

Alleen voor professionele beleggers

A wide-angle photograph of the Chicago skyline at sunset. The sky is a mix of light blue and orange, with soft clouds. The city's skyscrapers are silhouetted against the bright horizon, with their lights beginning to glow. The buildings are reflected in the calm water of Lake Michigan. In the foreground, a dark, curved concrete pier or breakwater extends from the bottom right towards the center, creating a sense of depth and framing the view of the city.

Investment Outlook 2026 Balanceren op Grote Hoogten

Augustus 2025

Inhoudsopgave

Introductie	3
Economische vooruitzichten	5
Financiële Markten en Capital Market Assumptions	16

Introductie



Paul Niven

Head of
Multi-Asset
Solutions
(EMEA)

Investment Outlook 2026

Met genoegen presenteer ik u onze Investment Outlook 2026. Dit document geeft ons perspectief op de wereldeconomie en de financiële markten en bevat onze visie op veel van de beleggingsthema's die waarschijnlijk van belang zijn in de komende maanden en jaren. Daarnaast hebben wij onze "Capital Market Assumptions" geactualiseerd, met betrekking tot de verwachte rendementen en volatiliteiten voor 22 beleggingscategorieën.

2025 heeft een aantal belangrijke ontwikkelingen gekend, met het onvoorspelbare en inconsistente beleid van president Trump, in combinatie met militaire acties in het Midden-Oosten, die voor aanzienlijke volatiliteit op de financiële markten hebben gezorgd. Ondanks deze ontwikkelingen en dankzij wat meer duidelijkheid over het tariefbeleid en de bijbehorende gevolgen, blijven de economische fundamenteën redelijk sterk. Hoewel sprake is van een omgeving waarin de Amerikaanse inflatie naar verwachting boven de doelstelling blijft, wordt verwacht dat de Fed-rentes tegen eind 2026 met maximaal 1% zullen worden verlaagd, terwijl de Europese Centrale Bank (ECB) ruimte heeft voor één nieuwe renteverlaging.

Wat betreft beleggingsthema's is een belangrijk onderwerp het mogelijke einde van het Amerikaanse 'exceptionalisme'. Na ruim tien jaar van hogere rendementen op Amerikaanse activa zijn er voorzichtige tekenen van afnemende interesse onder beleggers. De Amerikaanse dollar is sterk verzwakt en wij zien ruimte voor verdere dalingen. Het gewicht van Amerikaanse aandelen in wereldwijde marktindices bereikt recordhoogtes. Strategisch gezien verwachten wij een verbreding van de aandelenrendementen, maar we blijven rekening houden met de sterke concurrentiepositie van toonaangevende Amerikaanse bedrijven in sectoren met hoge groeivoorzichten.

Tegelijkertijd hebben Europese aandelen dit jaar een goede start gemaakt en het wegnemen van de 'schuldenrem' in Duitsland, samen met wijdverbreide plannen om de overheidsuitgaven voor defensie en infrastructuur te verhogen, zou de eurozone de komende jaren een gunstiger groeiklimaat kunnen bieden. Een stijgende schuldenlast kan echter uitdagingen opleveren voor de obligatiemarkt, die tot nu toe relatief optimistisch is gebleven, vanwege de recordniveaus van overheidsleningen.

Ook Chinese beleidsmakers hernieuwen hun focus op groei en er zijn enkele bemoedigende tekenen van een stabiliserende huizenmarkt en toenemende stimuleringsmaatregelen van de autoriteiten. Ook de toepassing van technologische vooruitgang en kunstmatige intelligentie (AI) spelen een rol. Industrieën zullen door AI worden getransformeerd, wat mogelijk de productiviteit, kapitaalwinst en de algehele economische groei verhoogt.

Commodities en met name catastrofe-obligaties blijven dit jaar goed scoren in ons "Capital Market Assumptions (CMA)-model". De krappe spreads op de markt voor bedrijfsobligaties hebben de verwachte rendementen verlaagd en er is, qua verwachte rendementen, weinig verschil meer tussen kredietwaardige bedrijfsobligaties en staatsobligaties. Hogere rendementen worden verwacht van risicovollere obligaties, zoals high yield, maar betere rendementen worden nog steeds verwacht van aandelen. Binnen de aandelenmarkten suggereren de hoge waarderingen in ontwikkelde markten, met name in de VS, dat de aandacht mogelijk verschuift naar opkomende markten, die het voordeel hebben van lagere waarderingen en die het grootste deel van het afgelopen decennium, of zelfs langer, uit de gratie zijn geraakt bij beleggers.

De vooruitzichten zijn, zoals altijd, onzeker en de waarderingen op de aandelenmarkten en de credit spreads zijn historisch gezien hoog. Hoewel we ons bewust zijn van de risico's, zijn we enthousiast over de kansen voor beleggers. AI stelt beleidsmakers, bedrijven en particulieren voor enorme uitdagingen, maar zou ook moeten leiden tot zinvolle productiviteitsverbeteringen, waarbij de adoptie van nieuwe technologieën waarschijnlijk sneller zal verlopen dan tot nu toe het geval was.

Onze focus blijft op het helpen van onze cliënten bij het navigeren van zowel de risico's als kansen die zich in de komende jaren zullen voordoen.

Economische vooruitzichten



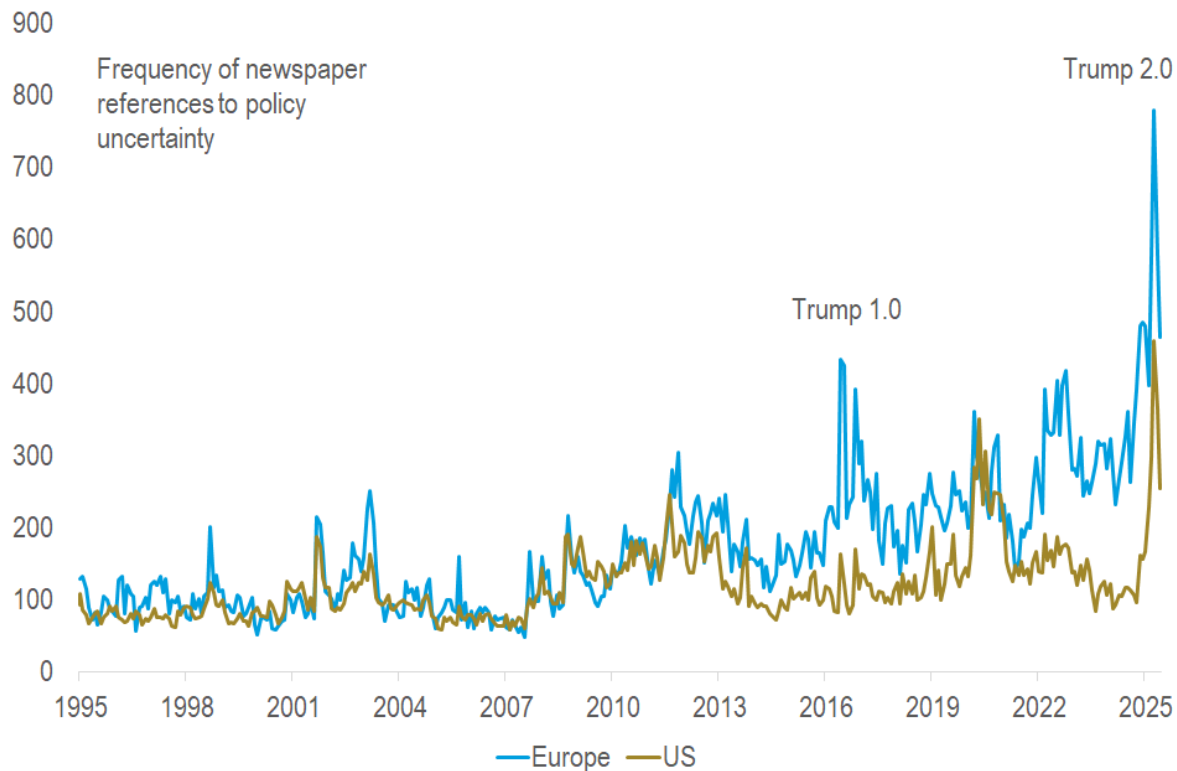
Anthony Willis
Senior
Economist

“Everything, everywhere, all at once”

2025 is tot nu toe een bijzonder onzekere periode geweest voor de financiële markten, gedreven door bredere onzekerheid in politiek, economie en geopolitiek. De belangrijkste bron van deze onzekerheid is de Amerikaanse regering onder president Trump. Financiële markten hoopten of verwachtten een herhaling van de eerste ambtstermijn van Trump, die ondanks aanhoudende handelsspanningen met China marktvriendelijke resultaten opleverde met zowel deregulering als aanzienlijke belastingverlagingen die het sentiment stimuleerden. Sinds zijn inauguratie in januari heeft Trump echter zowel economische als politieke zorgen aangewakkerd, met verhoogde onzekerheid over het handelsbeleid en de zogenaamde ‘reciprocal’ importtarieven die aanzienlijke marktvolatiliteit veroorzaken voor aandelen, obligaties en valuta's.

De geopolitieke achtergrond is al even turbulent, met aanhoudende spanningen in het Midden-Oosten, met als hoogtepunt Israël, vervolgens de aanval van de VS op Iran, gevolgd door een snelle de-escalatie. Ondertussen duurt het conflict tussen Rusland en Oekraïne voort. Trump heeft ook vraagtekens gezet bij de ‘trans-Atlantische alliantie’ met berichten die het vertrouwen in de VS als waarborg voor de westerse veiligheid hebben ondermijnd, wat heeft geleid tot een fundamentele verschuiving in het denken over de verdediging van Europa, en de noodzaak van hogere defensie-uitgaven. Wij hebben een bijna overweldigende nieuwsstroom uit het Witte Huis gezien, hoewel de financiële markten zijn begonnen met het wegfilteren van veel van de ‘ruis’ op basis van de uitgestelde tarieven in april, toen een dramatische verkoop van aandelen en staatsobligaties de regering-Trump teruggedreef van een aantal van hun extremere tarieven. De ervaring op de financiële markten, gebaseerd op de veronderstelling dat we de ergste tariefdreigingen hebben gezien en pragmatisme de overhand zal krijgen, was indrukwekkend, maar zorgt voor slechts beperkt opwaarts potentieel voor aandelen gezien de onzekere vooruitzichten en mogelijk een zwakkere economische groei.

Economische beleidsonzekerheid indices ("Economic policy uncertainty" indices)



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, Baker Bloom Davis, juni 2025

Geopolitiek – een wereld in transitie

Geopolitieke zorgen en onzekerheid vormen een altijd aanwezig risico voor de financiële markten en de wereldeconomie, maar het lijkt erop dat we ons op een keerpunt in de internationale orde bevinden. De oorspronkelijke economische supermacht, de VS, blijft proberen de opkomst van China als concurrent te vertragen, terwijl de dreiging van Rusland zwaar weegt op Europa, en in het bijzonder Oekraïne natuurlijk, maar met de hoop dat de oorlog zou eindigen onder druk van de VS op Rusland en Oekraïne om een vredesakkoord te bereiken, wat tot nu toe zeer ver van het doel bleek te zijn. De spanningen in het Midden-Oosten zijn de laatste tijd opgelaaide en voor de financiële markten waren ze het meest zichtbaar in de volatiliteit van de olieprijs. Financiële markten zijn over het algemeen redelijk bedreven in het inschatten van geopolitieke risico's. Het herstel is meestal snel, op voorwaarde dat de fundamentele niet zijn veranderd, en dit is tot nu toe in 2025 opnieuw bewezen. Als we naar de komende twaalf maanden kijken, worden we geconfronteerd met een steeds meer gefragmenteerde wereld, met een gepolariseerde politiek en landen die hun defensie-uitgaven willen opvoeren. Een onstabiele wereldorde zal nog enige tijd het decor vormen.

Europa, een hoek om

Tegen een onzekere politieke achtergrond en onzekerheid over de toezegging van de VS om de westerse bondgenoten te verdedigen, zelfs in het kader van het NAVO-bondgenootschap, is er een duidelijke verschuiving opgetreden in het gedrag van Europese politici en de Europese Unie in de richting van hogere defensie-uitgaven. Nergens is dit duidelijker dan in Duitsland, waar de nieuwe regering onder Friedrich Merz een aanzienlijke verhoging van de defensie-uitgaven heeft aangekondigd. Met als gevolg het loslaten van de 'schuldenrem', die de Duitse overheidsuitgaven, en daarmee de Duitse economie, sinds de financiële crisis van 2008/09 heeft afgeremd. Het lossere fiscale regime in Duitsland strekt zich uit van defensie-uitgaven naar fiscale stimuleringsmaatregelen via infrastructuuruitgaven via een tienjarenplan, waar een groot deel van de stimuleringsmaatregelen wordt 'vervroegd' om de economie aan te jagen. Een sterker Duitsland betekent een sterker Europa, en de toezeggingen van de meeste (maar niet alle) Europese landen om tegen 2035 5% van het BBP aan defensie te besteden, impliceren een positief economisch multipliereffect in de toekomst. De belangrijkste vraag voor de financiële markten en de voortzetting van de recente sterkere prestaties van Europese aandelen ten opzichte van hun Amerikaanse aandelen is of deze sterkere economische vooruitzichten zich kunnen vertalen in hogere winsten.

Defensie-uitgaven EU-landen, 2014 versus 2024

[De NAVO-verbintenis was 2% van het bbp, de nieuwe verbintenis is 3,5% + 1,5% van het bbp]

	%BBP 2014	%BBP 2024	EURO miljard 2024
Polen	1.9	4.1	24.80
Estland	1.9	3.4	0.90
Letland	0.9	3.1	0.90
Griekenland	2.2	3.1	6.30
Litouwen	0.9	2.8	1.40
Finland	1.5	2.4	5.70
Denemarken	1.1	2.4	8.20
Roemenië	1.3	2.3	5.10
Bulgarije	1.7	2.2	1.30
Zweden	1.1	2.1	11.70
Duitsland	1.2	2.1	71.10
Hongarije	0.9	2.1	3.10
Tsjechië	0.9	2.1	4.20
Frankrijk	1.8	2.1	51.00
Nederland	1.2	2	17.10
Kroatië	1.8	1.8	1.10
Portugal	1.3	1.5	3.40
Italië	1.1	1.5	27.60
België	1	1.3	6.40
Luxemburg	0.4	1.3	0.60
Slovenië	1	1.3	0.70
Spanje	0.9	1.3	16.40

Bron: Columbia Threadneedle Investments, NAVO

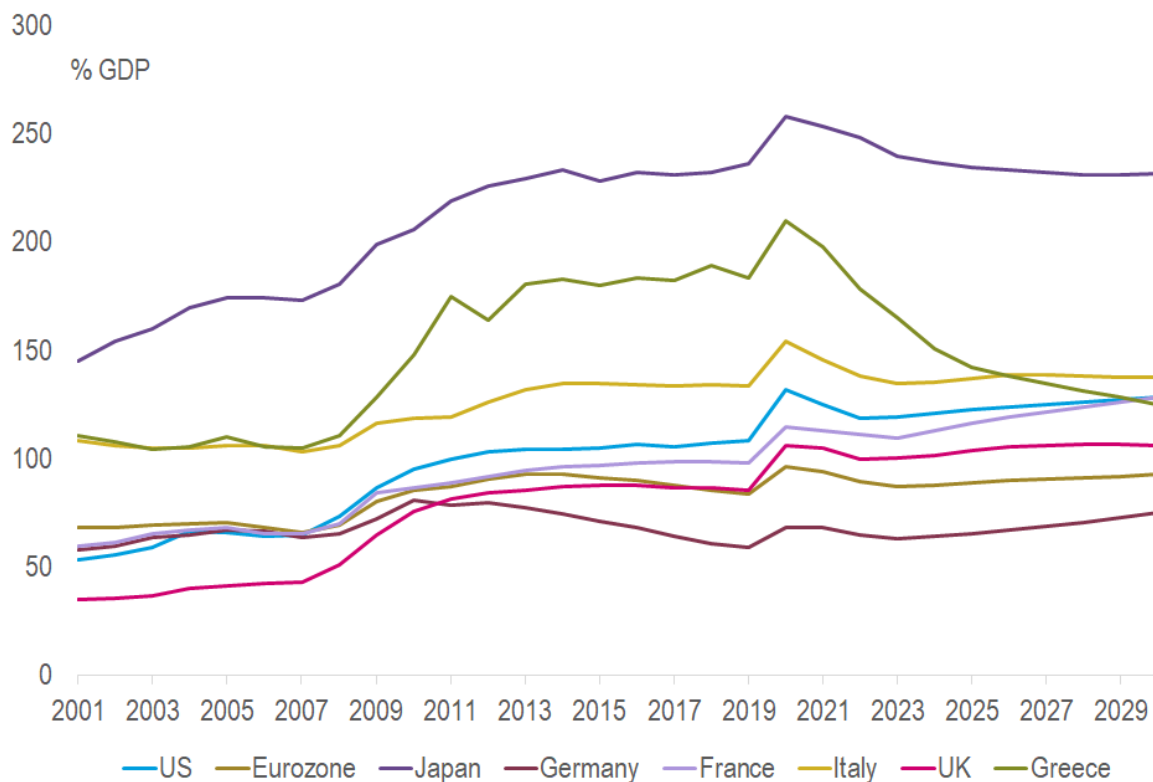
Hoe te betalen voor defensie?

Regeringen over de hele wereld staan voor grote uitdagingen bij het omgaan met steeds groter wordende uitgavenverplichtingen zonder hun politieke steun op het spel te zetten door belastingen te verhogen om deze verplichtingen te kunnen betalen. Nu de rentetarieven ‘genormaliseerd’ zijn na jarenlang nihil te zijn geweest, zijn de kosten van het aflossen en herfinancieren van schulden voor overheden een probleem op zich geworden, waarbij schuldbetalingen een steeds groter deel van de totale uitgaven uitmaken. De obligatiemarkten hebben de afgelopen tijd een aantal keren hun spierballen laten zien, waardoor een regering in het Verenigd Koninkrijk (VK) in 2022 ten val werd gebracht en in het voorjaar van dit jaar een verschuiving in het Amerikaanse importtarievenbeleid werd veroorzaakt. Nu de defensie-uitgaven in de toekomst veel hoger zullen zijn dan eerder werd verwacht, neemt de druk op de overheidsbegrotingen nog verder toe. Wij hebben al gezien dat de Europese Unie pragmatistisch is om hogere defensie-uitgaven mogelijk te maken. Maar het is de vraag of de obligatiemarkten zo vergevingsgezind zijn. Overheden, met name die bekend staan om hun fiscale incompetentie of spilzucht, zullen voorzichtig moeten navigeren om de obligatiemarkten te vriend te houden.

Zullen de obligatiemarkten terugdeinzen voor de tekorten van de Amerikaanse overheid?

Het lijkt onwaarschijnlijk dat fiscale terughoudendheid zal komen van de Republikeinse partij of de huidige regering, dus zal de obligatiemarkt eindelijk “genoeg” schreeuwen en Donald Trump een ‘Liz Truss-moment’ geven? De ‘Big Beautiful Bill’ die door het Congres is aangenomen, zal de komende tien jaar nog eens \$ 3,3 biljoen aan de staatsschuld toevoegen. De verhoging van het schuldenplafond met \$ 5 biljoen komt overeen met 2½ jaar uitgaven. Amerikaanse staatsobligaties hebben nog steeds de luxe om te worden gezien als het ultieme risicovrije instrument (als je ervan uitgaat dat de Amerikaanse overheid niet in gebreke zal blijven), terwijl de Amerikaanse dollar de reservevaluta van de wereld blijft. Dit zou moeten betekenen dat er altijd een aanzienlijke vraag is naar Amerikaans schuld papier. Maar het lijkt waarschijnlijk dat beleggers hogere vergoedingen willen voor het bezitten van die schuld. De prijsvorming van Amerikaanse staatsobligaties zal plaatsvinden tegen de achtergrond van het risico van hogere inflatie en een vertragende economie dankzij de importtarieven, waarbij de Amerikaanse Federal Reserve (Fed) zich meer zorgen maakt over de inflatiekant van haar mandaat dan over de werkgelegenheid. Wij hebben in het verleden gezien dat de Fed zich terdege bewust is van eventuele spanningen op de obligatiemarkten en indien nodig zal ingrijpen, zodat een obligatiecrisis geen financiële crisis wordt. Maar de lat voor interventie ligt hoog, en daaronder zien we misschien wel enige volatiliteit. Rentes die in de loop van de tijd langzaam stijgen, zijn veel gemakkelijker te verteren dan een plotselinge piek, maar de nieuwsachtergrond leent zich voor snelle veranderingen in het marktsentiment. De VS waren misschien het meest in het nieuws gezien de omvang van hun begrotingstekort, maar dit is een probleem in veel westerse economieën, geconfronteerd met een delicaat evenwicht van hogere uitgavenlasten, niet geholpen door demografische trends en hogere defensie-uitgaven en de wens om de economische groei te stimuleren, maar zonder de noodzaak om de belastingen aanzienlijk te verhogen.

Bruto overheidsschuld % van het BBP (IMF, 2025-2030 is voorspelling)

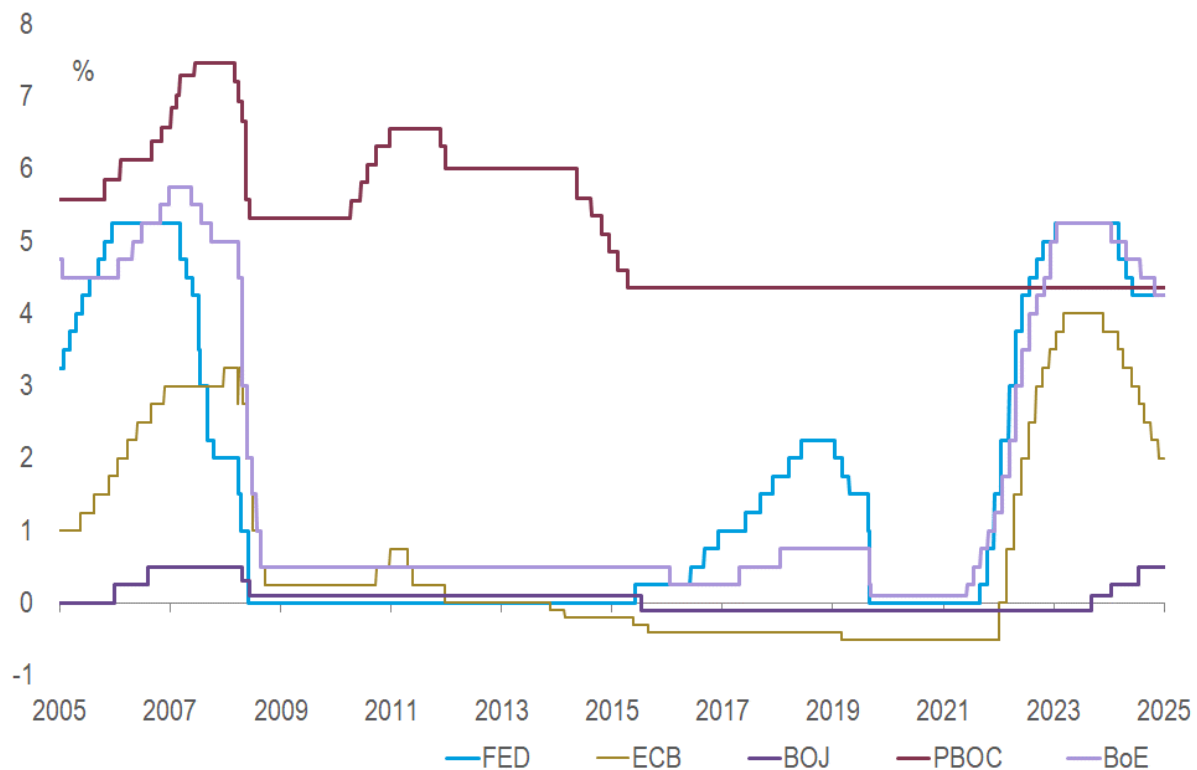


Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, IMF, juli 2025

Zullen centrale bankrentes uiteenlopen?

Na een lange periode van lage inflatie, zorgde de inflatieschok van 2021-2022 in de nasleep van de pandemie en de energieprijstijging ervoor dat de centrale banken de rente te laat maar agressief verhoogden om tegen te gaan wat zij aanvankelijk als 'tijdelijke' inflatie beschouwden. Wij bevinden ons nu aan de andere kant van de inflatiegolf, met normale inflatie en genormaliseerde rentetarieven. De inflatoire druk van importtarieven is vooralsnog onduidelijk, en de Fed zou de rente waarschijnlijk al hebben verlaagd als er geen tarieven waren ingevoerd. De Fed voelt zich op zijn gemak en wacht nog even af. De politieke druk op de Fed zal waarschijnlijk verder toenemen, maar ze zullen hun onafhankelijkheid benadrukken, in ieder geval totdat president Trump in de komende maanden een nieuwe Fed-voorzitter benoemt. In Europa, waar de inflatie al terug is op het streefcijfer, heeft de ECB ruimte om de rente mogelijk nog een keer te verlagen, terwijl de "People's Bank of China (PBoC)" in China waarschijnlijk doorgaat met stapsgewijze renteverlagingen om de economische groei te ondersteunen. Ironisch genoeg lijkt het erop dat Japan na decennia van deflatie nu het hardnekkige inflatieprobleem heeft, en het lijkt waarschijnlijk dat de Bank of Japan de rente de komende maanden verder zal moeten normaliseren. De afwikkeling van de 'carry trade' in de yen heeft het afgelopen jaar al voor enige onrust op de financiële markten gezorgd en verdere veranderingen in renteversillen brengen het risico met zich mee van verdere verstoringen in de financiële markten.

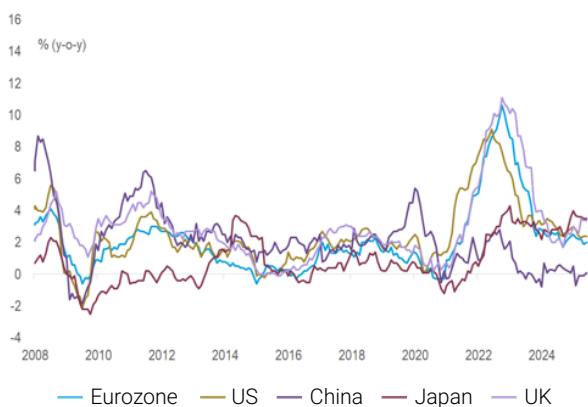
Centrale bank rentes



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, juli 2025

Het toekomstige inflatiepad gaat uit van een daling. De Bloomberg-consensus ziet een Amerikaanse inflatie van 2,9% in 2025, 2,8% in 2026 en 2,4% in 2027. Voor de eurozone zal de inflatie naar verwachting op of onder de doelstelling van de ECB blijven, met een consensusbeeld van 2,0% in 2025, 1,8% in 2026 en 2,0% in 2027.

Gerealiseerde inflatie



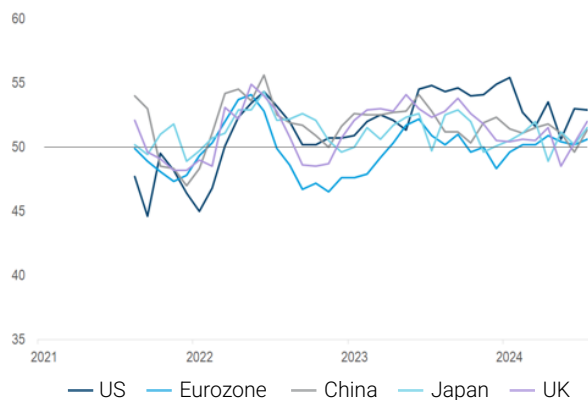
1-jaars inflatie swaps



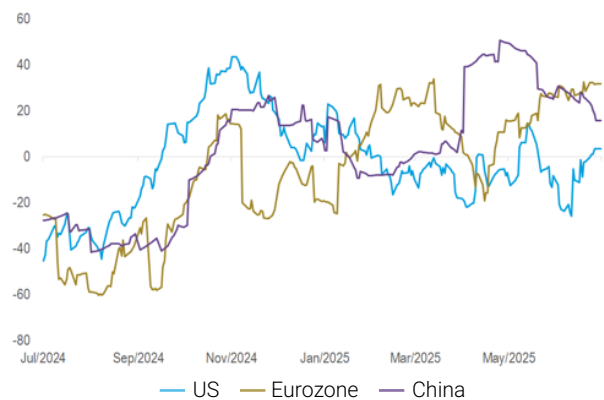
Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, juli 2025

De marktverwachtingen voor het verloop van de rente impliceren vier renteverlagingen door de Fed in de komende 12 maanden, te beginnen met een verlaging met 25 basispunten in september 2025. Voor de ECB is slechts één verdere renteverlaging met 25 basispunten ingeprijsd, in december 2025.

Samengestelde PMI-indices



Citi Economic Surprise-indices

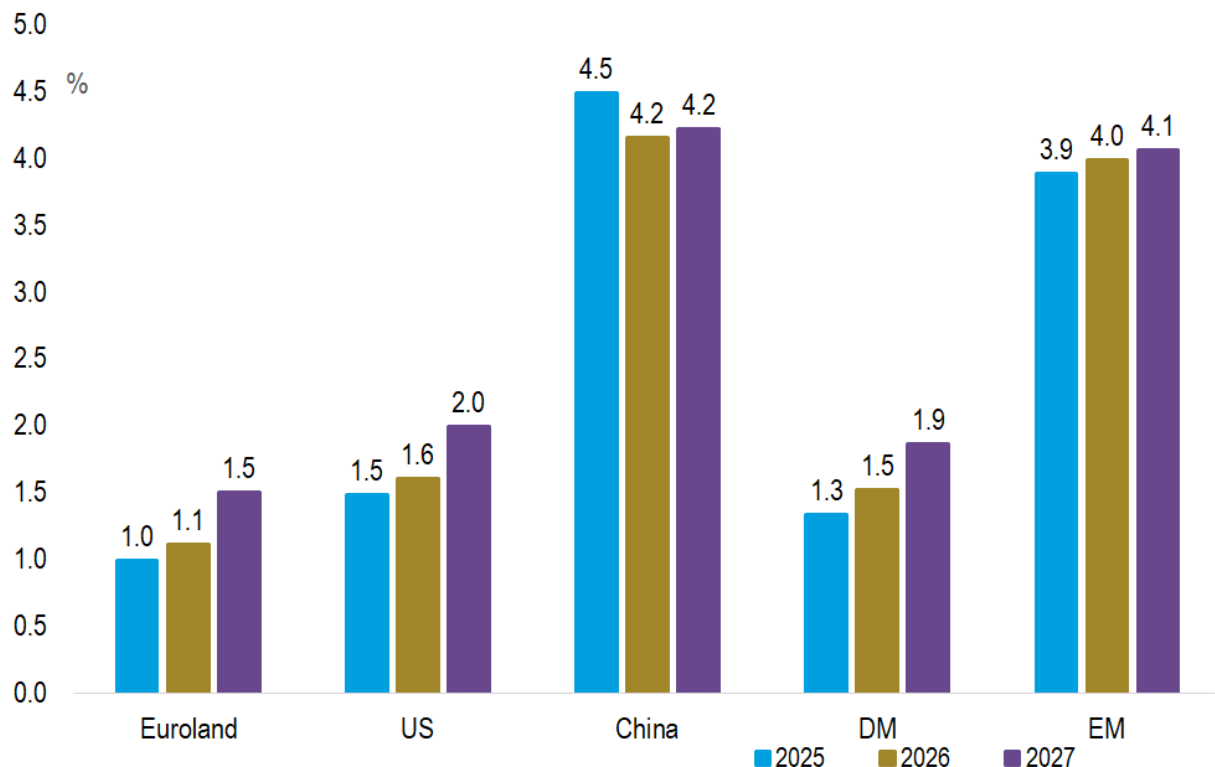


Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, S&P, Citi, juli 2025

Stagflatie, recessie of geen van beide?

Het economische verhaal is in de loop van 2025 aanzienlijk verschoven, maar de achtergrond blijft relatief gunstig voor de wereldwijde groei. Onzekerheden over de hoogte van de importtarieven en de reikwijdte en duur ervan hebben de afgelopen maanden geleid tot herhaalde herzieningen van de groeiprognoses, zowel naar boven als naar beneden. Wij hebben ook gezien dat het consumenten- en ondernemersvertrouwen opmerkelijk zwak is, maar dit heeft zich niet vertaald in een daadwerkelijke zwakte van de bestedingen. Er blijft immers een kloof bestaan tussen 'zachte' gegevens zoals vertrouwensenquêtes, en 'harde' economische gegevens. In het slechtste geval belanden de VS tijdens de piek van de zorgen over de tarieven in een recessie, maar met een gunstiger tariefachtergrond is het ergste dat we kunnen verwachten een meer stagflatoie omgeving, waarbij de groei afneemt en de inflatie 'plakkerig' blijft als gevolg van de importtarieven. Dit zou de VS nog steeds een positieve groei opleveren, en aangezien de Europese groei naar verwachting licht zal aantrekken en de opkomende markten een positiever traject volgen onder leiding van India en China, blijven de wereldwijde groeivoorzichten positief, zij het enigszins afgeremd door de beleidsonzekerheid van het Witte Huis.

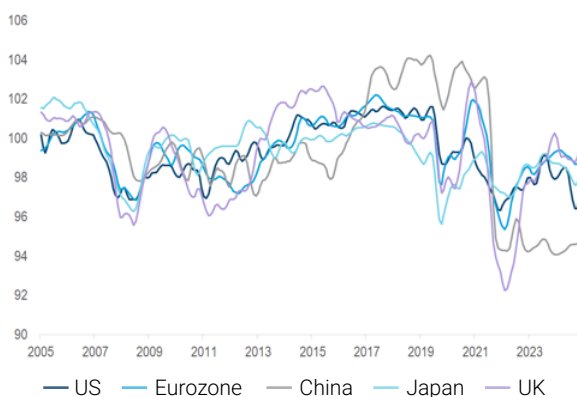
Bloomberg consensus BBP-groei verwachtingen



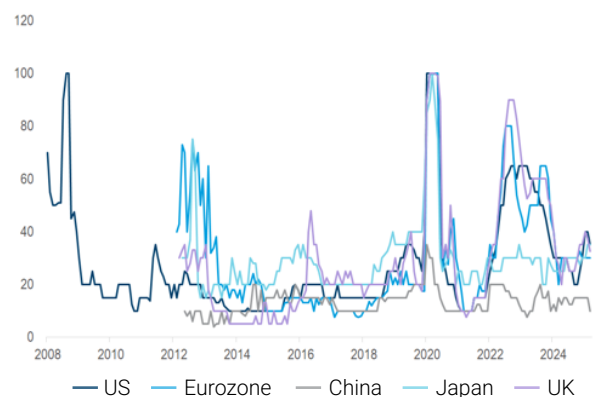
Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, juli 2025

De groeivoorzichten voor het Westen zijn gematigd positief. De Bloomberg-consensus voor de VS voor 2026 is een iets hogere groei van 1,6% dan in 2025 van 1,5%. In 2027 wordt een verbetering naar 2,0% verwacht. Ook in de eurozone wordt verwacht dat de groei in 2027 sterker zal zijn, namelijk 1,5%. Maar 2025 en 2026 blijven traag, met een groei van respectievelijk 1,0% en 1,1%. De Chinese regering heeft een groeidoelstelling van ongeveer 5% gesteld voor 2025, maar de consensus voorspelt 4,5% in 2025, vertragend tot 4,2% in 2026 alsook in 2027. In 2025 zal de groei in ontwikkelde markten naar verwachting 1,3% bedragen, versnellend tot 1,9% in 2027. Opkomende economieën zullen naar verwachting redelijk stabiel zijn, zij het met een aanzienlijk hoger groeipercentage van 3,9% in 2025 en 4,1% in 2027.

Consumentenvertrouwen (OESO)



Recessiekans op 1 jaars horizon (Bloomberg)

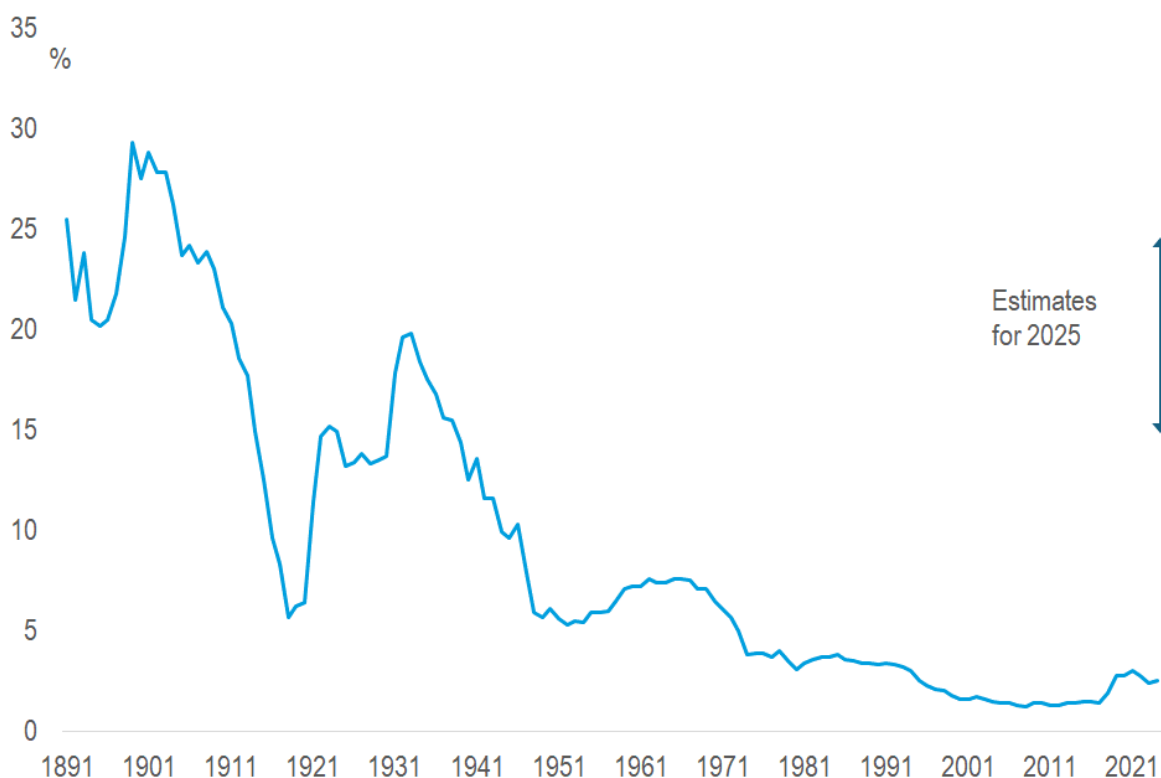


Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, juli 2025

Hoogste tarieven sinds jaren '30

Hoewel de Amerikaanse importtarieven misschien niet zo zwaar zijn als in het voorjaar werd gevreesd, blijft er een gevoel van onzekerheid heersen, en nu president Trump tarieven gebruikt als zijn 'go-to'-beleidsinstrument om invloed uit te oefenen of een vermeende oneerlijke behandeling af te schrikken, zullen tarieven waarschijnlijk op de agenda blijven staan. Hoewel de VS er niet in zijn geslaagd om de '90 deals in 90 days' te bereiken waarvan de president beweerde dat ze zouden plaatsvinden tijdens de pauze in 'reciprocal tarieven', is het de verwachting dat voor landen die te goeder trouw onderhandelen, de gesprekken over 'handelsovereenkomsten' zullen worden voortgezet. Wat wij wel verwachten, als de 'deals' die tussen het VK en China zijn overeengekomen een leidraad zijn, is dat het wereldwijde basistarief van 10% van kracht blijft. De tot nu toe overeengekomen kaders beperken een deel van de buitensporige schade, maar laat de handel tussen landen nog steeds onderworpen aan hogere tarieven dan vóór april 2025. Het 'effectieve tarief' – het gemiddelde tarief dat de VS op invoer in rekening brengt – zal waarschijnlijk tussen de 12 en 13% liggen als de meeste landen 'slechts' het basistarief van 10% hebben; dit is veel minder erg dan de 20%+ niveaus die werden gezien op het hoogtepunt van de handelsoorlog met China in april/mei, maar ver boven het niveau van de afgelopen jaren – het effectieve tarief was bijvoorbeeld 2,5% in 2024. Een tariefniveau van 12-13% is sinds de jaren 1930 niet meer gezien. De tijd zal leren hoeveel impact de tarieven zullen hebben, maar de negatieve impact zal het grootst zijn voor de VS zelf en met hogere kosten voor consumenten en bedrijven tot gevolg.

Gemiddeld effectief Amerikaans invoertarief



Bron: Columbia Threadneedle Investments, U.S. International Trade Commission, Bloomberg, juli 2025

Kan AI de wereld veranderen?

Twaalf maanden geleden was de opwindende kunstmatige intelligentie voelbaar, maar terwijl de adoptie van AI-industrieën en de manier van werken wereldwijd blijft veranderen, zijn de 'winnaars' in termen van individuele bedrijven van AI-adoptie in twijfel getrokken door goedkopere, minder energie-intensieve rivalen uit China. De introductie van het DeepSeek-model veroorzaakte korte onrust onder Amerikaanse technologieaandelen, waardoor hun technologische voorsprong in twijfel werd getrokken, evenals de enorme hoeveelheden kapitaal die in modellen zijn geïnvesteerd en die kunnen worden geëvenaard door goedkopere alternatieven van elders. Het zal enige tijd duren voordat de AI-'winnaars' volledig naar voren zijn gekomen, aangezien bedrijven hun concurrentievoordeel en hun vermogen om hun investeringen te gelde te maken, willen behouden in een tijd waarin de toetredingsdrempels tot de sector lijken weg te vallen. De consensus is dat AI de economische groei zal stimuleren via een hogere productiviteit, maar het zal ook gevolgen hebben voor de werkgelegenheid, waarbij het Internationaal Monetair Fonds (IMF) schat dat ongeveer 40% van de wereldwijde werkgelegenheid wordt blootgesteld aan AI. Historisch gezien hebben innovatie op het gebied van automatisering en technologie over het algemeen invloed gehad op routinetaken, maar het IMF merkt op dat AI ook van invloed zal zijn op hooggekwalficeerde banen. Voorspellingen over de omvang van de impact op de economische groei variëren; Accenture schat dat AI tegen 2035 de jaarlijkse wereldwijde economische groei zou kunnen verdubbelen door verbeterde productiviteit, 'intelligente automatisering' en de versnelling van innovatie. PwC schat dat het wereldwijde BBP het potentieel heeft om tegen 2030 met 14% te stijgen dankzij de opkomst van AI, geholpen door een digitale revolutie met data gegenereerd door het 'internet of things' en productiviteitswinsten in de productie en in de dienstensector.

Het einde van het Amerikaanse 'exceptionalisme'?

Een opkomend verhaal in 2025 was het uitdagen van het concept van Amerikaans 'exceptionalisme', een thema dat de afgelopen jaren in een stroomversnelling is geraakt dankzij de dominante rendementen van Amerikaanse aandelen, de kracht van de Amerikaanse economie, de opkomst van de Amerikaanse dollar en de opkomst van de 'Magnificent 7'-bedrijven. Nu de VS een meer isolationistische agenda nastreven, wordt de kracht van de VS in twijfel getrokken, samen met de verschuiving in het imago van de VS als vertrouwde handelspartner. De Amerikaanse dollar is aanzienlijk verzwakt en de bezorgdheid over het verloop van het Amerikaanse tekort blijft toenemen, waarbij opeenvolgende regeringen begrotingstekorten hebben die meestal alleen in tijden van recessie of crisis worden gezien. De Amerikaanse staatsschuld is sinds 2000 meer dan verdubbeld tot meer dan 120 procent van het BBP.

Beleggers zijn elders gaan zoeken, gezien de negatievere stemming rond Amerikaanse beleggingsinstrumenten. Europese aandelen hebben een sterke eerste zes maanden van het jaar achter de rug, geholpen door een veel positiever verhaal over de overheidsuitgaven, voornamelijk voor defensie maar ook voor infrastructuur. Pragmatisme rond begrotingstekorten die worden uitgebreid om hogere defensie-uitgaven te financieren en een seismische verschuiving in de Duitse politiek rond het versoepelen van de schuldenrem om defensie-uitgaven en fiscale stimuleringsmaatregelen te financieren, hebben geholpen om de perceptie van Europa te veranderen en er ontstaat een positiever 'zelfhulp'-verhaal. China heeft ook hernieuwde aandacht gekregen, en hoewel we slechts toenemende stimulansen hebben gezien, waaronder renteverlagingen, is er een perceptie dat het overheidsbeleid is begonnen met het stabiliseren van de huizenmarkt, wat op termijn het consumentenvertrouwen en de bestedingen zou moeten stimuleren. Nu zowel Europese aandelen als aandelen uit opkomende markten goedkoop ogen in vergelijking met Amerikaanse aandelen, lijken beleggers die willen diversifiëren nu hun horizon te verbreden.

Na een paar geweldige jaren van outperformance, hebben beleidsonzekerheid en recente underperformance van enkele van de 'Magnificent 7'-aandelen ertoe geleid dat sommige beleggers

zich afvragen of dit het einde is van het Amerikaanse exceptionalisme. De korte termijn vooruitzichten voor Amerikaanse aandelen gaan niet alleen over importtarieven. De richting van de S&P500 kan ook worden beïnvloed door het vermogen van sommige van de megacap-technologiebedrijven om hun investeringen in AI te gelde te maken en aanzienlijke koerswinsten in de afgelopen jaren te rechtvaardigen. Het is dwaas geweest om de afgelopen jaren tegen de VS te wedden, en alleen de tijd zal leren of het Trump-tijdperk een definitieve verschuiving is naar een veel meer isolationistisch Amerika en een nieuwe wereldorde. Ondanks al het lawaai wordt nog steeds verwacht dat de VS dit jaar en volgend jaar sterkere economische groei zal zien dan elk ander G7-land. Beleggers mogen iets van een zwakke periode in de Amerikaanse economie verwachten na een periode waarin velen hebben geprobeerd de tarieven voor te zijn door tijdig de importeren en voorraden op te bouwen, met als gevolg dat de activiteit enige tijd gematigd kan zijn. Op de lange termijn verwachten wij dat de dynamiek en ondernemersgeest van de VS de overhand zullen krijgen. Amerikaanse aandelen worden nog steeds verhandeld tegen hogere koers/winst-verhoudingen dan in andere landen, maar wij zijn van mening dat het sterkere winstpotentieel op termijn deze premie enigszins rechtvaardigt.

Een wereld rond Donald Trump

De vooruitzichten zijn, zoals altijd, onzeker, en dit wordt versterkt door het onvoorspelbare en ongebruikelijke beleid van de regering Trump. Dit heeft gevolgen voor zowel de economie als de geopolitiek, maar voor de financiële markten is de veerkracht die wordt getoond in het licht van dergelijke onzekerheid bemoedigend. De economische fundamenteën blijven redelijk en bedrijven en consumenten hebben zich goed aangepast aan de 'nieuwe normale' renteomgeving. De winstgroei lijkt redelijk en het pad van de rente in de meeste economieën is lager, maar niet veel lager. Als de eerste zes maanden van het presidentschap van Trump een leidraad zijn, zullen er onderweg meer beleidsverrassingen zijn, en dit kan leiden tot verdere marktvolatiliteit. Echter, mits de economische en winstfundamenteën ondersteunend blijven, moet marktvolatiliteit eerder als een koopkans worden gezien dan als een reden om risico's van tafel te nemen.

Financiële Markten en Capital Market Assumptions



Introductie

In deze sectie beschrijven wij de ontwikkelingen op de financiële markten en delen wij onze verwachte rendementen (geometrisch, netto) en verwachte volatiliteiten voor 22 individuele beleggingscategorieën op zowel een 5-jaars, 10-jaars als 15-jaars horizon. De Columbia Threadneedle verwachtingen zijn actueel, marktgebaseerd, consistent en incorporeren de consensusverwachtingen ten aanzien van economische groei en de ingeprijste inflatie zoals geschetst in het voorgaande hoofdstuk.

Jitzes

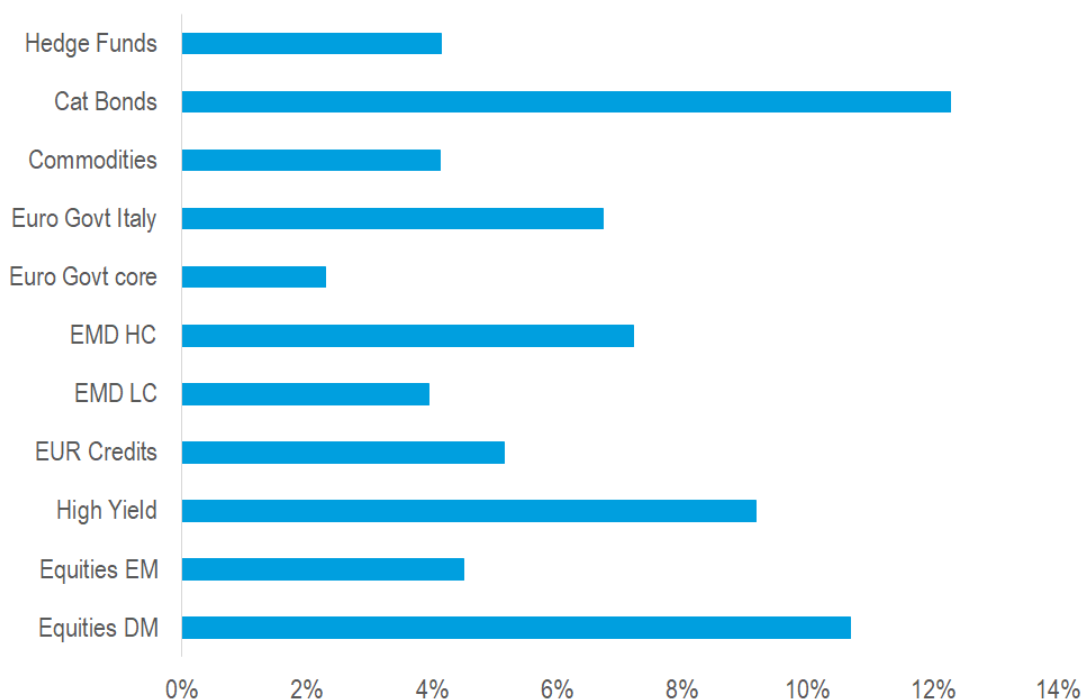
Noorman

Delegated CIO
& Investment
Strategist

Ondanks forse uitslagen op de markten bij tijd en wijle en de geopolitieke turbulentie, hebben alle beleggingscategorieën het afgelopen jaar sinds onze vorige Investment Outlook, positief gerendeerd – uitgedrukt in euro's (juli 2024 – juli 2025). Dat geldt voor zowel zakelijke waarden als voor obligaties.

Catastrofe obligaties leverden het hoogste rendement op, gevolgd door aandelen ontwikkelde markten en high yield. Tot slot valt op dat aan opkomende markten gerelateerde categorieën (waarvan het valutarisico niet wordt afgedekt) iets achterbleven ten opzichte van de ontwikkelde markten equivalenten; dat geldt zowel voor obligaties als aandelen. De verklaring is dat valuta van opkomende markten deprecieerden versus de euro.

Rendement in euro's (hedged, EM & EMD LC unhedged), afgelopen 12 maanden van beursgenoteerde categorieën



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, 8 juli 2025

Net als vorig jaar scoren commodities en catastrofe obligaties dit jaar wederom goed in ons “Capital Market Assumptions (CMA)-model”. De verschillen in aantrekkelijkheid tussen aandelen, risicovolle spread producten en staatsobligaties zijn niet wezenlijk veranderd. Eveneens geldt nog steeds voor zowel aandelen als voor risicovolle obligaties dat de categorieën gekoppeld aan opkomende markten beter scoren dan die gekoppeld aan ontwikkelde markten wat betreft rendement/risico-ratio.

Uiteraard zijn onze basisverwachtingen omgeven met de nodige onzekerheid. De grote drijvers van financiële markten bestaan komend jaar onder meer het verdere verloop van de handelsoorlog, de houdbaarheid van de staatsschuld in menig land en met name in de VS, Japan en Frankrijk, de vraag of de Fed bezwijkt voor de druk van Trump, de voortgaande geopolitieke fragmentatie, het verloop van de oorlogen in Oekraïne en in het Midden-Oosten, en Artificial Intelligence (AI).

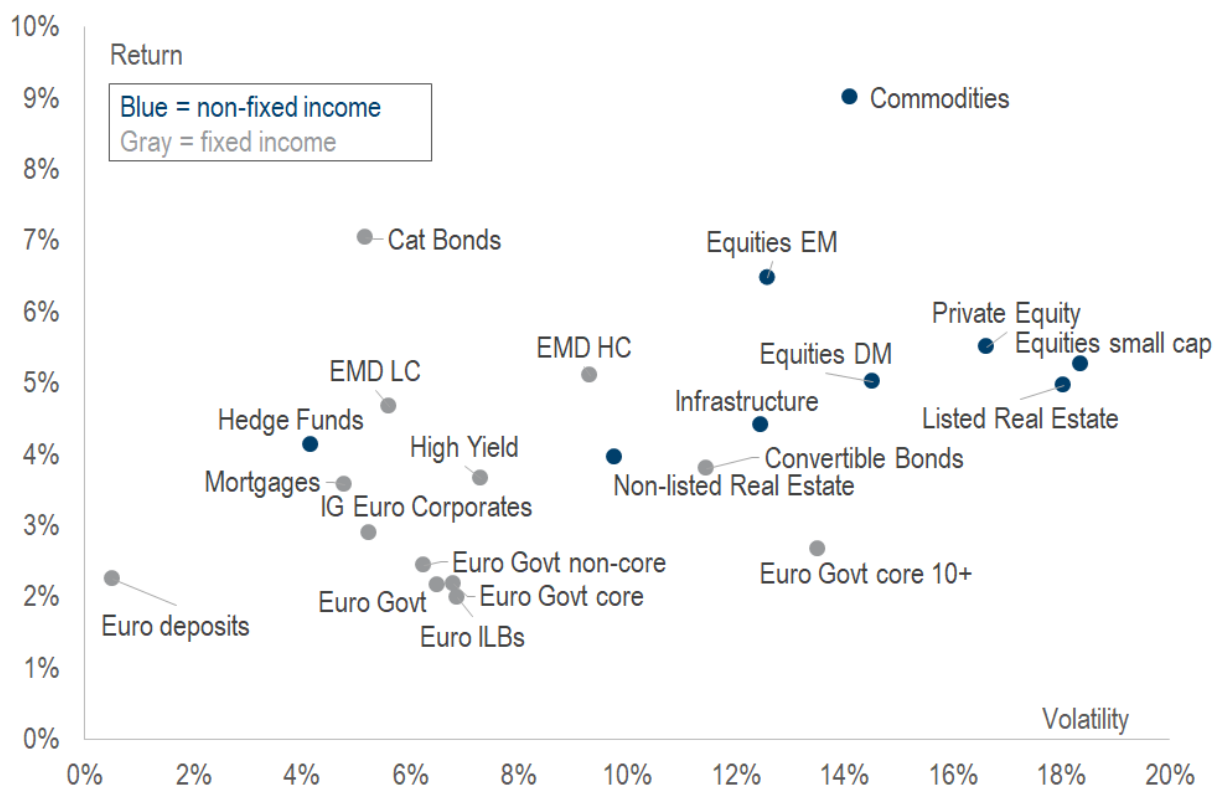
Vanwege de onzekerheid rondom de basisverwachtingen, volgt aan het eind van het hoofdstuk een scenario-analyse, waarbij de impact op verwachte rendementen wordt doorgerekend van een hogere inflatie en een lagere groei dan de consensus aangeeft.

Verwachte 5-, 10- en 15-jaars rendementen en volatiliteiten (in euro's)

		Return				Volatility		
	Asset classes	5 Year	10 Year	15 Year		5 Year	10 Year	15 Year
Listed Equity	Equities developed markets (EUR, hedged)	5.0%	5.5%	5.7%		14.5%	14.2%	13.2%
Listed Equity	Equities emerging markets (EUR, unhedged)	6.5%	7.3%	7.7%		12.6%	13.9%	13.8%
Listed Equity	Equities small caps (EUR, hedged)	5.3%	5.7%	5.9%		18.4%	18.1%	17.2%
Listed Alternatives	Listed real estate (EUR, hedged)	5.0%	5.4%	5.6%		18.1%	17.0%	16.3%
Listed Alternatives	Commodities (EUR, hedged)	9.0%	8.4%	8.4%		14.1%	13.8%	14.4%
Listed Alternatives	Convertible bonds (EUR, hedged)	3.8%	4.4%	4.7%		11.5%	10.7%	9.9%
Listed Alternatives	Catastrophe bonds (EUR, hedged)	7.0%	7.3%	7.6%		5.2%	4.6%	4.2%
Non-listed Alternatives	Private Equity (EUR, hedged)	5.5%	6.0%	6.2%		16.6%	14.7%	13.7%
Non-listed Alternatives	Non-listed real estate (EUR)	4.0%	4.4%	4.6%		9.8%	8.4%	8.1%
Non-listed Alternatives	Infrastructure (EUR, hedged)	4.4%	4.9%	5.1%		12.5%	11.7%	10.7%
Non-listed Alternatives	Dutch Residential mortgages (EUR)	3.6%	4.0%	4.3%		4.8%	3.7%	3.5%
Non-listed Alternatives	Hedge Funds (EUR, hedged)	4.1%	4.5%	4.7%		4.2%	4.7%	4.6%
Fixed Income	Emerging Markets Debt - HC (EUR, hedged)	5.1%	5.5%	5.8%		9.3%	9.0%	8.4%
Fixed Income	Emerging Markets Debt - LC (EUR, unhedged)	4.7%	5.6%	6.2%		5.6%	8.2%	8.4%
Fixed Income	High Yield (EUR, hedged)	3.7%	4.5%	5.1%		7.3%	7.9%	7.4%
Fixed Income	Investment grade Euro Corporates (EUR)	2.9%	3.2%	3.4%		5.3%	4.8%	4.5%
Fixed Income	Euro government bonds (EUR)	2.2%	3.0%	3.3%		6.5%	5.5%	5.3%
Fixed Income	Euro government bonds core (EUR)	2.2%	2.9%	3.1%		6.8%	5.8%	5.5%
Fixed Income	Euro government bonds core 10+ (EUR)	2.7%	3.1%	3.3%		13.5%	11.9%	11.5%
Fixed Income	Euro government bonds non-core (EUR)	2.4%	3.4%	3.6%		6.3%	5.9%	6.4%
Fixed Income	Inflation-linked Euro government bonds EUR)	2.0%	2.8%	3.1%		6.9%	6.0%	5.9%
Fixed Income	Deposits (EUR)	2.3%	2.6%	2.8%		0.5%	0.5%	0.4%

Bron: Columbia Threadneedle Investments, CMA-model, 8 juli 2025

5-jaars verwachte rendementen en volatiliteiten (EUR hedged, EM & EMD LC unhedged)



Bron: Columbia Threadneedle Investments, CMA-model, 8 juli 2025

Aandelenmarkten

In de afgelopen twaalf maanden hebben aandelenmarkten zeer goed gereundeerd. Het rendement op aandelen ontwikkelde markten bedroeg maar liefst 10,5% (euro-hedged) en het rendement op aandelen opkomende markten 4,5% (euro-unhedged, t/m 8 juli 2025).

Aandelen ontwikkelde markten

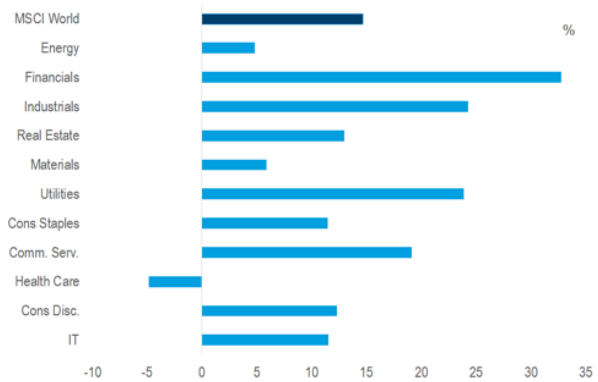
Verklaringen voor de positieve performance van aandelen zijn de beter dan verwachte economische groei – met name in de VS -, de investeringsplannen in defensie en infrastructuur – met name in Europa en Duitsland -, monetaire verruiming, en tot slot de verkiezingsoverwinning door Donald Trump en zijn plannen voor belastingverlaging en deregulering. Ook AI-optimisme en -investeringen blijven een aanjager van aandelenmarkten.

Geopolitieke turbulentie en oorlogen in Oekraïne en het Midden-Oosten wisten de aandelenrally niet van de rails te krijgen. Trump wist dat wel met zijn aankondiging van “reciprocal” importtarieven op 2 april (“Liberation Day”), waarna één van de grootste dalingen volgde in decennia, met een tweedaagse koersdaling van 14,7% voor de S&P 500. De VIX-index steeg tijdelijk tot 60%. Het uitstel van de tarieven op 9 april zorgde vervolgens voor een zeer forse rally met de grootste dagelijkse stijging sinds 2008. Inmiddels is de volatiliteit weer gedaald tot een historisch gemiddeld niveau, is weer sprake van een “bull market” (meer dan 20% stijging versus het dieptepunt op 7 april) en heeft de MSCI World Index weer nieuwe “all-time highs” bereikt uitgedrukt in Amerikaanse dollars). Tevens speelt een valuta-effect mee, namelijk de depreciatie van de Amerikaanse dollar. Uitgedrukt in euro noteert de MSCI World Index nog circa 8% lager dan de piek in februari.

MSCI aandelen indices (koersen in USD)



Rendement MSCI World sectoren (USD, 1 jaar)



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, MSCI, 9 juli 2025

De best presterende sector afgelopen jaar was de sector Financials. Deze sector heeft geprofiteerd van een steilere rentetermijnstructuur alsook de dereguleringsplannen van Trump. De Healthcare sector was de grote verliezer met zelfs een negatief rendement. Dat valt onder andere te verklaren door de plannen van Trump om medicijnprijzen te verlagen en de benoeming van Robert F. Kennedy Jr. – die bekendstaat om zijn twijfels over vaccins – tot de Amerikaanse minister van Volksgezondheid en Sociale Zaken.

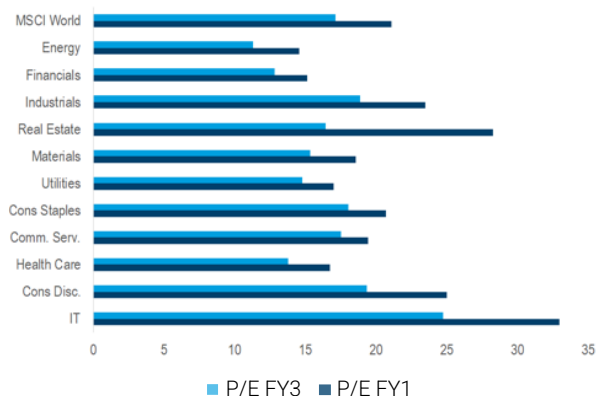
Een van de best presterende aandelen afgelopen jaar was het Duitse defensiebedrijf Rheinmetall met een koerswinst van maar liefst 275%. De enorme defensie-investeringsplannen van Duitsland en de EU alsook van de NAVO (target opgehoogd van 2% tot 5% BBP in 2035) zijn hiervoor een logische verklaring.

Regionaal lieten Europa en Canada afgelopen jaar de hoogste aandelenrendementen zien, op kleine afstand gevolgd door Amerika. De achterblijver was Japan.

Koers/winst-ratio's DM en EM



Koers/winst-ratio's sectoren MSCI World Index



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, MSCI, op basis van verwachte winsten, 9 juli 2025

Onder beleggers nemen wij twee zorgen waar die deels aan elkaar zijn verbonden, namelijk de waardering van aandelen en het grote gewicht van de VS in portefeuilles.

Waardering – nog steeds hoogtevrees, maar met nuanceringen

Vorig jaar was de titel van de Investment Outlook 2025 'Hoogtevrees'. Die titel is nog steeds gerechtvaardigd. Vandaar dat dit jaar de titel "Balanceren op grote hoogten" is. Hoewel de aandelenkoersen mede stegen door toenemende bedrijfswinsten, is een deel van de rally toe te wijzen aan de verder gestegen koers/winst(K/W)-ratio van de MSCI World Index van 20 tot 21 afgelopen jaar (o.b.v. verwachte winsten). Dat terwijl in de tussentijd staatsrentes verder zijn gestegen en de staatsschuld in Europa en met name in de VS in omvang is toegenomen. Tegelijkertijd zijn de geopolitieke risico's allerm minst afgenomen en is het overheidsbeleid in de VS met de komst van Trump onvoorspelbaarder geworden alsook autocratischer.

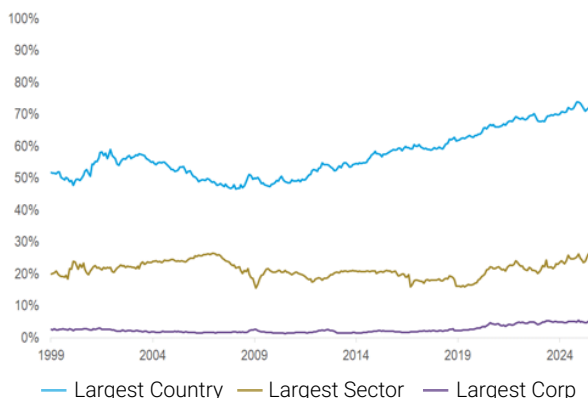
Nuanceringen zijn er echter ook. Zo gaat de markt de komende jaren uit van een inkomstengroei van 10%. Hoge groeiverwachtingen kunnen de hoge actuele waardering verklaren. Zo bedraagt de K/W-ratio op basis van de verwachte winsten verder in de toekomst voor bijvoorbeeld het derde fiscale jaar 17 in plaats van 21 op basis van het eerste fiscale jaar.

Een andere nuancering is dat de staatsschulden toenemen en daarmee het kredietrisico. Dat rechtvaardigt een lagere aandelenrisicopremie ten opzichte van obligaties en dus een hogere waardering.

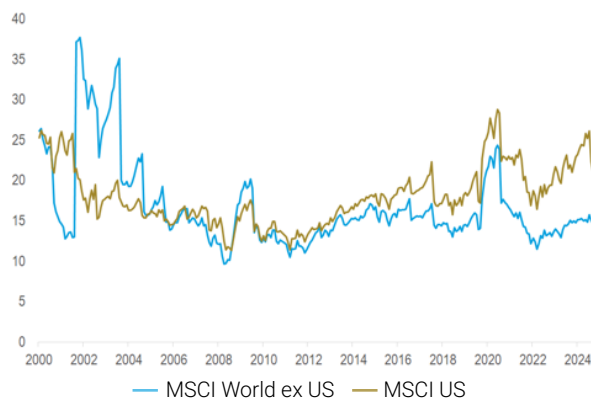
Voorts is het geopolitieke risico zeer hoog en daarmee ook het inflatierisico. In een dergelijke omgeving zijn reële activa te prefereren, wat eveneens relatief hoge aandelenkoersen kan verklaren.

Tot slot is er sprake van de nodige variatie wat betreft waarderingen. Zo kent de 'Energy' sector een K/W-ratio van circa 11, terwijl de 'Information Technology' sector een K/W-ratio kent van circa 25. Dat laatste valt toe te schrijven aan de hoge groeiverwachtingen mede als gevolg van AI.

Gewichten MSCI World Index



Koers/winst-ratio's (o.b.v verwachte winst)



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, MSCI, 9 juli 2025

Zorgen om belang Amerikaanse aandelen in portefeuilles

Europese beleggers maken zich zorgen om de VS-exposure in hun aandelenportefeuilles. Daarvoor zijn vanuit beleggingsperspectief drie redenen aan te halen, die ieder valide zijn. Toch zijn er voor alle drie redenen ook nuanceringen aan te brengen.

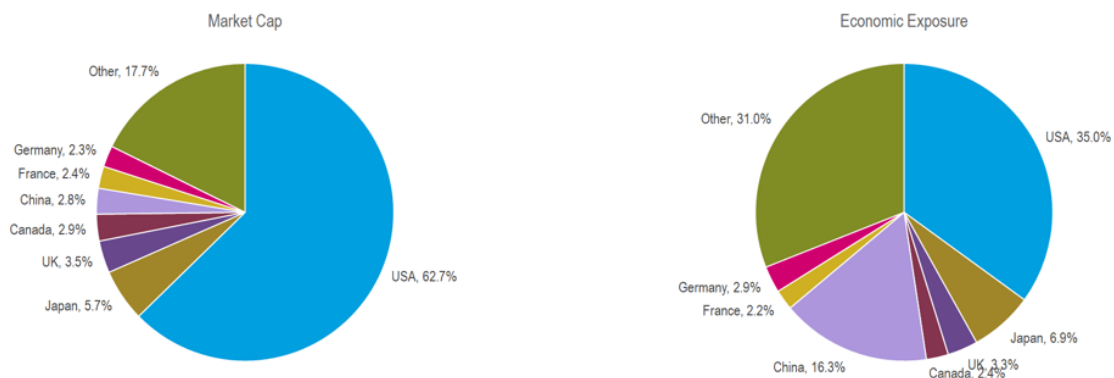
Concentratierisico

Het gewicht van de VS in de MSCI World Index bedraagt momenteel 71,9% (30 juni 2025). Dat is grofweg gelijk aan het gewicht van een jaar geleden, en iets lager dan de piek van 73,9% eind 2024.

72% is een dermate hoog gewicht dat sprake lijkt van concentratierisico wat betreft regionale verdeling.

Enige nuancering is echter wel op zijn plaats. Dit gewicht is vanuit een lange termijnperspectief niet uitzonderlijk. Er was in de jaren '60 van de vorige eeuw zelfs sprake van een nog hoger gewicht. Daarnaast worden in de MSCI Indices ondernemingen toegewezen aan landen op basis van juridische vestiging en primaire aandelennotering. Die indeling hoeft niet overeen te komen met de economische exposure. Zo genereren veel grote Amerikaanse bedrijven hun inkomsten buiten de VS. Tot slot is binnen aandelen ontwikkelde markten sectorespreiding belangrijker dan landenspreiding, aangezien sectoren een lagere onderlinge correlatie kennen dan landen. En wat betreft sectoren is sprake van voldoende spreiding (de grootste sector kent een gewicht van 26%). Wel dient hierbij de kanttekening geplaatst te worden dat vooruitkijkend de correlatie tussen landen mogelijk gaat dalen als gevolg van geopolitieke fragmentatie.

Regionale verdeling MSCI ACWI Index (DM+EM) op basis van twee perspectieven



Bron: Columbia Threadneedle Investments, MSCI, 31 mei 2025

Hoge waardering

Kijkend naar K/W-ratio's zijn Amerikaanse aandelen (KW 24x) in de afgelopen jaren 'duurder' geworden ten opzichte van de rest van de wereld (KW16x). Vanuit historisch perspectief is een verschil in K/W-ratio van circa 6-punt hoog.

Een deel van de hogere waardering valt te verklaren doordat de Amerikaanse aandelenmarkt een andere samenstelling kent. Zo kent de Amerikaanse aandelenmarkt een fors hoger IT-gewicht (33% versus 9%). Maar ook indien gecompenseerd wordt voor sectorverdeling geldt nog steeds dat Amerikaanse aandelen een hogere K/W-ratio kennen. VS 'bulls' zullen stellen dat dit gerechtvaardigd is, omdat de Amerikaanse economie harder groeit en omdat de Amerikaanse megacaps beter gepositioneerd zijn om te profiteren van de AI-hausse.

Beleidsrisico

Het beleid van president Trump zorgt voor veel onzekerheid en ook dat roept vragen op over de exposure naar Amerikaanse aandelen. Trump's beleid kan positief uitpakken voor de groei (belastingverlaging en deregulering) maar ook negatief (handelsoorlog). Vooralsnog gaat de consensus komende jaren uit van een hogere groei in de VS dan in de eurozone. En hoewel Trump een onzekere factor is, geven de Bloomberg 'Economic Policy Uncertainty Indices' aan dat de onzekerheid in Europa minstens even hoog is (zie de grafiek in het eerste hoofdstuk over de economische vooruitzichten).

Eventuele aanpassingen

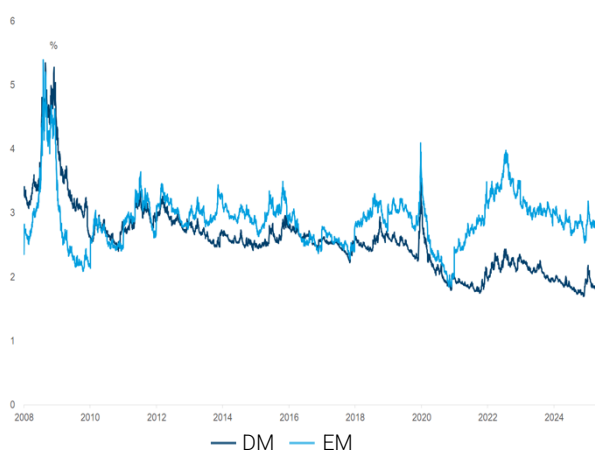
Voor beleggers die aanpassingen willen maken ten aanzien van hun VS-exposure zien wij een aantal mogelijkheden. Zo kunnen beleggers die dat nog niet volledig doen, de USD-exposure van hun aandelenportefeuille voor 100% afdekken. De aandelencorrectie eerder dit jaar ging namelijk gepaard met een depreciatie van de Amerikaanse dollar.

Een alternatief is het gewicht van Amerikaanse aandelen reduceren, hetzij via een landenlimiet, hetzij via alternatieve wegingsmethodologieën zoals "GDP-weighted" indices. Dit moet echter wel in lijn zijn met de investment beliefs van de belegger. Ook is het belangrijk te beseffen dat afwijkingen arbitraire keuzes met zich meebrengen ("hoogte limiet" en "welke methodologie") en mogelijk het productaanbod verkleinen (bijvoorbeeld vanuit het perspectief van klimaatindices).

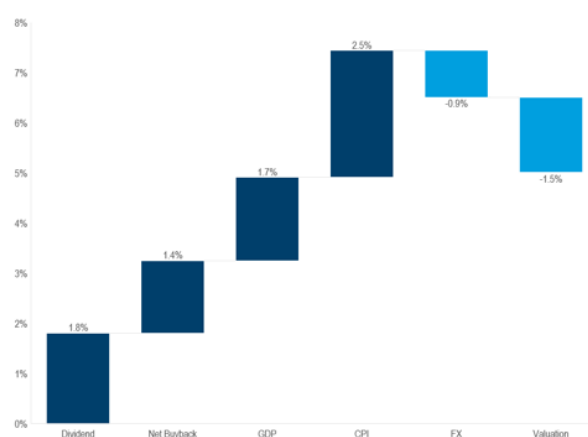
Verwacht rendement aandelen ontwikkelde markten

De aanname in ons CMA-model is dat het rendement op aandelen in theorie gelijk is aan het inkomstenrendement plus het koersrendement. — Eurozone — US — China

Verwachte dividend yield MSCI Indices



Opbouw 5J verwacht rendement aandelen DM



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, MSCI, CMA-model, 8 juli 2025

Om de verwachte rendementen te berekenen, koppelen wij het inkomstenrendement aan de vooruitzichten voor dividend yields en netto 'buy-backs'. Het veronderstelde koersrendement en de veronderstelde winst-groei koppelen wij aan marktgebaseerde verwachtingen voor economische groei en inflatie.

Ook doen wij een aanpassing voor het afdekken van het valutarisico. Op euro-hedged basis resulteert dat momenteel in een afslag, omdat USD-rentes hoger zijn dan EUR-rentes.

Tot slot maken wij een aanpassing voor de waardering. Deze component kan positief dan wel negatief zijn en de bijdrage van deze component is in theorie op lange termijn nul. Onze lange termijn target (gemodelleerd op basis van volatiliteit en forward rentes) voor de K/W-ratio van de MSCI World Index geeft aan dat aandelen ontwikkelde markten momenteel overgewaardeerd zijn. Dit waarderingperspectief drukt op dit moment dus het verwacht rendement.

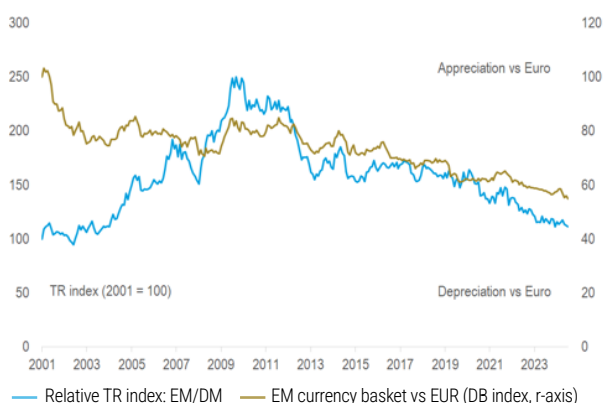
Uiteindelijk resulteert dit in een verwacht rendement voor aandelen ontwikkelde markten van 5,0% op een 5-jaars horizon en 5,7% op een 15-jaars horizon.

Dit betreft nominale verwachte rendementen. Aangepast op basis van inflatieswaps komt het 5-jaars verwachte reële rendement neer op circa 3,2%.

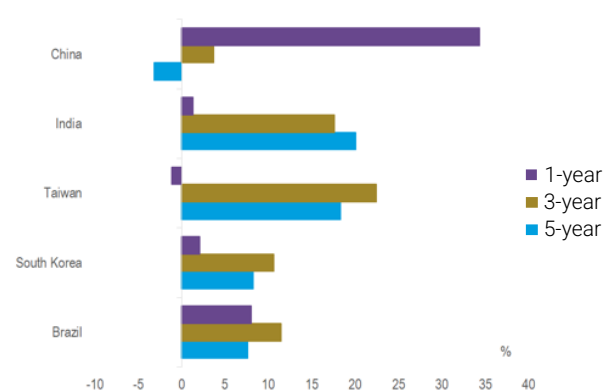
Aandelen opkomende markten

Aandelen opkomende markten rendeerden afgelopen jaar 4,5% op euro-unhedged basis. Dat was lager dan het rendement op aandelen ontwikkelde markten. Allereerst valt dat toe te schrijven aan het feit dat het valutarisico op opkomende markten valuta niet wordt afgedekt, terwijl sprake was van een depreciatie van deze valuta's versus de euro afgelopen jaar van enkele procentpunten. Een tweede verklaring is dat opkomende markten aandelen gemiddeld geen monetaire stimulans kenden. De rente van de centrale banken werd gemiddeld genomen het afgelopen jaar verhoogd, terwijl in ontwikkelde landen sprake was van een renteverlaging door centrale banken.

Relatief rendement EM versus DM



Rendement MSCI EM landen (lokale termen)



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, MSCI, DM rendement = euro hedged, EM rendement = euro unhedged, 8 juli 2025

In opkomende markten was sprake van zeer uiteenlopende prestaties tussen landen. In lokale termen waren de Taiwanese (-1%), de Indiase (+1%) en de Zuid-Koreaanse (+2%) aandelenmarkten de achterblijvers. Na jaren van underperformance was de Chinese aandelenmarkt afgelopen jaar de outperformer met een rendement (in lokale termen) van maar liefst 34%. Krachten achter deze rally waren overheidsstimulering en de IT-sector. Brazilië was met een rendement van +8% een middenmoter.

De 'Consumer Discretionary' sector was de best presterende sector afgelopen jaar in opkomende markten en 'Utilities' de slechtste. Een van de best presterende bedrijven in opkomende markten was Xiaomi Corporation; een Chinese fabrikant van o.a. smartphones, tablets en wearables, en sinds 2023 ook elektrische auto's.

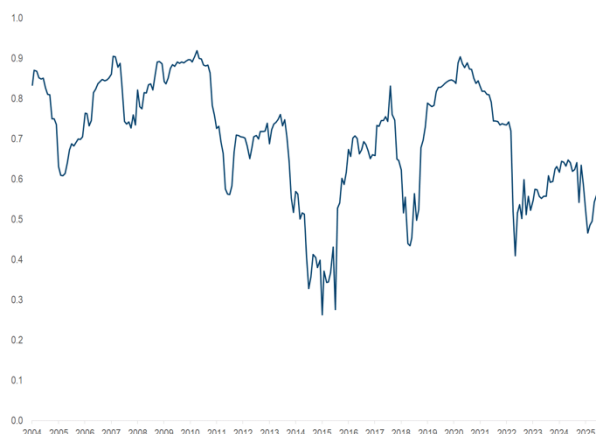
Wat betreft regio's is de MSCI Emerging Markets Index aanzienlijk meer gespreid dan de MSCI World Index. Het grootste land in de EM Index is China met een gewicht van 28%. De grootste sector (Financials) kent een gewicht van 24%.

Ondanks (of juist dankzij) meerdere jaren van underperformance is de verwachting dat opkomende markten hoger zullen renderen dan ontwikkelde markten. Allereerst gaat de consensus uit van een circa 1,5%-punt tot 2%-punt hogere economische groei voor opkomende landen. Tevens is afgelopen jaren het waarderingsverschil toegenomen ten gunste van opkomende markten. Het verschil in (verwachte) K/W-ratio's tussen EM (13,5x) en DM (21x) is momenteel 7,5-punt. En ook de verwachte dividend yields impliceren dat opkomende markten relatief aantrekkelijk zijn. Overigens gaan achter het gemiddelde van de MSCI EM index grote verschillen schuil. Zo kent de Indiase markt een K/W van 25x, terwijl China momenteel slechts een K/W kent van 12x.

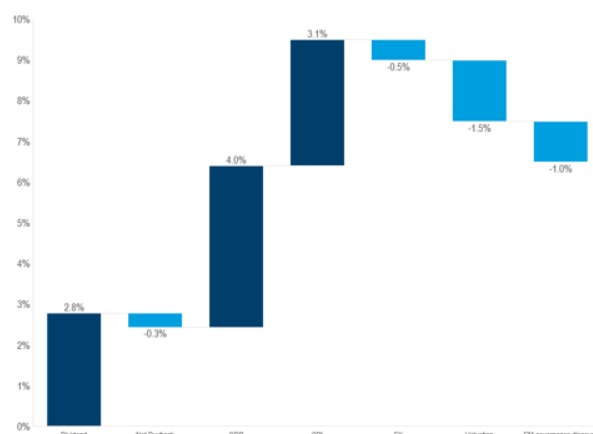
Een ander perspectief dat spreekt voor aandelen opkomende markten is dat de correlatie tussen aandelen ontwikkelde markten en opkomende markten momenteel betrekkelijk laag (0,55) is vanuit historisch perspectief, waardoor aandelen opkomende markten diversificatie bieden vanuit portefeuille perspectief.

Het voornaamste risico voor opkomende markten aandelen zijn de door Donald Trump opgelegde importtarieven en een verdere escalatie van de handelsoorlog.

Correlatie tussen DM en EM aandelen MSCI



Opbouw 5J verwacht rendement aandelen EM



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, MSCI, CMA-model, 8 juli 2025

Verwacht rendement aandelen opkomende markten

De methodiek voor het verwachte rendement voor aandelen opkomende markten is identiek aan die voor ontwikkelde markten. Het enige verschil is dat wij voor aandelen opkomende markten ook een afslag (-1%) toepassen vanwege een lagere governance score, om daarmee het verschil te benadrukken tussen de ontwikkelde en nog in opkomst zijnde markten.

De verwachte dividend yield bedraagt 2,8%. Dat is aanzienlijk hoger dan voor ontwikkelde markten. De gehanteerde netto buyback yield daarentegen is negatief (-0,3%) doordat in opkomende markten -in lijn met de verwachting en de fase van ontwikkeling – per saldo meer aandelen worden uitgegeven dan worden teruggekocht.

Het verwachte koersrendement (gekoppeld aan de groei en inflatievooruitzichten) komt uit op 7,1% en is hoger dan de verwachting voor ontwikkelde markten.

Wat betreft waardering geeft ons CMA-model aan dat ook aandelen opkomende markten overgewaardeerd zijn.

Tot slot is nog sprake van een FX-afslag voor de omzetting naar euro-unhedged rendementen.

Uiteindelijk genereert ons CMA-model een verwacht rendement voor aandelen opkomende markten van 6,5% op een 5-jaars horizon en 7,7% op een 15-jaars horizon (uitgedrukt in euro-unhedged).

Het verschil in verwacht rendement tussen opkomende en ontwikkelde markten bedraagt op een vijfjaars horizon 1,5%-punt (vorig jaar was dat verschil 1,3%-punt).

Vastrentende waarden

Staatsobligaties en swaprentes

De renteontwikkeling varieerde afgelopen jaar per land en looptijd. Zo daalden korte rentes in de eurozone en in de VS in lijn met renteverlagingen door centrale banken. Kapitaalmarktrentes daarentegen lieten in veel landen een stijging zien, met name in de zeer lange looptijden. En waar afgelopen jaar in de eurozone nog sprake was van een inverse curve, kent de rentetermijnstructuur nu weer een positieve steilheid. De 30-jaars euro swaprente is bijvoorbeeld 84 bp hoger dan de 1-jaars rente, terwijl een jaar geleden de 30-jaars rente circa -1%-punt onder de 1-jaars rente noteerde.

De Amerikaanse 10-jaars staatsrente steeg met circa 0,1%-punt tot 4,4% en de 30-jaars staatsrente met bijna 0,5%-punt tot 4,9% met een tijdelijke piek tot boven de 5%. De oorzaken hiervoor zijn de nog steeds goed draaiende Amerikaanse economie en het deels uitprijzen van renteverlagingen door de Fed. Ook werd de "exceptionele" status van Amerikaans schuld papier aangetast door het beleid van Trump, verslechterden internationale relaties en liep de Amerikaanse staatsschuld verder op.

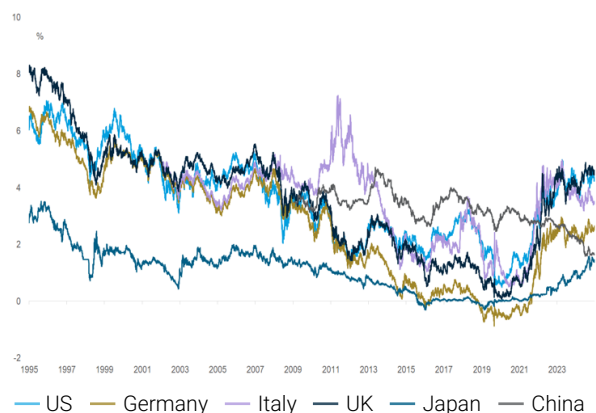
In Europa was het beeld gemengd. De Duitse 10-jaars staatsrente steeg per saldo met 15 bp tot 2,68% ingegeven door de forse investeringsplannen in infrastructuur en defensie. Ook Frankrijk zag de 10-jaars rente stijgen met 20 bp tot 3,36%. In Spanje en Italië daarentegen was sprake van een gelijkblijvende en zelfs dalende rente; door groei-optimisme daalde de risicopremie ten opzichte van de kernlanden.

In het Verenigd Koninkrijk (VK) steeg de rente met circa 0,5%-punt tot 4,63%, mede door zorgen over de begroting.

In Japan steeg de 10-jaars staatsrente met 40 bp tot 1,49%, opgestuwd door een krappere monetair beleid en hogere inflatie.

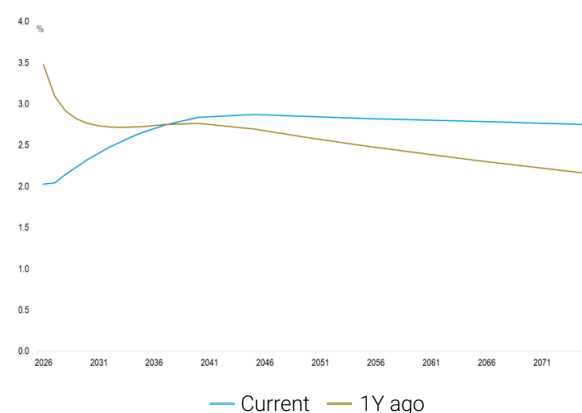
Tot slot daalde de lange rente in China met maar liefst 60 bp tot 1,64%, ingegeven door renteverlagingen door de PBoC, aanhoudende economische zorgen en dalende inflatiedruk.

10-jaars staatsrentes

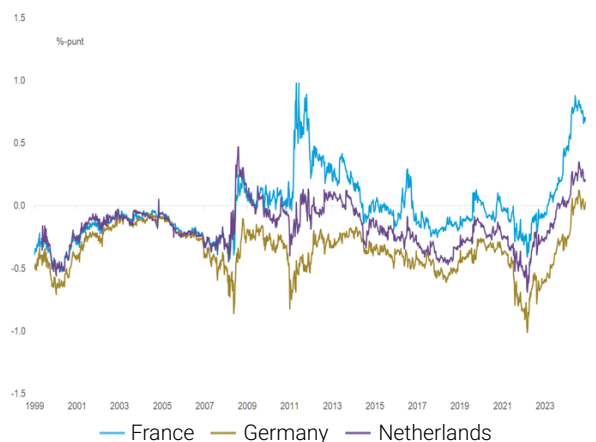


Bron: Columbia Threadneedle, Bloomberg, 9 juli 2025

Euro Swap curve

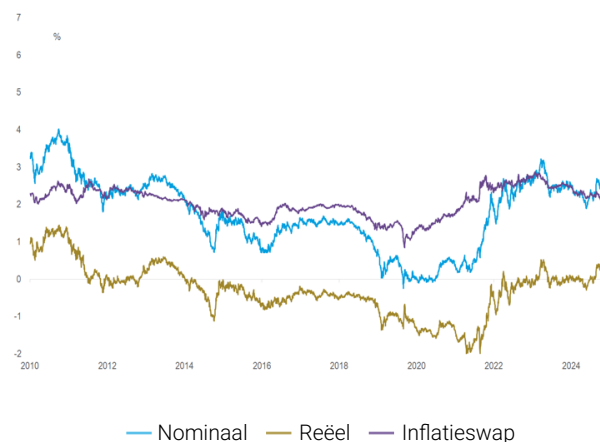


10-jaars renteverschillen: staat minus swap



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, 9 juli 2025

30-jaars euro swaprente inclusief componenten



De 30-jaars euro swaprente is in een jaar tijd met 28 bp toegenomen tot 2,80%. Daarachter gaan tegengestelde ontwikkelingen schuil. Zo is de 30-jaars reële euro swaprente component met 52 bp gestegen tot 0,55%, terwijl de 30-jaars euro inflatieswap met 24 bps is gedaald tot 2,25%.

Rentever verschillen tussen staatsobligaties uit euro kernlanden en renteswaps zijn het afgelopen jaar gestegen. Oorzaken zijn de toenemende staatsschuld en de omvangrijke infrastructuur- en defensieplannen, in combinatie met een verdere afbouw van de opkoopprogramma's van de ECB. Zo is de Duitse 10-jaars staat-swap spread gestegen met circa 0,3%-punt en noteert de 10-jaars Duitse staatsrente zelfs 3 bps boven swap. Ook Nederland en Frankrijk zagen de swap spreads verder stijgen tot respectievelijk 20 bps en 70 bps. Met name in de lange looptijden is sprake van een aanzienlijke toename van de swap spread. Mogelijk heeft daarbij ook een rol gespeeld dat Nederlandse pensioenfondsen in recente jaren hun renteafdekking hebben opgehoogd via met name renteswaps¹.

¹ Zie voor meer achtergrond over de ontwikkelingen van euro staat-swap spreads onze Marktvisie:

<https://www.columbiathreadneedle.com/nl/nl/institutional/insights/marktvisie-hoge-staat-swap-spreads-alle-drijvers-wezen-dezelfde-kant-op/>

De markten prijzen voor de eurozone een gematigde rentestijging in. Op een 5-jaars horizon wijzen de forwards op een stijging van slechts 10 bps van de 30-jaars euro swaprente. Voor lange staatsrentes prijst de markt meer rentestijging in. Gecombineerd betekent dit dat de markt uitgaat van een verdere toename van staat-swap spreads. Toch denken wij dat komend jaar in de eurozone swap spreads weer kunnen afnemen, als gevolg van de transitie van Nederlandse pensioenfondsen naar het nieuwe pensioenstelsel en de noodgedwongen afbouw van lange renteswaps.

Wat betreft renteniveaus zien wij meerdere krachten die tot uiteenlopende rentes kunnen leiden. Zo zal de ontwikkeling van de staatsschuld per land en de mate waarin de markten denken dat die houdbaar is een belangrijke rol spelen. Landen als de VS en Frankrijk kennen forse begrotingstekorten en een oplopende staatsschuld en zij zagen hun kredietwaardigheid het afgelopen jaar afgewaardeerd worden. Tegelijkertijd zijn er landen met dalende schuldquotes wiens ratings worden verhoogd of een 'positive outlook' kennen zoals Portugal en Spanje. Dit type landen kunnen uiteenlopende renteontwikkelingen laten zien. Een andere factor is de handelsoorlog. Indien uiteindelijk toch forse importtarieven worden ingevoerd door Donald Trump, dan zal dat in de VS kunnen leiden tot hogere inflatie en daarmee ook hogere rentes, terwijl dit in exporterende landen kan leiden tot lagere inflatiedruk en daarmee lagere rentes.

De verwachte rendementen voor euro staatsleningen uit kernlanden zijn positief op alle horizonnen: +2,2% op een 5-jaars horizon en +3,1% op een 15-jaars horizon.

Deze verwachtingen komen tot stand op basis van de startrenteniveaus en de forwardpaden voor de rentes van de verschillende overheden in de komende vijftien jaar (aansluitend bij de forwardmethodiek die de Commissie Parameters voorschrijft). Dat resulteert voor elk kalenderjaar in een 'yield' rendement, een 'roll down' rendement, en een koersrendement. Ter illustratie, de forwards voor de Nederlandse 10-jaars rente gaan op een 5-jaars horizon uit van een stijging met 0,8%-punt om in de tien daaropvolgende jaren te dalen met 0,7%-punt tot iets boven het actuele niveau. Er wordt dus nagenoeg geen koersverlies voorzien gegeven dit forward pad over de gehele 15-jaars periode maar wel een koersverlies in de eerste vijf jaar. Over de gehele horizon is het inkomstenrendement (renteniveau en roll-down) de belangrijkste factor.

De methodologie voor euro staatsobligaties met een A-BBB rating in ons CMA-model is identiek aan die voor kernlanden, met de toevoeging dat nog een geringe afslag wordt toegepast voor kredietverlies voor deze categorie, gebaseerd op de kredietwaardigheid en historische faillissementsstatistieken. Euro staatsleningen uit niet-kernlanden hebben een verwacht rendement van 2,4% op een 5-jaars horizon en 3,6% op een 15-jaars horizon. De forwards wijzen wel op een iets hogere rentestijging voor periferie landen, maar dat wordt meer dan goed gemaakt door de hogere startrentes.

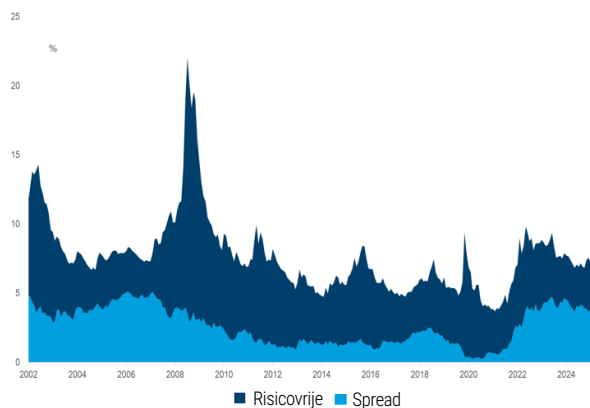
Spread-producten

De performance van risicovolle obligatiecategorieën afgelopen twaalf maanden was positief voor alle categorieën in euro termen. High yield obligaties leverden maar liefst een rendement op van 9% (euro-hedged), gevolgd door EMD HC met 7% (euro-hedged). Deze goede performance wordt verklaard door de coupon-inkomsten en koerswinsten als gevolg van dalende spreads -in lijn met het positieve sentiment op aandelenmarkten. Het rendement op euro Investment Grade (IG) corporates (5%, euro) en EMD LC (4%, euro-unhedged) was ook positief maar iets lager dan van High Yield en EMD HC. In het geval van IG corporates komt dat door de lagere rente en het feit dat de spreaddaling minder fors was dan op andere categorieën. In het geval van EMD LC is de verklaring dat de valuta-exposure niet afgedekt wordt en opkomende markten valuta deprecieerden versus de euro.

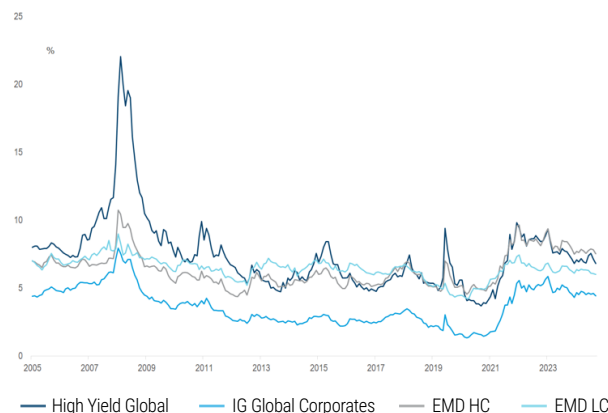
Spreads op high yield en EMD HC namen respectievelijk af met 0,3%-punt tot 3,96%, en met 0,8%-punt tot 3,10%. De spread op euro IG corporates nam af met 22 bp tot 0,85%.

Spreads liggen daarmee aanzienlijk onder het tien-jaars gemiddelde. Dat geldt met name voor de spread producten gekoppeld aan ontwikkelde markten (high yield en IG corporates).

Samenstelling Global High Yield rente



Yields op risicovolle obligaties



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, JPMorgan, juli 2025

In de basis zijn de vooruitzichten voor spreadproducten positief. Zo wordt uitgegaan van een positieve economische groei in de VS en Europa, en zijn centrale banken een ruimer beleid gaan voeren.

Toch zijn er risico's. Zo is de beleidsonzekerheid groot en is het verdere verloop van de handelsoorlog onzeker. Daarnaast is de verwachting dat het percentage 'defaults' gaat toenemen, onder meer doordat bedrijven die zich enkele jaren geleden met lage rentes hebben gefinancierd in geval van herfinanciering hun rentelasten zien toenemen. Tot slot zijn spreads vanuit historisch perspectief al laag, waardoor de ruimte voor een verdere daling beperkt is.

Rendementen voor spreadproducten worden op vergelijkbare wijze gemodelleerd als voor staatsobligaties. Op basis van startrentes, verwachte rentepad en looptijden, worden voor de verschillende kalenderjaren inkomsten-, carry- en koersrendementen berekend. De enige aanvulling is dat het rentepad bestaat uit een afzonderlijk pad voor de risicovrije rentecomponent (o.b.v. de forwards) en een afzonderlijk pad voor de spread component (deze beweegt van het actuele niveau naar het lange termijn gemiddelde op dat moment). Tevens worden afslagen toegepast voor kredietverliezen (o.b.v. lange termijn statistieken van kredietbeoordelaars Moody's per rating categorie). De gehanteerde afslagen zijn hoger dan de historische gemiddeldes indien de VIX-index, een indicator voor de risicoperceptie in de markt, ook hoger dan gemiddeld is.

Tot slot worden de rendementen vertaald naar euro voor categorieën die nog niet in euro luiden. In lijn met de 'interest pariteit' theorie, doen wij dit op basis van renteversillen tussen de verschillende valuta's en de euro. Gezien de huidige renteversillen tussen de eurozone met de rest van de wereld zorgt dat momenteel voor een lager verwacht rendement uitgedrukt in euro.

Momenteel resulteert het CMA-model op een 5-jaars horizon in verwachte rendementen van 2,9% voor euro IG corporates, 3,7% voor high yield (euro-hedged), 4,7% voor EMD LC (euro-unhedged) en 5,1% voor EMD HC (euro-hedged). De verwachte rendementen voor spread producten gekoppeld aan ontwikkelde markten valuta (corporate, high yield, EMD HC) vallen lager uit dan vorig jaar. Het verwachte rendement voor spread producten gekoppeld aan opkomende markten valuta (EMD LC) is nagenoeg gelijk aan dat van vorig jaar.

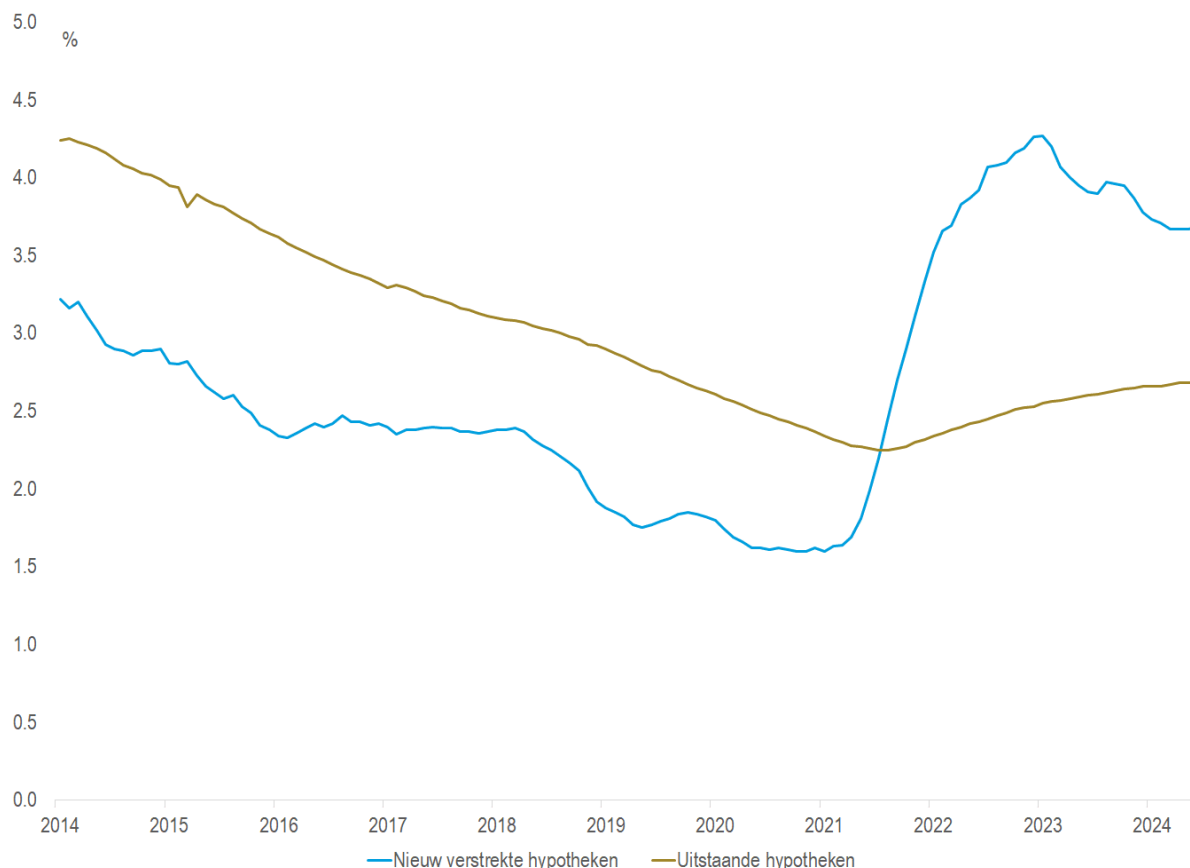
Vanuit een rendement/risico-perspectief zijn EMD LC obligaties volgens ons CMA-model momenteel de aantrekkelijkste spread categorie.

Alternatieven

Particuliere hypotheek

Hypotheekbeleggingen lieten afgelopen twaalf maanden een licht positief rendement zien.

Bancaire rente op woning hypotheek van Nederlandse huishoudens



Bron: Columbia Threadneedle, DNB mei 2025

In de afgelopen twaalf maanden zijn bancaire rentes op nieuw verstrekte woning hypotheek weer iets gedaald. Met name voor korte looptijden is een daling zichtbaar. De variabele rente nam circa 0,7%-punt af tot 4,5% (bron: DNB, t/m mei 2025). Per saldo is de gemiddelde rente op nieuw verstrekte hypotheek met circa 0,2%-punt gedaald afgelopen jaar tot 3,7% (bron: DNB, juni 2025).

De gemiddelde rente op uitstaande woning hypotheek daarentegen liet een vertraagde en gedempte reactie zien op de rentestijging sinds 2022 en nam afgelopen twaalf maanden toe met 0,1%-punt tot 2,7%.

Het aantal wanbetalingen op hypotheek is afgelopen jaar verder gedaald door onder andere loonstijgingen en de lage werkloosheid in Nederland. Voorts neemt -in geval van wanbetaling- het risico op een restschuld af, doordat Loan-to-Value (LTV) ratio's structureel dalen. Dat is toe te wijzen aan stijgende huizenprijzen tezamen met overheidsbeleid dat gericht is op het terugdringen van de hypotheekschuld.

De categorie woning hypotheek wordt in ons CMA-model gemodelleerd op basis van (mean-reversion) projecties voor de hypotheekspread gecombineerd met het forward pad voor de swaprente. Dat resulteert net als bij obligaties in verwachte inkomsten-, carry-, en koersrendementen. Daarnaast is sprake van een aanname voor kredietverlies, welke nagenoeg nihil is.

Het verwacht rendement op een 5-jaars horizon bedraagt 3,6%, gelijk aan de aanname van vorig jaar.

Vastgoed²

De Europese vastgoedmarkt blijft in 2025 een gemengd beeld vertonen. Na de forse waardecorrecties van 2022 en 2023 en herstel op de woningmarkt in 2024 zien we in meerdere segmenten tekenen van stabilisatie, met name in woning- en logistiekvastgoed. Beleggers tonen zich weer actiever, gesteund door de verwachting van verdere renteverlagingen. In de eerste helft van 2025 zijn de waarderingen van 'core' vastgoed licht gestegen, al blijven transactievolumes onder het langjarig gemiddelde.

Europese woningen presteren relatief goed, vooral in stedelijke gebieden met aanhoudende schaarste. De vraag naar betaalbare huurwoningen blijft structureel hoog. In het logistieke segment blijven fundamentals robuust, met solide vraag vanuit e-commerce, maar de periode van explosieve huurgroei lijkt achter ons te liggen. Nieuwe ontwikkelingen ondervinden vertraging door gestegen bouwkosten en strengere duurzaamheidseisen, wat op termijn ondersteunend kan werken voor de bezettingsgraad en huurprijzen.

Kantoorvastgoed blijft het zwakste segment. Hoewel huren van 'prime' kantoren op toplocaties soms sterk groeien, zien wij elders hogere leegstand, dalende huren en afwaarderingen. De structurele verschuiving naar hybride werken zet door, waardoor secundaire objecten uitdagend zijn. Voor winkelvastgoed is het beeld gemengd: 'convenience retail' en 'food-anchored' locaties blijven belangstelling behouden, terwijl 'high-street' winkellocaties in minder aantrekkelijke steden onder druk blijven staan.

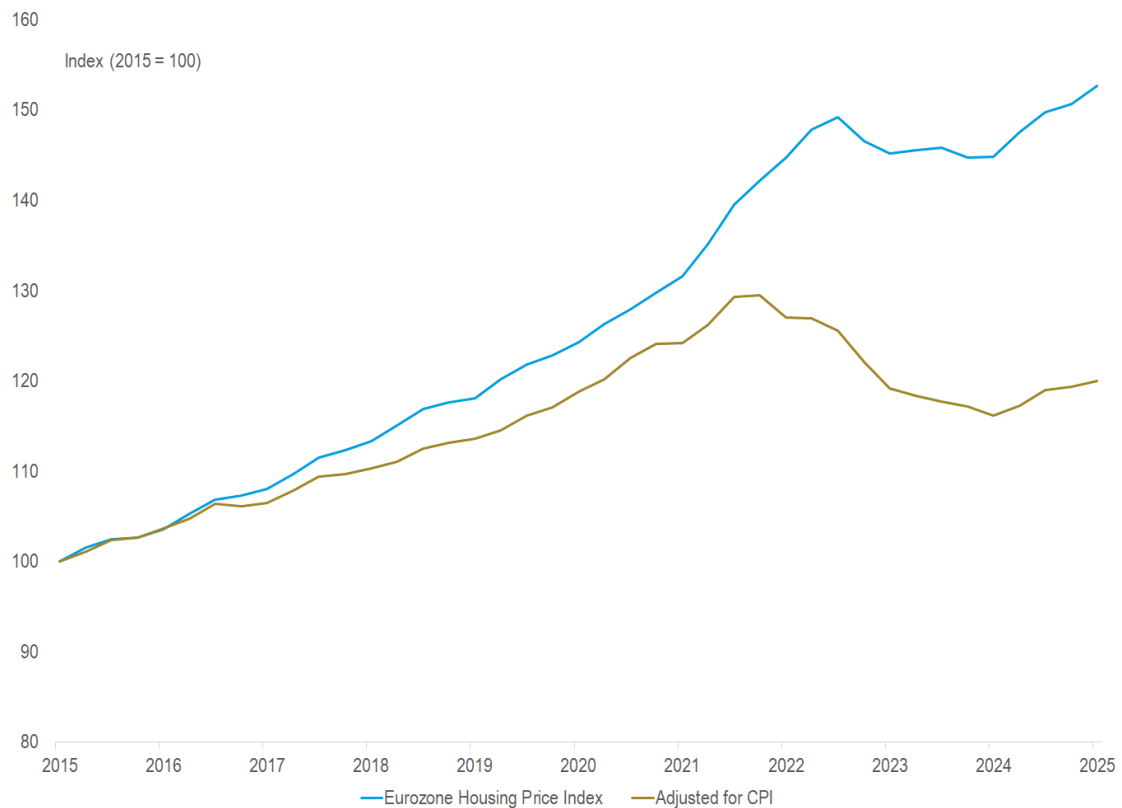
Alternatieve vastgoedsectoren hebben aanhoudende interesse doordat die sterk afhankelijk zijn van demografische trends. Studentenhuisvesting, zorgvastgoed en datacenters vertonen robuuste prestaties, met hogere bezettingsgraden en sterke huurgroei. De vergrijzing van Europa ondersteunt de vraag naar zorgvastgoed, terwijl de groeiende studentenpopulatie in landen als het VK, Ierland en Spanje zorgt voor blijvende druk op studentenhuisvesting. Deze sectoren lijken beter bestand tegen economische schommelingen vanwege hun focus op structurele behoeften.

De rendementen en vooruitzichten variëren ook aanzienlijk per land, met Spanje, Ierland en het VK als relatieve outperformers voor 2025, terwijl landen als Duitsland en Frankrijk zwakkere groeivooruitzichten hebben. Deze verschillen worden gedreven door uiteenlopende economische structuren, politieke omstandigheden en demografische ontwikkelingen. De Spaanse economie profiteert van sterke groei in de dienstensector en een uitbreidende maakindustrie.

Vooruitblikkend blijft het herstel in de Europese vastgoedmarkt afhankelijk van het rentepad, inflatieverwachtingen en economische groei. Institutionele investeerders blijven voorzichtig, maar tonen weer meer interesse in kwalitatief, duurzaam vastgoed met lange huurcontracten. In veel sectoren is de correctiefase achter de rug. Selectiviteit in de objectkeuze blijft cruciaal.

² Met dank aan Yno van Haaster voor zijn input.

Eurozone huizenprijs index



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Eurostat, Bloomberg, Q1 2025

Het vertrekpunt in ons CMA-model voor beursgenoteerd vastgoed zijn onze verwachtingen ten aanzien van reguliere beursgenoteerde aandelen ontwikkelde markten. Wel worden de rendementen aangepast voor de grotere rentegevoeligheid van vastgoed. Deze aanpassing vindt plaats op basis van de forward rentes en een geschatte gevoeligheid.

Voor niet-beursgenoteerd vastgoed hanteren wij structureel een 1%-lagere risicopremie dan beursgenoteerd vastgoed (gegeven het lagere risicoprofiel en een relatief lage leverage). Ook voor deze categorie wordt rekening gehouden met een eventueel rente-effect.

Op een vijf-jaars horizon hanteren wij een verwacht rendement voor beursgenoteerd en niet-beursgenoteerd vastgoed van respectievelijk 5,0% en 4,0%³.

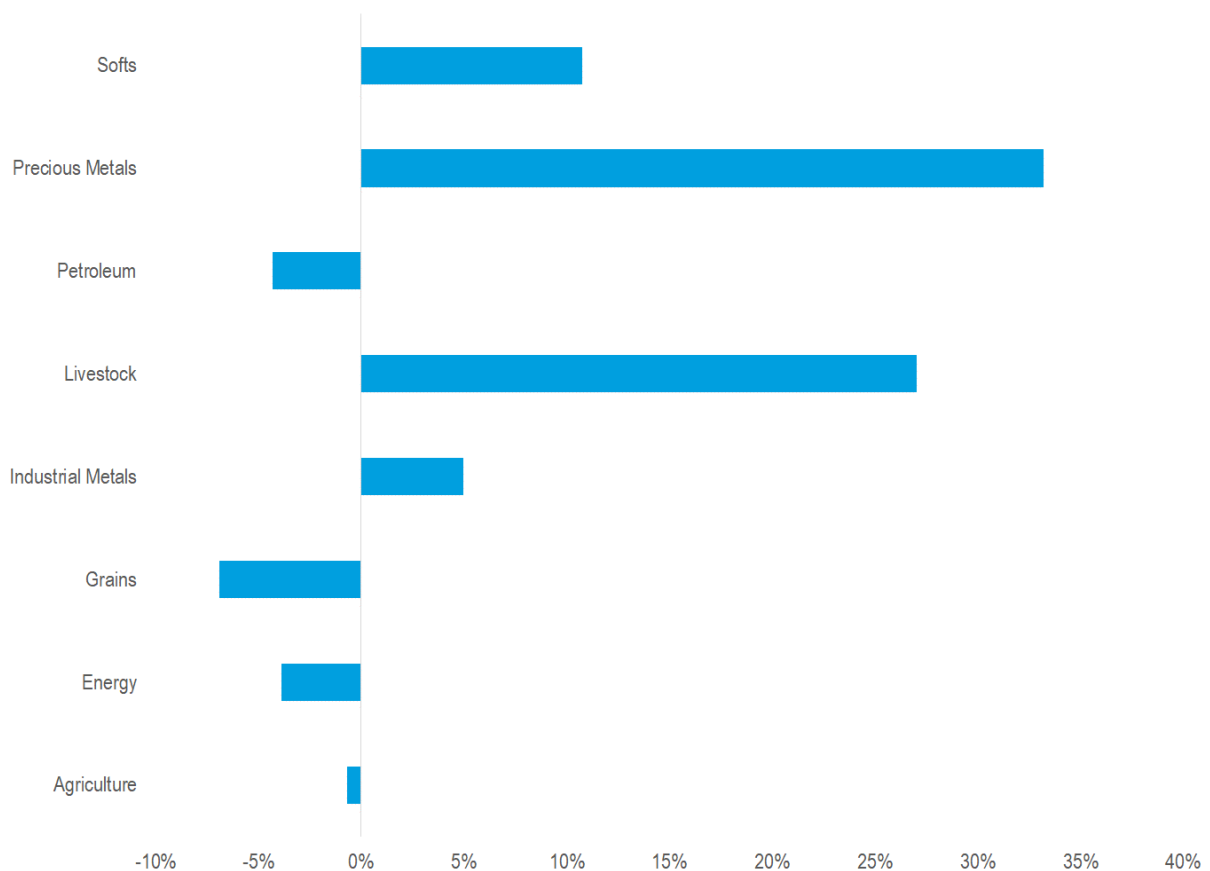
Commodities

Met een positief rendement van 4% (euro-hedged) waren commodities in de afgelopen twaalf maanden een middenmoter.

Het spotrendement -ofwel de verandering van grondstofprijzen- droeg positief bij. Edelmetalen zoals goud lieten de grootste prijsstijgingen zien binnen commodities. Geopolitieke turbulentie, inflatievrees, wantrouwen in het traditionele financiële stelsel en de dollar, en aankopen door centrale banken droegen hieraan bij.

De 'roll yield' op commodity futures droeg negatief bij, maar dat werd weer gecompenseerd door een positief rendement op het onderpand.

³ Om klanten te ondersteunen met de inrichting van vastgoedportefeuilles, hebben wij afgelopen jaar CMA's ontwikkeld, specifiek voor individuele vastgoedsectoren, zowel binnen Nederland als op Europees niveau.

Rendement Commodity Futures per categorie afgelopen 12 maanden (totaal rendement in USD)


Bron: Columbia Threadneedle, Bloomberg BCOM Index, 8 juli 2025

Commodities zijn één van de volatielste en moeilijkst te voorspellen beleggingscategorieën.

Het verwacht rendement op commodities futures in het CMA-model bedraagt momenteel 9,0% op een 5-jaars horizon.

Wij hanteren drie verwachte rendementsbronnen voor commodities in ons CMA-model. Het verwachte 'spot' rendement is significant positief (o.b.v. positieve verwachte wereldwijde inflatie in combinatie met een 'multiplier'). De 'roll yield' is nog steeds negatief. Deze baseren wij op een lange termijn gemiddelde. Het verwachte rendement op het onderpand is positief en wordt gelijk verondersteld aan (het forward pad voor) de Amerikaanse geldmarktrente (momenteel 4%). Tot slot vindt een aanpassing plaats voor de omrekening naar euro-hedged basis.

Bij deze CMA's is het belangrijk te benadrukken dat een goede performance van commodities absoluut geen garantie is. De inflatie dient namelijk gedreven te worden door grondstofprijzen. Indien de toekomstige inflatie het gevolg van is van tweede-orde effecten zoals hogere lonen of hogere huren dan zullen commodities hier niet van profiteren.

Overige alternatieven

De verwachtingen voor **small caps** en **private equity** worden eenvoudigweg bepaald als het verwachte rendement op aandelen inclusief een opslag van respectievelijk 0,25%-punt en 0,5%-punt (zoals toegelicht in onze Investment Casussen). Op een vijf-jaars horizon resulteert dat in een verwacht rendement van resp. 5,3% en 5,5%.

Voor **infrastructuur** wordt een afslag gehanteerd van -0,5%-punt versus aandelen, alsook een aanpassing voor de hogere rentegevoeligheid. Op een vijf-jaars horizon resulteert dat in een verwacht rendement van 4,4%.

Voor **converteerbare obligaties** passen wij 'mapping' toe. Zo komt het verwachte rendement tot stand als een combinatie van de aannames voor IG bedrijfsobligaties, high yield en aandelen ontwikkelde markten, minus een afslag voor de impliciete optie die aangeschaft wordt. Op een vijf-jaars horizon resulteert dat in een verwacht rendement van 4,1%.

Voor **Hedge Funds** hanteren wij als verwacht rendement een gewogen gemiddelde van het verwachte rendement op aandelen en cash+premie. Op een vijf-jaars horizon resulteert dat in een verwacht rendement van 3,8%.

Het verwachte rendement voor **catastrofe obligaties** komt tot stand op basis van (forward) projecties voor de Amerikaanse geldmarktrente in combinatie met een 'mean-reversion' benadering voor de spread op catastrofe obligaties, minus een afslag voor het verwachte verlies als gevolg van natuurrampen. Ook vindt een aanpassing plaats voor het afdekken van het valutarisico. Op een vijf-jaars horizon resulteert dat in een verwacht rendement van 7,0% wat hoog is, gezien een verwachte volatiliteit van slechts 5,2% op deze horizon. Dat verdient enige toelichting. Allereerst wordt deze categorie structureel gekenmerkt door een lage standaarddeviatie ten opzichte van het rendement (het 'cliff risico' wordt niet meegenomen in deze risicomatstaf). Ook speelt het 'innovatieve' en 'complexe' karakter een rol waardoor beleggers een hogere risicopremie verlangen. Tot slot draagt de geldmarktrente als vergoeding op het onderpand voor circa de helft bij aan het hoge verwachte rendement.

Scenario-analyse

Zoals geschetst in deze Outlook is de economische onzekerheid momenteel erg groot. Daarom hebben wij, in aanvulling op de basisvooruitzichten, een scenario-analyse uitgevoerd, die wij in deze sectie toelichten.

De voornaamste economische risico's van geopolitieke turbulentie zijn een hogere inflatie en een lagere groei.

Ons CMA-model is in staat om de impact door te rekenen van onmiddellijke en permanente inflatieschokken en/of economische groeischokken op de verwachte rendementen van de verschillende categorieën en op verschillende horizonnen (5-jaar, 10-jaar en 15-jaar). De scenario's zijn relatief en worden uitgedrukt als het verschil ten opzichte van de consensusverwachting voor de inflatie en de economische groei.

Bij de vastrentende categorieën hebben een hogere inflatie of een hogere economische groei – via een hogere nominale rente – initieel een negatief koerseffect en vice versa. De mate waarin hangt af van de duratie per categorie. Tegelijkertijd zal een hogere nominale rente ook resulteren in een permanent hogere yield en hogere couponinkomsten en vice versa. Na verloop van tijd compenseert dit inkomsteneffect het initiële koerseffect, waardoor op een langere beleggingshorizon uiteindelijk sprake kan zijn van een hoger verwacht nominaal rendement. Hoe korter de duratie van een vastrentende categorie, hoe eerder dit effect optreedt.

Voor aandelen is sprake van een initieel negatief effect. Er bestaat namelijk een positief verband tussen

“bond yields” en “earnings yields” (de inverse van de koers/winst-ratio). Hogere rentes gaan dus samen met hogere (vereiste) earnings yields voor aandelen ofwel lagere koers/winst ratio's. Omdat winsten niet meteen meestijgen met de oplopende rente betekent dit lagere aandelenkoersen en dus op de korte termijn lagere verwachte aandelenrendementen. Vervolgens is er het lange termijneffect van naar verwachting hogere (nominale) bedrijfswinsten en hogere dividendinkomsten dat gaat zorgen voor hogere verwachte aandelenrendementen.

Dus ook voor aandelen zijn de korte en lange termijneffecten tegengesteld. Aandelen ontwikkelde markten kennen een grotere koersgevoeligheid dan aandelen opkomende markten door de hogere K/W-ratio en dus de lagere 'Earnings Yield' (de inverse van de K/W).

Voor de meeste andere categorieën werken inflatie en BBP-scenario's op vergelijkbare wijze door in het verwachte rendement, dan wel via een zogenaamde 'mapping' methode (waarbij de berekeningen voor een categorie afgeleid zijn van een combinatie van uitkomsten bij andere categorieën).

Impact 'hoge inflatie'-scenario

In de grafiek hieronder wordt de impact weergegeven van een +1%-inflatie-scenario (een permanente +1% schok boven op de inflatie in het basisscenario) op de verwachte rendementen op een 5-jaars, 10-jaars en 15-jaars beleggingshorizon.

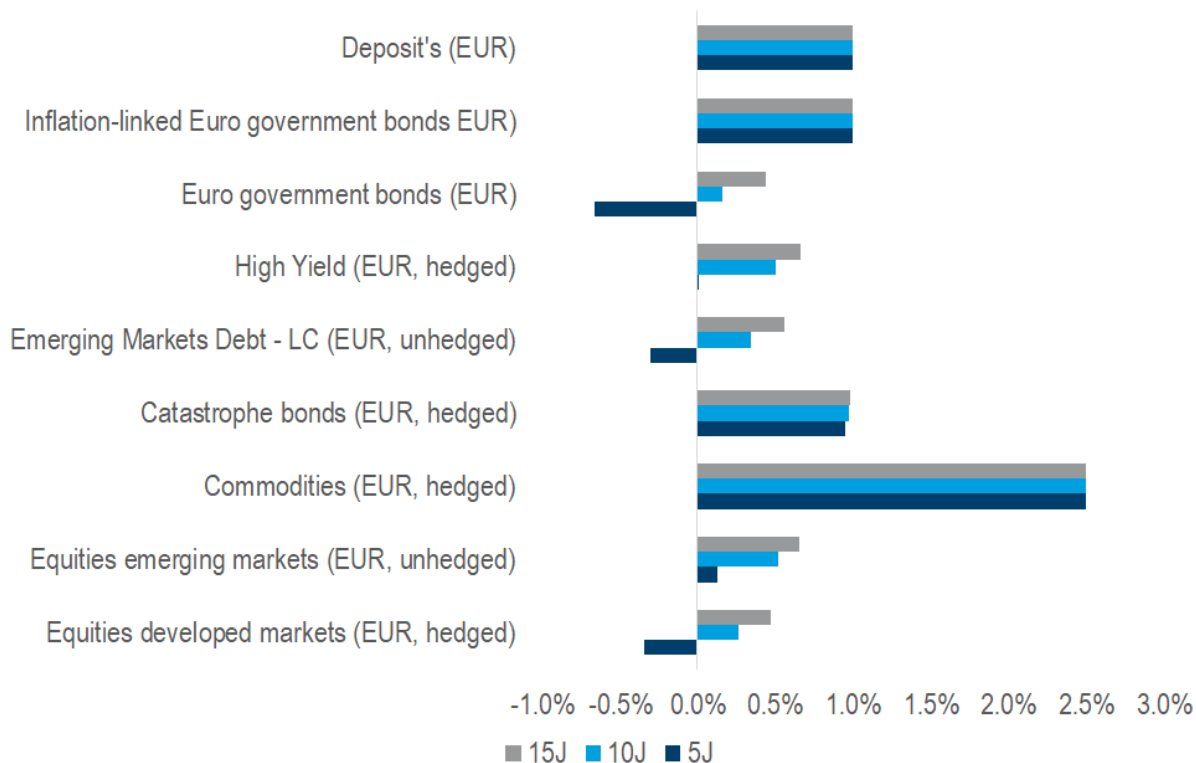
De voornaamste observaties zijn als volgt:

- De meeste categorieën reageren negatief op een 5-jaars horizon als gevolg van negatieve koerseffecten door de hogere inflatie;
- In nominale termen reageren nagenoeg alle categorieën uiteindelijk positief op een 10-jaars en 15-jaars horizon. In reële termen is in bijna alle gevallen sprake van een lager rendement, uitgezonderd inflatie-gerelateerde obligaties (ILBs), deposito's, catastrofe obligaties en commodities (de enige categorie met een hoger extra rendement dan de extra inflatie);
- Euro staatsleningen kernlanden reageren het meest negatief, als gevolg van de lange duratie;
- Risicovolle obligaties reageren minder negatief dan risicovrije staatsobligaties. Binnen de Spread producten worden high yield obligaties initieel het minste geraakt en is het positieve effect op een 15-jaars horizon het grootst. De verklaring is de relatief korte duratie van high yield;
- Binnen aandelen worden aandelen opkomende markten minder geraakt dan aandelen ontwikkelde markten. De verklaring hiervoor is de lagere koersgevoeligheid vanwege een lagere koers/winst-ratio, waardoor de positieve inkomsten effecten eerder domineren;

Enkele beleggingscategorieën verdienen speciale aandacht, omdat daar de initiële koerseffecten minder sterk zijn en de gevolgen voor de inkomsten snel domineren:

- Inflatie-geïndexeerde obligaties: een hogere inflatie leidt niet tot een initieel negatief koerseffect, vanwege de inflatie-indexatie van de hoofdsom (enkel veranderingen in de reële rente hebben invloed op de koers van deze obligaties). Wel zal het inkomen direct meestijgen. Dat zorgt ervoor dat al op een korte beleggingshorizon het (nominale) verwachte rendement van deze categorie zal stijgen terwijl dat van andere categorieën juist daalt;
- Commodities: ook hier resulteert een hogere inflatie direct in een hoger verwacht rendement, zelfs met een 'multiplier', zonder dat een negatief koerseffect optreedt. Door de 'multiplier' is dit zelfs de enige categorie waarbij niet alleen het nominale rendement stijgt, maar zelfs in reële termen sprake is van een hoger verwacht rendement;
- Absolute return-categorieën zoals deposito's, hedge funds en catastrofe obligaties, allen met een variabele geldmarktcomponent, worden ook minder geraakt door eventuele initiële koerseffecten.

Impact op het **nominale** verwachte geannualiseerde rendement (verschil t.o.v. basisscenario op verschillende beleggingshorizonnen) als gevolg van 1%-punt hogere inflatie



Bron: Columbia Threadneedle Investments, juli 2025

Impact 'lage groei'-scenario

Onderstaand is grafisch de impact weergegeven van een -1%-groeiscenario (een permanente -1% schok ten opzichte van de reële economische groei in het basisscenario) op de verwachte rendementen op een 5-jaars, 10-jaars en 15-jaars beleggingshorizon.

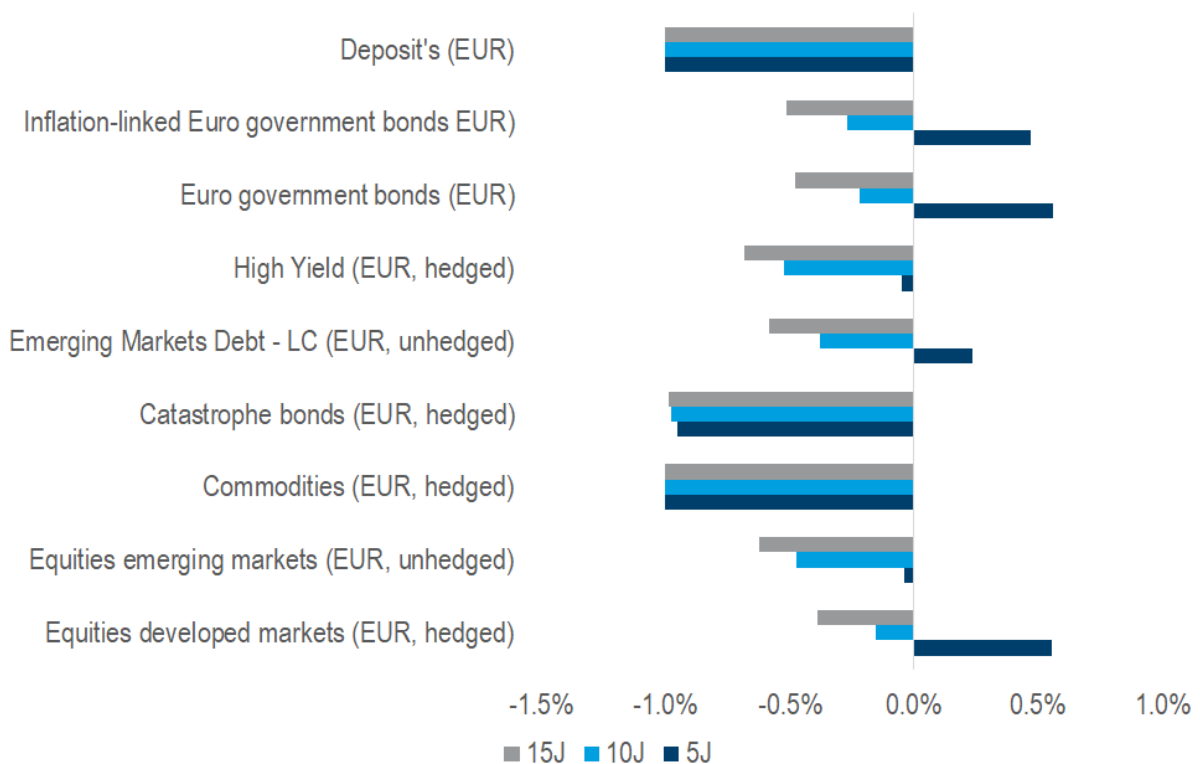
De voornaamste observaties zijn als volgt:

- Er is geen verschil tussen het nominale en het reële perspectief. Een groeiverandering heeft een identiek effect op nominale en reële rentes;
- De meeste categorieën reageren positief op een 5-jaars horizon als gevolg van positieve koerseffecten vanwege de lagere rente door de lagere groei; met name geldt dat voor euro staatsleningen kernlanden;
- Uiteindelijk reageren nagenoeg alle categorieën negatief op een 10-jaars en 15-jaars horizon (zowel vanuit een nominaal als een reëel perspectief);
- Risicovolle obligaties reageren minder positief dan risicovrije staatsobligaties, als gevolg van een kortere duratie, waardoor de negatieve inkomsten effecten al snel domineren.
- Binnen aandelen worden aandelen opkomende markten meer geraakt dan aandelen ontwikkelde markten. De verklaring hiervoor is de lagere koersgevoeligheid vanwege een lagere koers/winst-ratio, waardoor de positieve koerseffecten (wegens lagere discontovoeten) minder in staat zijn om de negatieve inkomsteneffecten te compenseren;

Enkele beleggingscategorieën verdienen speciale aandacht:

- Inflatie-geïndexeerde obligaties: in dit scenario reageren deze identiek aan nominale staatsobligaties, aangezien het de vaste reële rentes zijn die veranderen;
- Commodities: de impact is negatief als gevolg van een lagere geldmarktrente op het onderpand. Tegelijkertijd zijn er geen positieve koerseffecten die dit compenseren;
- Absolute return-categorieën zoals deposito's, hedge funds en catastrofe obligaties, allen met een variabele geldmarktcomponent, presteren relatief slecht in dit scenario. De variabele rente-inkomsten dalen in lijn met de lagere groei, zonder dat daar eenmalige positieve koerseffecten tegenover staan.

Impact op het **nominale** verwachte geannualiseerde rendement (verschil t.o.v. basisscenario op verschillende beleggingshorizonnen) als gevolg van 1%-punt lagere economische groei



Bron: Columbia Threadneedle Investments, juli 2025

In het eerste scenario is de impact op het rendement voor de meeste categorieën positief en in het tweede scenario is de impact op het rendement voor de meeste categorieën negatief. Een van de weinige categorieën die zowel in het hogere inflatie-scenario als in het lagere groeiscenario relatief goed presteert zijn inflatie-geïndexeerde obligaties.

Contact

 Columbia Threadneedle Investments
Nederland
Jachthavenweg 109E
1081 KM Amsterdam
Netherlands

 info@nld@columbiathreadneedle.com

 Volg ons op LinkedIn



Meer informatie: columbiathreadneedle.nl

Belangrijke Informatie

© 2025 Columbia Threadneedle Investments. Columbia Threadneedle Investments is de wereldwijde merknaam van de groep Columbia en Threadneedle.

Alleen voor professionele beleggers

Dit financiële promotiemateriaal wordt in Nederland uitgegeven door Columbia Threadneedle Investments en is uitsluitend bedoeld voor marketing- en informatiedoeleinden.

Dit materiaal mag niet worden beschouwd als een aanbod, verzoek, advies of beleggingsaanbeveling. Dit document is geldig op de datum van publicatie en kan zonder voorafgaande kennisgeving worden gewijzigd. Informatie uit externe bronnen wordt betrouwbaar geacht, maar de juistheid en volledigheid ervan kan niet worden gegarandeerd. De effectieve beleggingsparameters worden overeengekomen en uiteengezet in het prospectus of de formele overeenkomst voor vermogensbeheer.

Financieel promotiemateriaal wordt uitgegeven voor marketing- en informatiedoeleinden; in het Verenigd Koninkrijk door Columbia Threadneedle Management Limited, waaraan vergunning is verleend door en dat onder toezicht staat van de Financial Conduct Authority; in de EU door Columbia Threadneedle Netherlands B.V., waaraan vergunning is verleend door en dat onder toezicht staat van de Nederlandse Autoriteit Financiële Markten (AFM); en in Zwitserland door Threadneedle Portfolio Services AG, statutair gevestigd in Claridenstrasse 41, 8002 Zürich, Zwitserland.

WF2880213 (07/25)