

For professional investors only



Investment Outlook 2025 Hoogtevrees

Augustus 2024

Inhoudsopgave

Introductie	3
Economische vooruitzichten	4
Financiële Markten en Capital Market Assumptions	14

Introductie



Investment Outlook 2025

Voor u ligt onze Investment Outlook 2025 met daarin onze vooruitzichten voor de economie en financiële markten.

De voornaamste thema's die economieën en financiële markten drijven zijn niet veel anders dan vorig jaar: geopolitieke risico's, toenemende spanning tussen de VS en China, klimaatverandering, en Artificial Intelligence. Voorts spelen de naderende Amerikaanse presidentsverkiezingen een rol.

De Amerikaanse en eurozone economieën presteren beter dan verwacht en de recessievrees is naar de achtergrond verdwenen. Echter, de Amerikaanse economie en de arbeidsmarkt beginnen haarscheurtjes te vertonen. Voor de eurozone wordt een verder herstel verwacht. De Chinese economie worstelt met problemen in de vastgoedsector, en laag consumentenvertrouwen.

De inflatiedruk neemt naar verwachting af, gedreven door een afkoelende arbeidsmarkt en dalende grondstofprijzen, maar de risico's liggen voornamelijk aan de bovenkant vanuit de dienstensector en geopolitiek.

De markt prijst in dat de Federal Reserve en de ECB in twaalf maanden tijd de rente zullen verlagen met respectievelijk circa 1,4%-punt en 1,1%-punt.

Net als vorig jaar scoren commodities en met name catastrofe obligaties dit jaar wederom goed in ons "Capital Market Assumptions (CMA)"-model. Het verschil in aantrekkelijkheid tussen risicovolle spread producten en staatsobligaties is kleiner geworden als gevolg van de afgenomen spreads. De verwachte rendementen voor staatsobligaties zijn niet veel veranderd. De verwachte rendementen voor aandelen zijn licht gedaald. Voor zowel aandelen als voor risicovolle obligaties geldt dat de categorieën gekoppeld aan opkomende markten beter scoren dan die gekoppeld aan ontwikkelde markten voor wat betreft de rendement/risico-ratio.

Thema's in de aandelenmarkt zijn concentratierisico en de spectaculaire koersstijging van Nvidia, de vraag of het AI-optimisme gerechtvaardigd is, de historisch lage risicopremie, en een mogelijke rotatie uit 'large cap' aandelen naar 'small cap' aandelen.

Thema's in de obligatiemarkt zijn de vraag of de Federal Reserve komend jaar wel de verwachte renteverlagingen gaat leveren, en toenemend kredietrisico, zowel in de staatsobligatiemarkt met oplopende schulden, als in de bedrijfsobligatiemarkt wegens toenemende defaults.

Op vele gebieden is sprake van records: aandelenkoersen en huizenprijzen hebben 'all-time highs' bereikt, spreads zijn historisch laag, en staatsschulden zijn historisch hoog. In een omgeving van hoge rentes en geopolitieke risico's resulteert dat in 'hoogtevrees'. Hopelijk kunnen wij volgend jaar schrijven dat deze vrees onterecht was.

Jitzes Noorman

Delegated CIO & Investment Strategist

Economische vooruitzichten

Thema's

Geopolitiek

In de voorgaande twee jaren waren geopolitieke turbulentie en fragmentatie al een belangrijk thema. En dat is dit jaar niet anders. De oorlog in Oekraïne woedt nog steeds voort, het conflict tussen de VS en China intensiveert op zowel handels- als technologisch vlak en zelfs op militair vlak, en de samenwerking tussen Rusland, China en Noord-Korea is hechter geworden. Afgelopen jaar kwam daar nog de oorlog in Gaza bij volgend op de aanslag door Hamas op 7 oktober 2023, met het risico op escalatie in het Midden-Oosten met partijen als Iran en Hezbollah in Libanon.

Het IMF heeft al meermalen gewaarschuwd dat fragmentatie resulteert in lagere groei, hogere inflatie, een toenemende volatiliteit, hogere staatsschulden, en de-globalisering.

Klimaatverandering

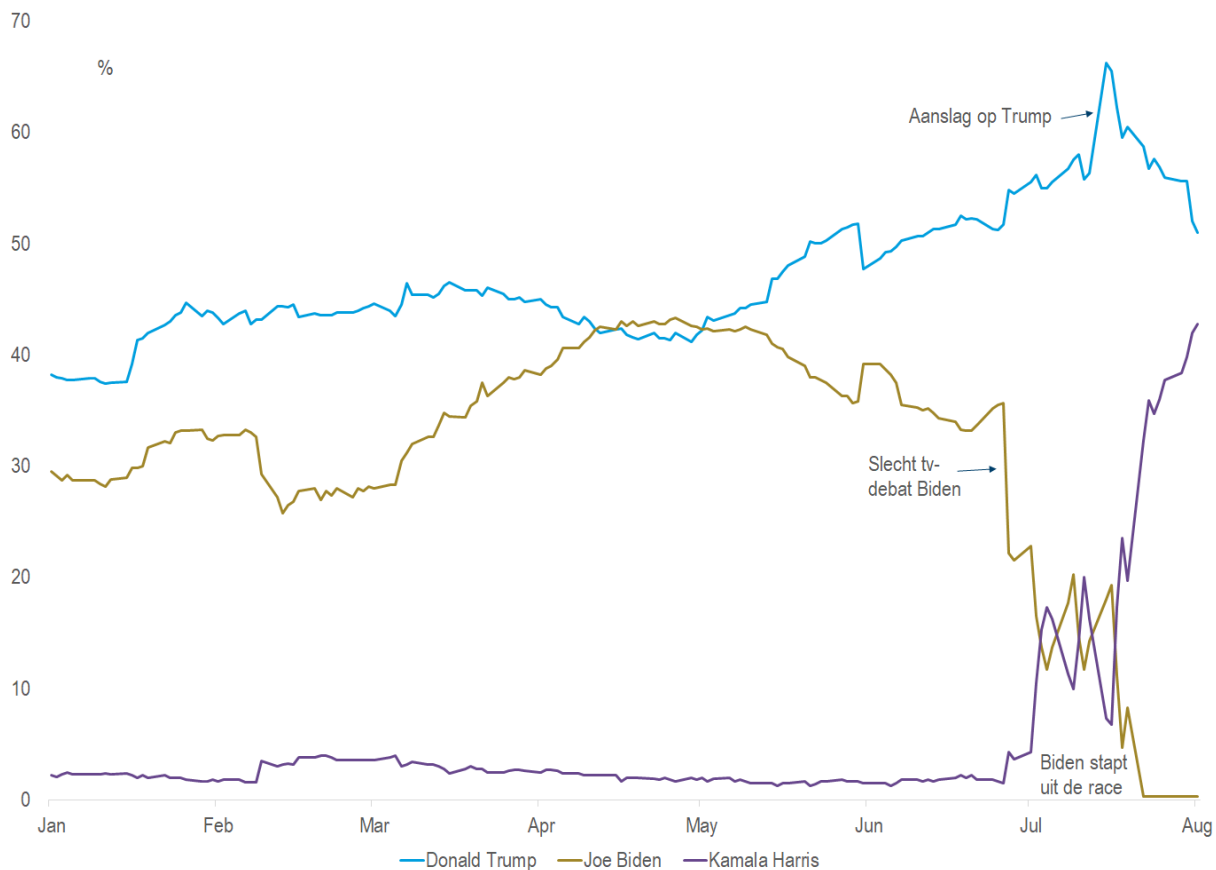
Ook klimaatverandering zet onverminderd voort en het streven van het Akkoord van Parijs raakt steeds verder uit beeld met een reeds gerealiseerde opwarming van 1,3C¹. En klimaatverandering heeft evenals fragmentatie waarschijnlijk een lagere groei en hogere inflatie tot gevolg.

Verkiezingen

De helft van de wereldbevolking gaat in 2024 naar de stembus. Menig verkiezing heeft al plaatsgevonden (bijvoorbeeld India, Mexico, Frankrijk, en de EU), maar dat wil niet zeggen dat de onzekerheid daarmee is verdwenen. Zo is het onduidelijk hoe in Frankrijk een nieuwe regering gevormd gaat worden, nadat het midden heeft verloren ten opzichte van de rechter- en linkervleugels. En de belangrijkste verkiezing moet nog plaatsvinden, namelijk de Amerikaanse presidentsverkiezingen op 5 november 2024. Op het moment van schrijven is het nog verre van duidelijk wie de volgende Amerikaanse president gaat worden. Donald Trump lag duidelijk voor in de peilingen na het slechte tv-optreden van Joe Biden en de aanslag op Donald Trump. Maar sinds Biden uit de race is gestapt en Kamala Harris de kandidaat is voor de Democraten, ligt Trump nog wel voor in de peilingen, maar wordt het verschil per dag kleiner. De uitkomst is van groot belang voor zowel de VS zelf als voor de rest van de wereld. Mocht Kamala Harris winnen dan betekent dat op hoofdlijnen een voortzetting van het huidige beleid en dus minder onzekerheid en meer stabiliteit. Met een overwinning voor Trump zou de geopolitieke onzekerheid toenemen, gegeven zijn kritische opstelling ten aanzien van de NAVO, zijn hardere toon ten aanzien van China, alsook uitspraken dat Taiwan moet betalen voor de verdediging door Amerika. Een Trump overwinning zou ook het terugdraaien van klimaatbeleid tot gevolg hebben, deregulering, en lagere belastingen voor bedrijven. In beide gevallen zou de staatsschuld wel verder oplopen: bij de Democraten wegens onder andere grote uitgaven aan infrastructuur, en bij de Republikeinen wegens belastingverlagingen.

¹ <https://climateactiontracker.org/publications/no-change-to-warming-as-fossil-fuel-endgame-brings-focus-onto-false-solutions/>

2024 Amerikaanse presidentsverkiezingen – gemiddelde kans op basis van wedkantoren



Bron: Columbia Threadneedle, Bloomberg, Real Clear Politics, 1 augustus 2024

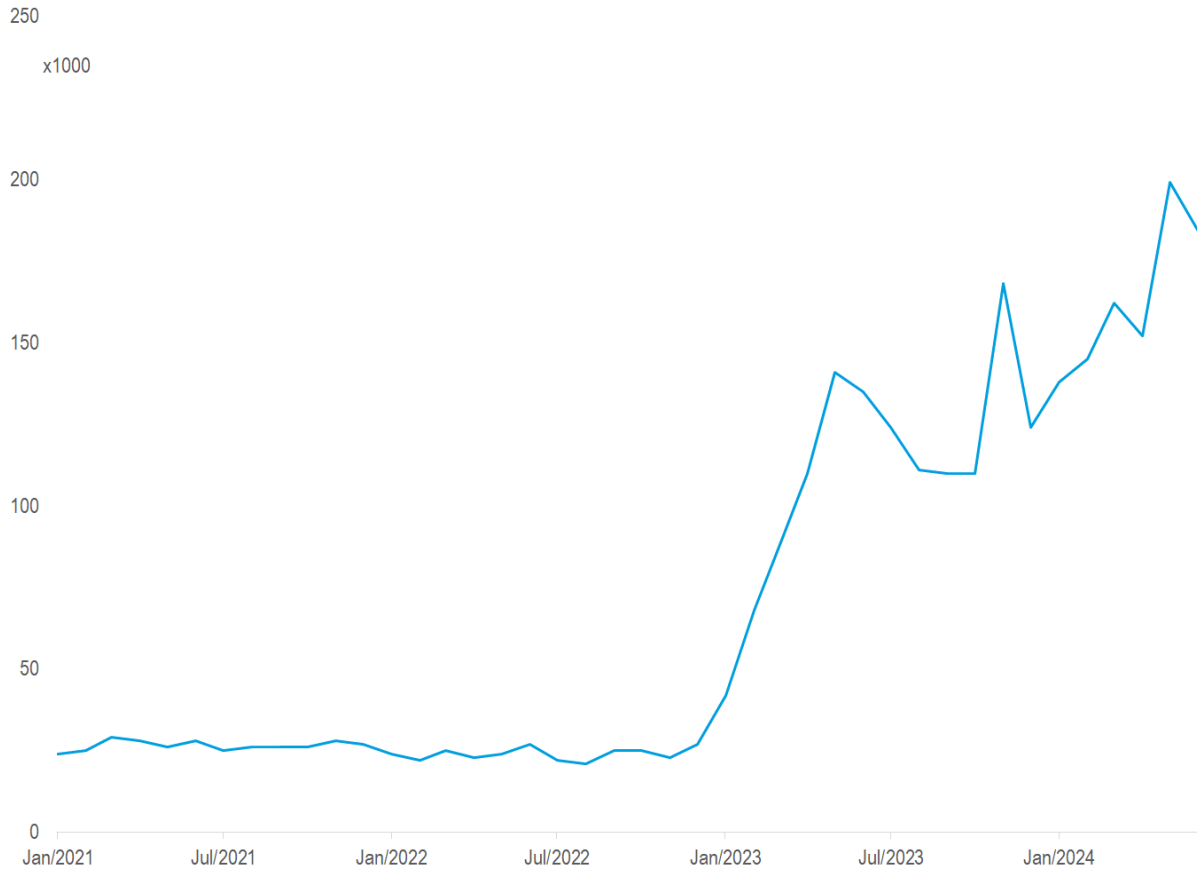
Artificial Intelligence (AI)

'Artificial Intelligence (AI)' is een belangrijk thema voor de maatschappij en voor financiële markten. De aandacht is sinds begin 2023 -mede door de lancering van ChatGPT- in een stroomversnelling gekomen.

De consensus is dat AI een grote maatschappelijke impact zal hebben, zowel positief als negatief. AI kan zorgen voor een productiviteitstoename en daarmee economische groei en welvaart. Het biedt onder andere kansen voor de gezondheidszorg en natuurwetenschappen, en kan daarmee de mensheid dienen. Tegelijkertijd is de verwachting dat AI tot grote wijzigingen zal leiden op de arbeidsmarkt. Het zal nieuwe banen creëren, maar tegelijkertijd ook bestaande banen transformeren of overnemen. Een ander maatschappelijk risico is dat AI 'deepfakes' en 'fake news' een bedreiging gaan vormen voor de democratie als burgers 'echt' en 'nep' niet meer van elkaar kunnen onderscheiden. De verwachting is ook dat risico's ten aanzien van cyberveiligheid gaan toenemen, doordat AI-tools goedkoper en toegankelijker zullen worden. Het grootste maatschappelijke doemscenario is dat AI uiteindelijk zelfs een bedreiging kan vormen voor de mensheid. Wetenschappers zoals wijlen Stephen Hawking hebben dergelijke zorgen reeds geuit². Ook uit een enquête onder experts en voorspellers uitgevoerd in 2023 (en gepubliceerd in 'The Economist') werd AI aangewezen als het grootste risico voor het voortbestaan van de mensheid, waarmee microbiologische risico's (zowel natuurlijk als door mensen gefabriceerd), nucleaire risico's en niet-antropogene risico's (bijvoorbeeld: vulkaanuitbarstingen,

² https://en.wikipedia.org/wiki/Technological_singularity

Aantal keer dat de term 'Artificial Intelligence' maandelijks voorkomt in Bloomberg artikelen



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, 31 juli 2024

komeetinslagen) door AI werden verslagen .

Zoals reeds genoemd kan AI resulteren in een productiviteitstoename. Dat laatste zou tot een hogere economische groei moeten leiden, wat positief is voor aandelenmarkten. AI-optimisme was afgelopen twee jaar ook een van de voornaamste drijvers van de aandelenrally, waarbij de stijging van aandelenbeurzen grotendeels toe te schrijven viel aan de koerse explosie van de 'Magnificent 7', met als uitschieter het aandeel Nvidia.

De impact van AI op inflatie is onduidelijk. Enerzijds kan AI via een efficiëntere bedrijfsvoering resulteren in een lagere inflatie. Anderzijds stijgt de rekenkracht exponentieel, wat ook een enorme energiebehoefte met zich meebrengt, wat juist weer inflatoir kan uitpakken.

Economische groei

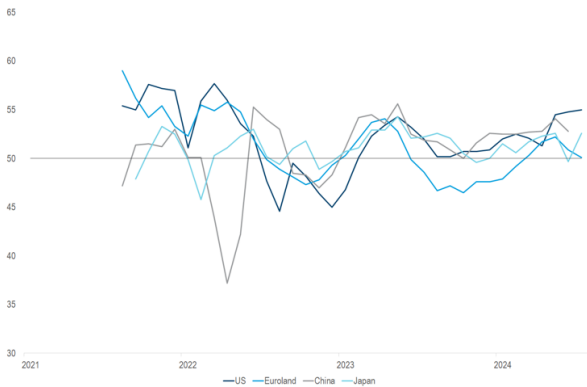
Afgelopen jaar was sprake van toenemend economisch optimisme en nam de vrees voor recessie af. Met name de cijfers in de VS verrasten positief. Ondanks het significant krappere monetaire beleid in ontwikkelde markten, bleven de arbeidsmarkten in zowel de eurozone als in de VS relatief sterk. Purchasing Manager Indices (PMIs) schetsen wereldwijd een positief beeld, met name voor de dienstensector. En de samengestelde PMI voor de eurozone steeg van 'krimp' (<50) naar 'expansie' (>50). Ook het consumentenvertrouwen herstelde

³ <https://www.economist.com/science-and-technology/2023/07/10/what-are-the-chances-of-an-ai-apocalypse>

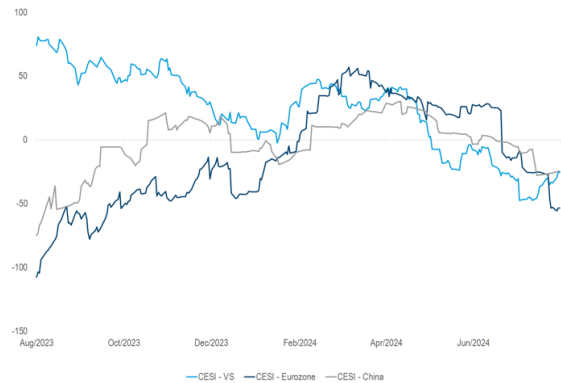
gemiddeld afgelopen jaar in menig land. Factoren die in de VS nog specifiek bijdroegen aan de groei waren een stimulerend overheidsbeleid (met een hoog begrotingstekort als keerzijde) en migratie.

Daardoor draaide het consensusbeeld van een 'harde landing', naar een 'zachte landing', en naar helemaal geen landing.

Samengestelde 'Purchasing Manager Indices'

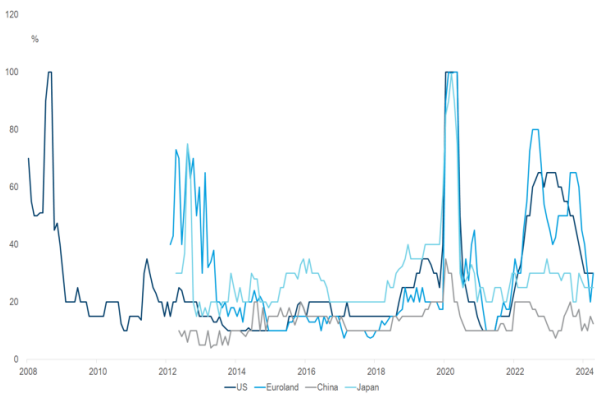


Citi "Economic Surprise" (CESI) indices

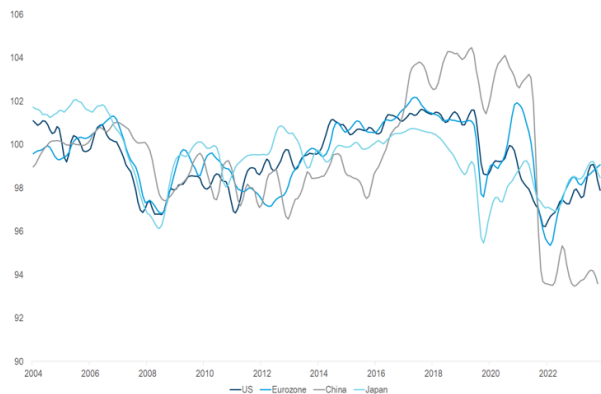


Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, S&P Global, Citi, juli 2024

Kans op recessie (Bloomberg 12-maands)



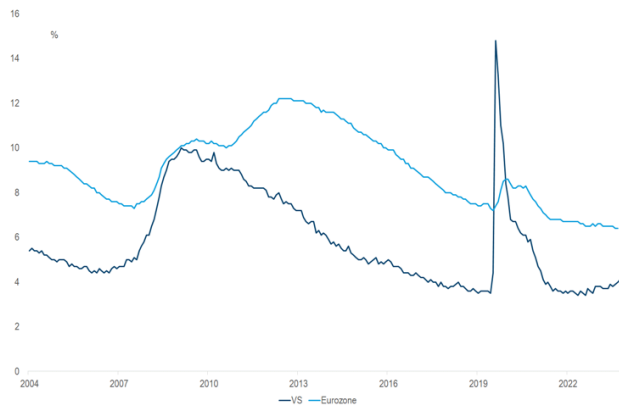
Consumentenvertrouwen



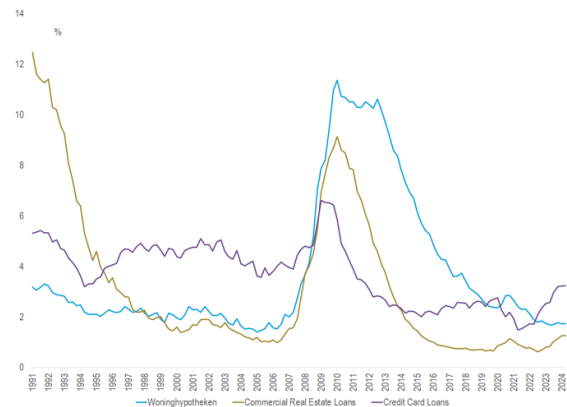
Bron: Columbia Threadneedle, Bloomberg consensus, OESO, 31 juli 2024

Toch zijn niet alle signalen positief en begint de Amerikaanse economie haarscheurtjes te vertonen. Zo stijgt het aantal faillissementen iets (maar is nog steeds laag vanuit historisch perspectief), neemt het percentage wanbetalingen op creditcards alsook op commerciële vastgoedleningen toe, en zwakt de arbeidsmarkt in de VS af. Het werkloosheidspercentage is opgelopen van een dieptepunt van 3,4% medio 2023 tot 4,1% (juni 2024). In de eurozone wordt een dergelijke afzwakking niet waargenomen, en is nog sprake van een dalende werkloosheid (van 6,6% naar 6,4%). Kanttekeningen ten aanzien van de eurozone economie zijn er overigens wel: zoals de zwakke groei in Duitsland en de haperende 'maakindustrie' (PMI < 50, krimpende industriële productie). Voorts geldt momenteel voor zowel de Amerikaanse economie als voor de eurozone economie en de Chinese economie dat sinds juni de gepubliceerde macrocijfers lager zijn dan verwacht.

Werkloosheid



Percentage wanbetalingen in de VS



Bron: Columbia Threadneedle, Bloomberg, Bureau of Labor Statistics, Eurostat, Federal Reserve, juni 2024

De groeivoorzichten voor het Westen zijn gematigd positief. De consensus gaat voor de VS voor 2025 uit van een lagere groei (1,8%) dan in 2024 (2,3%). De consumptie zwakt af en er is minder ruimte voor begrotingsstimulering. Voor 2026 wordt weer een iets hogere groei verwacht (2,1%).

Voor de eurozone wordt in 2025 alsook 2026 (1,4%) juist een hogere groei voorzien dan in 2024 (0,7%). Het herstel wordt gedreven door de dienstensector en netto export. Ook positief is dat de loongroei de inflatie overstijgt, en dat de ECB is gestart met het verlagen van de rente. Binnen de eurozone is Spanje het hardst groeiende land en Duitsland het land met de laagste groei momenteel.

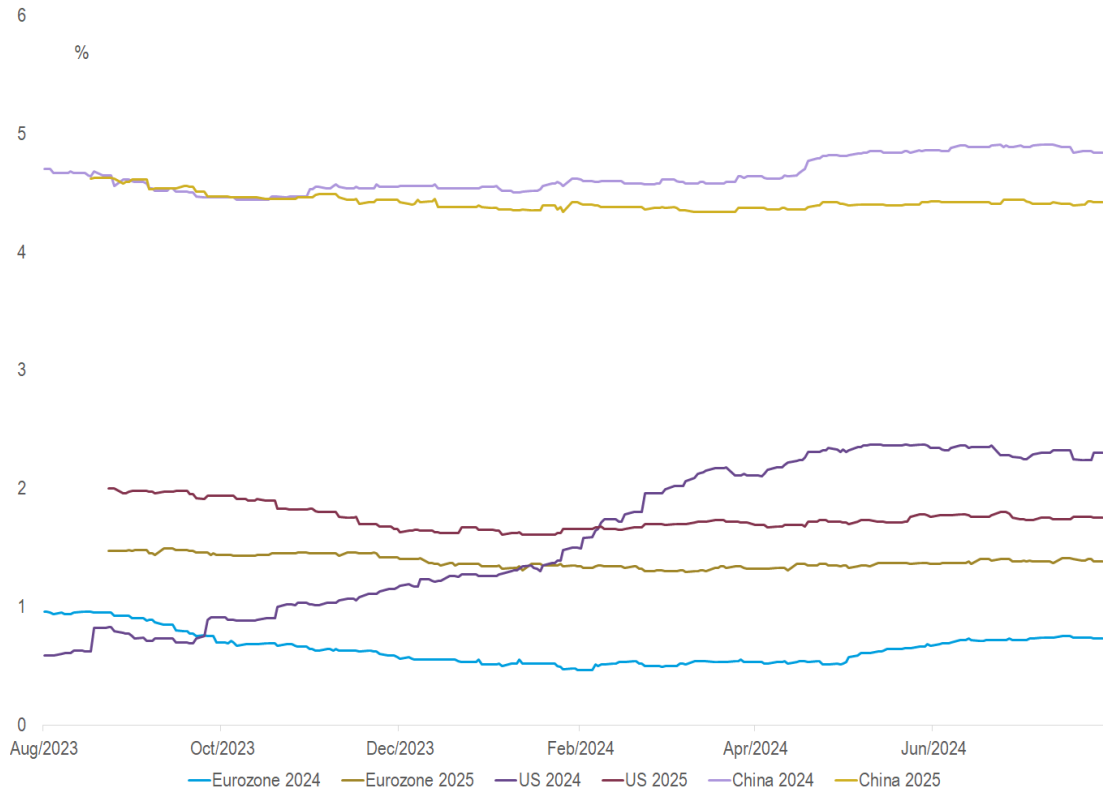
De Chinese economie worstelt. Hoewel de voorziene groeicijfers nog steeds hoog zijn vergeleken met het Westen, zijn de verwachte groei van 4,8% in 2024 en 4,4% in 2025 en 2026 laag voor Chinese begrippen. De problemen in de vastgoedsector vormen nog steeds een forse rem, stimuleringsmaatregelen door de overheid ten spijt. Het consumentenvertrouwen bevindt zich rond het dieptepunt, waardoor de consument de hand op de knip houdt. Een positieve factor is de netto export.

De vraag is of China niet dezelfde problemen als Japan begin jaren '90 gaat ondervinden. De parallellen zijn talrijk, zoals: problemen in de vastgoedsector, een krimpende bevolking, een lage inflatie of zelfs deflatie, en dalende aandelenprijzen. De Chinese overheid probeert te economie te stimuleren met een lagere rente, infrastructuur investeringen, en een focus op 'EVs', batterijen en duurzame energie.

Ontwikkelde economieën groeien in 2025 naar verwachting 1,7% en opkomende economieën 4,3%. Het groeiverschil tussen opkomende landen en ontwikkelde landen zal daarmee -aldus de consensus- toenemen ten gunste van opkomende economieën.

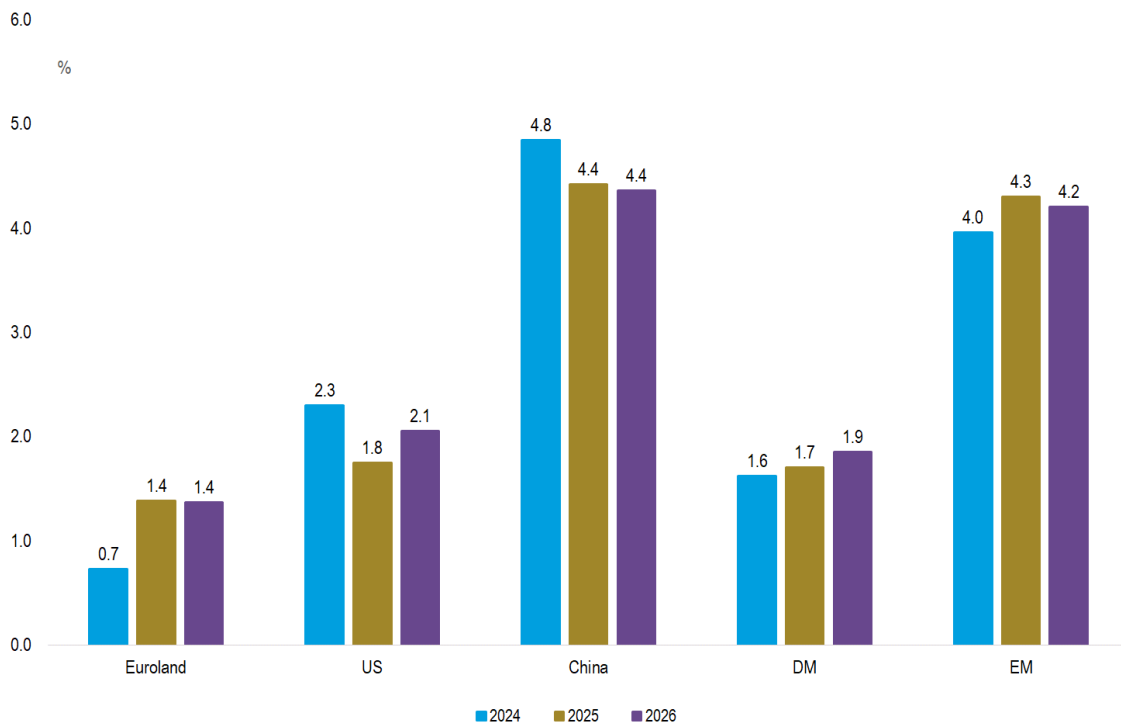
Voor al deze landen geldt dat de geopolitieke situatie en handelsconflicten een risico voor de groei vormen. Voor de VS en de eurozone geldt aanvullend dat het effect van de hoge rentes ten opzichte van enkele jaren geleden nog steeds -met vertraging- een risico vormen.

Groeiverwachtingen in de loop der tijd (Bloomberg consensus)



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, 29 juli 2024

Groeiverwachtingen per kalenderjaar (Bloomberg consensus)

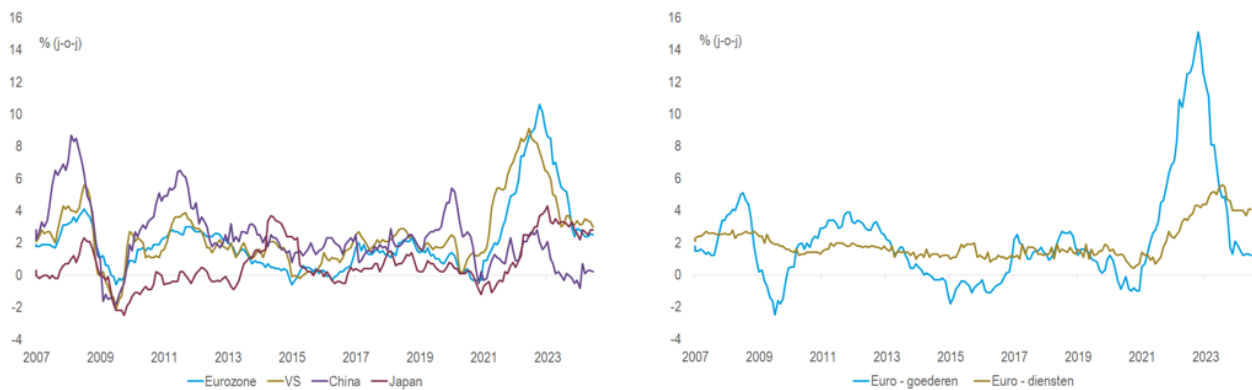


Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, 29 juli 2024

Inflatie

Na de piekniveaus van circa 10% medio 2022, nam de inflatie aanvankelijk wereldwijd fors af. Drijfveren waren basis-effecten, afnemende energieprijzen en afnemende producentenprijsinflatie. Sinds het vierde kwartaal van 2023 hapert de disinflatie echter. De recentste inflatiecijfers (per juni 2024) in de VS en de eurozone bedragen respectievelijk 3,0% en 2,5%, en de kerninflatiecijfers respectievelijk 3,3% en 2,9%.

Gerealiseerde inflatie



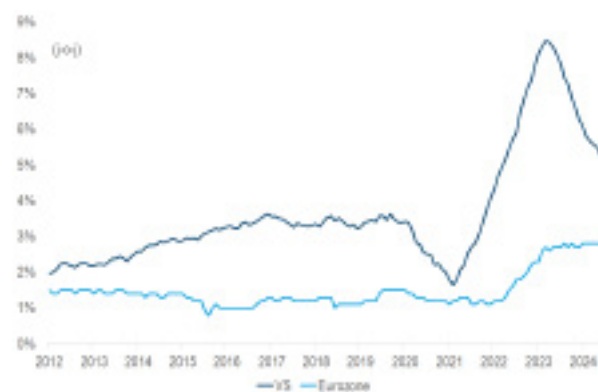
Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, juli 2024

De hapering van de inflatiedaling wordt met name veroorzaakt door de nog steeds hoge inflatie in dienstensector (eurozone: 4,1% jaar-op-jaar), en loon- en huurstijgingen. De VS laat de hoogste inflatiecijfers zien in deze sectoren, maar tegelijkertijd is wel sprake van een duidelijke afname van de jaar-op-jaar mutaties in de VS.

Loonstijging op jaarbasis



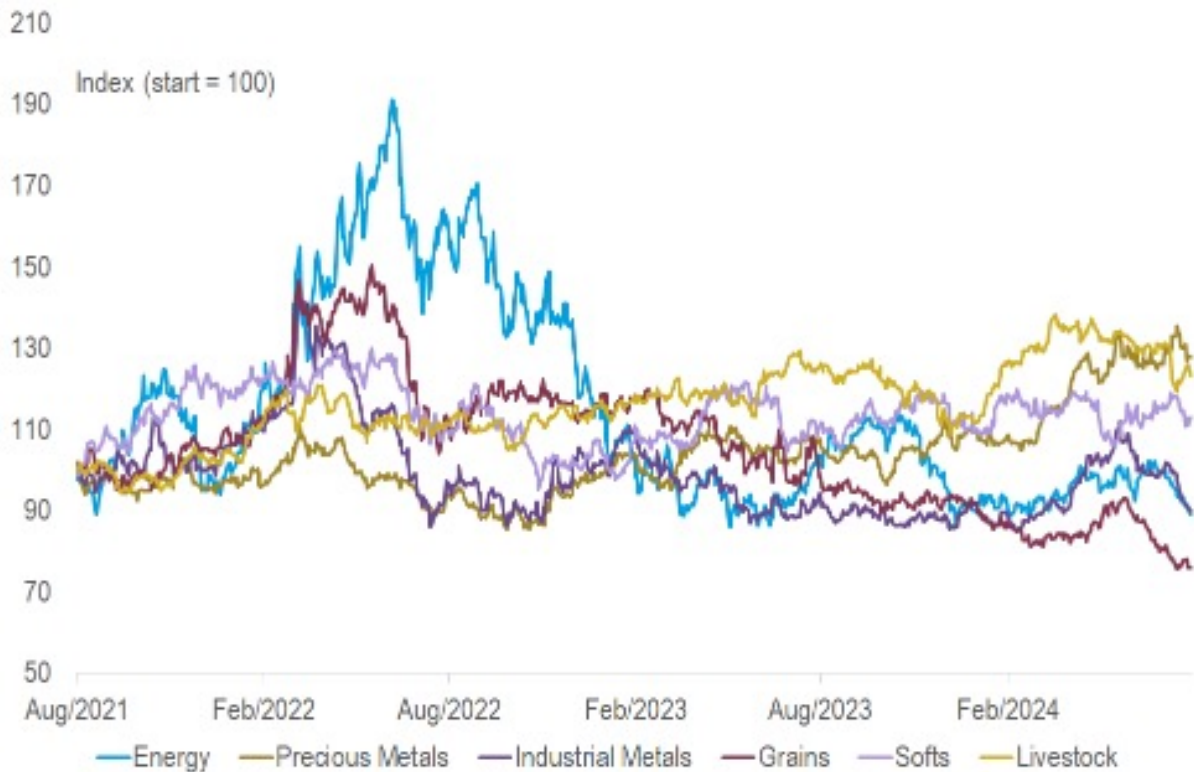
Huurontwikkeling op jaarbasis (CPI-index)



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, Bureau of Labor Statistics, Eurostat, ECB, juni 2024

De consensus ziet de inflatiedruk iets afnemen in de komende paar jaar in de VS alsook in de eurozone. Een verwachte normalisatie, een afkoelende arbeidsmarkt en dalende grondstoffenprijzen (zowel energie als industriële metalen en granen) liggen daaraan ten grondslag.

Bloomberg Commodity Index (BCOM) sector spotprijzen



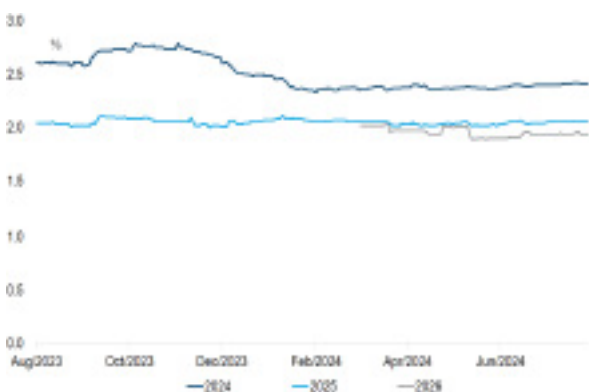
Bron: Columbia Threadneedle, Bloomberg, 30 juli 2024

Uit de euro inflatieswapcurve kan het 'forward' pad worden afgelezen voor de inflatie. Voor de komende vijf jaar wordt een 'break-even' inflatie ingeprijsd van circa 2% in lijn met de ECB-doelstelling. Op een vijftienjaars horizon wordt een geleidelijke stijging voorzien tot 2½%.

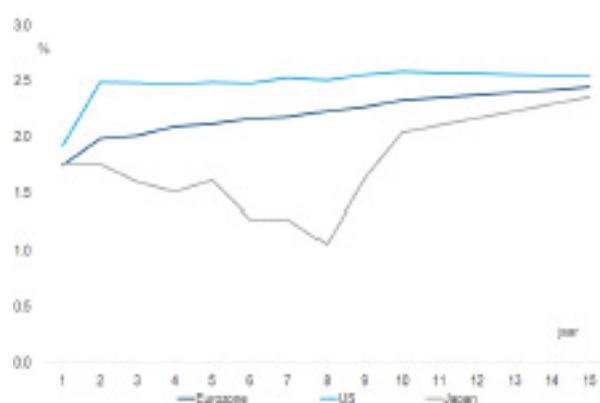
De Bloomberg consensusverwachting van analisten en economen gaat uit van een eurozone inflatie in 2024, 2025 en 2026 van respectievelijk 2,4%, 2,05% en 1,95%.

Ook voor de VS gaat de inflatieswapmarkt uit van een vrij normale inflatie van circa 2½%. De Bloomberg consensusverwachting gaat voor de VS uit van een inflatie in 2024, 2025 en 2026 van respectievelijk 3,0%, 2,4% en 2,3%.

Consensus inflatieverwachting eurozone



Forward pad 1-jaars inflatie o.b.v. inflatieswaps



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, 29 juli 2024

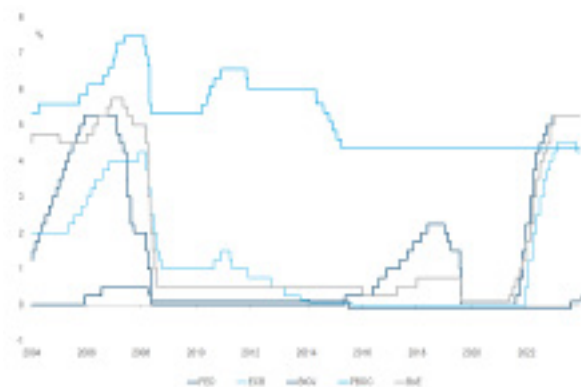
De inflatierisico's ten aanzien van de consensusvisie liggen voornamelijk aan de bovenkant. Meerdere factoren kunnen voor een structureel hogere inflatie zorgen op middellange termijn, zoals de-globalisering en fragmentatie, geopolitieke turbulentie, klimaatverandering en de noodzakelijke energietransitie.

Centrale banken

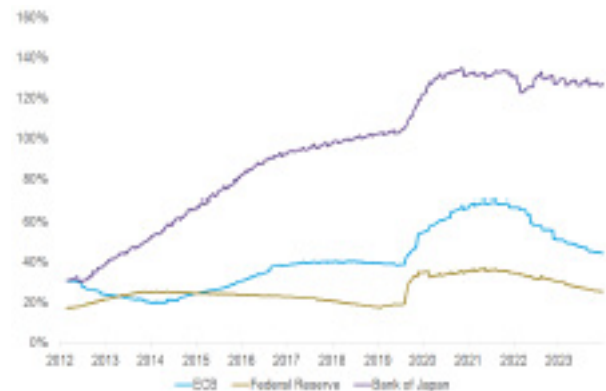
Na bijna twee jaar van renteverhogingen, werd afgelopen jaar door meerdere Westerse centrale banken de rente weer iets verlaagd. De Zwitserse centrale bank opende het verruimingsbal in maart, waarna ook de Zweedse centrale bank volgde, en de Bank of Canada en de ECB. De ECB verlaagde de rente op 6 juni met 25 bps tot 4,25%. De Bank of England verlaagde de rente op 1 augustus van 5,25% naar 5,00%. De mate waarin rentes zijn verlaagd was echter minder dan waar de markt bij de start van het jaar rekening mee had gehouden. De Federal Reserve heeft de rente zelfs helemaal nog niet gewijzigd ("higher for longer"), daar waar de markt aanvankelijk al een circa 1%-punt lagere rente had ingeprijsd. Een haperende inflatiedaling en een -met name in de VS- sterker dan verwachte economie en arbeidsmarkt hebben roet in het eten gegooid voor de Centrale Banken, waardoor de officiële rente van de Fed nog steeds 5,25%-5,50% bedraagt. En kijkend naar de omvang van de balansen van zowel de Fed als de ECB die krimpen ten opzichte van de omvang van de economie is zelfs nog sprake van een verkrappend beleid.

De Japanse centrale bank ('BoJ') zwemt tegen de stroom in en heeft sinds maart dit jaar twee keer de rente verhoogd, ingegeven door een stijgende inflatie en een zwakke yen.

Centrale Bank tarieven



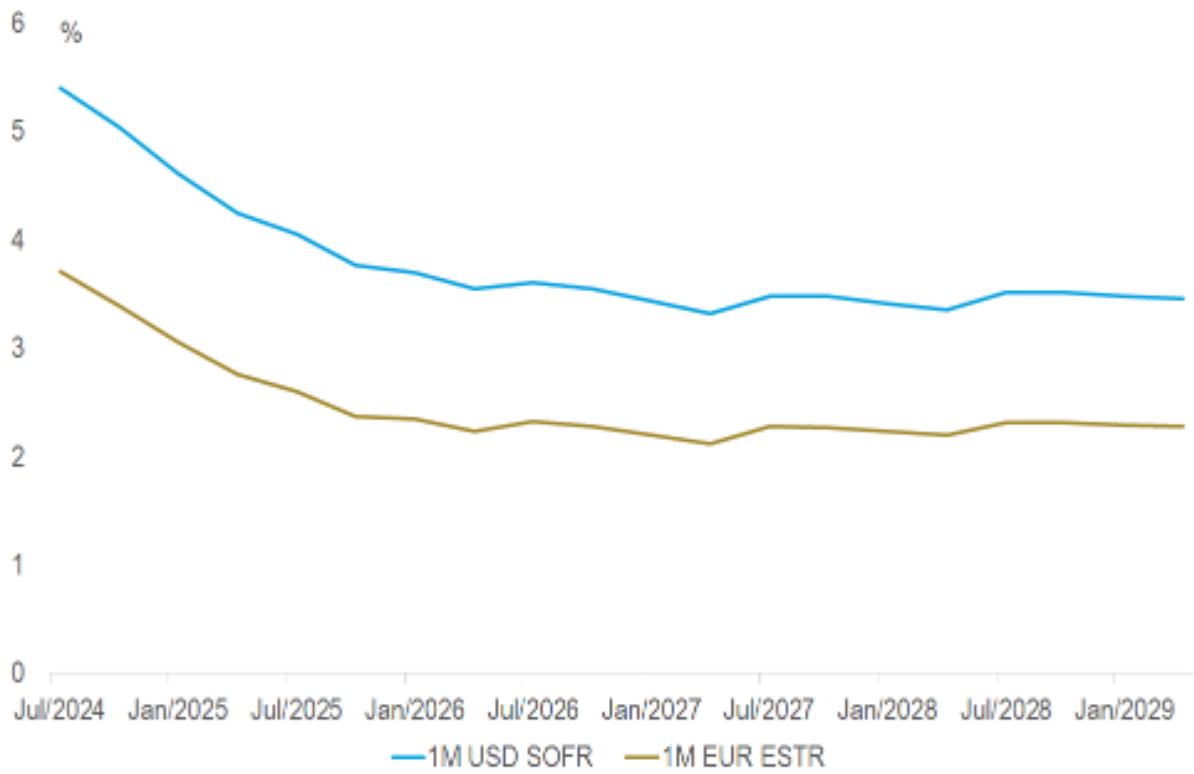
Omvang centrale bankbalansen (% economie)



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, 31 juli 2024

Uitspraken van centrale bankiers alsook rente forwards wijzen op (verdere) renteverlagingen komend jaar. Voor de Fed prijst de markt over twaalf maanden een circa 1,4%-punt lager tarief in en voor de ECB een circa 1,1%-punt lager tarief. Tot begin 2026 prijst de markt renteverlagingen in voor beide centrale banken, waarna vervolgens uitgegaan wordt van een stabiele geldmarktrente.

Forward pad 1-maands geldmarktrente in de VS en in de eurozone



Bron: Columbia Threadneedle, Bloomberg, 30 juli 2024

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 ingeprijde inflatie zoals geschetst in het voorgaande hoofdstuk.

In het afgelopen jaar, sinds onze vorige Investment Outlook, hebben de meeste beleggingscategorieën positief gerendeerd (augustus 2023 – juli 2024). In een 'risk-on' omgeving presteerden aandelen (m.n. ontwikkelde markten) goed, alsook risicovolle obligaties zoals high yield, bedrijfsobligaties en EMD HC. Kredietwaardige staatsobligaties wisten eveneens positief te renderen, mede door een iets gedaalde rente over deze periode. Binnen alternatives waren de verschillen groot met catastrofe obligaties (Cat Bonds) als positieve uitschieter en commodities als negatieve uitschieter. Tot slot valt op dat opkomende markten gerelateerde categorieën (waarvan het valutarisico niet wordt afgedekt) achterbleven ten opzichte van de ontwikkelde markten equivalenten; dat geldt zowel voor obligaties als aandelen. De verklaring is dat opkomende markten valuta deprecieerden versus de euro.

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



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, 1 augustus 2024

Net als vorig jaar scoren commodities en met name catastrofe obligaties dit jaar wederom goed in ons "Capital Market Assumptions (CMA)"-model. Het verschil in aantrekkelijkheid tussen risicovolle spread producten en staatsobligaties is kleiner geworden als gevolg van de afgenomen spreads. De verwachte rendementen voor staatsobligaties zijn niet veel veranderd. De verwachte rendementen voor aandelen zijn licht gedaald. Voor zowel aandelen als voor risicovolle obligaties geldt dat de categorieën gekoppeld aan opkomende markten beter scoren dan die gekoppeld aan ontwikkelde markten wat betreft rendement/risico-ratio.

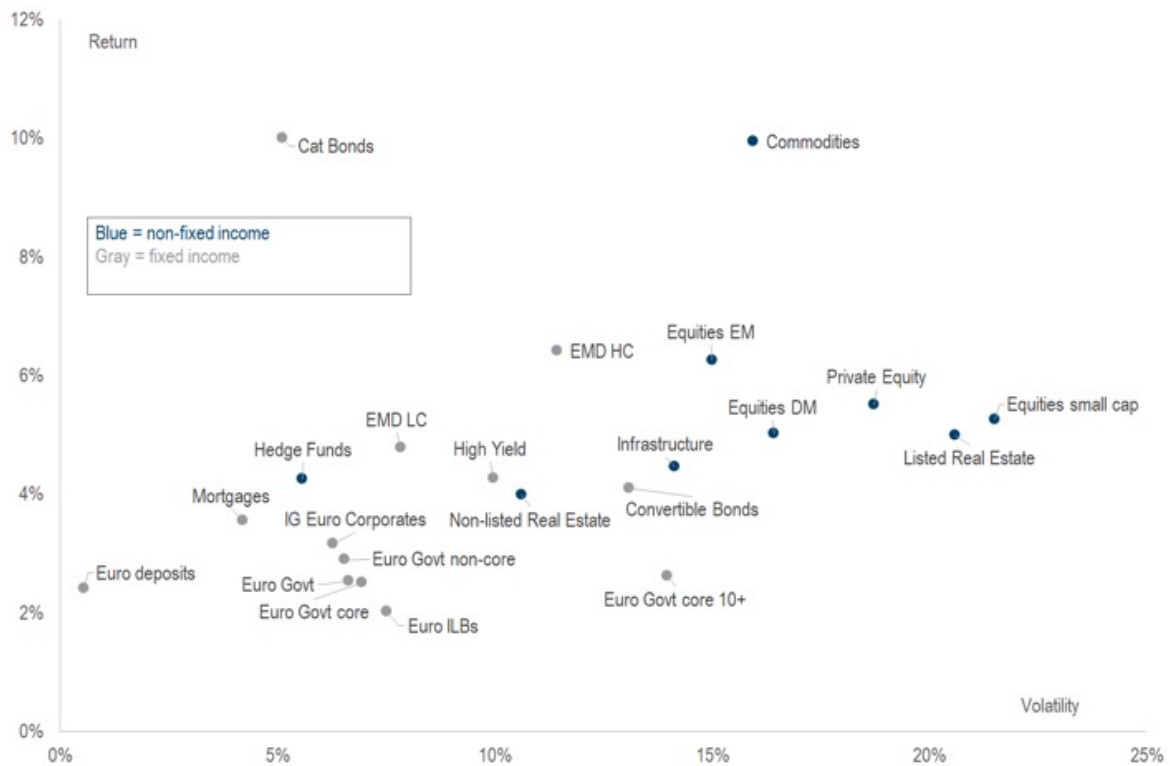
Uiteraard zijn onze basisverwachtingen omgeven met de nodige onzekerheid. De grote drijvers van financiële markten zullen komend jaar onder meer zijn: de vraag of de Federal Reserve komend jaar wel de rente zal verlagen, de uitslag van de Amerikaanse presidentsverkiezingen, de voortgaande geopolitieke fragmentatie, het verloop van de oorlogen in Oekraïne en in het Midden-Oosten, klimaatverandering, en Artificial Intelligence.

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

	Asset classes	Return				Volatility		
		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%		16.4%	14.0%	13.4%
Listed Equity	Equities emerging markets (EUR, unhedged)	6.3%	7.0%	7.3%		15.0%	14.3%	14.1%
Listed Equity	Equities small caps (EUR, hedged)	5.3%	5.7%	5.9%		21.5%	17.8%	17.4%
Listed Alternatives	Listed real estate (EUR, hedged)	5.0%	5.5%	5.6%		20.6%	16.8%	16.6%
Listed Alternatives	Commodities (EUR, hedged)	9.9%	9.1%	9.0%		16.0%	14.3%	14.6%
Listed Alternatives	Convertible bonds (EUR, hedged)	4.1%	4.6%	4.9%		13.1%	10.6%	10.1%
Listed Alternatives	Catastrophe bonds (EUR, hedged)	10.0%	9.4%	9.1%		5.1%	4.5%	4.2%
Non-listed Alternatives	Private Equity (EUR, hedged)	5.5%	6.0%	6.2%		18.7%	14.7%	14.1%
Non-listed Alternatives	Non-listed real estate (EUR)	4.0%	4.5%	4.6%		10.6%	8.3%	9.0%
Non-listed Alternatives	Infrastructure (EUR, hedged)	4.5%	4.9%	5.1%		14.1%	11.6%	11.4%
Non-listed Alternatives	Dutch Residential mortgages (EUR)	3.6%	3.7%	3.9%		4.2%	3.4%	3.2%
Non-listed Alternatives	Hedge Funds (EUR, hedged)	4.2%	4.4%	4.6%		5.6%	4.7%	4.7%
Fixed Income	Emerging Markets Debt - HC (EUR, hedged)	6.4%	6.3%	6.3%		11.4%	9.0%	8.5%
Fixed Income	Emerging Markets Debt - LC (EUR, unhedged)	4.8%	5.4%	5.7%		7.8%	8.5%	8.6%
Fixed Income	High Yield (EUR, hedged)	4.3%	4.9%	5.4%		10.0%	7.9%	7.7%
Fixed Income	Investment grade EUR Corporates (EUR)	3.2%	3.4%	3.5%		6.3%	4.8%	4.5%
Fixed Income	Euro government bonds (EUR)	2.5%	3.0%	3.2%		6.6%	5.5%	5.2%
Fixed Income	Euro government bonds core (EUR)	2.5%	2.8%	2.9%		6.9%	5.8%	5.4%
Fixed Income	Euro government bonds core 10+ (EUR)	2.6%	2.9%	3.0%		14.0%	12.1%	11.3%
Fixed Income	Euro government bonds non-core (EUR)	2.9%	3.5%	3.7%		6.6%	5.9%	6.4%
Fixed Income	Inflation-linked Euro government bonds (EUR)	2.0%	2.6%	2.9%		7.5%	6.0%	6.0%
Fixed Income	Deposits (EUR)	2.4%	2.5%	2.6%		0.6%	0.4%	0.4%

Bron: Columbia Threadneedle Investments, CMA-model, 1 augustus 2024

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



Bron: Columbia Threadneedle Investments, CMA-model, 1 augustus 2024

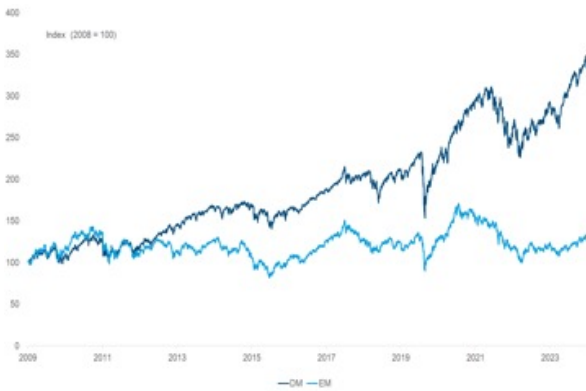
Aandelenmarkten

In de afgelopen twaalf maanden hebben aandelenmarkten zeer goed gereundeerd. Het rendement op aandelen opkomende markten bedroeg 8% (euro-unhedged) en het rendement op aandelen ontwikkelde markten maar liefst 18% (euro-hedged, t/m juli 2024).

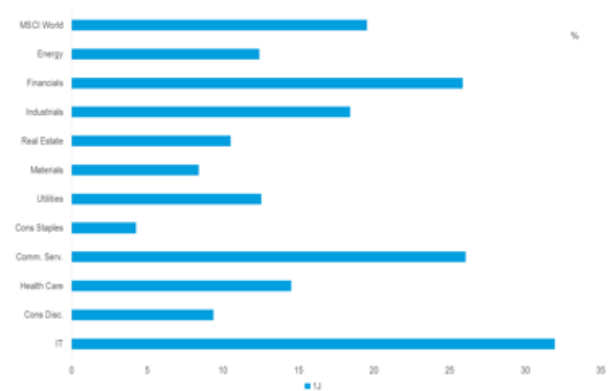
Aandelen ontwikkelde markten

Geopolitieke turbulentie (oorlog en escalatie in het Midden-Oosten), toenemende spanning tussen China en de VS, een Federal Reserve die teleurstelde, en een haperende inflatiedaling wisten geen van allen de aandelenmarkten klein te krijgen. Aandelenkoersen in ontwikkelde markten stegen nagenoeg in een rechte lijn, en de MSCI World Index bereikte bijna maandelijks een nieuwe 'All-time high (ATH)'. Het laatste hoogtepunt werd genoteerd op 16 juli 2024. Deze piek was 12% hoger dan de piek uit januari 2022. Het record werd destijds echter bereikt toen de 10-jaars staatsrente in de VS 1,5% noteerde, terwijl de recente koersrecords werden bereikt bij een rentestand van circa 4%. Dat roept de vraag op hoe houdbaar huidige koersniveaus zijn en of 'hoogtevrees' gerechtvaardigd is. Het antwoord is genuanceerd.

Koersontwikkeling MSCI-aandelen indices



Rendement MSCI World sectoren (lokaal, 1 jaar)



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, MSCI, 1 augustus 2024

‘Het glas is half vol’

Allereerst zijn er duidelijke verklaringen voor de aandelenrally. Zo was met name de Amerikaanse economie verrassend sterk, en werd het recessie-scenario gedegradeerd van basis-scenario tot risico-scenario. Ook zijn de marges in het bedrijfsleven hoog, en nemen de inkomsten van bedrijven toe. Kortom, niet alleen de ‘koersen’ zijn gestegen, maar ook de ‘winsten’. Dat zorgt ervoor dat de koers/winst-ratio (K/W) niet hoger is dan begin 2022. Zo bedraagt de K/W (o.b.v. de verwachte winst voor het 1e fiscale jaar) momenteel circa 20, wat nagenoeg gelijk is aan destijds.

MSCI World Net Return USD indices



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



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, MSCI, 1 augustus 2024

Een andere -inmiddels welbekende- factor is optimisme over ‘Artificial Intelligence (AI)’ en de verwachte winsten en productiviteitstijgingen die daaraan worden toegedicht. Het was de Amerikaanse IT-sector, met de ‘Magnificent 7’ en met name Nvidia die de aandelenmarkten stuwden. Nvidia alleen was al verantwoordelijk voor 17% van de koersstijging van ontwikkelde markten aandelen. De koers van Nvidia steeg per saldo maar liefst 144%, en de waarde nam toe van USD 1154 mrd tot een tijdelijk record van USD 3335 mrd (inmiddels weer afgenomen tot USD 2804 mrd). Het gewicht van de top-10 bedrijven in de ontwikkelde aandelenmarkt bedraagt 24%, het gewicht van de Magnificent 7 bedraagt circa 20%. De grootste drie ondernemingen (Apple,

Microsoft en Nvidia) met een gezamenlijk gewicht van 14%, hebben elk een marktwaarde van om en nabij USD 3000 mrd, en zijn samen zelfs iets groter dan de totale MSCI China Index, en twee keer zo groot als de MSCI Japan Index. Wat dat betreft kan ook gesproken worden over de 'Magnificent 3' in plaats van de 'Magnificent 7'. Sowieso kan afscheid genomen worden van de term Magnificent 7, omdat de samenstelling van de top-7 in een jaar tijd al veranderd is (Tesla is bijvoorbeeld gezakt tot plaats 10) en de aandelen ook niet meer allemaal in dezelfde richting bewegen.

Vorig jaar was de toegenomen concentratie al een onderwerp van de Investment Outlook, maar dat is alleen maar toegenomen. Zo is het actuele top-10 gewicht (24%) 4%-punt hoger al dan vorig jaar. En vergeleken met tien jaar geleden (9,7%) is het contrast nog groter. Voorts valt op dat de samenstelling van de top-10 aanzienlijk is veranderd in tien jaar tijd. Zo zaten vijf van de huidige bedrijven toen nog niet in de top-10, en maken maar liefst zeven bedrijven geen onderdeel meer uit van de top-10 die dat destijds wel deden.

Toch is nog wel sprake van een gespreide aandelenmarkt kijkend naar sectoren. Het gewicht van de IT-sector in de MSCI World index is momenteel 25%. Andere significante sectoren zijn Financials (15%), Health Care (11%) en Consumer Discretionary (10%).

Dat de aandelenrally grotendeels gedreven werd door IT en AI blijft ook uit het feit de MSCI World IT-sector afgelopen jaar een rendement kende van 31%, de algemene marktgewogen MSCI World index een rendement van 18%, terwijl de 'gelijkgewogen' MSCI World Index een beduidend lager rendement kende van 9%.

Ook de waarderingen lopen aanzienlijk uiteen. Zo bedraagt de K/W-ratio (o.b.v. de verwachte winst voor het 1e fiscale jaar) voor de IT-sector 32. Dat is hoog, versus andere sectoren, maar ook vanuit historisch perspectief (10-jaars gemiddelde = 23). De reguliere MSCI World index kent een K/W van 20, wat ook enigszins hoog is versus het tienjaars gemiddelde van 17,9. De gelijkgewogen MSCI World Index kent een K/W van 16,7. Dat is zelfs iets lager dan het tienjaars gemiddelde van 17,6.

Kortom, zowel de aandelenrally als de hoge K/W van aandelen ontwikkelde markten valt toe te schrijven aan de IT-sector en AI-optimisme. De bredere markt kent een 'normalere' K/W. De vraag is wel of de IT-sector de verwachtingen kan waarmaken en het AI-optimisme gerechtvaardigd is. De markt prijst een hoge inkomstengroei in uiteraard. Zo bedraagt de K/W voor de IT-sector op basis van de verwachte winsten voor het 3e fiscale jaar 24; al beduidend lager dan de vigerende 33,3.

Top-10 samenstelling en gewichten van de aandelen Bloomberg Developed Markets index

01-Aug-24		01-Aug-23		01-Aug-13	
Apple Inc	4.9	Apple Inc	5.1	Apple Inc	1.5
Microsoft Corp	4.7	Microsoft Corp	4.3	Exxon Mobil Corp	1.4
NVIDIA Corp	4.2	Amazon.com Inc	2.0	Johnson & Johnson	0.9
Amazon.com Inc	2.6	NVIDIA Corp	1.9	General Electric Co	0.9
Meta Platforms Inc	1.7	Alphabet Inc	1.4	Chevron Corp	0.9
Alphabet Inc	1.5	Tesla Inc	1.2	Alphabet Inc	0.9
Alphabet Inc	1.3	Meta Platforms Inc	1.2	Microsoft Corp	0.8
Eli Lilly & Co	1.1	Alphabet Inc	1.2	Wells Fargo & Co	0.8
Broadcom Inc	1.1	UnitedHealth Group Inc	0.8	Procter & Gamble Co	0.8
Tesla Inc	0.9	JPMorgan Chase & Co	0.8	IBM	0.8
Totaal	23.9		19.9		9.7

Bron: Columbia Threadneedle, Bloomberg, 1 augustus 2024

'Het glas is half leeg'

Redenen voor hoogtevrees zijn er natuurlijk ook. Zo zijn de winstmarges momenteel hoog, en prijst de markt een hoge 'earnings per share (EPS)' groei in; voor de VS maar liefst 10% in 2024 en voor de eurozone 5%. Tezamen met de enigszins hoge K/Ws vanuit historisch perspectief, impliceert dit dat er erg weinig fout mag gaan. En dat terwijl er het nodige fout kan gaan. Zo vertoont de Amerikaanse economie haarscheurtjes, zijn de geopolitieke risico's zeer hoog, en zorgen de Amerikaanse verkiezingen voor onzekerheid. Ook vormen oplopende staatsschulden een risico.

Een andere kanttekening is dat de waardering van aandelen (o.b.v. K/Ws) niet in isolatie moet worden bekeken, maar ook in verhouding tot het rendement dat andere categorieën bieden, met name de yield op obligaties. Deze is in de afgelopen paar jaar aanzienlijk gestegen. Daardoor zouden aandelen nu een hogere 'earnings yield' moeten bieden dan voorheen, ofwel een lagere K/W. Wat dat betreft is de huidige waardering van aandelen helemaal hoog te noemen.

Onderstaande figuur toont de 'Equity Risk Premium' op basis van een yield vergelijking: de yield van wereldwijde obligatie-index van Bloomberg (Global Global-Aggregate Index) is afgetrokken van de 'earnings yield' van de MSCI World Index (de inverse van de Koers/Winst-ratio o.b.v. verwachte winsten). De figuur geeft duidelijk weer dat de aandelenrisicopremie in ontwikkelde markten momenteel historisch laag is: circa 3%-punt, terwijl deze grofweg 6%-punt was tot enkele jaren geleden.

Aandelenrisicopremie o.b.v. Earnings Yield (MSCI World) en Bond Yield (Bloomberg Global-Agg)



Bron: Columbia Threadneedle, Bloomberg, MSCI, 1 augustus 2024

Toch zijn er ook rechtvaardigingen aan te dragen voor de lage risicopremie⁴. De volatiliteit van aandelen is laag momenteel in vergelijking met de volatiliteit van obligaties. Ook is het kredietrisico toegenomen van obligaties. Beide rechtvaardigen een lagere premie van aandelen ten opzichte van obligaties. Ook speelt mogelijk mee dat AI pas over vele jaren tot een algemene productiviteitsstijging zal leiden. Dat effect zou al wel in de huidige aandelenkoersen zitten, maar nog niet in traditionele waarderingsmaatstaven zoals K/W-ratio's die een horizon van slechts enkele jaren hebben (namelijk de horizon waarvoor de verwachte winst geldt). Tot slot bieden aandelen als reële categorie een betere bescherming in een wereld met geopolitieke risico's en inflatierisico.

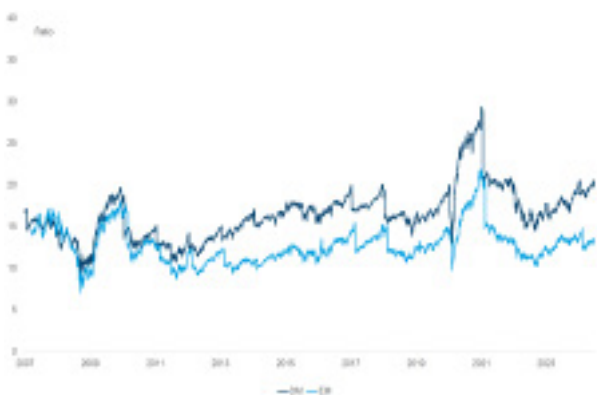
Rotatie van mega-cap naar small cap

Het grote aandelen thema afgelopen jaar was uiteraard de AI-gedreven rally en de techgiganten. In de laatste maand (juli 2024) viel een andere ontwikkeling waar te nemen, waarbij het de vraag is of dat een begin van een trend is. Aandelenkoersen in de IT-sector en van de Magnificent 7 daalden namelijk in de maand juli. Tegelijkertijd echter lieten 'small caps' een koersstijging zien (van maar liefst 6%). Voor deze rotatie van grote naar kleine ondernemingen zijn meerdere verklaringen voorhanden. Zo zou een overwinning door Trump gunstig zijn voor kleine bedrijven aangezien deze relatief meer profiteren van eventuele binnenlandse belastingverlagingen. Ook is de beoogde vice-president anti-big business. Voorts zouden small caps kunnen profiteren van deglobalisering. Een andere verklaring is dat de kosten van het trainen van AI-modellen exponentieel stijgen, wat een afnemend inkomstengroeiverschil tot gevolg zou hebben. Wat ook meespeelde mogelijk is dat small caps relatief veel vreemd vermogen kennen, waardoor deze meer profiteerden van de recent weer iets lagere rentes dan de mega cap bedrijven. Tot slot is een argument dat spreekt voor small cap dat deze mogelijk meer afgeschermd zijn van geopolitiek risico gegeven een grotere 'home bias'.

Aandelen opkomende markten

Aandelen opkomende markten rendeerden 8% afgelopen jaar 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, en dat sprake was van een depreciatie van deze valuta's versus de euro afgelopen jaar van enkele procentpunten. Voorts profiteerden ontwikkelde markten minder van de AI-rally, omdat het met name Amerikaanse IT-bedrijven waren die in koers stegen.

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



Rendement MSCI World landen afgelopen jaar



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, MSCI, 1 augustus 2024

⁴ VBA Journaal, voorjaar 2024, "The impact of higher interest rates on CMAs and Asset Allocation, Jitzes Noorman en Shengsheng Zang, Columbia Threadneedle. https://cfasociety.nl/uploads/2024/Spring%202024/Praktijk%201/Praktijk1_VBA%20Journaal%20Voorjaar%202024%20nr%20156.pdf

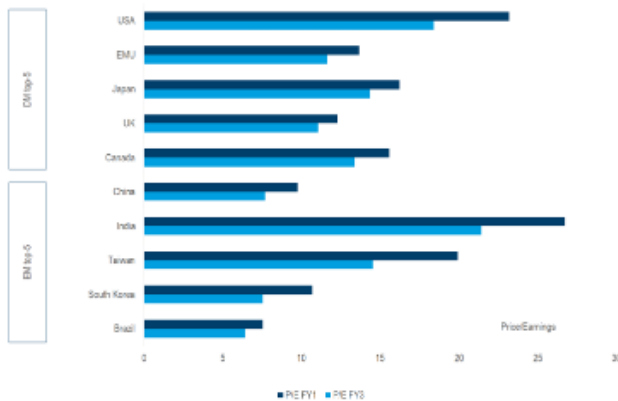
In opkomende markten was sprake van zeer uiteenlopende prestaties tussen landen. De Indiase en Taiwanese aandelenmarkten noteerden rendementen van maar liefst 38% (in lokale termen). De Chinese aandelenmarkt aan de andere kant, rendeerde negatief: -11%. De underperformance van de Chinese aandelenmarkt is overigens één van de voornaamste redenen dat de MSCI EM Index al jaren achterblijft bij de MSCI World Index. Daarnaast speelde de depreciatie van opkomende markten valuta's een rol afgelopen tien jaar.

Het gewicht van China is overigens aanzienlijk gedaald; van circa 43% drie jaar geleden tot circa 29%. En de gewichten van India en Taiwan zijn toegenomen, respectievelijk van 10% tot 20% en van 11% tot 16%. Daarmee kent de opkomende markten aandelenmarkt meer spreiding tegenwoordig.

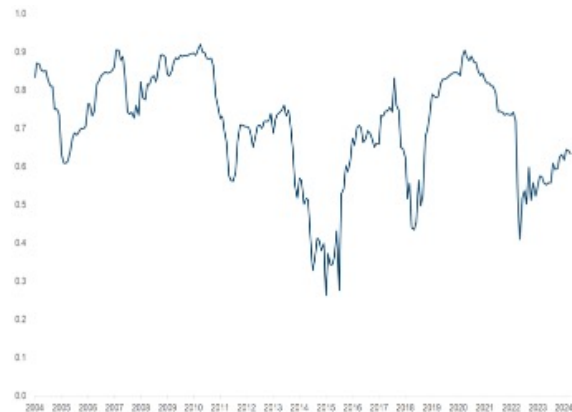
Andere factoren die spreken voor aandelen opkomende markten zijn de gemiddeld verbeterde nationale rekeningen en begrotingen (zeker in vergelijking met ontwikkelde markten), de consensusverwachting die uitgaat van een toenemend groeiverschil tussen opkomende economieën en ontwikkelde economieën, en een waarderingsverschil tussen opkomende markten aandelen en ontwikkelde markten. Zo is de K/W-ratio van de MSCI Emerging Markets Index circa 13, wat nagenoeg gelijk is aan de tienjaars gemiddelde ratio, en aanzienlijk lager dan de K/W-ratio van 20 van de MSCI World Index. Overigens gaan achter het gemiddelde van de MSCI EM index grote verschillen schuil. Zo kent de Indiase markt een K/W van 26, terwijl China slechts een K/W kent momenteel van 10.

Tot slot is de correlatie tussen aandelen ontwikkelde markten en opkomende markten momenteel betrekkelijk laag (0,6) vanuit historisch perspectief, waardoor aandelen opkomende markten diversificatie bieden vanuit portefeuille perspectief.

K/W-ratio (o.b.v. verwachte winst) per land



Correlatie tussen DM en EM aandelen MSCI

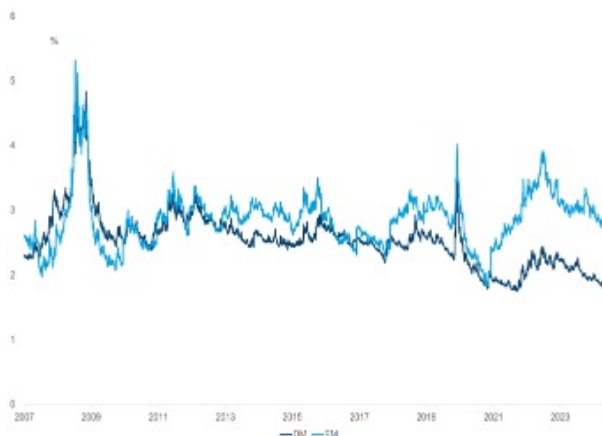


Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, MSCI, 1 augustus 2024

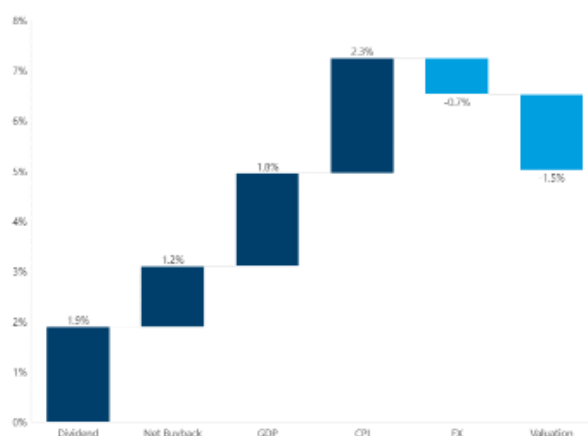
Verwacht rendement aandelen ontwikkelde markten

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

Verwachte dividend yield MSCI Indices



Opbouw 5J verwacht rendement aandelen DM



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, MSCI, CMA-model, 1 augustus 2024

Het inkomstenrendement koppelen wij allereerst aan de meest recente verwachte (voor het eerste fiscale jaar) dividend yield van de MSCI World index (nu circa 1,9% en grofweg gelijk aan een jaar geleden). De tweede inkomstcomponent zijn netto 'buybacks'. Dit betreft het saldo van het terugkopen van aandelen minus nieuwe uitgiftes. Bij een positief saldo resulteert dit namelijk in een groter aandelenbelang voor zittende aandeelhouders. Onze aanname voor deze yield is 1,2% (gekoppeld aan het historisch gemiddelde).

Het veronderstelde koersrendement is gelijk aan de economische groei plus de inflatie in ontwikkelde markten. Voor de eerste drie jaar baseren wij de groeiverwachting op de (eerder behandelde) actuele consensusverwachtingen in Bloomberg en voor de resterende twaalf jaar hanteren wij een combinatie van IMF-groeiverwachtingen en een lange termijn gemiddelde. De inflatieverwachtingen worden gebaseerd op inflatieswaps tot en met vijftien jaar voor USD, EUR en YEN.

Ook wordt een aanpassing gemaakt 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 wordt een aanpassing gemaakt voor de waardering. Deze component kan positief dan wel negatief zijn, en de bijdrage van deze component is in theorie op lange termijn nul. Om een oordeel te vellen over de waardering kijken wij naar de koers/winst-ratio op basis van verwachte winsten voor het 3e fiscale jaar en niet het 1e fiscale jaar, omdat deze maatstaf robuuster is en minder gevoelig voor korte termijn fluctuaties in de inkomsten. Onze lange termijn target bedraagt 13,8 (gemodelleerd op basis van volatiliteit en forward rentes), en ligt daarmee nog onder de vigerende K/W-ratio (FY3) van 16,3. Ofwel, het waarderingperspectief drukt het verwacht rendement. Overigens hanteert het CMA-model een limiet voor de omvang van de waarderingcomponent.

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 3,0%.

Verwacht rendement aandelen opkomende markten

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

De verwachte dividend yield bedraagt 2,9%. Dat is aanzienlijk hoger dan voor ontwikkelde markten. De gehanteerde netto buyback yield daarentegen is negatief (-0,5%) 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) is hoger dan de veronderstelling voor ontwikkelde markten.

Wat betreft waardering geeft ons CMA-model aan dat ook aandelen opkomende markten overgewaardeerd zijn (K/W-ratio o.b.v. verwachte winsten voor het 3e fiscale jaar bedraagt 10,0 versus een lange termijn target van 8,5).

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 6,3% op een 5-jaars horizon en 7,3% op een 15-jaars horizon (uitgedrukt in unhedged euro's).

Het verschil in verwacht rendement tussen EM en DM bedraagt op een vijfjaars horizon 1,3%-punt. Opkomende markten aandelen worden dus een hoger verwacht rendement toegedicht. Het verschil valt toe te schrijven aan met name een hogere economische groei, alsook een hoger dividend.

Kalme aandelenmarkten aldus optiemarkten

Kijkend naar optiemarkten, bevinden aandelenmarkten zich in relatief rustig vaarwater. Zo is de 'impliciete volatiliteit' (gemeten via optiepreizen) van de S&P 500 Index betrekkelijk laag; lager dan het historisch gemiddelde en fors lager dan de pieken die werden waargenomen tijdens de Lehman crisis of de Covid-19 pandemie.

Ook is de 'impliciete correlatie' (eveneens gemeten via optiepreizen) tussen aandelen in de S&P 500 index aanzienlijk lager dan het historisch gemiddelde (momenteel 14, gemiddeld 40, en 96 tijdens de Lehman crisis). Dat impliceert dat aandelenkoersen niet zozeer door algemeen marktrisico worden gedreven, maar meer door individuele bedrijfsspecifieke ontwikkelingen.

Ofwel, prijzen in de optiemarkt impliceren dat markten momenteel kalm zijn en dat het systeemrisico laag is. De aandelenmarkt is dus minder een 'Beta' markt en meer een 'Alpha' gedreven markt, wat in principe een kans biedt voor 'stock pickers'

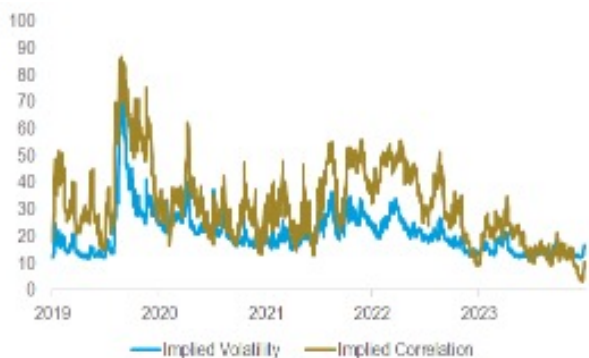
Volatiliteit en correlatie hebben echter een beperkte voorspellende waarde. Een pessimist of een 'contrarian' zou de huidige lage niveaus -zeker in combinatie met de hoge aandelenwaarderingen- juist kunnen duiden als stilte voor de storm en als een verkoopssignaal.

Minder diversificatie tussen aandelen en obligaties

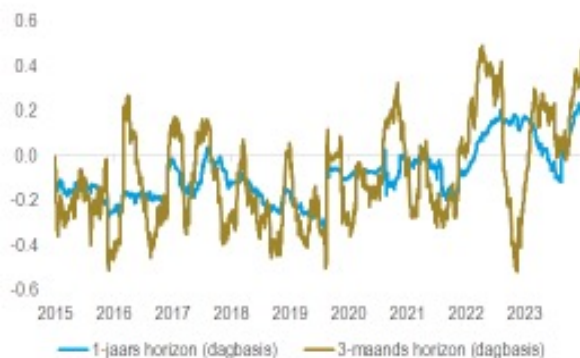
Daar waar de correlatie tussen aandelen is afgenomen, is de correlatie tussen de rendementen op aandelen (MSCI World op euro-hedged basis) en de rendementen op euro staatsobligaties toegenomen afgelopen jaar. Daar waar deze correlatie gemiddeld negatief was in de afgelopen tien jaar, is deze nu beduidend positief (zowel op een 1-jaars als een 3-maands horizon). Hoewel dit afgelopen jaar vanuit een rendementsperspectief positief was, aangezien beide categorieën een positief rendement opleverden (mede door een gedaalde inflatie), is het een negatieve ontwikkeling voor het risicoprofiel van beleggingsportefeuilles. Obligaties

bieden minder diversificatie versus aandelenrisico dan voorheen. Dat maakt obligaties minder aantrekkelijk vanuit diversificatieperspectief. Hoe aantrekkelijk obligaties zijn wat betreft rendement wordt toegelicht in de volgende sectie.

S&P 500 Index: volatiliteit en correlatie



Correlatie aandelen (MSCI World Index) en staatsobligaties (EUR govt core)



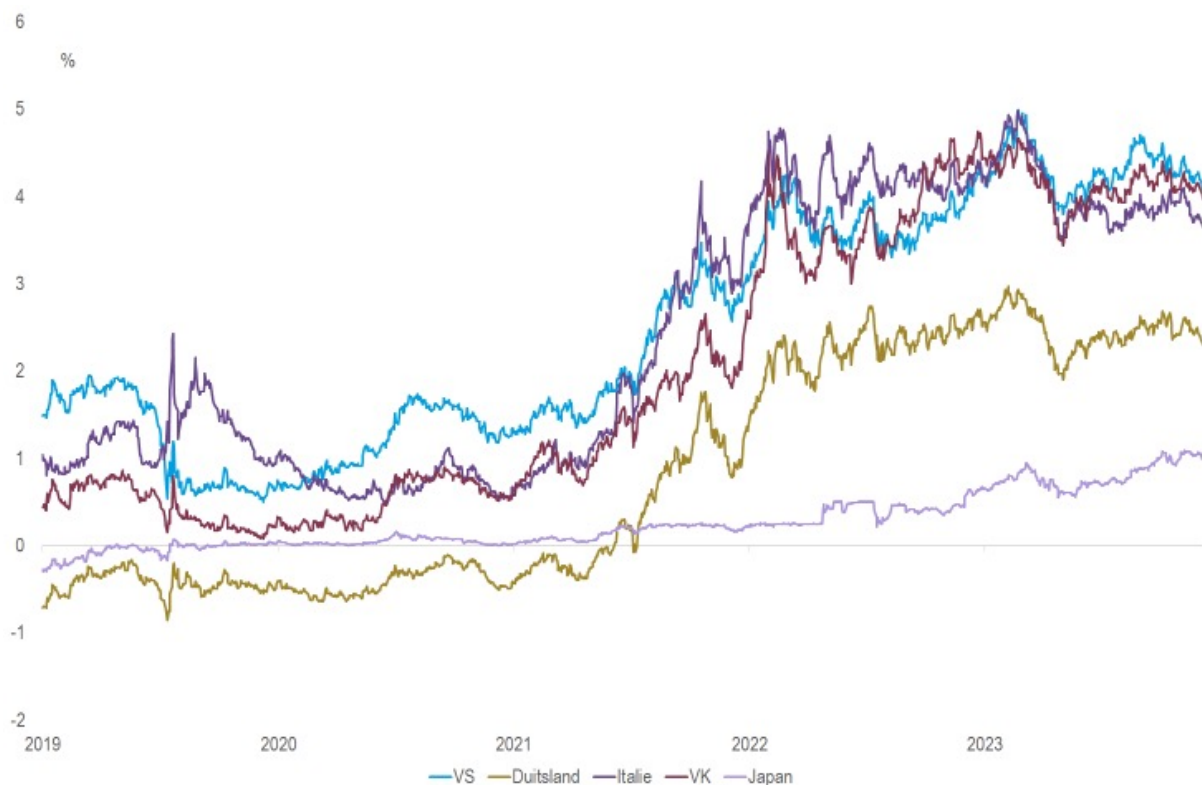
Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, MSCI, S&P, 22 juli 2024

Vastrentende waarden

Staatsobligaties en swaprentes

Na de forse rentestijging in de voorgaande twee jaar, was het renteverloop minder uitgesproken afgelopen jaar. In enkele landen zoals de VS en Japan was per saldo sprake van een rentestijging, terwijl rentes in de eurozone en in China uiteindelijk (iets) zijn gedaald.

10-jaars staatsrentes



Bron: Columbia Threadneedle, Bloomberg, 31 juli 2024

De rentestijging in Japan (10-jaars rente is met 45 bps gestegen tot 1,05%) is toe te schrijven aan het krappere monetaire beleid en de toegenomen inflatiedruk.

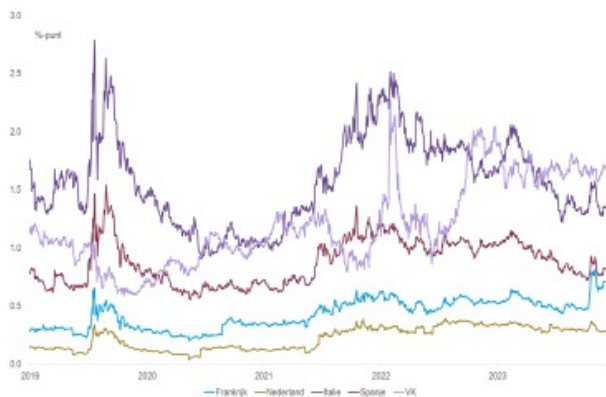
De stijging van de 10-jaars staatsrente in de VS was beperkt; deze steeg met 13 bps tot 4,09%. Deze stijging is toe te schrijven aan hogere reële rentes in lijn met de sterker dan verwachte economie. Ook het feit dat de Federal Reserve tot op heden een beleid voert van 'higher for longer' in plaats van renteverlagingen waar de markt eerder op had voorgesorteerd speelt mee. De inflatieverwachtingen component in de Amerikaanse nominale rente is wel gedaald.

In de eurozone zijn rentes in de afgelopen twaalf maanden iets gedaald. Maar de daling vond niet plaats in een rechte lijn. Periodes van stijgende rentes en dalende rentes wisselden elkaar af. Uiteindelijk is de 10-jaars Nederlandse staatsrente met 22 bps gedaald tot 2,59%.

De 10-jaars euro swaprente is afgenomen met 30 bps tot 2,39%. Dat is volledig op het conto van de 30-jaars inflatieswap die met 43 bps is gedaald tot 2,39%. De 30-jaars reële swaprente daarentegen steeg nipt: met 5 bps tot nul procent.

In China daalde de 10-jaars staatsrente met circa 0,5%-punt tot 2,14%, ingegeven door de afwezigheid van inflatie en de -eerder geschetste- haperende economie.

10-jaars renteverschillen versus Duitsland



30-jaars euro swaprente inclusief componenten



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, 31 juli 2024

Vorig jaar schetsten wij al dat kredietrisico weer een factor is geworden om rekening mee te houden als drijver van staatsrentes (naast factoren als monetair beleid, groei en inflatie). Door de ontwikkelingen in het afgelopen jaar zijn wij verder gesterkt in die opinie.

Overheidsschulden stijgen al vijftien jaar in zowel ontwikkelde economieën als in opkomende markten, en overstijgen de pre-Lehman niveaus ruimschoots. Het aanbod van staatspapier zal dus toenemen, evenals het kredietrisico. Beide factoren kennen een rente opdrijvend effect.

Japan is al jaren het land met de hoogste staatsschuld (252%, IMF 2023), maar de prognose (van het IMF) is dat de quote stabiel zal blijven de komende vijf jaar. De landen die het meest in het oog springen zijn de VS en China. In de VS is de bruto schuldquote in tien jaar tijd opgelopen met 17%-punt tot 122% (2023), en zal volgens de prognose van het IMF verder stijgen tot 133% in 2029. De Bloomberg consensus gaat uit van een Amerikaans begrotingstekort in zowel 2024 als in 2025 van maar liefst -6,5% BBP. Dat zijn ongekend hoge tekorten voor een land in vreedstijd en waar geen sprake is van een recessie. Niet voor niets werd het kredietwaardigheidsoordeel van Amerikaanse staatsobligaties door Fitch in augustus 2023 verlaagd van AAA tot AA+, en heeft Moody's de VS op een 'Negative Outlook' geplaatst in november 2023. En de Credit Default Spread gekoppeld aan 10-jaars US Treasuries is in enkele jaren tijd gestegen van 20 bps tot 40 bps.

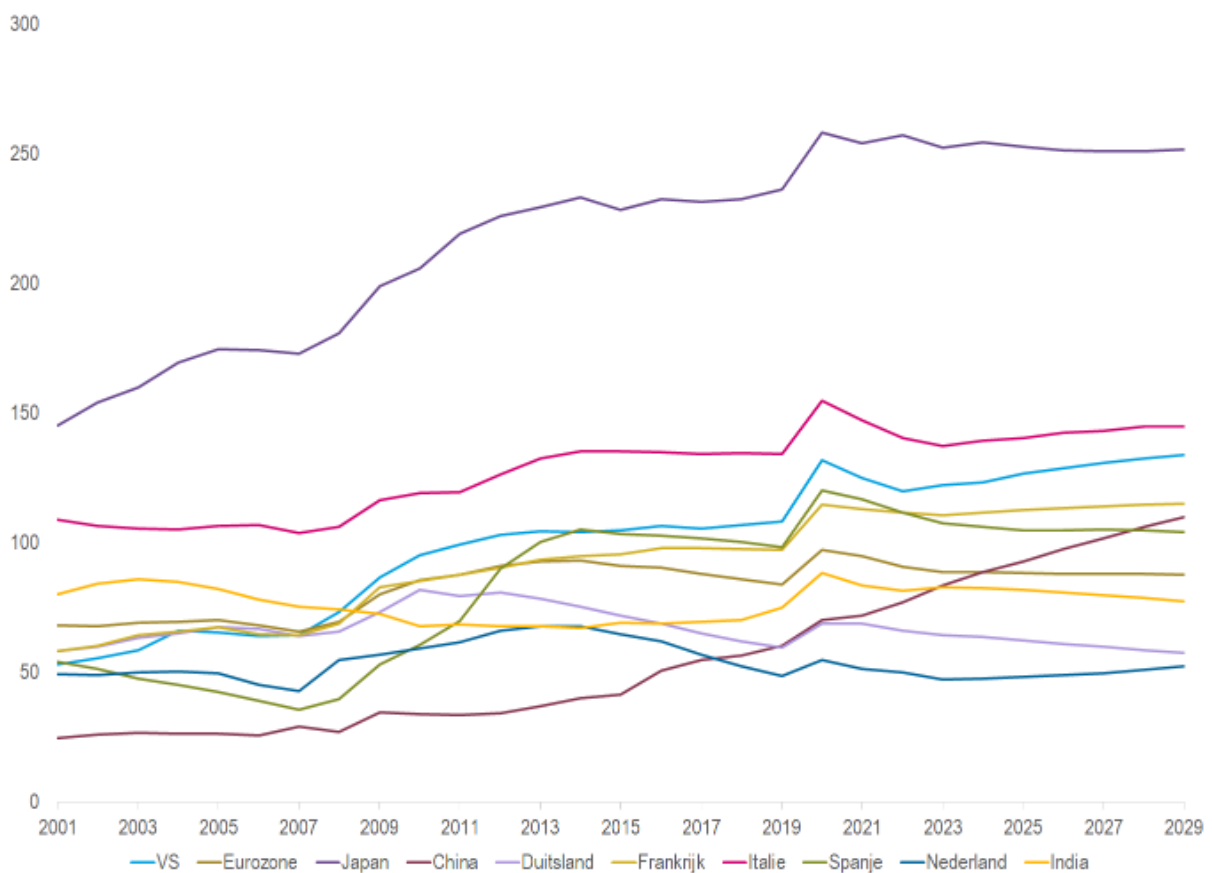
De bruto overheidsschuldquote van China is nog harder gestegen: in tien jaar tijd met 46%-punt tot 83%, en deze zal volgens het IMF verder oplopen tot 110% in 2029. Ook daar hebben Fitch (april 2024) en Moody's (december 2023) de kredietwaardigheid van Chinese staatsobligaties inmiddels op een 'Negative Outlook' geplaatst. De actuele rating bedraagt nog A+. En de 10-jaars Credit Default Spread is toegenomen van circa 60 bps begin 2021 tot circa 100 bps in 2024.

De toenemende staatsschuld in combinatie met de gestegen rentes in de afgelopen paar jaar zorgt ervoor dat het kredietrisico ten aanzien van deze overheden is toegenomen. En ook bij gelijkblijvende renteniveaus zullen de rentelasten toenemen, omdat expirerende staatsobligaties tegen hogere rentes gefinancierd moeten worden.

Overigens is niet voor elk land sprake van een verslechtering. Zo is de schuldquote in Nederland bijvoorbeeld met 20%-punt gedaald afgelopen tien jaar tot 47%, en die in Duitsland met -14%-punt tot 64%. Ook de eurozone

als geheel heeft de quote zien dalen (-4%-punt tot 88%). Landen met een stijgende schuldquote in de eurozone daarentegen zijn Frankrijk, Spanje en Italië geweest. In juni 2024 waarschuwde de Europese Commissie zeven landen over dat hun begrotingstekorten te hoog waren (>3%), wat mogelijk tot een formele 'Excessive Deficit Procedure (EDP)' kan leiden. De aandacht gaat met name uit naar Frankrijk en Italië met voorziene tekorten in 2024 en 2025 van respectievelijk meer dan -5% en meer dan -4% BBP. In combinatie met de onduidelijke politieke situatie die is ontstaan in Frankrijk na de vervroegde verkiezingen, zorgde dat er onder meer voor dat het rentevershil tussen 10-jaars Franse en Duitse staatsobligaties in korte tijd toenam van 45 bps tot 80 bps, om vervolgens weer iets te dalen tot 70 bps.

Bruto staatsschuld % BBP (t/m 2023 gerealiseerd, projecties door het IMF vanaf 2024)



Bron: Columbia Threadneedle, Bloomberg, IMF, 1 augustus 2024

De verwachte rendementen voor euro staatsleningen uit kernlanden zijn positief op alle horizonnen: +2,5% op een 5-jaars horizon en +2,9% op een 15-jaars horizon. Deze aannames zijn circa 0,3%-punt lager dan vorig jaar, als gevolg van lagere startrentes.

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 vijfjaars horizon uit van een beperkte stijging met 0,3%-punt om in de tien daaropvolgende jaren

weer in dezelfde mate te dalen met 0,3%-punt tot grofweg het actuele niveau. Er wordt dus nagenoeg geen koersverlies voorzien gegeven dit forward pad, maar louter inkomstenrendement. Het renteniveau is daarmee tezamen met roll-down) een belangrijke component achter het verwachte rendement.

De methodologie voor periferie-leningen 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 de periferie worden een verwacht rendement toegedicht van 2,9% op een 5-jaars horizon en 3,7% 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

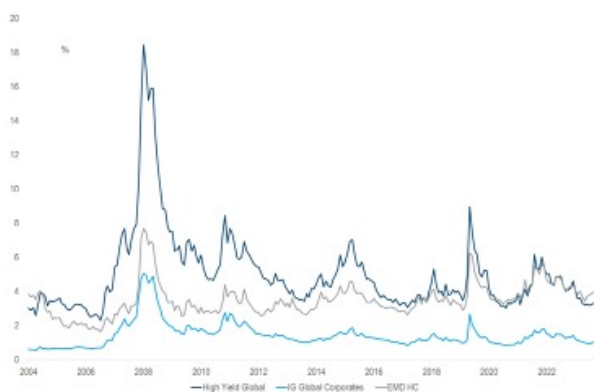
De performance van risicovolle obligatiecategorieën afgelopen twaalf maanden was positief. High Yield obligaties leverden maar liefst een rendement van bijna 11% op (euro-hedged), en EMD HC en IG euro bedrijfsobligaties circa 7%. Naast directe rendementen droegen indirecte rendementen bij als gevolg van het feit dat zowel de risicovrije rentes daalden als de spread componenten. EMD LC rendeerdte iets lager uitgedrukt in euro's (circa 2½%), doordat het valutarisico van deze categorie niet afgedekt wordt en valuta's van opkomende markten deprecieerden ten opzichte van de euro.

Spreads op High Yield en euro investment grade bedrijfsobligaties namen respectievelijk af met -0,7%-punt tot 3,3%, en met -0,4%-punt tot 1,1%. De High Yield spread ligt daarmee aanzienlijk onder het tienjaars gemiddelde (4,1%). Voor de IG euro Corporate spread geldt dat in mindere mate (1,2% tienjaars gemiddelde).

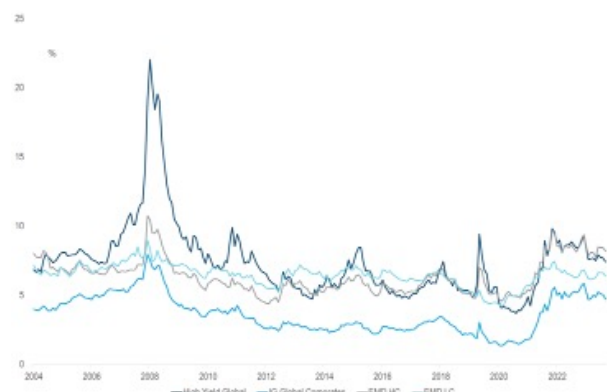
De spread op EMD HC obligaties is per saldo niet gewijzigd en bedraagt 4%-punt. Dat is hoger dan het tienjaars gemiddelde (3,6%).

De reden dat spreads op High Yield en IG Corporates wel daalden en EMD HC niet, is dat met name de ontwikkelde economieën verrasten met positief economisch nieuws, waardoor de kans op defaults lager werd ingeschat door de markt. Ook het positieve 'risk-on' sentiment op de aandelenmarkten droeg bij.

Spreads versus risicovrije rentes



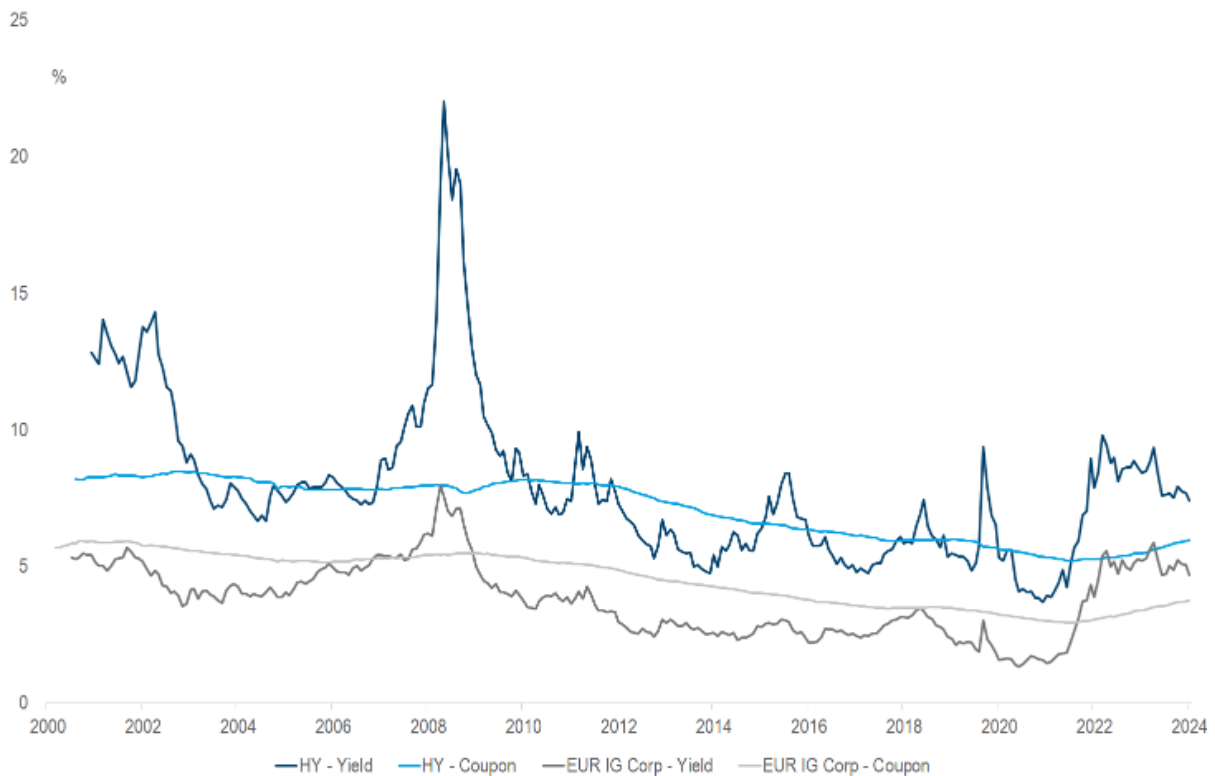
Yields op risicovolle obligaties



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, JPMorgan, juli 2024

De kredietrisico's lijken echter wel toe te nemen voor spread producten, met name voor High Yield en IG Corporates, waarvan de spreads laag zijn vanuit historisch perspectief. Zo lopen default percentages naar verwachting op, al zijn de niveaus nog wel laag vanuit historisch perspectief. Voorts vertoont -zoals geschetst in het eerste hoofdstuk- de Amerikaanse economie haarscheurtjes. Ook speelt mee dat de financieringskosten van ondernemingen (en overheden) geleidelijk oplopen, ook in een omgeving van licht dalende rentes. Veel ondernemingen hebben zich in voorgaande jaren geherfinancierd tegen toen nog lagere rentes. Dat zorgt er op korte termijn in positieve zin voor dat ondernemingen minder kwetsbaar zijn voor actuele renteontwikkelingen, maar in negatieve zin dat de volle impact van hogere rentes mogelijk nog zichtbaar moet worden met het verstrijken van de tijd. Zo bedraagt de gemiddelde coupon op High Yield 6,0% versus een actuele yield van 7,4%. De gemiddelde coupon en yield voor euro IG-bedrijfsobligaties bedragen respectievelijk 3,8% en 4,7%.

Coupon versus yield



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, JPMorgan, juli 2024

Rendementen voor spreadproducten worden op vergelijkbare wijze gemodelleerd als voor staatsobligaties. Op basis van startrentes, verwachte rentepad en duraties, 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's voor categorieën die nog niet in euro's 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's.

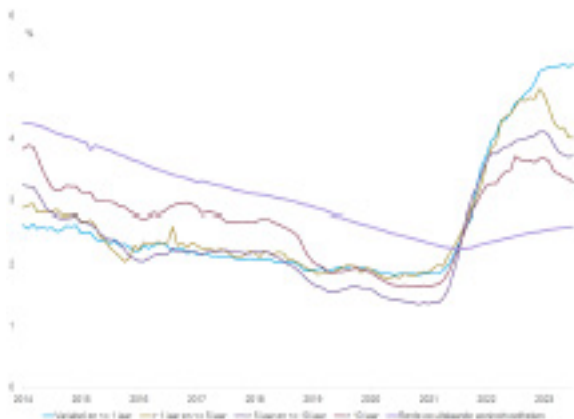
Momenteel resulteert het CMA-model op een 5-jaars horizon in verwachte rendementen van 3,2% voor euro IG-bedrijfsobligaties, 4,3% voor High Yield (euro hedged), 4,8% voor EMD LC (euro unhedged) en 6,4% voor EMD HC (euro hedged). De verwachte rendementen voor spread producten gekoppeld aan ontwikkelde 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.

Alternatieven

Particuliere hypotheek

Evenals publiek verhandelbare euro investment grade bedrijfsobligaties, lieten hypotheekbeleggingen een positief rendement zien afgelopen twaalf maanden. Zowel direct als indirect rendement droegen positief bij.

Bancaire rente woninghypotheken huishoudens



Personen met betalingsachterstand hypotheek



Bron: Columbia Threadneedle, DNB (juni 2024), Stichting BKR (mei 2024)

Volgend op de abrupte rentestijging sinds begin 2022, zijn in de afgelopen twaalf maanden bancaire rentes op nieuw verstrekte woninghypotheken weer iets gedaald, in lijn met de ontwikkelingen van euro swaprentes. Met name voor lange looptijden is een daling zichtbaar. De variabele rente daarentegen liep nog iets op. Per saldo is de gemiddelde rente op nieuw verstrekte hypotheek met circa 0,2%-punt gedaald afgelopen jaar tot 3,9% (bron: DNB, juni 2024). De gemiddelde rente op uitstaande woninghypotheken laat een vertraagde en gedempte reactie zien en is gestegen met circa 15 bps tot 2,6%. Mochten bancaire rentes ongewijzigd blijven, dan zal de gemiddelde rente op uitstaande hypotheek geleidelijk verder stijgen naar het actuele niveau.

Het aantal wanbetalingen op hypotheek is afgelopen jaar verder gedaald en is historisch laag momenteel. Het wanbetalingsrisico is laag door meerdere factoren. Loonstijgingen en de lage werkloosheid in Nederland zorgen allereerst voor een laag kans op wanbetalingen. Voorts neemt -in geval van wanbetaling- het risico op een restschuld af, doordat Loan-to-Value (LTV) ratio's structureel dalen. Huizenprijzen in Nederland zijn na een tijdelijke correctie (in H2 2022 en H1 2023) inmiddels weer gestegen tot recordhoogtes. Tezamen met het overheidsbeleid dat gericht is op het terugdringen van de hypotheekschuld zijn LTV-ratio's daardoor gedaald.

De omvang van uitstaande hypotheeklen als percentage van de economie is gedaald van 100% in het derde kwartaal van 2013 tot 79% in het eerste kwartaal van 2024.

De categorie woninghypotheeklen 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%, een afname ten opzichte van vorig jaar. Dat is toe te schrijven aan de lagere start hypotheekrente. Van een indirect rendement is nagenoeg geen sprake doordat de actuele spread dicht bij de target ligt.

Vastgoed

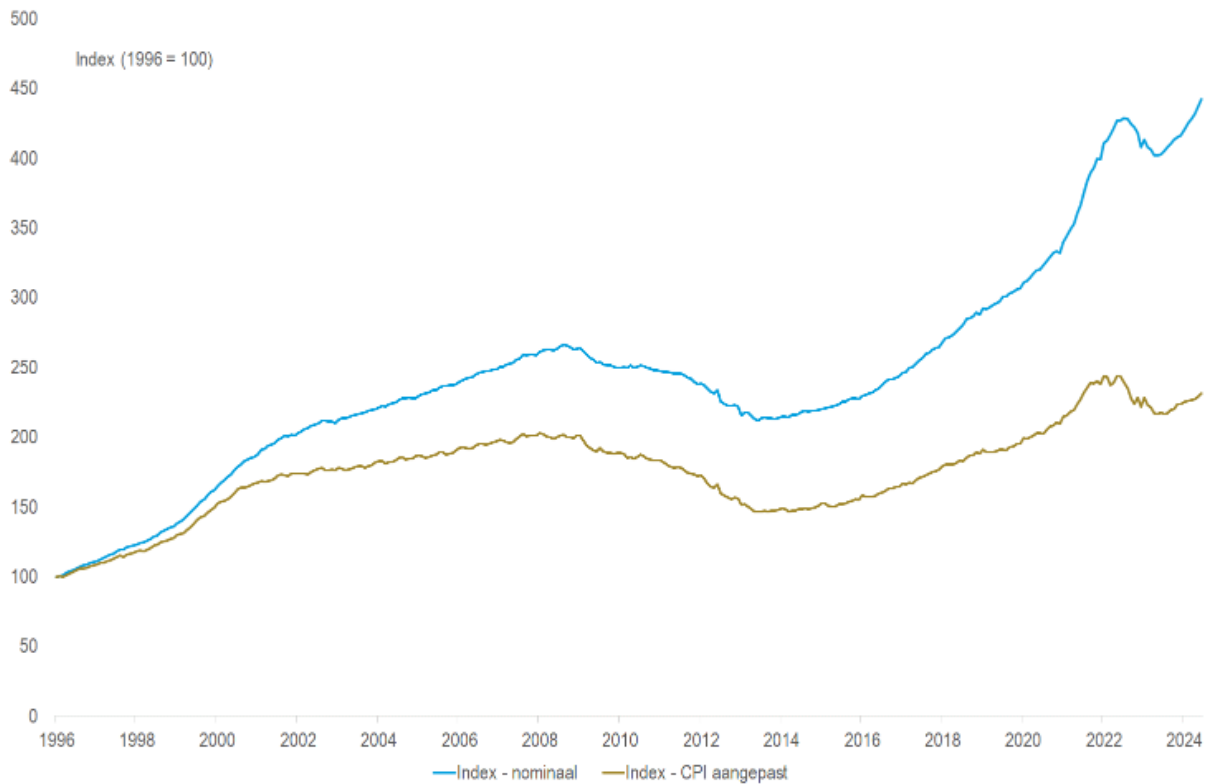
Wereldwijd liet de woningmarkt in de periode H2 2022 – H1 2023 een correctie zien, gedreven door de forse rentestijging, striktere leencondities en groeipessimisme. De gemiddelde Nederlandse huizenprijs liet een maximale daling zien van -6%.

De correctie bleek echter van korte duur en in menig land stegen huizenprijzen weer aanzienlijk. In Nederland is de gemiddelde prijs sinds mei 2023 tot en met juni 2024 gestegen met 10%. Daarmee bevindt de gemiddelde huizenprijs zich op recordniveau; 3% hoger dan de vorige piek uit 2022. Verklaringen zijn onder meer dat westerse economieën beter presteerden dan verwacht, dat rentes afgelopen jaar per saldo weer iets zijn gedaald, terwijl lonen stegen en de werkloosheid laag is.

Overige verklaringen voor de sterke huizenmarkten in zowel de VS als in Europa en in Nederland zijn: migratie, en structurele tekorten (in Nederland althans). Voorts moet beseft worden dat doordat sprake is geweest van een forse inflatie in recente jaren, de stijging in reële termen beperkter was. Zo liggen huizenprijzen in reële termen nog 3% onder de eerdere piek uit 2022.

Ook speelt mee dat doordat veel hypotheeklen een lange looptijd kennen met vaste rentes, het effect van stijgende actuele rentes gedempt wordt. De vraag is echter of met het verstrijken van de tijd, het effect van de forse rentestijging in recente jaren alsnog negatief doorwerkt op de huizenmarkt.

Nederlandse huizenprijs index (CBS)



Bron: Columbia Threadneedle Investments, CBS, Bloomberg, juni 2024

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). En ook voor deze categorie wordt rekening gehouden met een eventueel rente-effect.

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

In een separate publicatie later dit jaar, zullen wij dieper ingaan op de ontwikkelingen in de vastgoedmarkt, en onze kwalitatieve alsook kwantitatieve vooruitzichten delen voor individuele (Nederlandse) vastgoedsectoren.

Commodities

Commodities waren in de afgelopen twaalf maanden de verliezer met een negatief rendement van -6% (euro-hedged basis).

Energieprijzen daalden, ondanks een voortzetting van productiebeperkingen door enkele OPEC+ landen en ondanks de oorlog in Gaza en de escalatie in het Midden-Oosten. Een normalisatie (na de inval van Rusland in Oekraïne) en hoge voorraden vormen een verklaring. De prijzen van industriële metalen daalden eveneens, mede door een haperende Chinese economie.

De goudprijs daarentegen bereikte de hoogste prijs ooit, en dat in een omgeving van een stijgende reële rente. Mogelijke verklaringen zijn aanhoudende inflatievrees onder beleggers, wantrouwen in het traditionele financiële stelsel, en aankopen door centrale banken.

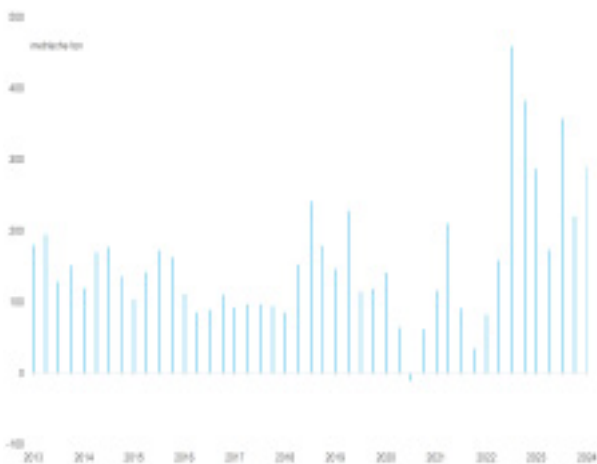
Commodities zijn één van de volatielste en moeilijkst te voorspellen beleggingscategorieën.

Commodities Futures worden momenteel in het CMA-model een verwacht rendement toegewezen van 9,9% 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 5,2%). Tot slot vindt een aanpassing plaats voor de omrekening naar euro-hedged basis.

Een zeer belangrijke disclaimer bij deze CMAs is echter dat een goede performance van commodities geen garantie is. De inflatie dient namelijk wel gedreven te worden door grondstofprijzen. Indien de toekomstige inflatie het gevolg van is van tweede-orde effecten zoals hogere lonen dan zullen commodities hier niet van profiteren.

Netto goudaankopen door centrale banken



Goudprijs op recordhoogte



Bron: Columbia Threadneedle, Metal Focus Data (Q1 2024), Bloomberg (juli 2024)

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 vijfjaars 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 vijfjaars horizon resulteert dat in een verwacht rendement van 4,5%.


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 DM aandelen, minus een afslag voor de

impliciete optie die aangeschaft wordt. Op een vijfjaars 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 plus een premie. Op een vijfjaars horizon resulteert dat in een verwacht rendement van 4,2%.

Het verwachte rendement voor catastrofes obligaties komt tot slot tot stand op basis van (forward) projecties voor de Amerikaanse geldmarktrente in combinatie met een 'mean-reversion' benadering voor de spread op Cat Bonds, minus een afslag voor het verwachte verlies a.g.v. natuurrampen. Ook vindt een aanpassing plaats voor het afdekken van het valutarisico. Op een vijfjaars horizon resulteert dat in een verwacht rendement van 10,0%; dat is hoog gegeven een verwachte volatiliteit van slechts 5,1% op deze horizon. Dat verdient enige toelichting. Los dat deze categorie structureel gekenmerkt wordt door een lage standaarddeviatie ten opzichte van het rendement (het 'cliff risico' wordt niet meegenomen in deze risicomatstaf), is de spread momenteel relatief hoog door capaciteitsbeperkingen in de herverzekeringsmarkt en de verwachting van een actief orkaanseizoen. Ook draagt het huidige significante niveau van de geldmarktrente bij aan het hoge verwachte rendement.

Contact

 Columbia Threadneedle Investments
Nederland
Jachthavenweg 109E
1081 KM Amsterdam
Netherlands

 infoln@columbiathreadneedle.com

 Volg ons op LinkedIn

Meer informatie: columbiathreadneedle.nl



Belangrijke Informatie

© 2024 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 Columbia Threadneedle Management (Swiss) GmbH, die optreden als vertegenwoordigingskantoor van Columbia Threadneedle Management Limited.

WF2395700 (08/24)