

Anthos Jaarlijkse Beleggingsvooruitzichten 2024-2025

Een veranderende wereld

Anthos Fund & Asset Management



Inhoudsopgave

Inhoudsopgave	2
1. Belangrijkste punten	4
Executive summary	4
Groei- en inflatievooruitzichten	4
Beleggingsomgeving	5
2. Executive summary – een veranderende wereld	7
3. Seculiere groei- en inflatievooruitzichten	10
Groei – traag, met schokken	10
Inflatie – de ‘zes D's’	11
Beleid – rente en geld	16
4. Seculiere beleggingsvooruitzichten	19
Portefeuilles voor alle omstandigheden in een veranderende wereld	19
Aandelen – Focus op het langetermijndoel	19
Obligaties – Terug in het spel	20
Vastgoed – Nieuwe cyclus in aantocht	21
Absolute return-strategieën – Alternatieve rendementsbronnen benutten	23
Multi-asset impact – De juiste koers varen	24
Private equity – Stabiel in het midden	25
5. Macro-economische scenario's	26
Recessie (40% waarschijnlijkheid)	27
Stagflatie (30% waarschijnlijkheid)	29
‘Nieuwe’ Goldilocks (15% waarschijnlijkheid)	31
Sociaal kapitalisme (10% waarschijnlijkheid)	32
Langer laag (5% waarschijnlijkheid)	33
6. Capital Market Assumptions	35
Disclaimer	36

Hoe leest u dit rapport:

- Eerst wordt er een kort en bondig overzicht van de belangrijkste punten uit de beleggingsvooruitzichten gegeven.
- Daarna schetsen we in de executive summary onze overkoepelende kijk op de wereld. Die kan dienen als uitgangspunt voor discussies tussen beleggingsprofessionals en klanten.
- De wereldwijde groei en inflatie vooruitzichten geven een volledig beeld van onze visie voor de lange termijn (5-10 jaar) en de kort termijn (2024-2025).
- In de beleggingsvooruitzichten vertalen we de macro-economische omgeving naar verwachtingen voor beleggingen. We beschrijven de opvattingen van al onze teams voor de verschillende beleggingscategorieën, alsook ook de top-down visie van onze client portfolio managers.
- De verwachtingen vormen de basis voor onze Capital Market Assumptions (CMA's) van dit jaar, (de rendementsverwachtingen voor alle beleggingscategorieën voor de komende vijf jaar). Beleggers kunnen deze gebruiken om ideeën op te doen voor hun portefeuilleconstructie en assetallocatie in 2024 en de jaren daarna.

Auteurs:

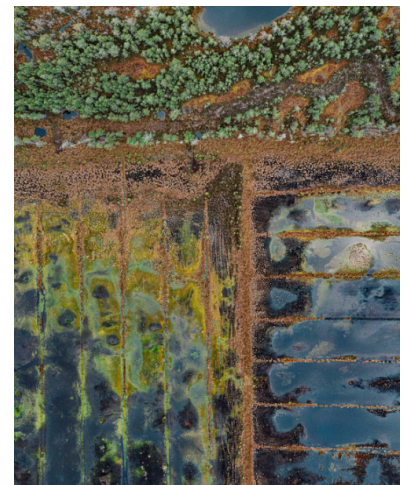
Dr. Ferry L. J. Vos, Managing Director Client Portfolio Management
Bastiaan Pluijmers, Managing Director Client Portfolio Management
Lucy Bowen, Senior Investment Writer

Met dank aan:

Hicham Zemmouri, Managing Director Bonds
Reinoud van Ieperen Bokhorst, Managing Director Absolute Return Strategies
Roger Dayala, Head of Investment Department

Met een bijdrage van:

Alle Managing Directors van de hele Investment Department van Anthos



De afbeelding die op de omslag en in dit document wordt gebruikt, heet "The_Bog_Renatured_005" en laat veenrenaturatie in Estland zien.

Gemaakt door Photography
Bernhard Lang.

1. Belangrijkste punten

Executive summary

- De wereld verschuift geleidelijk van seculiere stagnatie naar 'staatgesponsord kapitalisme', met de toenemende invloed van de 'big government' die systemische problemen aanpakt, zoals ongelijkheid en klimaatverandering.
- De Covid-19-pandemie, de inval van Rusland in Oekraïne, de torenhoge inflatie en agressieve monetaire en fiscale interventies hebben bestaande wereldwijde transities verstoord en versneld, waardoor kwetsbaarheden in onderling verbonden systemen aan het licht zijn gekomen.
- De huidige geopolitieke spanningen zijn hoog opgelopen, met verwoestende humanitaire gevolgen. Regionale conflicten in Europa en het Midden-Oosten gaan gepaard met de strategische ont koppeling van de twee wereldmachten: de Verenigde Staten en China.
- De transitie naar groene energie verloopt op een wanordelijke manier, zoals te zien is aan prijzen, beleid en politiek. De urgentie om klimaatverandering tegen te gaan vereist een duwtje in de rug van staatgesponsord kapitalisme, maar onder populistische politici is een 'greenlash' aan de gang.
- Het potentieel van innovatie op het gebied van kunstmatige intelligentie (AI) is een lichtpuntje, met de verwachting dat veelzijdige toepassingen economische activiteit een impuls kunnen geven. Over de regelgeving en morele vraagstukken is echter nog volop discussie, en de uitkomst daarvan is bepalend voor de impact van AI.
- Als de wereld een transitie doormaakt naar staatgesponsord kapitalisme, zijn verantwoorde beleggingen de drijvende kracht. Gaandeweg vinden er veel wanordelijke transities plaats, die volatiliteit, onzekerheid en frictie met zich meebrengen.
- Actieve beleggingsbenaderingen, alternatieve beleggingscategorieën en meerdere lagen van diversificatie kunnen beleggers helpen om met de complexiteit om te gaan en op lange termijn robuuste resultaten te boeken.
- Voor de kortere termijn schetsen onze macro-economische scenario's in Hoofdstuk 5 de verwachtingen voor de komende 12-18 maanden, met oog voor langetermijndoelen van staatgesponsord kapitalisme.

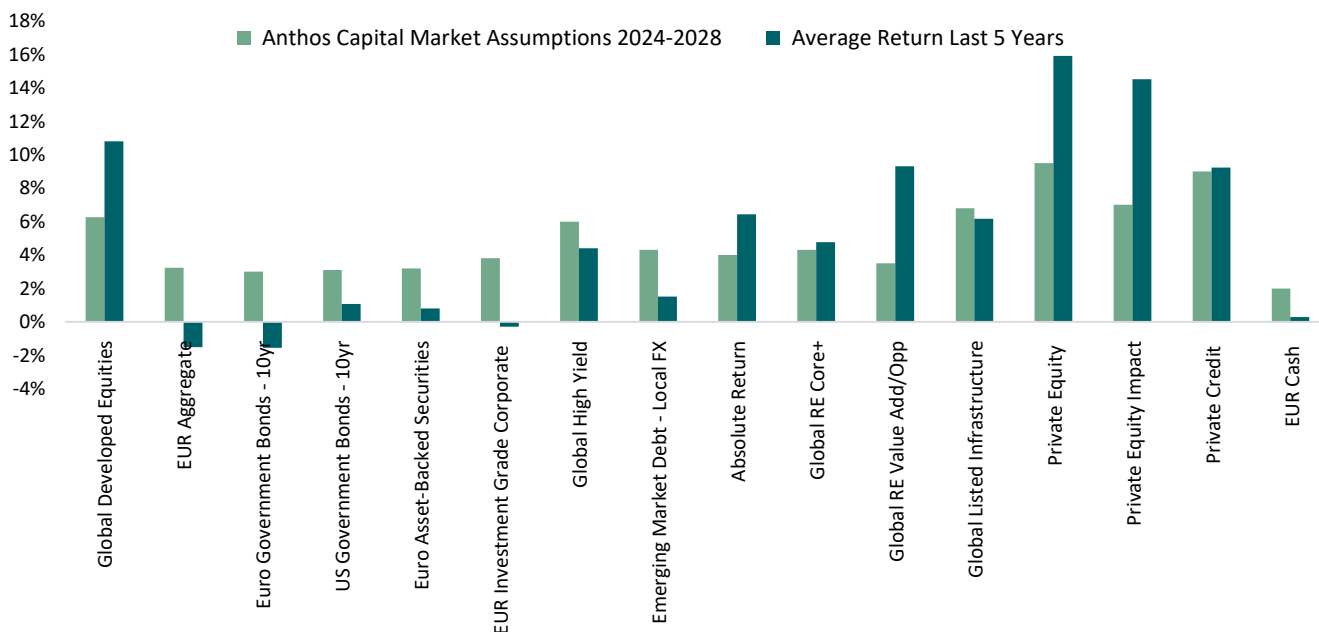
Groei- en inflatievooruitzichten

- De overgang van seculiere stagnatie naar staatgesponsord kapitalisme heeft vooralsnog niet geleid tot verwachte trendmatige groei. Recente schokken, zoals de pandemie, de oorlog in Oekraïne en de torenhoge inflatie, vormen een uitdaging om duurzame, stabiele en inclusieve groei te realiseren.
- Op kortere termijn leiden de buitengewone fiscale stimuleringsmaatregelen, waarmee economische krimp aanvankelijk nog werd voorkomen, naar verwachting in 2024 tot krimp. De vorm en omvang van blijft onzeker, wat het belang van ons macro-economische scenariokader vergroot.
- Een belangrijke tegenslag is de aanhoudende daling van de wereldwijde groeivooruitzichten op lange termijn. Het voorspelde wereldwijde groeitempo ligt ver onder het historische gemiddelde, als gevolg van negatieve demografische ontwikkelingen, deglobalisering en een vertraging van internationale investeringen.
- De structurele drijvers van inflatie zijn de 'zes D's': demografische verschuivingen, decarbonisatie, deglobalisering, schulden (debt), digitalisering en verwoesting (destruction). Vooral de vergrijzing en schulden kunnen tegenstrijdige gevolgen hebben, terwijl decarbonisatie en deglobalisering duidelijk inflatoire druk met zich meebrengen.

- De forse monetaire verkrapping in 2023 geeft reden tot bezorgdheid over de economische vooruitzichten. In onze ogen heeft de buitengewone fiscale stimulering, die bedrijven en consumenten heeft ondersteund na de pandemie, de inflatie hoog gehouden en bepaalde segmenten van de economie overeind gehouden. Nu deze stimulering wegvalt, volgt er waarschijnlijk een economische krimp als de volledige impact van de monetaire verkrapping voelbaar wordt.

Beleggingsomgeving

- Een optimale portefeuilleconstructie voor iedere omgeving vraagt om spreiding over complementaire beleggingscategorieën en alternatieve rendementsbronnen.
- In een omgeving met een aanhoudend hogere rente en economische krimp blinken obligaties uit. Beleggers die op zoek zijn naar hogere rentes vinden mogelijk soelaas in hoogwaardige beleggingen, waardoor ze geen buitensporig risico hoeven te nemen. Staatsobligaties, investment grade-credits en, selectief, obligaties uit opkomende markten en private leningen komen naar voren als aantrekkelijke opties.
- Op de aandelenmarkten ontmoeten voorzichtigheid en optimisme elkaar. Stabiliteit op de korte termijn vraagt om een defensieve houding, gericht op de Amerikaanse markt met robuuste cashflows en lage schuld niveaus. Het optimisme komt voort uit een 'nieuw' Goldilocks-scenario met hogere inflatie, waarbij de focus komt te liggen op de energietransitie en AI. De macro-economische omgeving maakt Japan weer aantrekkelijk, waarbij in 2024 alle ogen zijn gericht op de centrale bank. We wachten af of monetaire beleidsmaatregelen leiden tot de herwaardering van Japanse beleggingen.
- De vastgoedsector kende een moeilijk jaar in 2023, betere vooruitzichten in 2024 zijn een kwestie van 'wanneer' in plaats van 'of'. Dit hangt op korte termijn hangt af van macro-economische factoren, waarbij veerkracht wordt verwacht in Europees vastgoed. Gediversifieerde strategieën, vooral in de industriële en residentiële sectoren, bieden kansen op lange termijn, terwijl we voorzichtig zijn over de kantorensector vanwege de verschuiving naar werken op afstand en aanhoudende structurele uitdagingen.
- Absolute return-strategieën zijn veerkrachtig en bieden gediversifieerde, niet-gecorrleerde rendementen. In het huidige macro-economische landschap gaat de aandacht op korte termijn uit naar relative value-strategieën. Op de lange termijn bieden thema's als de energietransitie en alternatieve financieringscategorieën volop kansen.
- De behoefte aan impactvolle oplossingen voor de grote ecologische en maatschappelijke uitdagingen van de wereld is nog nooit zo groot geweest. Er zijn ook nog nooit zoveel oplossingen commercieel verkrijgbaar geweest die de moeite waard zijn. Beleggen in verschillende beleggingscategorieën zorgt voor de broodnodige diversificatie bij een vooruitzicht dat wordt gekenmerkt door wereldwijde uitdagingen op het gebied van groei en inflatie.
- Private equity krijgt te maken met belangrijke verschuivingen door omgeslagen marktsentiment. Grootschalige buy-outs stikken door dure financiering, wat gevolgen heeft voor venture capital- en largecapbedrijven. Het middensegment van de markt toont echter veerkracht tegen de hogere rente en legt de nadruk op operationele verbeteringen en diverse uitstapmogelijkheden.



Bron: Anthos Fund & Asset Management Anthos Capital Market Assumptions voor 2023-2027 omvatten een verondersteld USD/EUR-rendement (gebaseerd op koopkrachtpariteit en USD/EUR verwachte premie/korting) van -1,8% per jaar, toegepast op de USD-exposure van relevante marktindices. Gebalanceerde multi-assetportefeuille: 40% beursgenoteerde aandelen, 25% niet-beursgenoteerde aandelen, 10% wereldwijd vastgoed, 14% bedrijfsobligaties en staatsobligaties van opkomende markten, 8% absolute return, 2% impactbeleggen en 1% liquide middelen.

2. Executive summary – een veranderende wereld

Onze verwachtingen zijn al langer dat de wereldeconomie geleidelijk overgaat van seculiere stagnatie naar staatgesponsord kapitalisme, waarbij de '(on)zichtbare hand van de big government' een steeds grotere invloed heeft op economieën. Waarbij de noodzaak om wereldwijde systemische problemen, zoals ongelijkheid en klimaatverandering, aan te pakken groot is. Deze verschuiving kan leiden tot tegengestelde omstandigheden: een positief scenario, waarbij met wereldwijde samenwerking gemeenschappelijke doelen worden bereikt, of een negatief scenario, waarbij renationalisatie van beleid en protectionistisch populisme leiden tot wantrouwen, conflicten en zelfs verwoesting.

Grote schokken in dit decennium – de Covid-19-pandemie, de inval van Rusland in Oekraïne, de torenhoge inflatie en agressieve monetaire en fiscale interventies, evenals de populistische verschuivingen in de politiek – hebben veel van de wereldwijde transities die al gaande waren vóór de pandemie verstoord en versneld. De globalisering die de hoge groei van de afgelopen drie decennia heeft aangedreven, was al aan het verzwakken voordat de pandemie de kwetsbaarheden van een onderling afhankelijke en verbonden waardeketen blootlegde. De inval van Rusland in Oekraïne legde deze kwetsbaarheden verder bloot en dwong beleidsmakers om snel hun prioriteiten te herzien om niet alleen diepgewortelde problemen zoals klimaatverandering en sociale ongelijkheid aan te pakken, maar ook om de onmiddellijke zekerheid van hulpbronnen te garanderen en de inflatie te beteugelen.

Machtsconflicten drukken al eeuwenlang hun stempel op de wereldeconomie. Echter de sterk onderling verbonden systemen en relaties als gevolg van de globalisering, maken de transities van dit moment nog complexer. De regionale conflicten in Europa en het Midden-Oosten worden onderstreept door de strategische ontkoppeling van twee grote wereldmachten: de Verenigde Staten en China, die allebei coalities proberen te smeden rond specifieke conflicten. De spanningen in Taiwan onderstrepen de noodzaak om waardeketen voor grondstoffen belangrijk voor de toekomst, veilig te stellen en in eigen handen te nemen. Beleggers moeten aandacht besteden aan de manier waarop deze complexe en wisselende verhoudingen veranderen om te begrijpen hoe dit de komende jaren uitpakt voor hun portefeuilles.

De nieuwe routekaart voor groene energie is een goed voorbeeld van waar de effecten van de energietransitie voelbaar zijn. Van prijzen tot beleid tot politiek – het is duidelijk dat de transformatie van de wereldwijde energiemix een wanordelijke transitie is. Ondertussen wordt de noodzaak van zo'n verschuiving wel steeds duidelijker door de toenemende impact van de klimaatverandering. Om de wereldwijde toezeggingen en beleidsmaatregelen te realiseren, moet staatgesponsord kapitalisme de economieën harder onder druk zetten. Maar dit is beleid waar niet iedereen het mee eens is of dat niet iedereen wil: er is een 'greenlash' aan de gang onder kiezers die vinden dat klimaatvriendelijk beleid in strijd is met hun behoeften. 2024 is een verkiezingsjaar waarin meer dan de helft van de wereldbevolking in meer dan 70 landen gaat stemmen, waarbij klimaat en ongelijkheid vol in de schijnwerpers staan.

Een lichtpuntje om in de gaten te houden is het potentieel dat een nieuwe golf van innovatie op het gebied van kunstmatige intelligentie (AI) met zich mee kan brengen. Onder meer Goldman Sachs heeft zijn groeiverwachtingen naar boven bijgesteld in de verwachting dat de veelzijdige en 'horizontale' toepassingen de economische activiteit een impuls geven (waar alle sectoren en regio's van profiteren). Dat vergt natuurlijk wel tijd, investeringen en een cultuurverandering bij individuen, bedrijven, overheden en beleggers. Daarnaast zijn er ook nog de existentiële en morele vragen rond AI. Het

debat over regelgeving zal de komende jaren intensiever worden, waarbij bepaalde landen sneller en efficiënter tot oplossingen komen dan andere. Het is nog de vraag of de mensheid AI ten goede of ten kwade gaat gebruiken.

Deze wanordelijke transitie vinden plaats over verschillende pijlers. Ondertussen blijven de 'oudere' ontwikkelingen, van vergrijzing en afnemende productiviteit, hun weerslag hebben op de economische activiteit.

Dit is een uitdagende en transformationele omgeving die de achtergrond vormt voor onze Jaarlijkse Beleggingsvooruitzichten 2024-2025. De belangrijkste boodschap van vorig jaar was dat we fors meer onzekerheid verwachtten voor de wereldeconomie in de toekomst. Het doel van dit jaar is om te onderzoeken waarom. We gaan dieper in op de complexiteit en wat die betekent voor de economische en beleggingsomgeving, het rendement van beleggingscategorieën en de algemene portefeuillevooruitzichten.

Bij zoveel complexiteit en nuances zijn we zeker over drie dingen. Ten eerste is het voor actieve beleggers cruciaal dat ze verschillende macro-economische scenario's blijven ontwikkelen en zich daar ook op voorbereiden, wat ons macro-economische scenariokader nog relevanter maakt. Ten tweede is het voor ons duidelijk dat verantwoord beleggen de weg vooruit is in een omgeving met steeds grotere uitdagingen op het gebied van klimaatverandering en ongelijkheid. Ten derde zien we het grote belang in van een robuuste beleggingsaanpak voor alle omstandigheden, met doelbewuste diversificatie en alternatieve beleggingscategorieën die verschillende bronnen van rendement bieden. Wij zijn ervan overtuigd dat zulke portefeuilles kunnen profiteren van en bestand zijn tegen de complexiteit van een veranderende wereld.



"The_Bog_Renatured_005", door Photography Bernhard Lang.

3. Seculiere groei- en inflatievooruitzichten

In dit hoofdstuk delen we onze seculiere groei- en inflatievooruitzichten voor de komende 5-10 jaar. Daarin bespreken we de drijvende krachten achter de groei en waarom sommige daarvan haperen, evenals enkele van de voornaamste invloeden van de inflatie in de komende jaren. Vervolgens bekijken we de rol van het monetaire beleid en de recente verkrapping. Tot slot volgt er een kort thematisch essay over China, vanwege de rol die dit land speelt in de wereldeconomie.

Groei – traag, met schokken

De afgelopen jaren hebben we steeds gezegd dat de overgang van seculiere stagnatie naar staatgesponsord kapitalisme zou moeten leiden tot een nominale groei rond het trendniveau. Hetzij door inflatie of reële bbp-groei, onze verwachting was dat de 'onzichtbare hand van de big government' de economieën in de juiste richting zou duwen en waar nodig zou ingrijpen, met als uiteindelijk doel duurzame, stabiele en inclusieve groei. Dat is nog altijd het alom verkondigde doel, maar de recente realiteit laat zien hoe moeilijk het is om die te realiseren.

De afgelopen drie jaar werd de wereldeconomie geteisterd door grote schokken, waaronder de Covid-19-pandemie, de oorlog in Oekraïne, de sterke stijging van de inflatie en de daaruit voortvloeiende verkrapping van de financiële omstandigheden. Tijdens de pandemie, toen de economische activiteit wereldwijd tot stilstand kwam, werden ongekende fiscale stimuleringen in de economie geïnjecteerd om consumenten en bedrijven overeind te houden. Toen het herstel werd ingezet en de economische activiteit aantrok, liep de inflatie zo hoog op dat de scherpste verkrapping van het mondiale monetaire beleid in vier decennia nodig was om die te beteugelen. De strijd tussen krap monetair beleid en ruim fiscaal beleid heeft een verwarrende omgeving opgeleverd, met veel verrassingen in 2023 tot gevolg. Zo waren wij niet de enigen die een recessie in Europa en de VS verwachtten, en een snellere daling van de inflatie (al was onze verwachting wel dat die zou aanhouden). In plaats daarvan kregen we een verrassend sterke economie, een zeer hardnekkige inflatie en de verwachting van hogere rentes voor langer.

Dit jaar concluderen we dat de buitengewone fiscale stimulering een economische krimp eerder heeft uitgesteld dan afgewend. We verwachten nu dat de krimp zich aandient in 2024, doordat de effecten van het monetaire beleid zichtbaar beginnen te worden als de verwachte vertraging afneemt. De vorm en omvang van die krimp zijn echter afhankelijk van verschillende factoren met een heel spectrum aan mogelijke uitkomsten, wat voor extra onzekerheid zorgt. Voor de korte termijn vergroot dit het belang van ons macro-economische scenariokader, dat in Hoofdstuk 5 aan de orde komt.

Nu de economische groei wordt geconfronteerd met deze uitdagingen op korte termijn, zien we een belangrijke tegenslag voor de langere termijn die stilletjes aan het broeien is: een aanhoudende daling van de groeivooruitzichten op lange termijn.¹ De wereldwijde groei is gedaald van een recent hoogtepunt van 4,5% in 2010 naar een verwachte 3% in 2023 en 2,9% in 2024, ruim onder het historische (2000-2019) gemiddelde van 3,8%. De verwachting is dat de groei van de ontwikkelde economieën daalt van 2,6% in 2022 naar 1,5% in 2023 en 1,4% in 2024. Voor de economieën van opkomende en ontwikkelende markten wordt een lichte daling van de groei verwacht, van 4,1% in 2022 naar 4,0% in 2023 en 2024.

¹ *Falling Long-Term Growth Prospects*, World Bank Group, juni 2023.

Deze vertraging van de potentiële groei houdt naar verwachting de rest van het huidige decennium aan, waarbij de groei in de periode 2022-2030 gemiddeld 2,2% per jaar bedraagt – het traagste tempo sinds 2000.²

Levend, maar niet springlevend (%)



Bron: Wereldbank.

Opmerking: EMDEs = opkomende en ontwikkelende economieën.

Voorspellingen voor 2023-2024. Bbp-gewogen gemiddelden (tegen gemiddelde wisselkoersen en prijzen voor 2010-19).

Deze vertraging wordt veroorzaakt door de gebruikelijke factoren: negatieve demografische ontwikkelingen en deglobalisering, maar ook een afname van grensoverschrijdende investeringen die de handel schaadt. De negatieve demografische ontwikkelingen die we wereldwijd zien, en de impact daarvan op de beroepsbevolking, is een breed maar onbetwist onderwerp. In onze vooruitzichten van vorig jaar zijn we ook uitgebreid ingegaan op de impact van de deglobalisering en de verschuiving naar een multipolaire wereld. Wat investeringen betreft, houdt de vertraging in de periode 2011-2021 naar verwachting aan in het huidige decennium. Dat is te wijten aan verschillende factoren, waaronder de gevolgen van de Covid-19-pandemie, de inval van Rusland in Oekraïne, beperkte flexibiliteit in het beleid en krappe financiële omstandigheden.

Verschuivingen in de seculiere groeitrends hebben invloed op de inflatievooruitzichten. En dat geldt ook voor negatieve economische schokken, zoals die van de afgelopen drie jaar. De vraag is 'hoe' en 'in welke mate', maar daarover bestaat weinig overeenstemming, zoals de gebeurtenissen in 2023 aantonen. In de volgende paragraaf proberen we een bredere evaluatie te geven van de krachten achter de inflatie.

Inflatie – de 'zes D's'

Vorig jaar wezen we op het aanhoudende effect van fiscale stimuleringsmaatregelen op de arbeids- en consumentenmarkten, waarbij we een structurele stijging van de inflatie verwachtten. Onze vooruitziende blik bleek deze keer juist. Maar nu de inflatie zorgwekkend hardnekkig blijft, ondanks agressieve monetaire verkrapping, roept dit belangrijke vragen op over andere onderliggende factoren die de structureel hogere inflatie aandrijven. Deze factoren – die wij de 'zes D's' noemen – zijn demografische verschuivingen, decarbonisatie, deglobalisering, schulden (debt), digitalisering en verwoesting (destruction).³

² *World Economic Outlook*, Internationaal Monetair Fonds, oktober 2023.

³ Varianten van de 'vier/vijf/zes D's' van structureel hogere inflatie zijn naast door ons ook erkend door veel andere marktpartijen: Morgan Stanley, Allianz, DWS, Yardeni Research, om maar een paar voorbeelden te noemen.

Demografische verschuivingen

Er zijn (minstens) twee stromingen als het gaat om de inflatoire kracht van de vergrijzing. Volgens de positieve stroming heeft de pensionering van de babyboomgeneratie, in combinatie met minder nieuwkomers op de arbeidsmarkt, een tweeledig effect: een groeiend aantal oudere consumenten zonder actief werk en een verschuiving naar binnenlands geproduceerde diensten.

De andere stroming gaat in tegen de veronderstelling dat vergrijzende samenlevingen, die minder innovatief en adaptief zijn, de inflatie kunnen temperen door een gebrek aan dynamische groei en minder prijsaanpassingen. Japan is daar een uitstekend voorbeeld van. Met een duidelijke en versnellende impact van de demografie heeft de Japanse economie een aantal jaar 'shrinkonomics' doorgemaakt. De impact van een vergrijzende en krimpende bevolking is daar al zichtbaar in alles, van economische en financiële prestaties tot de staat van steden en prioriteiten in het overheidsbeleid (zoals de solvabiliteit op lange termijn van het openbare pensioenstelsel, de gezondheidszorg en de langdurige zorg).

De wereldwijde stijging van de inflatie heeft echter ook Japan geraakt, waar de loon- en prijsinflatie samenvalt met interessante bedrijfsvernieuwingen. De lonen en prijzen worden grotendeels gedreven door wereldwijde aanbodschokken, maar die vallen ook samen met geleidelijke institutionele en generatieverschuivingen die de vooruitzichten voor Japan van binnenuit veranderen. Deze combinatie van externe schokken en interne ontwikkelingen zorgen voor een keerpunt in de economische vooruitzichten voor Japan.

Decarbonisatie

Klimaatverandering en de inspanningen om die tegen te gaan drijven onmiskenbaar de prijs van verschillende producten op. Door aanpassingen met het oog op de klimaatverandering zijn bedrijven genoodzaakt om hun productie aan te passen en de kosten daarvoor worden doorberekend aan de klant, met hogere prijzen tot gevolg. Zo leidde een langdurige droogte in Frankrijk in de zomer van 2022 tot een daling van het rivierpeil, waardoor verschillende kerncentrales hun elektriciteitsproductie moesten stopzetten. De koolstofprijs in de Europese Unie (EU) is de afgelopen vijf jaar meer dan vertienvoudigd. Het realiseren van een klimaatneutrale economie zorgt er onvermijdelijk voor dat de kosten van CO₂-uitstoot omhoog gaan, wat die economisch gezien onhaalbaar maakt. Een verbod op CO₂-uitstoot zal de prijzen verder opdrijven.

Kosten van vervuiling in Europa (prijs €/ton)



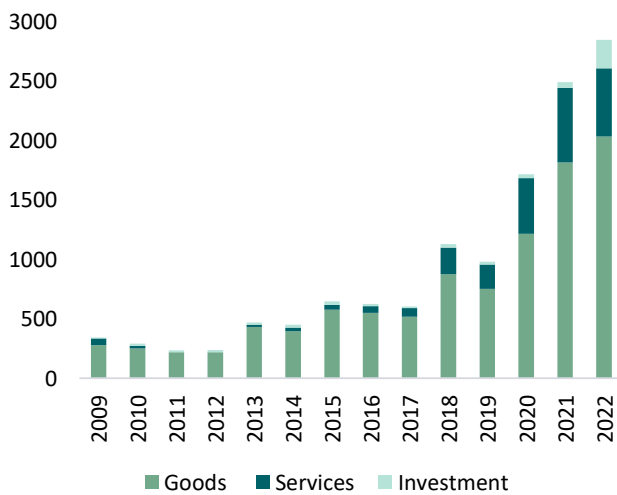
Bron: Bloomberg, onderzoek van Anthos Fund & Asset Management.

Deglobalisering

Het effect van de deglobalisering op de inflatie is complex en vaak gekoppeld aan de 'schokken' in toeleveringsketens na de pandemie. De trend van deglobalisering blijkt echter duidelijk uit verschillende wereldwijde gebeurtenissen die wijzen op een terugtrekking uit de vrije handel, wat dit een structurele trend maakt. Als je kijkt naar het aantal langlopende handelsovereenkomsten die beperkend van aard zijn, lijkt het erop dat deze trend alleen maar gaat versnellen, waar geopolitieke spanningen aan bijdragen.

Het recente tekort aan halfgeleiders laat zien hoe deglobalisering de inflatie kan aanwakkeren. Nu landen zich richten op het veiligstellen van de binnenlandse productie en het opnieuw vormgeven van toeleveringsketens, heeft de versterking van de wereldwijde stroom halfgeleiders als gevolg van de verminderde onderlinge afhankelijkheid geleid tot forse prijsstijgingen. Deze schaarste had grote gevolgen voor onder meer de auto-industrie en elektronica, waardoor de productiekosten en vervolgens ook de prijzen voor consumenten opliepen. Hieruit blijkt duidelijk hoe deglobalisering kan leiden tot aanbodbeperkingen en inflatiedruk.

Toenemende beperkingen in de wereldhandel



Bron: IMF, Wereldbank, Global Trade Alert (2022), en onderzoek van Anthos Fund & Asset Management. De afbeeldingen tonen alleen de export.

Schulden

De mogelijkheid dat centrale banken hun lage inflatiedoelstellingen bereiken terwijl de staatsschuld groeit, leidt tot zorgen over 'fiscale dominantie' en 'financiële dominantie'. Bij fiscale dominantie is het de vraag of het staatsschuldniveau centrale banken belemmert de rente te verhogen om een nationaal faillissement te voorkomen. Financiële dominantie suggereert dat de precaire staat van banken de monetaire beleidsmaatregelen van centrale banken zou kunnen beperken. Waar schuldniveaus het effect van renteverhogingen op de vraag kunnen temperen, kan zowel fiscale als financiële dominantie een rol spelen in de beslissingen van centrale banken, maar bepalen ze de uitkomsten niet alleen.

Argentinië is een extreem geval waarin dit een probleem wordt. Sinds 2001 is Argentinië drie keer in gebreke gebleven, wat leidde tot ernstige inflatie en een radicaal populistisch beleid dat uitmondde in de verkiezing van een extreemrechtse outsider die belooft de munt en de centrale bank te vernietigen. Los van de politiek tast dit beleid, als het wordt aangenomen, de financiële stabiliteit en geloofwaardigheid aan en werpt het Argentinië tientallen jaren terug in de tijd, met ernstige gevolgen voor de bevolking. Dichter bij huis werd een recente poging van Duitsland om geld van het Covid-

noodsteunpakket over te hevelen naar investeringen in de energietransitie door het hoogerechtshof afgewezen, omdat de wet als ongrondwettelijk werd beschouwd.

Met hogere leenkosten als gevolg van de hogere rente neemt de schuldenlast over de hele wereld alleen maar toe. Wij denken dat overheden streven naar fiscale dominantie en meer druk gaan uitoefenen op centrale banken om flexibel te zijn. Deze twee voorbeelden uit zeer verschillende economieën laten zien hoezeer de benaderingen om dat te doen uiteenlopen.

Digitalisering

De opkomst van een nieuwe golf digitale technologieën, met name AI, zorgt voor zowel inflatoire als deflatoire druk. AI-investeringen kunnen de kosten opdrijven omdat de vraag naar geschoolde arbeid en middelen stijgt, wat inflatie kan veroorzaken. Daarnaast kan snelle technologische vooruitgang leiden tot frequente upgrades, wat bijdraagt aan de inflatoire druk. De integratie van AI in sectoren zoals de gezondheidszorg kan leiden tot productiviteitswinst, maar als de kostenbesparingen niet worden doorberekend, kan dit de prijzen opdrijven.

Aan de andere kant kan het gebruik van AI ook deflatoire krachten met zich meebrengen. Automatisering verlaagt de operationele kosten, wat technologische werkloosheid kan veroorzaken en de koopkracht van consumenten kan beïnvloeden. Hevige concurrentie als gevolg van technologische ontwikkelingen kan leiden tot prijsoorlogen en de optimalisatie van prijzen door AI kan de totale prijzen verlagen en deflatie in de hand werken. Digitale producten, vaak met dalende marginale kosten, hebben een versterkend effect op deflatoire trends.

Verwoesting

De drie-eenheid 'wantrouwen, conflicten en verwoesting', die tot uiting komt in het veelzijdige karakter van oorlogsvoering, vormt niet alleen een bedreiging voor de economische stabiliteit, maar werpt ook een lange, sombere schaduw over het humanitaire landschap. Deze harde realiteit wordt levendig geïllustreerd door tragische gebeurtenissen zoals het conflict in Oekraïne, de handelsspanningen tussen de VS en China, die wat weg hebben van een technologische koude oorlog, en de recente hartverscheurende verwoestingen in Gaza. Als we kijken naar de impact van oorlog, is het essentieel om niet alleen de economische tol te erkennen, maar ook de ingrijpende humanitaire gevolgen voor de getroffen regio's.

Oorlogen, of die nu worden gevoerd met traditionele middelen of op het virtuele slagveld van cyberspace, hebben in het verleden onuitwisbare sporen nagelaten op zowel economieën als – en dat is nog belangrijker – het leven van talloze mensen. Als we naar het historische perspectief kijken, zien we de Tweede Wereldoorlog als een schrijnende herinnering, met een geschatte kostenpost van EUR 3,6 biljoen die voelbaar was in de gehele samenleving.

De lens waardoor we hedendaagse conflicten bekijken, zoals de aanhoudende strijd in Oekraïne, de gespannen dynamiek tussen de VS en China en de recente tragedie in Israël en Gaza, moet verder reiken dan economische verstoringen. Deze conflicten herinneren ons eraan dat het lot van economieën en mensenlevens met elkaar verweven is. Van de wapenwedloop tijdens de Koude Oorlog tot de huidige technologische rivaliteit, de economische gevolgen van ideologische confrontaties blijven onmiskenbaar. De opkomst van technologische oorlogsvoering, gekenmerkt door cyberaanvallen, maakt deze conflicten alleen maar complexer.

Naast de economische gevolgen zien we dat conflicten ook inflatoire druk veroorzaken die door de kapitaalmarkten golft. De daaruit voortvloeiende onvoorspelbaarheid ondermijnt het vertrouwen van beleggers, wat leidt tot kapitaalvlucht en valutadepreciatie. Toch reikt de impact veel verder dan de directe economische gevolgen. Zo is voor de wederopbouw na een oorlog niet alleen veel geld nodig, maar verandert die ook hele productielandschappen en beïnvloedt die het leven van de betrokkenen.

Het ingewikkelde samenspel van economische, geopolitieke en technologische factoren onderstreept de noodzaak van een genuanceerde en wereldwijd bewuste benadering voor beleggingsbeslissingen in een onzekere wereld. Dit bewustzijn moet echter verder gaan dan slechts economische overwegingen. Verantwoord beleggen vereist medeleven en erkenning van de humanitaire gevolgen van conflicten. In deze onzekere wereld, waar oorlogen niet alleen de economische stabiliteit maar ook de essentie van de menselijke waardigheid bedreigen, klinkt de roep om verantwoord beleggen luider dan ooit. Het roept ons op om na te denken over de bredere gevolgen van onze financiële keuzes en dringt aan op beleggingen die mensenrechten eerbiedigen en prioriteit geven, voor een wereld waarin economische stabiliteit samengaat met empathie en compassie.

Een andere inflatoire kracht die een prominente rol heeft gespeeld in de huidige regimeverandering is het monetaire en fiscale beleid.

Beleid – rente en geld

Beleid

De forse monetaire verkrapping in 2023, zowel qua omvang als snelheid, onderscheidt zich historisch gezien. In de afgelopen eeuw ging bijna elke monetaire verkrapping gepaard met een recessie. Toch wezen hardnekkig hoge inflatiecijfers tijdens de verkrappingscyclus van centrale banken op onderliggende economische kracht, vooral aangedreven door krappe arbeids- en consumentenmarkten.

In onze ogen loopt de fiscale stimulering voor bedrijven en consumenten sinds de pandemie op dit moment tegen zijn grenzen aan. Met het oog op de theorie dat het tijd kost voordat het effect van monetair beleid voelbaar is in de economie, blijven we zitten met de essentiële vragen ‘hoe lang’ en ‘in welke mate’. Voor het antwoord op deze twee vragen gebruiken we ons macro-economische kader en onze scenarioplanning uit Hoofdstuk 4.

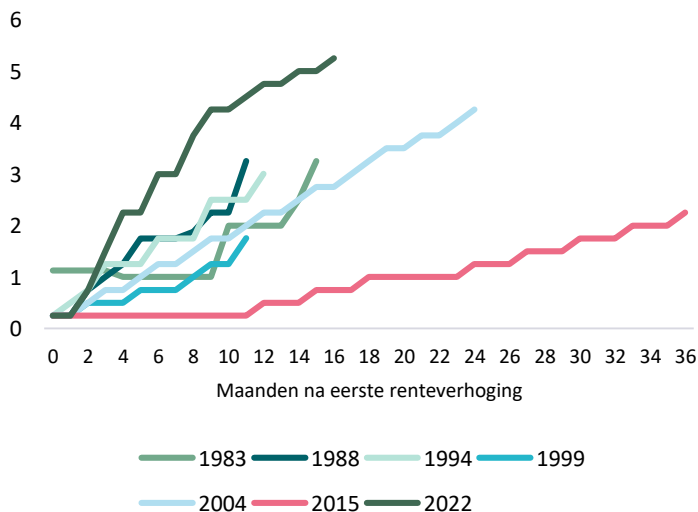
Rente

Wat de rente betreft hebben onder meer de Amerikaanse Federal Reserve Bank (Fed) en de Europese Centrale Bank (ECB) expliciet gezegd dat de rente ‘langer hoger’ moeten blijven. De daarmee gepaard gaande kredietverkrapping, ondersteund door fiscale stimuleringsmaatregelen, heeft naar verwachting een schadelijk effect op de economische groei. De langetermijnvooruitzichten voor de rente hangen af van de groei en de inflatie.

In het ideale geval loopt de nominale rente gelijk met de nominale economische groei. Als de rente de economische groei blijft overtreffen, wordt een daaropvolgende economische krimp een deflatoire kracht die de rente weer omlaag duwt, en vice versa.

Monetaire verkrapping door de jaren heen

Veranderingen in de Federal funds rate in voorgaande verkrappingscycli (%)



Bron: Federal Reserve, onderzoek van Anthos Fund & Asset Management, 31 december 1979 tot 30 november 2023.

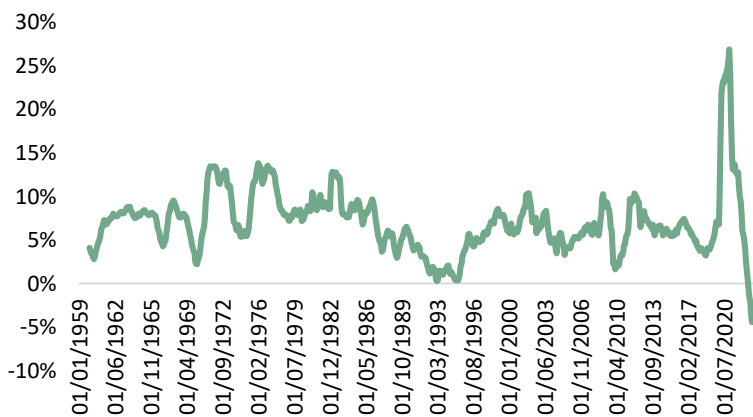
Geld

Vorig jaar gaven we aan dat het spaaroverschot van consumenten en bedrijven een overvloed aan geld betekende dat beschikbaar was voor investeringen, terwijl de vraag naar kapitaal beperkt was. De kwantitatieve theorie van geld stelt dat

er een direct verband bestaat tussen de geldhoeveelheid en het prijsniveau. Als een overheid of centrale bank de geldhoeveelheid sneller verhoogt dan de reële productiegroei (bbp), kan dit leiden tot inflatie. Volgens deze theorie is het beheersen van de groei van de geldhoeveelheid essentieel om de inflatie onder controle te houden. Een stabiele en voorspelbare groei van de geldhoeveelheid is nodig om prijsstabiliteit te handhaven en buitensporige inflatie te voorkomen. De combinatie van fiscale uitgaven na de pandemie gevolgd door agressieve verkrapping was echter allesbehalve stabiel en voorspelbaar en heeft de vrees aangewakkerd dat de krimp van de geldhoeveelheid in de VS kan worden gezien als een voorbode van een recessie.

De Amerikaanse geldhoeveelheid neemt af

Geldhoeveelheid M2, procentuele verandering ten opzichte van een jaar eerder



Bron: Federal Reserve, onderzoek van Anthos Fund & Asset Management, 1 januari 1959 tot 31 oktober 2023.

Samenvatting

Vertragende wereldwijde groeivoorzichten, structureel hogere inflatie en zwaardere schokken zijn allemaal kenmerken van een wereld die op meerdere fronten in transitie is – van energie en technologie, tot geopolitiek en beleid. Ondertussen is er een macro-economische verschuiving gaande van seculiere stagnatie naar een toekomst van staatgesponsord kapitalisme. Gaandeweg realiseren we ons dat transitie moeilijk en vervelend zijn, dus we kunnen de komende jaren vaker schokken, volatiliteit en overheidsinterventies verwachten. De behoefte aan actief beheer en gediversifieerde beleggingsstrategieën is gerechtvaardigd om deze complexiteit het hoofd te bieden.

De economische vertraging van China

“Zoals polijsten jade fijner maakt, zo maakt tegenspoed iemand sterker”

De openstelling van China na de Covid-19-lockdowns zorgde aanvankelijk voor optimisme dat de wereldeconomie daardoor een impuls zou krijgen. Veel beleggers werden echter verrast door een reeks tegenvallende economische cijfers en een paar slechte kwartalen. Hier onderzoeken we twee belangrijke redenen waarom het herstel van China achterblijft bij de verwachtingen.

Ten eerste is het belangrijk om in te zien dat China al voor de pandemie te kampen had met onevenwichtigheden in zijn economie. De handelsspanningen en strengere regelgeving van de afgelopen jaren hadden de economische groei al onder druk gezet. Ten tweede week de reactie van China op de Covid-19-crisis flink af van die van andere landen. Waar de meeste landen zich richtten op het ondersteunen van huishoudens op financieel vlak, was China vooral bezig met het in stand houden van de productie en export en liet het na om directe financiële steun te bieden aan burgers. Tegelijkertijd verscherpte de regering de regelgeving, met name in de technologie- en huizensector. De economische vooruitzichten worden bepaald door drie belangrijke factoren: de kracht van het herstel van de consumptie, de beleidsreacties van de overheid en de externe economische omgeving. Waar de buitenlandse vraag van China naar verwachting relatief stabiel blijft, hangen de vooruitzichten voor een robuust binnenlands herstel af van de beleidsbeslissingen van de overheid. De Chinese regering zal de economie naar verwachting gematigd stimuleren, wat misschien niet voldoende is om het vertrouwen volledig te herstellen.

China heeft een veelzijdig economisch landschap, met verschillende sectoren die een uiteenlopende mate van succes ervaren. Bij staatsbedrijven zagen we een sterkere groei van de investeringen, terwijl particuliere bedrijven het moeilijk hadden. Sectoren zoals diensten en restaurants, die hard waren getroffen door Covid-19, laten een geleidelijk herstel zien, maar de vastgoedsector blijft voor uitdagingen staan.

Een alarmerend probleem is de hoge jeugdwerkloosheid, die 20% bedraagt, vooral in de leeftijdsgroep 16-24 jaar (het dubbele van 2019). Dit wordt veroorzaakt zowel cyclische als structurele factoren. Een cyclische factor is dat jongeren vaak in de dienstensector werken en structurele factoren zijn veranderingen in de focus van het onderwijs en een mismatch tussen de vaardigheden van afgestudeerden en de vraag van de arbeidsmarkt (afgestudeerden willen de 'new-age tech' in, niet de halfgeleidertechnologie en vastgoed).

De vastgoedsector – de grootste sector in de Chinese economie – speelt een centrale rol. De neergang in deze sector kan een forse impact hebben op de bredere economie als die niet goed wordt beheerd. Naar verwachting blijft de sector de bbp-groei drukken, maar misschien niet zo erg als vorig jaar.

Het beleggerssentiment verschilt tussen onshore en offshore beleggers. Waar onshore beleggers voorzichtig optimistisch zijn, worden offshore beleggers steeds pessimistischer. Dit verschil weerspiegelt de onzekerheid over het economische herstel van China. Wat beleidsmaatregelen betreft loopt het monetaire beleid naar verwachting voorop met verdere renteverlagingen. Het fiscale beleid heeft te kampen met grotere obstakels, doordat de beschikbare fiscale middelen beperkt zijn. De focus van de vastgoedsector ligt op risicobeheer, en andere sectorspecifieke regelgeving kan zich mogelijk verder ontwikkelen.

De groeivooruitzichten van China zijn dus onzeker, maar de prioriteit van de regering is verschoven naar zekerheid, wat mogelijk vraagt om een tragere economische groei. De Chinese beleidsmakers moeten nu een afweging maken tussen het realiseren van hun beleidsdoelen op langere termijn en het handhaven van economische groei op korte termijn. Zekerheid op verschillende vlakken, zoals voedsel, energie en data, heeft voorrang gekregen op snelle economische groei.

4. Seculiere beleggingsvooruitzichten

In dit hoofdstuk komen onze beleggingsvooruitzichten voor 2024-2025 aan bod en gaan we in op seculiere thema's op de langere termijn waar we enthousiast over zijn. We delen de top-down visie van onze client portfolio managers en daarna de huidige opvattingen van al onze teams voor de verschillende beleggingscategorieën. We bekijken de vooruitzichten, inclusief risico's en kansen, implementatiestrategieën en beleggingsideeën.

Portefeuilles voor alle omstandigheden in een veranderende wereld

In een omgeving met een hogere rente voor langer en economische krimp verwachten we een goede performance van verschillende obligatiecategorieën. Beleggers hebben de neiging om hogere rentes veilig te stellen, iets wat nu mogelijk is met hoogwaardige beleggingen. Daarnaast komt ook privaat vastgoed naar voren als een aantrekkelijke beleggingscategorie, nu Europa zich al in een recessie en in zijn herwaarderingscyclus bevindt. Het vooruitzicht van hogere inkomsten, gekoppeld aan lagere waarderingen, draagt bij aan de aantrekkingskracht. Absolute return-strategieën bieden beleggers in dit economische klimaat een mogelijkheid tot diversificatie en niet-gecorrleerde rendementsstromen via nichestrategieën. Met een voorzichtige maar optimistische houding blijft private equity op onze radar, vooral als de beleggingen een laag schuldniveau hebben en deel uitmaken van buy-outs in het middensegment van de markt, waarbij we wegblijven van venture capital- en risicovollere strategieën.

Groeimarkten kunnen voor uitdagingen komen te staan in een omgeving met economische krimp. Beursgenoteerde aandelen en infrastructuur zijn gevoelig voor een hogere rente en hogere financieringskosten, waardoor de financiering van projecten duurder wordt. Beleggers in deze sectoren moeten afdekkingen overwegen en op zoek gaan naar managers met robuuste defensieve strategieën. Vooruitkijkend zou een milde krimp aantrekkelijke instapmomenten kunnen opleveren voor groeikansen op de langere termijn wanneer een nieuwe cyclus begint.

Aandelen – Focus op het langetermijndoel

Terugkijkend naar 2023 werden de aandelenmarkten gedomineerd door een kleine, machtige groep bedrijven die de Magnificent Seven werden genoemd (Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, NVIDIA en Tesla). Als en wanneer een milder renteklimaat zich aandient op de markt, neemt de marktbreedte naar verwachting weer toe tot meer dan deze zeven aandelen.

Voor 2024 kijken we met een mix van voorzichtigheid en optimisme naar de uitdagingen. De ophanden zijnde impact van de agressieve monetaire verkrapping leidt tot zorgen over de impact die het kan hebben op de economische groei en de consumentenbestedingen. De investeringsplannen worden beïnvloed door hogere financierings- en inkoopkosten. De economische tegenwind kan leiden tot een mogelijke recessie en de verwachtingen lopen uiteen van een zachte tot een harde landing. De onzekerheid is voelbaar, vooral tegen de achtergrond van geopolitieke risico's en het komende verkiezingsjaar.

De positieve omslag in het sentiment over China vanwege de heropening na Covid bleek van korte duur. De beleidsmakers daar hebben te maken met verschillende uitdagingen, zoals een fragiele vastgoedmarkt, oplopende geopolitieke spanningen (vooral tussen China en de VS) en jeugdwerkloosheid. Wij denken dat het daaruit voortvloeiende vacuüm

kansen biedt voor andere Aziatische landen. De trend van deglobalisering, met discussies over reshoring en friendshoring, wijzen op een mogelijke verschuiving in de productiecapaciteit. De volgende fabriek van technologie-reuzen zoals Apple staat mogelijk niet in China, maar in India, Vietnam, Mexico of Japan. Wereldwijd komt de ontwikkeling van infrastructuur – met name in de energietransitie en duurzaam vastgoed, technologische innovatie en toepassing, met een forse groei in AI – naar voren als een baken van kansen.

Goed navigeren door deze dynamiek vraagt om een scherp oog voor macrotrends en mogelijk opkomende uitdagingen in monetair en fiscaal beleid. Hoewel er risico's blijven bestaan, blijven we erop vertrouwen dat bedrijven met sterke duurzaamheidsprestaties die zijn afgestemd op prioriteiten voor de lange termijn het goed zullen doen. Onze strategische benadering omvat een grondige selectie van managers en due diligence, waarbij we ons richten op strategieën die niet alleen ambitieuze financiële rendementen beloven, maar die ook aansluiten bij de transformatieve trends in productie, energietransitie en AI.

Onze strategie voor de korte termijn is gebaseerd op praktische overwegingen. We verwachten dat de monetaire cyclus in de VS bijna op zijn hoogtepunt is, maar het is allerminst duidelijk wat we na die piek moeten verwachten. We verwachten dat de rente in 2024 gaat dalen, maar zijn voorzichtig over de omvang van deze daling. In deze onzekere omgeving, waar het risico van een (zware) recessie nog steeds aanwezig is, zouden bedrijven met een kwaliteitsprofiel en een laag schuldniveau veerkrachtiger moeten blijken.

Wij pleiten voor een verschuiving naar de stabiliteit van ontwikkelde markten, waarbij we de voorkeur geven aan bedrijven met een solide cashflow, bescherming van de winst per aandeel en een laag schuldprofiel. Deze defensieve houding komt overeen met onze erkenning van de verhoogde risico's in de huidige omgeving.

Als we verder in de toekomst kijken, zien we mogelijkheden voor meer optimisme. Er zou een 'nieuw Goldilocks-scenario' kunnen ontstaan, gekenmerkt door een hogere inflatie en rente, maar wel lager dan op dit moment. Wij verwachten dat deze achtergrond een aantrekkelijk narratief vormt voor wereldwijde aandelen, en dan vooral voor het soort bedrijven waarin wij doorgaans beleggen. Duurzame bedrijven van hoge kwaliteit, met een sterke positie, zouden in staat moeten zijn om hun inkomsten (en dividenden) te laten groeien in lijn met de reële groei van de economie. Het risico van dit gunstigere scenario is een hardnekkiger of zelfs hogere inflatie die centrale banken veel langer aan het lijntje kan houden.

Waar de meeste centrale banken ter wereld zich op of dicht bij het hoogtepunt van een verhogingscyclus bevinden, is er één land dat nog niet eens is begonnen: Japan. Na drie decennia van zeer lage rentes en geen inflatie werd de Japanse economie in 2023 geconfronteerd met forse prijsstijgingen. Dit heeft veel marktpartijen, waaronder ons, ertoe aangezet om de beleggingscase voor Japan nog eens goed tegen het licht te houden. In 2024 zijn alle ogen gericht op de Bank of Japan. Stapt de centrale bank af van het extreem milde monetaire beleid? Zo ja, dan kan dat verstrekkende gevolgen hebben voor de Japanse economie en leiden tot een herwaardering van Japanse beleggingen.

Obligaties – Terug in het spel

De nominale rente is opgelopen naar het niveau van voor 2008, waarbij de reële rente het hoogste niveau in tien jaar heeft bereikt. Onze vooruitzichten voor 2024 gaan uit van een mogelijke recessie en rentebewegingen, wat gunstig is voor posities met een langere looptijd. Aangezien we een daling van de rente verwachten, denken we dat obligaties met een langere looptijd meer winnen, waardoor beleggers kunnen profiteren van onmiddellijke vermogenswinst.

Voorzichtigheid is geboden met het oog op de spreads, omdat de waarderingen al aan de hoge kant zijn. Het huidige waarderingsniveau suggereert dat het potentiële rendement voor het nemen van kredietrisico beperkt kan zijn, gezien de huidige prijsniveaus. High yield-spreads bieden op de lange termijn een mooie carry, maar de huidige hoge waardering kan hun vermogen aantasten om te dienen als een extra aanjager van koersstijging. Deze voorzichtigheid is vooral relevant met het oog op een mogelijke economische neergang, die kan leiden tot een hogere volatiliteit en weerslag kan hebben op de performance van vastrentende beleggingen. Daarom zijn we waakzaam bij het beoordelen van de spreadwaarderingen in 2024.

Hoewel we de voorkeur geven aan tijd in de markten boven timing van de markten, verwachten we tactische kansen om allocaties aan te passen als het macro-economische klimaat verslechtert. In zo'n scenario worden credits van hoge kwaliteit steeds aantrekkelijker. Ons recente selectieproces is gericht op het identificeren van managers en strategieën die het best gepositioneerd zijn om te profiteren van de omstandigheden die we verwachten in 2024.

We zijn vooral enthousiast over het groeiende aantal strategieën en managers die verantwoord beleggen op een doordachte manier integreren in hun benadering. Zo heeft in Europa de positieve achtergrond op het gebied van regelgeving, met initiatieven in het kader van de Green New Deal, het Akkoord van Parijs en meer, de weg vrijgemaakt voor vastrentende oplossingen die op een zinvolle manier rekening houden met overwegingen op het gebied van milieu, maatschappij en governance (ESG). Als de volgende marktcyclus van start gaat in 2024 en een diepe recessie wordt vermeden, verwachten we een opleving van de vraag naar verantwoorde oplossingen zoals deze, wat gerelateerde vastrentende beleggingen ondersteunt.

Op korte termijn zijn voorzichtigheid en actieve selectie geboden voor schuldinstrumenten uit opkomende markten. De structurele problemen van China, in combinatie met de uitzonderlijk hoge schuld niveaus en de verwachting dat de rente langer hoger blijft, kunnen een uitdaging vormen voor dat segment. Op de langere termijn zijn de fundamentals voor opkomende markten echter sterk in onze ogen en we verwachten een positief rendement voor beleggers die staatsobligaties opnemen in hun strategische assetallocatie.

Actief beheer van dit soort allocaties kan in 2024 en de jaren daarna de broodnodige stabiliteit bieden in portefeuilles. Kortom, obligaties worden in toenemende mate een aantrekkelijke aanvulling op portefeuilles – ze zijn terug in het spel.

Vastgoed – Nieuwe cyclus in aantocht

Voor wereldwijd vastgoed waren de afgelopen vijf kwartalen een uitdagende correctieperiode. Europees vastgoed heeft de pijn gevoeld, doordat die markt eerder is begonnen met herwaarderen dan bijvoorbeeld de VS. Navigerend door deze fase is de vraag niet óf het sentiment zal verbeteren, maar wanneer.

In het Aziatische landschap is een duidelijke en sterke tweedeling zichtbaar. Aan de ene kant zien we aanhoudende en indrukwekkende vooruitgang, vooral in Japan, Zuid-Korea en Singapore, waar de marktperformance blijft schitteren. Aan de andere kant zien we een herijking in China en Hongkong, waar sprake is van een herwaardering. De aanhoudende onzekerheid in de binnenlandse economie, verergerd door een dreigende huizen crisis, vormt een belemmering voor de consumentenbestedingen. Dit, in combinatie met de uitstroom van buitenlands kapitaal, maakt de complexiteit van de vastgoedbeleggingsmarkt nog groter, wat enorme uitdagingen met zich meebrengt. Ons algemene standpunt over de

regio Azië-Pacific blijft optimistisch, maar wel met een kritische blik. We zijn vooral positief over selectieve volwassen markten met bewezen veerkracht en stabiliteit.

Op de korte termijn hangt het traject af van macro-economische factoren. Als de groei aanhoudt en de rente rond de 4% blijft, zou vastgoed veerkracht kunnen tonen, dankzij robuuste onderliggende cashflows en inkomstengroei. Omgekeerd kunnen een zwakkere macro-economische omgeving en dalende inflatie leiden tot lagere rentes, wat de aantrekkelijkheid van hoogwaardig vastgoed zou vergroten. Ondanks mogelijke uitdagingen op het gebied van herfinanciering gaan we in onze vooruitzichten voor deze beleggingscategorie uit van een verbetering vanaf de eerste helft van 2024.

De dynamiek in de wereldwijde vastgoedmarkt verschilt per regio. Zo zijn in Europa de cap rates voor het logistieke segment gestabiliseerd, terwijl die voor woningen nog altijd oplopen. Het woningtekort in grote steden onderstreept de aanhoudende vraag naar woningen. Het residentiële segment, gedreven door demografische ontwikkelingen, en het industriële segment, gedreven door de aanhoudende effecten van de digitalisering, blijven strategieën met een sterke overtuiging, gezien deze dynamiek van vraag en aanbod.

Aan de andere kant heeft het kantorenssegment te kampen met onzekerheid over werken op afstand en verouderde ruimtes, vooral als die niet duurzaam zijn. De herwaardering houdt aan, vooral in kantoren, wat wereldwijd leidt tot zorgen, met name in regio's waar de terugkeer naar kantoor achterblijft, zoals de VS, Europa en Australië.

Implementatiestrategieën om te overwegen zijn onder meer:

- Sectoren: Beleggers zouden een voorzichtige houding kunnen overwegen in het kantorenssegment, vooral in regio's waar de terugkeer naar kantoor achterblijft. Aan de andere kant bieden de residentiële en industriële segmenten kansen op lange termijn, gestimuleerd door woningtekorten en een door demografische ontwikkelingen gedreven vraag.
- Herfinancieringsproblemen en marktdynamiek: Verwachte herfinancieringsproblemen kunnen een impact hebben op fondsen met een hoog risico, waardoor extra zekerheden nodig zijn. Tegelijkertijd onderstreept de verwachting van verdere bewegingen in de cap rates de noodzaak voor een evenwichtige benadering ten aanzien van cap rates en financieringsstarieven.
- Wereldwijde variaties: De vastgoedmarkt ontvouwt zich als een dynamisch landschap met uiteenlopende trends in Europa, de VS en Azië-Pacific. De gevoeligheid voor rentebewegingen en economische stabiliteit vraagt om genuanceerde strategieën in verschillende regio's.
- Alternatieven en nuances: Vastgoedcreditstrategieën zijn naar voren gekomen als een belangrijke kans in het huidige klimaat met een hoge rente en strengere kredietvoorwaarden die alternatieve financiering in de schijnwerpers zetten. We stellen voor om niet-gecorrleerde alternatieven te onderzoeken, zoals medische kantoren, seniorenwoningen en opslagruimte, vooral in de VS. Ondertussen heerst er voorzichtigheid over kantoren en winkels vanwege het structurele overaanbod, met genuanceerde overwegingen voor de aanhoudende kracht in Azië.

Absolute return-strategieën – Alternatieve rendementsbronnen benutten

Voor absolute return-strategieën blijft de nadruk liggen op het benutten van alternatieve bronnen van rendement, ongeacht de richting van de risicomarkten. Het overkoepelende doel is om op lange termijn een positief absoluut rendement te realiseren met een beperkte volatiliteit en zonder correlatie met de aandelen- en obligatiemarkten. Deze toewijding leidt tot een gediversifieerde beleggingsportefeuille met unieke strategieën in een groot aantal beleggingscategorieën, sectoren, regio's en effecten.

In 2023 leverden traditionele beleggingen in aandelen en obligaties een beloning op, maar ze brachten ook een hoge volatiliteit met zich mee. Daarentegen bleef het risico-rendementsprofiel voor absolute return-strategieën laag met een lage correlatie met andere beleggingscategorieën, wat resulteerde in een evenwichtigere totale portefeuille voor klanten.

Vooruitkijkend naar 2024 is de verwachting dat de macro-economische omgeving word gekenmerkt door een structureel hogere inflatie en een moeilijke economische groei. Factoren zoals deglobalisering, klimaatbeleid, krappe arbeidsmarkten, beperkte energietoevoer en geopolitieke spanningen dragen bij aan de aanhoudende inflatie. Dit biedt absolute return-strategieën de mogelijkheid om hun voordelen te laten zien aan langetermijnbeleggers. Bovendien profiteert de portefeuille direct van de hoger renderende omgeving via innovatieve en nichebenaderingen, wat de veerkracht van deze strategie aantoont bij het navigeren door verschillende marktomgevingen.

Op de korte en middellange termijn bieden strategieën zoals specialty finance, strategieën voor risico-overdracht, hypotheekrechten en opportunistische private leningen aantrekkelijke kansen, omdat ze weinig gevoelig zijn voor de aandelenmarkten en een sterk idiosyncratisch, op rendement gericht rendement opleveren. Andere aandachtsgebieden zijn discretionaire wereldwijde macrostrategieën, waar de kansen breed en divers lijken.

Voor de langere termijn lijkt een focus op waarde rond de energietransitie en het ecosysteem van digitale activa (DAE) veelbelovend, omdat het wereldwijde landschap zich blijft ontwikkelen.

Een onderscheidend kenmerk van de absolute return-strategie is de doelbewuste poging om de kwetsbaarheid van de portefeuille voor schommelingen van risicomarkten en de rente te beperken. Een strategische positionering is essentieel om een aanhoudende performance te kunnen verwachten in uiteenlopende economische scenario's en versterkt het streven naar betrouwbare rendementen.

Risicobeheer en unieke beleggingsmogelijkheden worden geleid door een streven naar niet-gecorrleerde kansen met een lage marktβ. Wij zien dit als reden voor voorzichtigheid en zijn van mening dat unieke beleggingsmogelijkheden, gekenmerkt door minimale onderlinge correlaties, strategisch gepositioneerd zijn om de marktvolatiliteit te weerstaan en consistent rendement op te leveren.

De huidige verwachtingen voor het rendement op aandelen liggen onder het langetermijngemiddelde, als gevolg van de rentedruk, inflatie, economische uitdagingen, geopolitieke spanningen en de huidige waarderingen. Relatief gezien zijn bedrijfsobligaties en vastrentende beleggingen aantrekkelijker vanwege hun hogere obligatierentes en de gematigd aantrekkelijke spreads.

Nu we ons voorbereiden om door de complexiteit van de marktomgeving in 2024 te navigeren, positioneren absolute return-strategieën zich om zich aan te passen aan veranderende marktomstandigheden. De focus blijft gericht op het realiseren van gestage groei met beperkte volatiliteit, waarbij we gebruikmaken van een breed scala aan strategieën, ondersteund door een diepgaand inzicht in de marktdynamiek. De nadruk op ongecorrleerde kansen en risicobeheer weerspiegelt onze toewijding aan het bieden van betrouwbare rendementen voor beleggers.

Multi-asset impact – De juiste koers varen

Impactbeleggen is noodzakelijk, vooral in de turbulente omgeving van 2023, gekenmerkt door het opgelaaide conflict in het Midden-Oosten, humanitaire rampen, opgelopen geopolitieke spanningen en de escalerende gevolgen van klimaatverandering. In dit uitdagende landschap vraagt de juiste koers varen met impactbeleggen om zorgvuldig beheer. De huidige aanpak van ons als portefeuillemanagers omvat een grondige beoordeling van opkomende kwetsbaarheden in een omgeving met aanhoudende impact van renteverhogingen.

We zijn ons bewust van de mogelijke uitdagingen en passen onze exposure strategisch aan door de positie in beursgenoteerde aandelen te verminderen en te diversifiëren binnen vastrentende waarde en via private leningen. Binnen aandelen zien we de winsten verzwakken en verwachten we meer uitdagingen nu de rente hoog blijft. Ondertussen profiteren obligaties van hogere rentes en van een grotere vraag naar alternatieve leningen als gevolg van de daling van bankfinancieringen. Deze strategische beslissingen voor de assetallocatie zijn essentieel in onze op een recessie voorbereide strategie.

In de impact fondsen is voor durfkapitaal de maximale allocatie bereikt, en zullen in de nabije toekomst geen nieuwe durfkapitaal fondsen aan de portefeuille worden toegevoegd. Voor verdere diversificatie zullen private schuldfondsen en vastrentende waarden met een impact intentie aan de portefeuille worden toegevoegd.

Onze toewijding gaat verder dan het beperken van risico's: we positioneren onze portefeuille ook strategisch om uitdagingen aan te gaan en kansen te grijpen. Ons doel overstijgt financieel rendement, want door beleggingen af te stemmen op impactvolle thema's en regio's brengen we ook positieve verandering teweeg waar oplossingen het hardst nodig zijn. Bij al deze overwegingen komt de focus op Afrikaanse infrastructuur naar voren als een belangrijke kans voor sociaaleconomische vooruitgang, waarbij de uitdagingen van beperkte toegang tot diensten en milieuproblemen worden aangepakt. Dit omvat robuuste infrastructuur voor hernieuwbare energie, digitale infrastructuur en logistiek, die duurzame inclusieve groei bevordert – en dit alles met een markttrendement dat afwijkt van beleggen in beursgenoteerde markten, wat diversificatievoordelen oplevert.

Vooruitkijkend sluiten onze seculiere vooruitzichten aan bij een structureel hogere inflatie, de huidige piekrente en voorzichtig optimisme over een gematigde wereldwijde groei. Nu de negatieve rente achter ons ligt, wordt de fundamentele analyse weer een belangrijk onderdeel van de beleggingsselectie. Van opkomende markten, met name in Azië, wordt gezegd dat ze beter gepositioneerd zijn voor groei dan ontwikkelde markten, waarbij recente due diligence-reizen ons vertrouwen hebben versterkt.

India, met zijn gunstige handelspositie en open democratie, profiteert van de wereldwijde dynamiek. Onze sterke overtuiging in de groeivoorzichten van India komt tot uiting in onze weloverwogen exposure, die is gebaseerd op fundamentals. India is het enige land waarvoor we een speciaal beleggingsfonds hebben, en onze betrokkenheid wordt

geïllustreerd door een private debt-fonds dat volledig is afgedekt tegen de Amerikaanse dollar en zich richt op MKB-bedrijven, landbouw, voertuigfinanciering en microkredietfinanciering om de toegang tot financiering te bevorderen. Deze strategische benadering zorgt ervoor dat onze portefeuille veerkrachtig, impactvol en goed gepositioneerd blijft met het oog op de veranderende wereldwijde uitdagingen.

Private equity – Stabiel in het midden

Private equity bevindt zich middenin grote veranderingen als gevolg van andere sentimenten op de markt, financiële verschuivingen en herziene vooruitzichten, die een grote impact hebben op beleggingsstrategieën en portefeuillebeheer.

Dure financiering heeft de enorme rally van buy-outs een halt toegeroepen, wat venture capital-bedrijven en large cap-kopers treft vanwege de gestegen rente. Hierdoor ontstaan problemen bij het vinden van kopers voor beursgangen in een nauwe markt, wat vooral gevolgen heeft voor bedrijven in het middensegment van software, retail en consumentenproducten die te maken hebben met uitdagingen op het gebied van herfinanciering, prijsstelling, verstoring van toeleveringsketens en waarderingvergelijkingen.

Het middensegment is echter beter bestand tegen hogere rentes en legt de nadruk op waardetoevoeging door operationele verbeteringen, fusies en overnames, en professionalisering. Diversificatie van uitstapmogelijkheden naast beursgangen toont het aanpassingsvermogen binnen dit segment.

Er worden langere aanhoudtermijnen verwacht, wat het belang van de managersselectie onderstreept, bij een mogelijk trager investeringstempo als gevolg van de beperkte beschikbaarheid van goedkoop kapitaal. Het onderscheid tussen managers in het hoogste kwartiel en andere managers kan invloed hebben op de interne rekenrente vanwege langere aanhoudtermijnen en potentiële verliezen op secundaire transacties. Private equity-strategieën zijn in ontwikkeling en richten zich op groei in het middensegment van de markt, duurzame trends, beperkte schuld niveaus en hands-on waardecreatie. Buyoutstrategieën richten zich op operationele verbeteringen, beleggingen in distressed debt bieden kansen tijdens een neergang, en special situation-strategieën streven bovengemiddelde rendementen na via complexe kansen.

5. Macro-economische scenario's

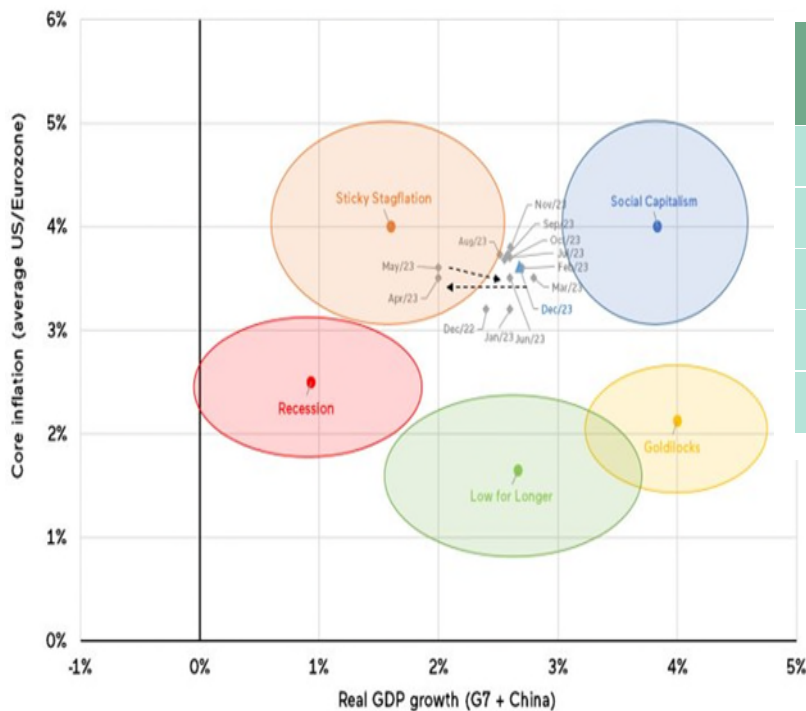
Waar we in de vorige hoofdstukken keken naar de seculiere horizon van 5-10 jaar, richten we ons in dit hoofdstuk op de kortere cyclische horizon (2024-2025) en introduceren we ons macro-economische scenariokader.

Na twee decennia van inflatie onder het beoogde niveau zal deze de komende jaren structureel hoger zijn. De snelheid waarmee deze economische regimeverandering plaatsvindt, bepaalt waar we ons bevinden in de context van ons macro-economische scenariokader. Daarnaast is bij fundamentele regimeverandering de kans op beleidsfouten groot, en dergelijke potentiële fouten zijn belangrijke factoren voor een overgang van het ene macro-economische scenario naar het andere.

Gezien de mate van monetaire verkrapping in 2023 verwachten we dat de inflatie verder daalt vanaf de piek en dat de economische groei in zowel de VS als Europa afzwakt in 2024 (Recessie, 40%). Als centrale banken hun verlagingscyclus beginnen voordat de inflatie helemaal onder controle is, kan dat leiden tot hardnekkige inflatie die wordt aangedreven door de zes D's, zoals we hierboven hebben beschreven (Hardnekkige stagflatie, 30%). Als het de Fed lukt om een zachte landing te bewerkstelligen, of als de krimp slechts mild en van korte duur is, kan dit snel plaatsmaken voor een nieuwe cyclus die wordt gekenmerkt door investeringscycli in het kader van de energietransitie en AI (Nieuwe Goldilocks, 15%). We merken op dat de totale waarschijnlijkheid voor deze drie scenario's – Recessie, Hardnekkige stagflatie en Nieuwe Goldilocks – groot is met 85%. Aangezien 2024 een verkiezingsjaar is, verwachten we dat fiscaal beleid en staatsinterventie een minder prominente rol spelen, al zal de retoriek luid klinken en biedt die ons signalen over wat we de komende jaren kunnen verwachten (Sociaal kapitalisme, 15%). Tot slot hebben we, met het oog op de stijgende inflatie en de verwachting dat de rente 'langer hoger' blijft, een lage waarschijnlijkheid toegekend aan het 'Langer laag'-scenario (5%). We hebben dit scenario uit onze Capital Market Assumptions (CMA's) gehaald vanwege de lage waarschijnlijkheid ervan, maar toch vegen we het niet helemaal van tafel. Als centrale banken te agressief hebben verkrapt en er een recessie volgt of we een aanzienlijke trend naar desinflatie zien, kunnen we terugkeren naar zo'n omgeving. Daarom handhaven we het als onderdeel van ons macro-economische scenariokader voor 2024-2025.

Hieronder schetsen we ons macro-economische scenariokader en beschrijven we de afzonderlijke scenario's uitvoeriger. We geven ook onze schatting van de kans dat die zich voordoen in de komende twee jaar: 2024-2025.

Macro-economisch scenariokader voor 2024-2025



(%)	AIO 2024	AIO 2023	AIO 2022
Langer laag	5	15	30
Goldilocks	15	5	30
Sociaal kapitalisme	10	20	20
Recessie	40	30	25
Hardnekkige stagflatie	30	30	5

Bron: Anthos Fund & Asset Management, gekleurde stippen tonen scenario's voor 2024-2025. De grijze ruiten tonen de laatst gerealiseerde uitkomsten. De donkerblauwe driehoek toont de Bloomberg Consensus-voorspelling voor groei en inflatie in de komende twee jaar (2023-2024).

Recessie (40% waarschijnlijkheid)

- Historisch gezien heeft de Fed acht van de negen keer een recessie veroorzaakt terwijl ze probeerde de inflatie te herstellen via monetaire verkrapping. De enige zachte landing vond plaats in 1994, en toen waren de omstandigheden een stuk gunstiger dan nu.⁴
- De historisch hoge snelheid waarmee de Fed de rente heeft verhoogd (van 0% naar 5,5% in 12 maanden), stort de economie in een recessie met een vertraging van ongeveer 12 maanden.
- Het slechtst denkbare scenario is een diepe en brede wereldwijde recessie, waarbij het bbp daalt, met een escalatie van de geopolitieke spanningen op verschillende mogelijke plaatsen – Oekraïne/Rusland, Israël/Palestina, China/Taiwan/VS – die leidt tot handelsbeperkingen en verstoringen in de voedsel- en energievoorziening. Dit brengt een nieuwe golf inflatiepieken op gang, het consumenten- en ondernemersvertrouwen wordt verstoord door hoge kosten, de werkloosheid loopt op, en de kredietcyclus krimpt aanzienlijk, wat leidt tot meer wanbetalingen en faillissementen die oplopen tot 8-10% (zoals tijdens de financiële crisis).
- In het beste scenario is er sprake van een technische recessie met een ‘voorjaars schoonmaak’ van wanbetalingen en faillissementen (4-5%), komt de inflatie onder controle, blijven de geopolitieke spanningen binnen de perken en is er over de gehele linie positief nieuws over centrale verkiezingen, wat wijst op een hernieuwd gevoel dat staatsgesponsord kapitalisme de weg vooruit is.
- Bij een overvloed aan contrasterende uitdagingen is de kans op beleidsfouten groot. Zowel tijdens de pandemie als na de inval van Rusland in Oekraïne hebben we gezien hoe ‘snel en volledig’ beleidsmakers hun prioriteiten

⁴ <https://www.vox.com/policy-and-politics/2022/12/15/23508155/federal-reserve-inflation-recession-soft-landing>

bijstellen in tijden van onrust, dus we kunnen hetzelfde verwachten als er forse escalaties plaatsvinden op geopolitiek vlak.

- Mocht het ergste recessiescenario werkelijkheid worden, dan kunnen de Fed en andere centrale banken besluiten om de rente te verlagen om goedkopere leningen voor de financiering van investeringen in defensie mogelijk te maken en om te voorkomen dat economieën in een diepe en langdurige recessie terechtkomen. Het risico daarvan is wel dat de inflatie 'op hol slaat', iets wat waarschijnlijk is in een tijd waarin onderling verbonden wereldwijde toeleveringsketens worden verstoord door spanningen.⁵ Bovendien drijven landen die in conflict zijn geen handel met elkaar, waardoor inflatiepieken kunnen overslaan van energie en voedsel naar andere sectoren en de inflatie meer verankerd raakt.
- In dit worstcasescenario zien we een abrupte verandering van het landschap voor het fiscale beleid. Het fiscale beleid moet dan de gevolgen van de oorlog bestrijden en tegelijkertijd het hoofd bieden aan een omgeving met een stijgende inflatie en rente, tragere economische groei en hoge schulden en financieringskosten die de budgettaire beperkingen steeds dwingender maken. Als het monetaire beleid wordt verruimd, kunnen regeringen besluiten om te doen wat ze tijdens de pandemie deden en hun schulden laten oplopen tot enorme hoogten. De lagere rente in ontwikkelde economieën kan op korte termijn een positief effect hebben op opkomende economieën die lenen van de VS en die niet betrokken zijn bij het conflict. Dit lichtpuntje kan echter van korte duur zijn als de inflatie van de energie- en voedselprijzen onhoudbaar wordt voor opkomende economieën die netto-importeurs zijn. Op de lange termijn leidt dit tot een nog grotere kloof tussen ontwikkelde en opkomende economieën, met grote gevolgen voor de aanpak van systemische problemen op langere termijn, zoals armoedebestrijding en het tegengaan van klimaatverandering.
- Een gunstigere uitkomst in dit scenario is dat centrale banken hun geplande en op cijfers gebaseerde monetaire beleidscampagnes niet hoeven terug te draaien. Met geopolitieke spanningen die aanhouden, maar binnen de perken blijven, houden de Fed en andere centrale banken de rente langer hoog voordat ze zoals gepland halverwege 2024 beginnen met het verlagen van de rente. Met veel waarschuwing vooraf neemt de groei licht af, wat resulteert in enkele wanbetalingen en faillissementen (zie het gedeelte over de kapitaalmarkten hieronder). De inflatie daalt naar het beoogde niveau van 2%, wat een netto positief effect heeft op de economie doordat daarmee de geloofwaardigheid wordt uitgestraald dat het monetaire beleid effectief zijn werk doet.
- In dit scenario is het fiscale beleid terughoudend om niet opnieuw inflatie te veroorzaken. Het beleid is erop gericht de meest kwetsbare mensen te helpen de kosten te dekken, maar de steun wordt over de hele linie teruggeschroefd omdat regeringen zich richten op het terugdringen van hun tekorten. Ze houden daarbij gelijke tred met het monetaire beleid om verdere risico's voor de financiële stabiliteit te vermijden. Aangezien er sprake is van een milde recessie, vormen fiscale planning en beloften een belangrijk onderdeel van de retoriek in politieke verkiezingscampagnes, waarbij populisten pleiten voor een ruim beleid en liberalen voor een gedisciplineerde regime.
- Of het nu gaat om het slechtste of het beste recessiescenario, de thema's die aan dit scenario ten grondslag liggen zijn hetzelfde. Dat zijn namelijk de impact van de hogere rente op langere tijd, het vermogen van bedrijven om schulden te financieren en de daaruit voortvloeiende impact op het economische sentiment.
- Hogere rente voor langer en schuldfinanciering: Nu de rente langer hoger blijft, worden de schuldkosten onhoudbaar voor bedrijven die tijdens de pandemie tegen een lage, vaste rente geld hebben geleend maar nu hun aflopende schulden moeten herfinancieren, en voor bedrijven die tegen een variabele rente hebben geleend. UBS schat de waarde van uitstaande leningen met vreemd vermogen in de VS op ongeveer USD 1,4 biljoen en de

⁵ https://www.yardeni.com/pub/mb_200518_excerpt.pdf

activa die worden beheerd door particuliere kredietverstrekkers op meer dan USD 1,5 biljoen. Volgens ratingbureau Fitch steeg het aantal wanbetalingen in de 12 maanden tot juli naar 3%, tegenover 1% een jaar geleden, en het verwacht dat dit verder kan oplopen naar 4,5% in 2024 – herstructureringen en faillissementen op deze schaal noemen we eerder een voorjaars schoonmaak dan een schulden nood zoals tijdens de financiële crisis, toen het aantal wanbetalingen op leningen meer dan 10% bedroeg. Als de rente echter langer hoger blijft of als ons slechtste recessiescenario zich ontvouwt, kan het aantal noodlijdende bedrijven toenemen. In welke mate hangt af van de diepte en breedte van de recessie.

- Alle bedrijven met ongedekte schulden met variabele rente zijn kwetsbaar, maar vooral de bedrijven die tijdens de recente hausse in transacties met private equity schulden hebben opgebouwd tegen hoge waarderingen lopen risico.
- Doordat de recessie de winstgroei vertraagt, kunnen leningnemers hun schuld met variabele rente niet meer betalen. De bedrijven die de high yield-obligatiemarkten hebben aangeboord in plaats van alleen te vertrouwen op hefboomleningen, doen het beter dan de bedrijven die dat niet hebben gedaan. De private schuldmarkten hebben ook last van hoge default rates, waarbij de ondoorzichtigheid van de markt het beleggerssentiment tempert, wat leidt tot overloopeffecten op de markt voor hefboomleningen.
- Het belang van de rol die private markten spelen in de dreigende kredietcrisis, is terug te zien in het toegenomen toezicht van regelgevers in 2023: in augustus kondigde de Amerikaanse Securities and Exchange Commission regels aan om de transparantie te vergroten, waaronder het eisen van kwartaaloverzichten. De volgende maand waarschuwde de International Organisation of Securities Commissions, een wereldwijde regelgevende instantie, voor de risico's van hefboomwerking en de ondoorzichtigheid van private schuldmarkten.⁶
 - Door de vlucht naar 'veilige havens' doen Amerikaanse Treasuries, de Amerikaanse dollar en goud het beter dan risicovolle beleggingen, die dalen in lijn met de mate van blootstelling aan conflicten. Europese en Aziatische valuta's hebben last van de kwetsbaarheid van de oliemarkten als de crisis in het Midden-Oosten een regionaal karakter krijgt bijvoorbeeld. Bedrijven met een te hoge schuldenlast dreigen failliet te gaan, maar als het monetaire beleid wordt verruimd, biedt de herfinanciering van schulden even wat ademruimte voor deze beleggingen. Beleggingen die zijn gekoppeld aan reële, hoogwaardige activa en niet-cyclische sectoren presteren goed en kunnen zelfs een inkomstenbuffer vormen in moeilijke tijden. Strategische sectoren zoals defensie, energie en technologie doen het beter dan de markt.

Stagflatie (30% waarschijnlijkheid)

- Bij aanhoudend krappe monetaire omstandigheden om de inflatie te beteugelen wordt in 2024 een licht herstel van de economische groei verwacht. De krappe financiële omstandigheden en een gebrek aan buitenlandse vraag wegen op opkomende en ontwikkelende markten. De inflatie is hardnekkig, maar zal naar verwachting geleidelijk afnemen naarmate de vraag terugloopt en de grondstoffenprijzen dalen, op voorwaarde dat de inflatieverwachtingen voor de langere termijn verankerd blijven.⁷
- Hardnekkige problemen aan de aanbodzijde houden de drijvende krachten achter de inflatie voor de langere termijn in stand, ook al nemen de meer voorbijgaande factoren af als gevolg van het krappe monetaire beleid. Er zijn drie gebieden met aanhoudende aanbodbeperkingen: lonen (vooral in de VS), huisvesting (vooral in de VS, maar ook in andere delen van de wereld) en grondstoffen (met een verstoord aanbod van olie en gas in vooral Europa). Ook de hierboven beschreven nieuwe economische wereldorde draagt bij aan de inflatoire druk in dit scenario (deglobalisering).

⁶ <https://www.economist.com/finance-and-economics/2023/10/12/corporate-america-faces-a-trillion-dollar-debt-reckoning>

⁷ World Bank Group, juni 2023.

- De Amerikaanse arbeidsmarkt/loongroei is de belangrijkste drijvende kracht achter de kerninflatie. De werkloosheid moet fors stijgen (tot 6,5%) om de loongroei af te remmen, en historisch gezien duurt het gemiddeld ongeveer twee jaar voordat een daling op de arbeidsmarkt leidt tot lagere loongroei. Er zullen echter vacatures weggewerkt moeten worden om de werkloosheid te laten stijgen. Dat betekent dat de arbeidsmarkt nog wel even krap blijft.
- Het consumentenvertrouwen lijdt onder de hogere werkloosheid, prijzen en vastgoedactiva. Huishoudens ervaren dat ze minder koopkracht hebben en zijn onzekerheid over de toekomst. De herfinanciering van studieleningen en claims op levensverzekeringen worden pijnlijke realiteiten. Politici spelen in hun verkiezingscampagnes in op deze pijn, waarmee ze het populistische sentiment aanwakkeren.
- Geopolitieke spanningen en het OPEC-beleid leiden tot aantrekkende grondstoffenprijzen. Afhankelijk van de betrokkenheid van OPEC-landen bij een conflict kan de olieprijs in het ergste geval tot grote hoogten stijgen, wat tot grotere economische ontwrichting zou leiden en de economie in een recessiescenario zou storten (zie hierboven). Als de olieprijs langer hoog blijft, maar wel binnen de perken, dan worden beleidsmakers geconfronteerd met een lastige balanceeract bij een haperende economie.
- Naar inschatting van James Bullard van de Federal Reserve Bank of St. Louis is het monetaire beleid niet verkrappend genoeg geweest om de recordinflatie omlaag te brengen. In zijn ogen liepen de Fed en de ECB achter de curve aan met hun campagnes – hoe agressief die volgens velen ook waren.⁸
- Vorig jaar schreven we: *“Aanvankelijk pauzeert de Fed haar huidige verkrappingscyclus (of draait ze die zelfs terug), terwijl de ECB ver achter de curve blijft aanlopen (te weinig en te laat). Hierdoor houdt de stagflatie langer aan en is een tweede verkrappingscyclus nodig om de inflatie terug te brengen naar het beoogde niveau. Deze tweede verkrappingscyclus is niet ingeprijsd in de financiële markten, dus zowel obligaties als risicovolle beleggingen krijgen het moeilijk in dit scenario (herhaling van het eerste halfjaar van 2022).”* Als het monetaire beleid inderdaad niet verkrappend genoeg is geweest, zou er een tweede verkrappingscyclus kunnen komen zoals hierboven beschreven.
- Regeringen proberen met fiscale stimuleringsmaatregelen de schade in bepaalde consumenten- en bedrijfssegmenten te beperken, terwijl centrale banken de rente langere tijd hoger houden om de hoge inflatie tegen te gaan.
- Door politieke instabiliteit, onevenwichtigheden in vraag en aanbod van voedsel en energie en het risico op beleidsfouten blijven de volatiliteit en liquiditeit op de financiële markten zorgen voor een uitdagende marktomgeving in dit hardnekkige stagflatie-scenario. De risicopremies zouden structureel hoger moeten zijn dan in de periode vóór de pandemie.
- Assetallocatie: met een kerninflatie van 4% en een nominale rente op Amerikaanse obligaties van 5% of meer blijft de correlatie tussen aandelen en obligaties waarschijnlijk stijgen naar positief terrein. Dat betekent dat aandelen en obligaties tegelijkertijd een verkoopgolf laten zien en dat staatsobligaties (nog) geen betrouwbare afdekking zijn voor exposure naar risicovolle beleggingen. Diversificatie moet in toenemende mate het risico beheren en er moeten strategieën gekozen worden die niet afhankelijk zijn van de performance van de brede markt om rendement te genereren.

⁸ Was het monetaire beleid verkrappend genoeg? James Bullard van de Federal Reserve Bank of St. Louis gebruikt de Taylor-regel voor monetair beleid om aan te tonen dat het huidige monetaire beleid aan de lage kant is van wat aantoonbaar verkrappend is gezien de huidige macro-economische omstandigheden (per juni 2023). <https://www.stlouisfed.org/publications/regional-economist/2023/june/is-monetary-policy-sufficiently-restrictive>

'Nieuwe' Goldilocks (15% waarschijnlijkheid)

- Als er één ding is dat het 'nieuwe' Goldilocks-scenario heeft en het oude niet, dan is het wel een structureel hogere inflatie en rente (zij het lager dan in 2023).
- Tegen haar eigen track record in (zie het Recessie-scenario) weet de Fed een zachte landing te bewerkstelligen: de inflatie onder controle brengen zonder een recessie te veroorzaken. Als de kracht van de arbeidsmarkt een van de belangrijkste redenen was waarom de inflatie in 2023 hardnekkig bleef, dan is het logisch dat een zwakkere arbeidsmarkt helpt om de inflatiedruk te temperen. Ondanks de afkoeling blijft de Amerikaanse arbeidsmarkt sterk, met een extreem lage werkloosheid.
- Gematigde groei in de VS, lagere groei in de eurozone waar de ECB achter de curve aan blijft lopen.
- Europa heeft sinds de eerste dagen van de oorlog tussen Rusland en Oekraïne flinke voortgang geboekt in het verbeteren van de efficiëntie en het terugdringen van de vraag naar energie (Wereldbank 2023). Dit helpt Europa om deze winter aan zijn energievraag te voldoen, wat een van de neerwaartse risico's voor de groei wegneemt. Vorig jaar hielpen het warmere weer en de lagere aardgasprijs Europa om te groeien, dankzij sterke arbeidsmarkten en een robuuste loongroei. Hierdoor kan Europa in 2024 groei laten zien, dankzij de neerwaartse herziening van de prognoses voor energieprijzen en meevallende cijfers. Na een dieptepunt in 2023 bereikte Europa een groei van X%, ondersteund door hervormingen en investeringen gefinancierd door de Recovery and Resilience Facility.
- China rapporteert een beter dan verwachte groei, geholpen door de forse beleidsruimte die de regering heeft. Het door de dienstensector aangedreven herstel is grotendeels desinflatoir van aard, wat positieve overloopeffecten naar andere regio's heeft naarmate het handelsbeleid minder restrictief en meer open en verbonden wordt.
- De geopolitieke risico's zijn onder controle nu de VS en China een overeenkomst op hoog niveau hebben bereikt, een nieuw communiqué, waarin Washington zijn lang bestaande politieke neutraliteit nog eens herhaalt en China toezegt zijn militaire dreigementen te verminderen.
- Door positieve verkiezingsuitslagen slaat de retoriek van regeringen om van protectionisme naar samenwerking, om wederzijds voordelige duurzame groei aan te wakkeren en om de systemische problemen van armoedebestrijding en klimaatverandering aan te pakken, nu de inflatie is teruggebracht naar het beoogde bereik (verschuivende prioriteiten bij veranderende regimes; zie het Sociaal kapitalisme-scenario).
- Monetair beleid en fiscaal beleid zijn gebaseerd op cijfers, mild en gedisciplineerd. De Fed blijft de rente verlagen, terwijl regeringen hun steun terugschroeven omdat de economie die niet meer nodig heeft. We zien nieuwe aankondigingen en beloften om de begrotingen weer te richten op duurzame groei op de langere termijn, nu de belangrijkste opdracht om de inflatie op koers te houden en de arbeidsmarkt sterk te houden met succes is vervuld.
- De Amerikaanse economie laat een beter dan verwachte groei zien, nu de Fed begint met het verruimen van haar monetaire beleid. Dit leidt tot een positief sentiment in het Amerikaanse bedrijfsleven en een stijging van de fusie- en overnameactiviteit en het consumentenvertrouwen. Veel van de deals die aan de zijlijn staan, worden gerealiseerd doordat de onzekerheid afneemt.
- Vooral de zucht naar AI en technologie sectoren wakkert een versnelling van de investeringen in R&D aan, en zorgt ervoor dat er een nieuwe golf particulier kapitaal naar innovatieve bedrijven en ideeën stroomt, vergelijkbaar met de toename van durfkapitaal na de Tweede Wereldoorlog.

- De groeiverwachtingen stijgen, wat leidt tot een verkoopgolf van T-bills en een breed marktherstel voor aandelen en andere beleggingen. De veerkracht van de economische activiteit, ondanks de forse tegenwind tot nu toe, wijst op het risico dat de vooruitzichten voor grote economieën sterker zijn dan nu wordt ingeschat.
- Risicovolle beleggingen die niet in Amerikaanse dollars luiden, zoals aandelen uit opkomende markten en Europese aandelen, kunnen het beter doen dan Amerikaanse beleggingen, en de wereldwijde risicopremies (creditspreads) verkrappen verder. De marktvolatiliteit blijft gemiddeld genomen laag, met zo nu en dan een piek onder invloed van het beleggerssentiment.

Sociaal kapitalisme (10% waarschijnlijkheid)

- We zeggen al jarenlang dat de wereldeconomie geleidelijk overgaat van seculiere stagnatie naar staatgesponsord kapitalisme, waarbij de '(on)zichtbare hand van de big government' een steeds grotere invloed heeft op economieën. We wijzen daarbij op de noodzaak om wereldwijde systemische problemen, zoals ongelijkheid en klimaatverandering, aan te pakken. Deze verschuiving kan leiden tot tegengestelde omstandigheden: een positief scenario, waarbij met wereldwijde samenwerking gemeenschappelijke doelen worden bereikt, of een negatief scenario, waarbij renationalisatie van beleid en protectionistisch populisme leiden tot wantrouwen, conflicten en zelfs verwoesting. Ons Sociaal kapitalisme-scenario bevat elementen van beide tegengestelde omstandigheden, waarbij de nadruk ligt op de rol van een grotere fiscale dominantie en de uitwerking daarvan op de markten.
- Politici worden agressiever wat betreft fiscaal beleid, inkomensbeleid, belastingbeleid, financiële regelgeving en milieuregelgeving. Waar fiscale stimulering de groei op de korte termijn stimuleert, drukt het beleid voor inkomensherverdeling uiteindelijk de economische groei, de kapitaaluitgaven en de agressie van bedrijven.
- Je zou kunnen zeggen dat de fiscale stimuleringsmaatregelen na de pandemie in westerse economieën de werkelijke toestand van de economie maskeerden. Voortzetting van dit scenario leidt tot verdere vertragingen en verdere inflatie van de activaprijzen, maar niet tot inflatie in de reële economie.
- Populisme stimuleert fiscaal beleid: nationalistische agenda's bevorderen naar binnen gerichte strategieën. Regeringen die de economie willen laten groeien, maar niet in staat zijn om monetaire instrumenten te gebruiken om de economie te stimuleren, blijven agressieve fiscale uitgaven doen, onder meer om de energietransitie te ondersteunen in de strijd tegen klimaatverandering. Bezuinigen is uit, grotere tekorten zijn in, en waarschijnlijk zullen er meer directe betalingen zijn.
- Dit scenario combineert een hogere economische groei op korte termijn met een hoge inflatie als gevolg van fiscale uitgaven om het reële inkomen van consumenten te ondersteunen. Een andere drijvende kracht achter deze fiscale uitgaven is dat het Westen te maken heeft met de nieuwe economische wereldorde die hierboven is beschreven. Er zijn investeringen nodig op drie gebieden: defensie, grondstoffen (voedsel & energie) en energietransitie. Eén gemene deler in al deze domeinen (grondstofintensiteit) maakt de uitgaven bijzonder inflatoir.
- Productiviteit biedt geen tegenwicht tegen inflatie: zonder de voordelen van een positieve schok aan de aanbodzijde (meer investeringen die leiden tot een hogere arbeidsproductiviteit, zie het 'Goldilocks'-scenario) blijven de arbeidsmarkten verkrappen, waardoor de lonen verder onder druk komen te staan. In combinatie met hogere grondstoffenprijzen leidt dit tot een hogere inflatie die ruim boven de doelstelling van centrale banken blijft.
- De kerninflatie stabiliseert zich in dit scenario rond de 4%, wat hoger is dan in het huidige Sociaal kapitalisme-scenario voor 2022-2023. Dat komt doordat we beginnen op een hoger niveau en met krappere product- en

arbeidsmarkten. Het grootste verschil met het stagflatie-scenario is een hogere economische groei door fiscale stimulering.

- De huizenprijzen stijgen. Met het oog op het krappe woningaanbod, de lage rente en de verschuiving naar thuiswerken zorgt de hoge vraag naar woningen voor een hausse van de huizenprijzen in westerse economieën (meer dan 7% per jaar sinds de wereldwijde financiële crisis van 2008 – data van BIS). Dit draagt bij aan zowel de inflatiedruk (vooral in de VS, waar de inflatie van huisvesting zo'n 30% bijdraagt aan de kerninflatie en 40% aan de headline-inflatie) als aan een verdere toename van de financiële onevenwichtigheden van huishoudens.
- Winstdaling zet de balansen onder druk: Door de hoge schulden op de balans van bedrijven beginnen de creditmarkten rekening te houden met meer wanbetalingen door bedrijven en lopen de creditspreads uit. Daardoor komen de reële kapitaalkosten dichterbij het rendement op geïnvesteerd kapitaal, wat op zijn beurt de investeringsactiviteit van bedrijven schaadt. Hoewel de omzetgroei sterk blijft dankzij de sterke nominale bbp-groei, zetten de hogere rente, loongroei en belastingen de winstmarges van bedrijven onder druk. Het nominale bbp laat een snellere groei zien dan de nominale winsten, wat betekent dat het winstaandeel van bedrijven in het bbp daalt (en dat werknemers/lonen een groter deel van de economische taart innemen).
- De risicobereidheid van bedrijven en de financiële markten neemt af. Na een aanvankelijke toename van de fusie- en overnameactiviteit, de terugkoop van aandelen en andere financiële engineeringactiviteiten, beginnen de markten vooruit te lopen op een hogere rente. Dit verkrapt de financiële omstandigheden en zet de waardering van beleggingen onder druk.

Langer laag (5% waarschijnlijkheid)

- Een terugkeer naar een omgeving met een langdurig lage rente is onwaarschijnlijk, maar zou veroorzaakt kunnen worden door een gebeurtenis als een diepe recessie of als de inflatie weer uitkomt onder de trend.
- Ondanks alle inspanningen van centrale banken om de economische groei te stimuleren via lage rentes en monetaire beleidsinstrumenten, blijft de wereldeconomie vastzitten in desinflatie. Een belangrijke oorzaak van dit fenomeen is de toetreding van India tot de wereldmarkten, die een positieve aanbodschok teweegbrengt. De enorme beroepsbevolking en hulpbronnen van India leiden tot een hogere productie, waardoor de concurrentie toeneemt en de productiekosten dalen. Als gevolg daarvan blijven de consumentenprijzen in sommige regio's stabiel of dalen ze zelfs, wat ertoe leidt dat centrale banken moeite hebben om hun inflatiedoelstellingen te halen.
- De aanhoudende desinflatatoire omgeving draagt bij aan de trage economische groei. De afgenomen consumentenvraag, die het gevolg is van zowel de vergrijzing in ontwikkelde landen als de concurrentie van Indiase goederen, zet een rem op de bbp-groei. Bovendien leiden demografische trends tot een oudere en mogelijk minder productieve beroepsbevolking, wat de groeivoorzichten verder belemmert.
- De langdurige periode met een lage rente en de vraag naar veilige beleggingen verergert de inkomensongelijkheid. Rijkere mensen, die vaker beleggingen bezitten, profiteren van de vraag naar veilige beleggingen, terwijl de gemiddelde kostwinner te maken heeft met stagnerende loongroei. Deze ongelijkheid kan sociale en politieke gevolgen hebben.
- Centrale banken zijn genooddaakt om de historisch lage rente langere tijd te handhaven om de desinflatatoire druk tegen te gaan. De aanhoudend lage rente geeft reden tot bezorgdheid over de effectiviteit van het monetaire beleid. Centrale banken gaan mogelijk over op onconventioneel beleid, zoals een negatieve rente of agressievere kwantitatieve verruiming, om de vraag te stimuleren.
- Regeringen moeten de economische gevolgen van demografische verschuivingen aanpakken, zoals de hogere kosten voor gezondheidszorg en pensioenen. Dat vraagt mogelijk om veranderingen in het fiscale beleid, zoals

belastingverhogingen of bezuinigingen. Beleidsmakers moeten werken aan langetermijnstrategieën om duurzaamheid en kansengelijkheid te garanderen in het licht van deze uitdagingen.

- De aanhoudende vraag naar veilige beleggingen, gedreven door risicoaversie onder beleggers, leidt tot hogere prijzen en lagere rendementen op staatsobligaties en andere beleggingen met een laag risico. Beleggers blijven massaal toestromen naar deze veilige havens om hun kapitaal te beschermen in onzekere economische tijden.
- De langdurig lage rente en de toegenomen vraag naar veilige beleggingen kunnen in bepaalde marktsegmenten leiden tot een mogelijke bubbel. Vastgoed, technologieaandelen en andere hoogrentende beleggingen kunnen hun waarderingen zien stijgen, wat kan leiden tot zorgen over de financiële stabiliteit.
- De risicobereidheid onder beleggers blijft dalen door de onzekerheid over het wereldwijde economische landschap. Traditionele beleggingsstrategieën, die vertrouwen op voorspelbare rendementen van obligaties en bepaalde aandelen, presteren mogelijk niet meer zoals verwacht in deze omgeving met lage inflatie en lage rentes.
- Er moet mogelijk opnieuw worden gekeken naar traditionele strategieën voor assetallocatie. Beleggers kunnen zich gaan richten op alternatieve beleggingen, zoals cryptovaluta's, grondstoffen of opkomende markten, om rendement en diversificatie te vinden in deze omgeving. Portefeuillemanagers en financieel adviseurs moeten zich aanpassen aan deze veranderende voorkeuren.
- Het scenario biedt kansen voor innovatie in financiële producten en beleggingsstrategieën. Er kunnen nieuwe financiële instrumenten ontstaan om de unieke uitdagingen van dit scenario het hoofd te bieden. Daarnaast kunnen bedrijven nieuwe groeimogelijkheden vinden door opkomende markten zoals India aan te boren en te profiteren van de aanbodschock.

6. Capital Market Assumptions

In onderstaande tabel staat het verwachte rendement weergegeven voor de verschillende beleggingscategorieën die we volgen. We tonen het verwachte rendement voor een periode van vijf jaar (2024-2028) en het verwachte rendement voor de kortere termijn in elk van onze macro-economische scenario's.

Beleggingscategorie	Anthos Capital Market Assumptions 2024-2028	Verwacht rendement in scenario's, in EUR, ongedekt			
		Goldilocks	Sociaal kapitalisme	Recessie	Hardnekkige stagflatie
Wereldwijde aandelen ontwikkelde markten	6,3%	9,0%	4,5%	-8,0%	-3,0%
EUR Aggregate	3,2%	4,1%	-8,2%	9,5%	-15,7%
Europese staatsobligaties – 10-jaars	3,0%	2,5%	-11,0%	10,1%	-19,2%
Amerikaanse staatsobligaties – 10-jaars	3,1%	-8,4%	-7,2%	18,3%	-9,5%
Europese asset-backed securities	3,2%	4,6%	4,9%	4,6%	5,0%
Investment grade-bedrijfsobligaties EUR	3,8%	7,7%	-1,8%	8,2%	-7,5%
Wereldwijde high yield-obligaties	6,0%	6,7%	1,5%	8,7%	-5,3%
Obligaties uit opkomende markten – lokale valuta	4,3%	4,1%	-1,3%	8,0%	-10,9%
Absolute return	4,0%	5,0%	6,0%	3,0%	4,0%
Wereldwijd vastgoed Core +	4,3%	8,8%	2,9%	3,3%	0,2%
Wereldwijd vastgoed Value Add/Opp	3,5%	10,6%	1,4%	2,4%	-3,5%
Wereldwijde beursgenoteerde infrastructuur	6,8%	15,0%	6,0%	-5,0%	2,0%
Private equity	9,5%	20,0%	10,0%	-7,0%	5,0%
Private equity impact	7,0%	17,0%	8,0%	-10,0%	4,0%
Private leningen	9,0%	15,0%	8,0%	2,0%	5,0%
Liquide middelen – EUR	2,0%	1,5%	1,7%	2,3%	1,3%

Bron: Anthos Fund & Asset Management Anthos Capital Market Assumptions (CMA's) voor 2024-2028 veronderstellen een USD/EUR-rendement (gebaseerd op koopkrachtpariteit en USD/EUR verwachte premie/korting) van -1% per jaar, toegepast op de USD-gevoeligheid van relevante marktindices. Gezien de lage waarschijnlijkheid van het 'Langer laag'-scenario in de betreffende periode hebben we dit scenario verwijderd uit onze CMA-berekeningen.

Disclaimer

Dit document wordt uitsluitend verstrekt op vertrouwelijke basis voor informatie- en discussiedoeleinden. Het is samengesteld door Anthos Fund & Asset Management B.V. ('Anthos') en mag niet worden vermenigvuldigd of verspreid aan anderen zonder de voorafgaande schriftelijke instemming van Anthos.

Anthos (KvK-nummer 34258108) heeft een vergunning van de Nederlandse Autoriteit Financiële Markten. Dit document is uitsluitend bedoeld voor professionele beleggers zoals bedoeld in de Wet op het financieel toezicht of personen die gemachtigd zijn dergelijke informatie te ontvangen op grond van andere toepasselijke wet- en regelgeving. Dit document is niet bedoeld voor personen in rechtsgebieden waar (op basis van de nationaliteit, verblijfplaats van die persoon of anderszins) het aanbieden van buitenlandse financiële diensten niet is toegestaan, zoals burgers en ingezetenen van de VS, of waar de diensten van Anthos niet beschikbaar zijn. Anthos heeft geen registratie of andere kennisgevingen gedaan aan de bevoegde wetgevende autoriteiten in relatie tot dit document.

Meningen of informatie opgenomen in dit document vormen op geen enkele wijze een uitnodiging, aanbod of aanbeveling om een effect te kopen, verkopen of hier afstand van te doen, of om een transactie aan te gaan of om een beleggingsadvies of -dienst te verlenen. Een persoon moet voorafgaand aan het doen van een belegging in een product van Anthos zorgvuldig de beschikbare juridische documentatie lezen die door Anthos is opgesteld.

Hoewel Anthos streeft om juiste, complete en actuele informatie te verschaffen, afkomstig van betrouwbare bronnen, wordt er geen (directe of indirecte) garantie of verklaring afgegeven over de juistheid of volledigheid van deze informatie.

De waarde van beleggingen kan fluctueren, resultaten uit het verleden vormen geen garantie voor de toekomst. Vooruitkijkende verklaringen zijn geen garantie voor toekomstige resultaten en brengen risico, onzekerheid en aannames met zich mee die zich moeilijk laten voorspellen.