt

Over het algemeen is er in de meeste markten sprake van krappe leegstand en aanbod omstandigheden, met name in de sectoren industrieel/logistiek en woningen, waar de vraag van gebruikers stevig blijft. De Amerikaanse kantorenmarkten hebben de laatste tijd echter veel negatieve aandacht van de pers gekregen en hun fundamentals lijken relatief zwak in

vergelijking met die van Asia-Pacific en Europa, die beter in balans lijken.

De wereldwijde investeringsactiviteit in vastgoed blijft gematigd nu de markt zich blijft aanpassen aan de hogere rente. In het eerste kwartaal van 2023 daalde het wereldwijde transactievolume met 52% ten opzichte van een jaar eerder. Vooral de Europese verkoopvolumes werden getroffen. De reden voor deze daling van het transactievolume is de nog steeds bestaande kloof tussen de prijsverwachtingen van kopers en verkopers die transacties in de weg staat. Interessant is dat de winkelsector de trend van de andere sectoren heeft omgebogen met hogere investeringsactiviteit in alle regio's. De rendementen van commercieel vastgoed zijn aanzienlijk gestegen.

De rendementen van commercieel vastgoed zijn in de belangrijkste wereldwijde markten aanzienlijk gestegen. Deze herprijzing, die begon in de tweede helft van 2022, hield aan tot in 2023. Het tempo van de aanpassing nam echter iets af. Op meer dan 300 stedelijke markten wereldwijd stegen de rendementen en cap rates in 49% van de markten in het eerste kwartaal van 2023. In het grootste deel van de overige markten bleven de rendementen ongewijzigd. Er is dus nog steeds wijdverspreide opwaartse druk op de rendementen en rendementspercentages, vooral in die markten waar waarderingaanpassingen traag zijn geweest. Recentelijk zijn de obligatierendementen grotendeels op een hoog niveau gebleven, waardoor de marges ten opzichte van de heersende commerciële vastgoedrendementen in sommige gevallen negatief zijn, met name in het Verenigd Koninkrijk.

## Transactiepreizen

In reactie op de wereldwijd hogere rente zijn de transactiepreizen in het eerste kwartaal

van 2023 verder gedaald. Zowel Europa als de VS hebben een vergelijkbare jaarlijkse daling van respectievelijk 21% en 18% gekend. In beide regio's is de daling het grootst in de kantorensector, gevolgd door de meergezinswoningensector. In beide sectoren zijn de rendementen aanzienlijk gedaald vanaf lage niveaus als reactie op de hoge rente.

## Wereldwijde performance van particulier vastgoed

Het zal geen verrassing zijn dat de markten met verschillende snelheden zijn gecorrigeerd. Het Verenigd Koninkrijk ging voorop in de correctie geleid, zoals vaak het geval is tijdens een neergang. In de tweede helft van 2022 en het eerste kwartaal van 2023 daalden de kapitaalwaarden in het VK in totaal met 18%. De rest van Europa volgde, met een snellere correctie dan tijdens de wereldwijde financiële crisis (GFC). In Asia-Pacific zijn de kapitaalwaarden veel stabiel, aangezien Japan ongeveer een derde van de markt vertegenwoordigt. In Japan zijn de rentetarieven laag gehouden, waardoor de kapitaalwaarden daar niet onder dezelfde neerwaartse druk van stijgende rendementen zijn komen te staan als in andere markten.

## Particuliere fondsenwerving in vastgoed

Gelet op de huidige staat van de vastgoedmarkten is het niet verrassend dat de wereldwijde particuliere vastgoedfondsenwerving tot nu toe dramatisch is vertraagd. Volgens Preqin werd tot en met juni 2023 USD 71,4 miljard aan nieuw kapitaal aangetrokken, vergeleken met USD 183,1 miljard in 2022 en USD 217,2 miljard in 2021.

## Schuldmarkten voor commercieel vastgoed

Uit de meest recente gegevens van de Federal Reserve blijkt dat Amerikaanse banken hun normen voor commerciële vastgoedkredieten verder hebben aangescherpt. Dit was met name het geval voor ontwikkelingskredieten, waar ongeveer driekwart van de banken de normen aanscherpte, en ruim 60% voor niet-ontwikkelingskredieten. In termen van financieringskosten zijn de marges voor hypotheke in commercieel vastgoed relatief stabiel gebleven, waarbij de rentetarieven het grootste deel van de totale kosten voor leners vertegenwoordigen.

## Vooruitzichten niet-beursgenoteerd vastgoed

Wat betreft de middellange-termijnvooruitzichten voor vastgoed voorspellen we een totaalrendement van ongeveer 6% voor unlevered vastgoed van institutionele kwaliteit. In termen van regio's verwachten we dat de VS het beter zullen doen dan continentaal Europa en het Verenigd Koninkrijk. Dit lijkt op het eerste gezicht contra-intuïtief, aangezien de VS de markt is waar de recessie op korte termijn het meest waarschijnlijk is en waar de herwaardering van de kantorenmarkt naar verwachting het ernstigst zal zijn. We verwachten echter zeer sterke rendementen voor de logistieke en de residentiële sector, met een sterk herstel door kapitaalgroei zodra de prijsdalingen op korte termijn voorbij zijn. Deze twee sectoren zijn goed voor 60% van het gemiddelde in de VS, tegenover slechts 24% in Asia-Pacific en 36% in Europa. Dit betekent dat hoewel de Amerikaanse kantorensector de sector is waar verreweg de grootste piek-tot-dal aanpassing van de kapitaalwaarde op de middellange termijn te verwachten is, de negatieve invloed op

de totale vastgoedprognose in de VS beperkter is. We verwachten dat het rendement in Asia-Pacific achter zal blijven bij dat in Europa en het Verenigd Koninkrijk, gezien de omvang van de laagrenderende Japanse markt.

## Vooruitzichten beursgenoteerd vastgoed

Op basis van de boekhoudkundige rendementen van beursgenoteerd vastgoed, voornamelijk de respectievelijke vastgoedportefeuillerendementen na de impact van de verkoop-, algemene en administratieve kosten en de hefboomwerking, zou de VS ook als een van de sterkere beursgenoteerde vastgoedmarkten naar voren komen. De allocatie aan kantoren is eveneens beperkt tot 8%, terwijl de industriële sector (17%) maar ook de blootstelling aan speciale sectoren (o.a. datacenters en self-storage) in de loop der jaren is gegroeid tot respectievelijk 17% en 35% (wat een vergelijkbaar defensief sectorprofiel oplevert als bij niet-beursgenoteerd vastgoed). Wij verwachten dat de gemiddelde winstgroei in Azië slechts bescheiden positief zal zijn door de blootstelling aan woningbouw en een groter aandeel kantoren. Ondertussen verwachten we dat winsten meer hinder zullen ondervinden van toekomstige schuldfinanciering in continentaal Europa, vanwege een lagere gemiddelde rentedekkingsratio in deze regio.

In tegenstelling tot de niet-beursgenoteerde sector is de prijs van de beursgenoteerde sector niet gebaseerd op de onderliggende boekhoudkundige NAV, maar wordt deze vrij verhandeld op de financiële markten. Als gevolg daarvan weerspiegelt de prijsstelling verschillende verwachtingen, waaronder vastgoedtrends, macro-ontwikkelingen, financiële en potentiële liquiditeitsgebeurtenissen, enz. Na een duidelijk negatieve aandelenkoersontwikkeling in het

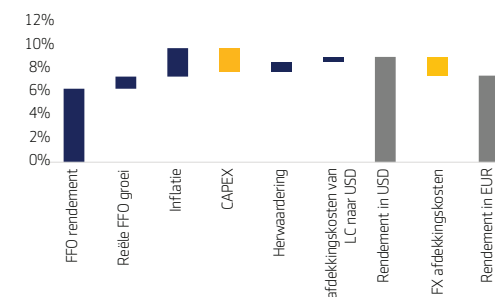
VK en continentaal Europa ten opzichte van de VS in de afgelopen 12 maanden, handelen de eerstgenoemde twee markten nu tegen een aanzienlijk grotere korting ten opzichte van de onderliggende vastgoedwaarden. Een mogelijke prijsherziening zou dus voor extra stijgingen kunnen zorgen in continentaal Europa, het VK en bepaalde Aziatische markten.

Wij zijn ook gematigd optimistisch over de beursgenoteerde sector, omdat de huidige discount beleggers toegang biedt tot kwaliteitsvastgoed tegen een fatsoenlijke prijs. De vraag, ook al neemt deze af, richt zich op de betere kwaliteitsactiva, waarbij veel REIT's zich richten op de kernactiviteiten. Ondertussen is het kwaliteitsaanbod beperkt door een gebrek aan nieuwe ontwikkelingsprojecten, omdat de hogere kapitaalkosten en bouwkosten op de marges van ontwikkelaars drukken. Omdat de omzet relatief veerkrachtig is, zal herfinanciering waarschijnlijk wegen op de winstgroei. Herfinanciering zal echter geleidelijk plaatsvinden, aangezien de meeste beursgenoteerde bedrijven hun schulden hebben afgelost en CFO's zich na de GFC in 2008 meer bewust zijn geworden van de risico's. Als de rente langer hoger blijft, kan dit nog steeds betekenen dat we een langere prijsdoorbraak zien. We geloven echter wel dat er meer nadruk zal worden gelegd op de kwaliteit van de portefeuille en de veerkracht van de winst, aangezien schuldkwesaties goed worden signaleerd en geabsorbeerd door de markt.

Wij denken dat binnen de categorie vastgoedschuld, de openbare schuld van beursgenoteerde REIT's mogelijk te veel is afgestraft op basis van sentiment. Aangezien de beursgenoteerde sector eigen vermogen kan aantrekken, zelfs tegen een korting, verwachten we dat het aantal wanbetalingen (zoals in de Global Financial Crisis) beperkt zal blijven. We hebben al gezien dat REIT's, die qua risico een

middenpositie innemen, aandelen uitgeven om hun balans te versterken.

**Figuur 1: Verwachte rendementen beursgenoteerd vastgoed**



Bron: Vooruitzichten van Aegon Asset Management. Enkel ter illustratie. Zie toelichting voor aanvullende informatie

## Sectoren

Wat sectoren betreft, lijken de logistieke en residentiële markten een goede waarde te bieden vanwege de herprijzing van deze sectoren. Dit betekent dat deze sectoren naar verwachting rendementen zullen genereren die hoger zijn dan hun vereiste rendement. In wezen krijgen deze sectoren structurele steun van respectievelijk e-commerce en demografie.

De meeste kantorenmarkten zien er nog steeds duur uit, ondanks de herprijzing van deze sector. De meeste winkelmarkten zien er nog steeds slecht uit, vooral winkelcentra in de VS en het VK.



# Disclosures

**Dit materiaal wordt verstrekt door Aegon Asset Management (Aegon AM) als algemene informatie en is uitsluitend bedoeld voor institutionele, gekwalificeerde en professionele beleggers, evenals professionele klanten (zoals gedefinieerd door lokale wet- en regelgeving) en andere stakeholders van Aegon AM.**

Dit document is uitsluitend bedoeld voor informatieve doeleinden in verband met de marketing van en advertentie voor producten en diensten, en is geen beleggingsresearch, advies of aanbeveling. Het vormt geen aanbod om een belegging te verkopen of een verzoek om een belegging te kopen en er mogen geen producten of diensten worden aangeboden aan personen in rechtsgebieden waar dit onwettig of niet toegestaan is. Eventuele meningen, schattingen of prognoses zijn de huidige standpunten van de auteur(s) op het moment van publicatie en kunnen zonder voorafgaande kennisgeving worden gewijzigd. De research die in dit document is verwerkt, kan al dan niet zijn gebruikt voor of consistent zijn met alle beleggingsstrategieën van Aegon AM. Verwijzingen naar effecten, beleggingscategorieën en financiële markten zijn uitsluitend opgenomen ter illustratie en mogen niet worden gebruikt als hulpmiddel of informatie bij het nemen van beleggingsbeslissingen. De informatie is niet opgesteld in overeenstemming met wettelijke vereisten ter bevordering van de onafhankelijkheid van beleggingsonderzoek en kan voor eigen doeleinden zijn gebruikt door Aegon AM en medewerkers van Aegon AM.

De informatie in dit materiaal houdt geen rekening met de beleggingsdoelstellingen, specifieke behoeften of financiële situatie van beleggers. Het mag niet worden beschouwd als een alomvattende verklaring over welke aangelegenheid dan ook en er mag niet als zodanig op worden vertrouwd. Niets in dit materiaal vormt beleggings-, juridisch, boekhoudkundig of fiscaal advies, of een verklaring dat een belegging of strategie geschikt of passend is voor een bepaalde belegger. Het vertrouwen op informatie in dit materiaal is uitsluitend ter beoordeling van de ontvanger. Beleggers dienen hun beleggingsdeskundige te raadplegen alvorens een beleggingsbeslissing te nemen. Aegon AM heeft geen enkele expliciete of impliciete verplichting om de hierin opgenomen informatie te actualiseren. Aegon AM noch aan haar gelieerde entiteiten verplichten zich tot het verstrekken van onpartijdig beleggingsadvies of geven advies in een fiduciaire hoedanigheid in het kader van toepasselijke wet- of regelgeving van de Amerikaanse federale overheid. Door deze communicatie te ontvangen, gaat u akkoord met het hierboven beschreven doel.

Hypothetische voorspellingen dienen alleen ter illustratie. Hypothetische of gesimuleerde voorbeelden hebben verschillende inherente beperkingen en zijn over het algemeen opgesteld met het voordeel van kennis achteraf. Er zijn vaak scherpe verschillen tussen gesimuleerde resultaten en werkelijke resultaten. Daarnaast zijn er tal van factoren met betrekking tot de markten in het algemeen of de implementatie van een specifieke beleggingsstrategie waarmee niet volledig rekening kan worden gehouden bij het opstellen van gesimuleerde resultaten, maar die wel allemaal een negatieve invloed kunnen hebben op de werkelijke resultaten.

Het verwachte rendement is een schatting van wat beleggingen gemiddeld kunnen opleveren over de aangegeven periode en is geen voorspelling of projectie van toekomstige resultaten. De werkelijke rendementen kunnen hoger of lager zijn dan de getoonde rendementen en kunnen aanzienlijk variëren over kortere perioden. Verschillende tijdsperioden zullen verschillende resultaten opleveren en er is geen garantie dat de getoonde resultaten zullen worden gerealiseerd.

In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Alle beleggingen bevatten risico's en kunnen waarde verliezen. Verantwoord beleggen is van nature kwalitatief en subjectief, en er is geen garantie dat de criteria die een bedrijf van Aegon Asset Management hanteert, of het oordeel dat het velt, de overtuigingen of waarden van een bepaalde belegger weerspiegelen. Normen voor verantwoord beleggen verschillen per regio. Er is geen garantie dat de toegepaste strategie en technieken voor verantwoord beleggen succesvol zullen zijn. Beleggers dienen hun beleggingsdeskundige te raadplegen voordat zij een beleggingsbeslissing nemen.

Beleggen in buitenlandse en/of in het buitenland gedomicilieerde effecten kan een verhoogd risico met zich meebrengen door valutaschommelingen en economische en politieke risico's, die kunnen toenemen in opkomende markten.

Beleggingen in high yield obligaties kunnen onderhevig zijn aan grotere volatiliteit dan vastrentende alternatieven, inclusief verlies van hoofdsom en rente, als gevolg van de hogere kans op wanbetaling. De waarde van deze effecten kan ook dalen als de rente stijgt. Bankleningen zijn vaak minder liquide dan andere soorten schuldinstrumenten en algemene markt- en financiële omstandigheden kunnen van invloed zijn op de vervroegde aflossing van bankleningen en dergelijke vervroegde aflossingen kunnen niet nauwkeurig worden voorspeld. Er is geen garantie dat de liquidatie van enig onderpand van een gedekte banklening zou voldoen aan de verplichting van de lener of dat dergelijk onderpand zou kunnen worden geliquideerd indien nodig.

Gestructureerde financiële activa (zoals ABS, RMBS, CMBS en CLO's) zijn complexe instrumenten en zijn mogelijk niet geschikt voor alle beleggers. De activa kunnen blootstaan aan risico's zoals rente-, krediet-, liquiditeits-, emittent-, beheerder-, onderliggend onderpand-, vooruitbetalings-, verlengings- en wanbetalingsrisico. Beleggers ontvangen doorgaans zowel rente- als hoofdsombetalingen voor een effect, en deze vervroegde aflossingen kunnen de ontvangen rente verlagen en de levensduur van het effect verkorten. Hoewel sommige soorten gestructureerde financiële effecten over het algemeen worden ondersteund door een vorm van overheidsgarantie of particuliere garantie, is er geen garantie dat garantieverstrekking hun verplichtingen zullen nakomen.

Aandelen kunnen in waarde dalen als gevolg van reële of vermeende algemene markt-, economische of sectoromstandigheden.

De kredietkwaliteit van een effect of groep effecten biedt geen garantie voor de stabiliteit of veiligheid van de totale portefeuille. Diversificatie garandeert geen winst, noch een garantie tegen verlies.

Dit document bevat 'toekomstgerichte uitspraken' die zijn gebaseerd op de overtuigingen van Aegon AM en op een aantal aannames over toekomstige gebeurtenissen, gebaseerd op informatie die op dit moment beschikbaar is. Deze uitspraken gaan gepaard met bepaalde risico's, onzekerheden en aannames die moeilijk te voorspellen zijn. Daardoor kunnen dergelijke uitspraken geen garantie bieden voor toekomstige resultaten en kunnen de werkelijke uitkomsten en rendementen aanzienlijk afwijken van de hierin opgenomen uitspraken.

De volgende geaffilieerde ondernemingen van Aegon worden in dit document gezamenlijk aangeduid als Aegon Asset Management: Aegon USA Investment Management, LLC (Aegon AM US), Aegon USA Realty Advisors, LLC (Aegon RA), Aegon Asset Management UK plc (Aegon AM UK), en Aegon Investment Management B.V. (Aegon AM NL). Elk van deze Aegon Asset Management-entiteiten is een volledige dochteronderneming van Aegon Ltd. Daarnaast kan Aegon Private Fund Management (Shanghai) Co, Ltd., een dochteronderneming in gedeeltelijk eigendom, ook bepaalde bedrijfsactiviteiten uitvoeren onder de merknaam Aegon Asset Management.

Aegon AM UK is geautoriseerd en staat onder toezicht van de Financial Conduct Authority (FRN: 144267) en is daarnaast geregistreerd beleggingsadviseur bij de Securities and Exchange Commission (SEC) in de Verenigde Staten. Aegon AM US en Aegon RA zijn beide US SEC geregistreerde beleggingsadviseurs. Aegon AM NL staat bij de Autoriteit Financiële Markten geregistreerd als fondsbeheerder met een vergunning van 30 Disclosures en mag op basis van haar fondsbeheervergunning in bepaalde jurisdicties ook individueel portefeuillebeheer en adviesdiensten aanbieden. Aegon AM NL heeft ook een deelnemingsovereenkomst gesloten met Aegon AM US. Aegon Private Fund Management (Shanghai) Co, Ltd staat onder toezicht van de China Securities Regulatory Commission (CSRC) en de Asset Management Association of China (AMAC), uitsluitend voor gekwalificeerde beleggers.

©2023 Aegon Asset Management of gelieerde ondernemingen. Alle rechten voorbehouden.

Adtrax code: 6018058.1. | Exp Date: 1 December 2024