

Van Pax Americana naar Multipolaire onzekerheid

GEOPOLITIEKE REGIMEVERANDERING DWINGT BELEGGERSTOT HERZIENING VAN HUN BELEGGINGSBELEID

Coen van de Laar en Maurice Geraets

INLEIDING

Geopolitiek risico staat bij beleggers weer volop op de radar. De afgelopen jaren werden ze getraakteerd op onder meer de oorlog in Oekraïne, conflicten in het Midden-Oosten en oplopende spanningen rondom Taiwan. Ook de terugkeer van Donald Trump als president van de Verenigde Staten vergroot de geopolitieke onzekerheid. Hij stelt onder meer de NAVO ter discussie en zet handelsrelaties wereldwijd op scherp. In dit artikel wordt dieper ingegaan op de relatie tussen geopolitiek risico en de financiële markten. Wanneer is een geopolitieke gebeurtenis relevant? En hoe kan een belegger zich op dergelijke risico's voorbereiden?

FINANCIËLE IMPACT VAN GEOPOLITIEK: VAAK RUIS, SOMS REGIMEVERANDERING

Om met het goede nieuws te beginnen: de wereldwijde financiële impact van geopolitieke gebeurtenissen is meestal beperkt. Deze is meestal kortstondig en na enkele maanden weer verdwenen.

Dit blijkt uit eigen analyses van Achmea IM (2014) en Van de Laar (2017) en studies van onder meer Klement (2021) en DNB (2025). Slechts bij uitzondering is er sprake van een langdurig effect op de financiële markten. Daarom wordt er onderscheid gemaakt in:

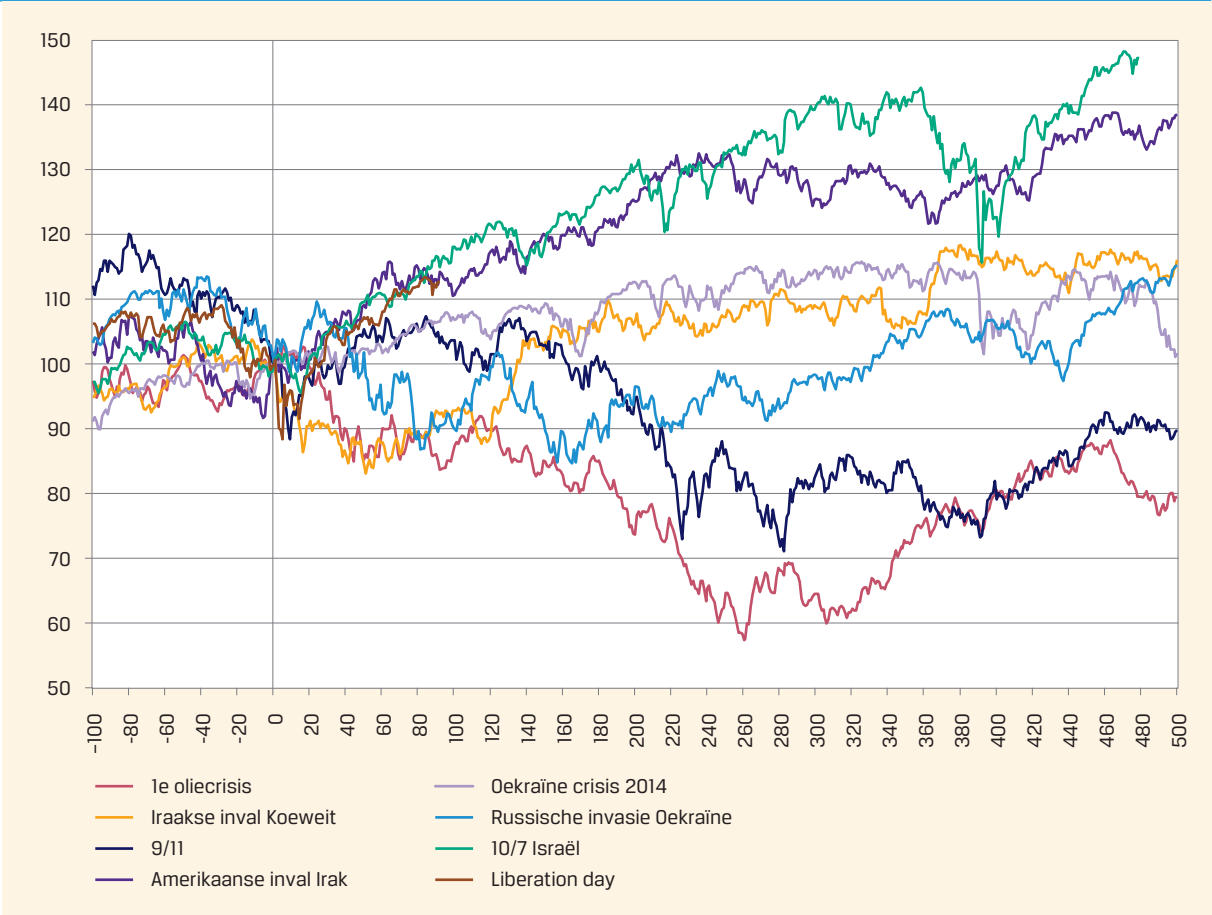
- Kortstondige geopolitieke schokken. Dit zijn de geopolitieke schokken met een beperkte economische en financiële impact. Hieronder vallen de meeste oorlogen, terroristische aanslagen en andere (geo)politieke gebeurtenissen. De impact op de aandelen- en obligatiemarkten is van korte duur en op de lange termijn slechts ruis. Bij de meeste geopolitieke schokken blijft de initiële marktimpact beperkt, al zijn er ook schokken die gepaard gaan met heftige koersreacties (zoals 9/11). Een aantal bekende en recente voorbeelden zijn opgenomen in figuur 1.
- Regimeveranderingen. Dit zijn geopolitieke gebeurtenissen die de (wereld)economie en de beleggingsomgeving structureel veranderen waardoor er sprake is van een grote en langdurige financiële impact. Dergelijke *regime changes* zijn schaars en

Maurice Geraets (l)
 Senior Investment
 Strategist
 Achmea Investment
 Management

Coen van de Laar (r)
 Senior Investment
 Strategist
 Achmea Investment
 Management



Figuur 1
Ontwikkeling
S&P500 op dagbasis
van 100 dagen voor
tot 500 dagen na
een geopolitieke schok



Bron: Bloomberg, Achmea IM

geopolitieke gebeurtenissen kunnen hierbij een belangrijke katalysator zijn. Voorbeelden zijn de beide wereldoorlogen en de eerste oliecrisis (1973).

REGIMEVERANDERINGEN VERANDEREN BELANGRIJKE WAARDERINGSCOMPONENTEN

Regimeveranderingen raken de fundamentele waarderingscomponenten van de wereld-economie en de waardering van financiële markten. Dit in tegenstelling tot reguliere geopolitieke schokken die vooral het marktsentiment op korte termijn beïnvloeden, maar door-gaans geen structurele impact hebben op de onderliggende economische drijvers. Bij een regimeverandering is sprake van een grote structurele impact op de wereldeconomie. En dit heeft blijvende gevolgen voor de verwachte economische groei en inflatie. Voor beleggers zitten de risico's met name bij de gebeurtenissen die de economische groei raken, en bijvoorbeeld een diepe recessie veroorzaken, en bij gebeurtenissen die resulteren in een langere periode van hogere inflatie. Bij een dergelijke regimeverandering worden de fundamentele waarderingscomponenten geraakt, zoals:

- De groeiverwachting van de kasstromen;
- De inflatieverwachting;
- De hoogte van de risicopremies.

Deze onderdelen beïnvloeden direct de contante waarde van toekomstige kasstromen en daarmee de waardering van een belegging. Het onderscheid tussen een schok en een regime-

verandering zit dus niet in de omvang van de initiële markt-impact, die kan in beide gevallen groot zijn, maar in de lange-termijnevolgen voor de financiële markten. In tabel 1 duiden we de verschillen tussen een kortstondige schok en een regimeverandering.

DE OLIECRISIS VAN DE JAREN ZEVENTIG IS EEN GOED VOORBEELD VAN EEN NEGATIEVE REGIME-VERANDERING VOOR DE WERELDECONOMIE

De stagflatieperiode van de jaren zeventig is één van de bekendste regimeveranderingen die direct gekoppeld kan worden aan geopolitieke gebeurtenissen. Dat zijn: de zogeheten Nixon-schok van 1971 en de oliecrisis van 1973. De Nixon-schok betekende het einde van het Bretton Woods-systeem, waarin verschillende valuta's via de Amerikaanse dollar gekoppeld waren aan goud. Door het einde van de koppeling van fiat geld aan goud, werd de deur opengezet voor een periode van oplopende inflatie. Vervolgens fungeerden de Jom Kippoeroorlog van 1973 en de daaropvolgende olieboycot als katalysator voor een langdurige stagflatieperiode in de wereldeconomie. Het luidde een periode in van hoge inflatie en lage economische groei. Vrijwel alle financiële beleggingen werden hierdoor geraakt. Zowel obligaties als aandelen lieten lage reële rendementen zien. Voor grondstoffen en goud was dit echter een bijzonder goede periode met hoge nominale en reële rendementen.

Tabel 1
Het verschil tussen
een kortstondige
schok en een
regimeverandering

Kenmerken	Kortstondige schok	Regimeverandering
Duur gebeurtenis	Kort (< 6 maanden)	Langdurig (> 24 maanden)
Drijver markten	Sentiment: risk off op basis van (geopolitieke) schok Technische correctie: veroorzaakt door marktdynamiek, zoals Black Monday (1987) en de Flash crash (2010).	Fundamenteel: raakt de langetermijnwaardering en/of risicopremie. Geopolitieke ontwikkelingen zijn vaak een katalysator voor een regimeverandering.
Impact op economie	Beperkt en overkomelijk.	Structureel, beïnvloedt: - Trendgroei - Inflatieregime
Beleggingsimplicaties	Tactisch	Strategisch, raakt asset allocatie
Voorbeelden	1967: 6-daagse oorlog 1987: Black Monday 2001: 9/11 New York 2003: Invasie Irak 2010: Flash crash 2014: Annexatie Krim 2023: 10/7 Israël	1939-1945: W02 → Bretton Woods, Marshall-plan, Wirtschaftswunder 1971 – 1973: Nixon schok & Oliecrisis → Stagflatie 2001: China WTO → Globalisering en desinflatie 2020 – 2022: Covid & Oekraïne oorlog → Einde desinflatie en lage rentes

Bron: Achmea IM

TOETREDING VAN CHINA TOT DE WTO WAS
EEN POSITIEVE REGIMEVERANDERING

De focus ligt meestal op de negatieve effecten van geopolitieke schokken en gebeurtenissen. Er zijn uiteraard ook geopolitieke ontwikkelingen die per saldo positief uitpakken voor de wereld-economie en dus ook voor beleggers. Een goed voorbeeld van een positieve regimeverandering die in gang werd gezet door geopolitieke ontwikkelingen is de toetreding van China tot de Wereldhandelsorganisatie (WTO) in 2001. Daarmee werd China opgenomen in de westerse wereldorde. Het was het begin van de stormachtige integratie van China in de wereldeconomie en de opkomst van China als ‘fabriek van de wereld’. Achteraf beschouwd was de opname van China in de WTO het begin van een lange periode van globalisering en desinflatie. Dit drukte inflatieverwachtingen en rentes, en stimuleerde de winstgroei in het bedrijfsleven. In tabel 2 staan diverse historische beleggings-regimes met bijbehorende kenmerken en rendementen voor verschillende beleggingscategorieën. Ook de katalysator voor het betreffende beleggingsregime staat vermeld.

DE CORONAPANDEMIE EN OEKRAÏNE ZIJN
KATALYSATOREN VOOR DE HUIDIGE
REGIMEVERANDERING

Het onderscheid tussen kortetermijnschokken en structurele regimeveranderingen is analytisch nuttig, maar in de praktijk niet altijd scherp te trekken. Veel geopolitieke schokken blijken achteraf katalysatoren van regimeveranderingen te zijn. Twee recente voorbeelden zijn de coronapandemie (2020) en de Russische invasie van Oekraïne (2022). Hoewel de initiële reactie op beide gebeurtenissen op de aandelenmarkten heftig maar tijdelijk was, vormden ze het startpunt van een fundamentele verschuiving in inflatie, rente, overheidsbeleid en geopolitieke verhoudingen. Ze markeren daarmee de overgang naar de huidige multipolaire wereld met een (naar verwachting) volatieler beleggingsregime.

DE CORONAPANDEMIE WAS HET BEGIN VAN
HET EINDE VAN HET REGIME VAN LAGE RENTES
EN LAGE INFLATIE

De coronapandemie was strikt genomen geen geopolitieke gebeurtenis, maar het was wel een grote exogene schok voor de wereldeconomie. De reactie op de aandelenmarkten was heftig maar kort. De wereldwijde aandelenmarkten daalden in een paar maanden met zo’n 35%, maar herstelden net zo snel. Ook de reactie op de grondstoffenmarkten was door de plotse-linge vraaguitval heftig. De olieprijs werd zelfs even negatief. De impact leek daarmee veel op een klassieke kortetermijnschok. Maar de nasleep had veel weg van het begin van een regime-verandering:

- Overheden en centrale banken trokken alle registers open om de economie te ondersteunen. De impact daarvan op de over-heidsfinanciën was groot, begrotingstekorten en schuldquotes liepen op tot recordhoogtes.
- Het was een *eyeopener* voor de risico’s van ongebreidelde globalisering. De kwetsbaarheid van productieketens van veel bedrijven en de afhankelijkheid van landen als China werden pijnlijk duidelijk. Het zette het belang van strategische auto-nomie en veerkracht van toeleveringsketens op de agenda.

De rente en de inflatie bereikten gedurende de pandemie nieuwe laagtereords. De Duitse 10-jaarsrente zakte zelfs naar een diepte-punt van –0,9%. Maar door de verstoringen in de productieketens en de ongekende overheidsuitgaven begon de inflatie in 2021 op te lopen.

DE OORLOG IN OEKRAÏNE LUIDDE EEN NIEUW
INFLATIE EN RENTEREGIME IN

De oorlog in Oekraïne leek in eerste instantie net zo’n beperkte impact te hebben als de annexatie van de Krim in 2014. Het verzet van Oekraïne bleek echter veel sterker en effectiever dan verwacht. Westerse economische en financiële sancties tegen Rusland escaleerden snel en mondden uit in een energiecrisis. Dat resulteerde in een korte maar heftige reactie op de aandelen-

markten. De grootste impact was echter zichtbaar op de obligatiemarkten. De energiecrisis joeg de inflatie wereldwijd, maar vooral in Europa, de hoogte in. De centrale banken moesten het beleid verkrapen en de Amerikaanse en Europese kapitaalmarktrentes liepen hard op. Daarmee eindigde de periode van lage rentes en lage inflatie die sinds de financiële crisis van 2008 het beleggingsregime bepaalde abrupt. Voor aandelenmarkten was de Oekraïne-oorlog een schok; voor de obligatiemarkten en inflatieverwachtingen was het een duidelijke regimeverandering. Voor de geopolitieke verhoudingen was en is de Oekraïne-oorlog een belangrijke katalysator in de draai naar een multipolaire wereld.

HET EINDE VAN PAX AMERICANA

Mede door de coronapandemie en de Oekraïne-oorlog gaat de wereld door een periode van grote en fundamentele geopolitieke veranderingen. Van een unipolaire wereld onder leiderschap van de Verenigde Staten bewegen we de laatste jaren steeds meer naar een multipolaire wereld. Deze regimeverandering is de basis onder ons economisch basisscenario *Flags & Frictions*, zie Achmea (2022) en Achmea (2025). Sinds het einde van de Koude Oorlog, begin jaren negentig, genoten beleggers van de relatieve stabiliteit onder de *Pax Americana*. Dit was een periode waarin de Verenigde Staten de wereldorde domineerde en de internationale handel en investeringen floreerden. Die periode loopt nu ten einde. De opkomst van China als wereldmacht heeft de Verenigde Staten in het defensief geduwd. De Verenigde Staten trekt zich noodgedwongen steeds meer terug als mondiale 'politieagent' en 'gidsland'. Een ontwikkeling die onder Trump (*America First!*) in een stroomversnelling raakte. Er is nu sprake van een multipolaire wereldorde met onderlinge fricties en toenemende geopolitieke spanningen.

EEN WERELD MET MEERDERE ELKAAR BECONCURRERENDE MACHTSBLOKKEN

De strijd om dominantie tussen de Verenigde Staten en China is onderliggend één van de belangrijkste conflicten. De landen strijden om economische, technologische en militaire dominantie. Maar het is ook een botsing van twee verschillende politieke en sociaaleconomische systemen. In de schaduw van deze machtsstrijd ontstaan de contouren van een wereld die uiteenvalt in verschillende machtsblokken:

- De Verenigde Staten probeert haar positie als dominante macht te behouden. Ze varen een meer isolationistische koers waarbij de focus ligt op machtsbehoud en het indammen van de opkomst van China.
- China probeert de positie van de Verenigde Staten over te nemen als dominante wereldmacht. Het land bouwt gestaag aan een eigen invloedssfeer, stelt zich steeds assertiever op en daagt de dominantie van de Verenigde Staten op steeds meer gebieden uit.
- Europa positioneert zich, enigszins gedwongen, steeds meer als zelfstandig blok. Deze ontwikkeling raakt in een stroomversnelling door de terugtrekkende beweging van de Verenigde Staten en een revanchistisch Rusland.
- Opkomende landen als India, Brazilië en Saudi-Arabië kiezen vaker voor een *non-aligned* positie en zijn daarmee een

vierde 'onafhankelijk' blok. Tegenwoordig steeds vaker aangeduid als de *Global South*.

BELEGGERS MOETEN REKENING HOUDEN MET MEER GEOPOLITIEKE RISICO'S

Een multipolaire wereld met elkaar 'bestrijdende' machtsblokken leidt tot meer (geo)politieke spanningen op het wereldtoneel. De relatieve stabiliteit van de periode 1991 – 2020 is voorbij. Een periode met structureel hogere geopolitieke risico's is aangebroken. Dit is de laatste jaren al zichtbaar geworden met verschillende conflicten waar de machtsblokken botsen. Denk daarbij aan:

- De oorlog in Oekraïne;
- De conflicten in Midden-Oosten;
- De oplopende spanningen rondom Taiwan;
- De door Trump in gang gezette handelsoorlog.

De conflicten zijn dus niet alleen militair van aard. De door Trump ingezette handelsoorlog is een 'economische' oorlog om de opkomst van China af te zwakken en de positie van de Verenigde Staten te verbeteren.

GPR INDEX IS EEN GOEDE MAATSTAF OM HET GEOPOLITIEKE RISICO TE MONITOREN

Een goede manier om de mate van het geopolitieke risico te meten is de Geopolitical Risk Index (GPR) van Caldara en Iacoviello (2022). Deze index is een maatstaf voor geopolitiek risico op basis van kwantitatieve tekstanalyses van nieuwsartikelen over geopolitieke spanningen en conflicten. De index kan goed worden gebruikt om het belang en de mogelijke impact van een geopolitieke gebeurtenis te duiden. Het historisch gemiddelde van de index ligt op 100. Een niveau boven de 100 duidt daarmee op bovengemiddeld risico. De laatste jaren ligt de index structureel hierboven. Dat duidt mogelijk op een geopolitieke regimeverandering. Volgens de makers van de index leidt een hoger geopolitiek risico tot lagere investeringen, lagere aandelenkoersen en minder werkgelegenheid. Ook gaat een hoger geopolitiek risico gepaard met een grotere kans op economische rampen en met grotere neerwaartse risico's voor de wereldeconomie.

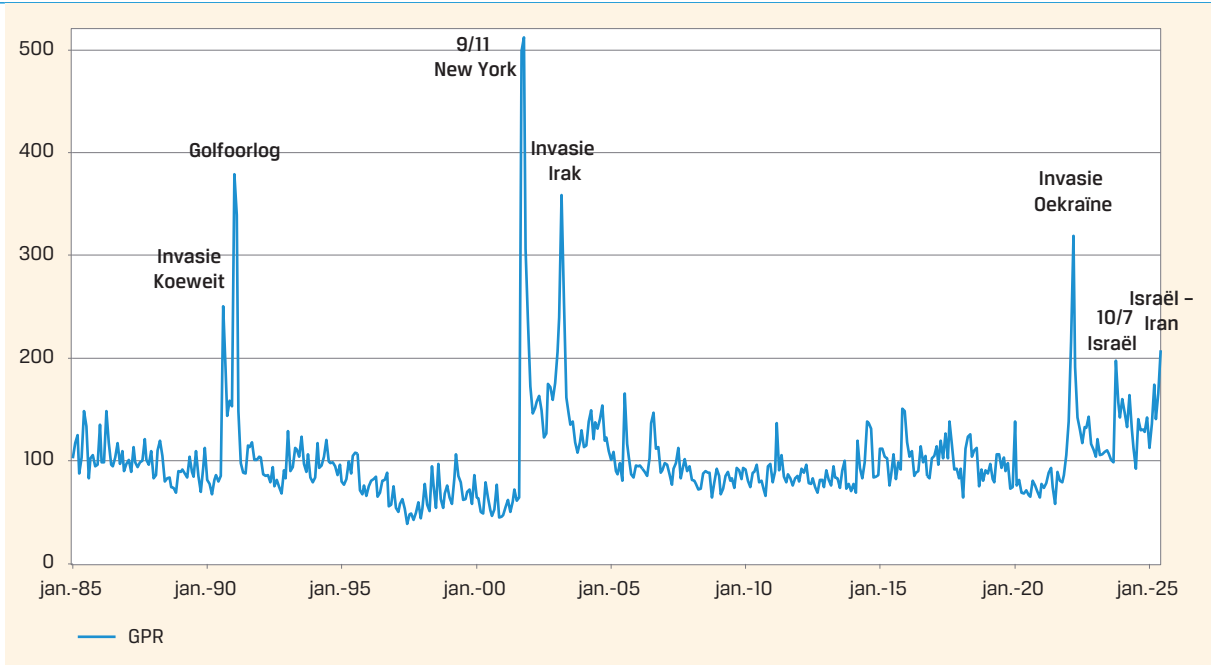
TRANSITIE NAAR EEN NIEUWE WERELDORDE IS OMGEVEN MET ONZEKERHEID EN VOLATILITEIT

Voor de transitieperiode naar een nieuw machtsevenwicht is risicovol. Hier zijn meerdere redenen voor. Zo is in een dergelijke periode nog geen duidelijkheid over de 'nieuwe set van regels' waarin de wereld functioneert. De Verenigde Staten verliest langzaam maar zeker de grip, maar de opkomende machten, zoals China, hebben nog geen volledige controle. In een dergelijk machtsvacuüm grijpen regionale machten, zoals Rusland, hun kans. Het gevaar van escalatie is in een dergelijke omgeving ook groter. Daarnaast zal de zittende macht, de Verenigde Staten, er alles aan doen om de opkomst van de opkomende macht, China, af te remmen. De opkomende macht zal zich op haar beurt steeds assertiever opstellen en eisen stellen. De kans op incidenten, overreactie en miscommunicatie is dan groot. Tot slot kunnen ook de interne spanningen oplopen. Zowel

Tabel 2
Amerikaanse rendementen en inflatie gedurende verschillende langjarige beleggingsregimes

Regime	Kenmerken	Aandelen	Staatsobligaties		Goud		Kasgeld		
Great Depression	Economische malaise	Rendement	-3,4%	Rendement	3,9%	Rendement	5,3%	Rendement	0,7%
(1929 – 1939)	Deflatie	Excesrendement	-4,1%	Excesrendement	3,2%	Excesrendement	4,6%	Reëel rendement	2,7%
Katalysator:	Goudstandaard	Reëel rendement	-1,4%	Reëel rendement	6,0%	Reëel rendement	7,4%		
Krach van 1929	Devaluatie dollar	Volatiliteit	38,6%	Volatiliteit	3,2%	Volatiliteit	13,1%	Inflatie	-2,0%
Tweede Wereldoorlog	Oorlogseconomie	Rendement	10,6%	Rendement	2,5%	Rendement	0,1%	Rendement	0,6%
(1939 – 1951)	Volatiele & hoge inflatie	Excesrendement	10,1%	Excesrendement	2,0%	Excesrendement	-0,5%	Reëel rendement	-4,6%
Katalysator:	Financiële repressie	Reëel rendement	5,0%	Reëel rendement	-2,7%	Reëel rendement	-5,0%		
W02	Goudstandaard	Volatiliteit	16,2%	Volatiliteit	2,3%	Volatiliteit	0,9%	Inflatie	5,4%
Bretton Woods	Wederopbouw	Rendement	12,3%	Rendement	3,0%	Rendement	2,8%	Rendement	3,4%
(1951 – 1972)	Internationale rechtsorde	Excesrendement	8,9%	Excesrendement	-0,4%	Excesrendement	-0,6%	Reëel rendement	1,1%
Katalysator:	Gematigde inflatie	Reëel rendement	9,8%	Reëel rendement	0,6%	Reëel rendement	0,5%		
Wirtschaftswunder	Goudstandaard	Volatiliteit	12,4%	Volatiliteit	5,1%	Volatiliteit	6,3%	Inflatie	2,3%
Stagflatie	Economische malaise	Rendement	6,4%	Rendement	3,5%	Rendement	32,0%	Rendement	7,7%
(1972 – 1980)	Hoge inflatie	Excesrendement	-1,3%	Excesrendement	-4,2%	Excesrendement	24,3%	Reëel rendement	-1,4%
Katalysator:	Disbalans overheidsfinanciën	Reëel rendement	-2,6%	Reëel rendement	-5,3%	Reëel rendement	20,8%		
Nixon Schok & oliecrisis	Fiat Geld	Volatiliteit	16,9%	Volatiliteit	8,3%	Volatiliteit	30,3%	Inflatie	9,3%
Great Moderation	Economische opleving	Rendement	12,6%	Rendement	9,6%	Rendement	0,4%	Rendement	5,7%
(1980 – 2007)	Desinflatie	Excesrendement	6,9%	Excesrendement	3,9%	Excesrendement	-5,4%	Reëel rendement	2,3%
Katalysator:	Terugtrekkende overheid	Reëel rendement	8,9%	Reëel rendement	6,0%	Reëel rendement	-2,9%		
Volcker-schok & liberalisatie	Sterke stijging private schulden	Volatiliteit	14,7%	Volatiliteit	8,4%	Volatiliteit	15,4%	Inflatie	3,4%
GFC	Globalisering	Rendement	8,6%	Rendement	5,1%	Rendement	7,0%	Rendement	0,7%
(2007 – 2020)	Lage inflatie	Excesrendement	7,9%	Excesrendement	4,4%	Excesrendement	6,3%	Reëel rendement	-1,0%
Katalysator:	Onconventioneel CB beleid	Reëel rendement	6,8%	Reëel rendement	3,3%	Reëel rendement	5,2%		
Financiële crisis	Deleveraging & Search for yield	Volatiliteit	14,8%	Volatiliteit	7,0%	Volatiliteit	17,8%	Inflatie	1,7%
Multipolaire onrust	Geopolitieke fricties	Rendement	8,8%	Rendement	-3,7%	Rendement	7,2%	Rendement	1,6%
(2020 – ?)	Verhoogde inflatierisico's	Excesrendement	7,2%	Excesrendement	-5,4%	Excesrendement	5,6%	Reëel rendement	-3,0%
Katalysator:	Disbalans overheidsfinanciën	Reëel rendement	3,8%	Reëel rendement	-8,2%	Reëel rendement	2,3%		
Corona & Oekraïne	Fiat geld onder druk	Volatiliteit	19,4%	Volatiliteit	7,4%	Volatiliteit	15,0%	Inflatie	4,8%

Figuur 2
De geopolitical risk index geeft inzicht in het wereldwijde geopolitiek risico



Bron: Data in juli 2025 gedownload van <https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm>

de Verenigde Staten als China kampen met interne problemen. Denk aan polarisatie, economische ongelijkheid, nationalisme en hoge schulden. Buitenlandse ‘vijanden’ kunnen dan een welkome manier zijn om de aandacht te verleggen en de bevolking te verenigen. Hoe lang een transitieperiode duurt en hoe het nieuwe evenwicht eruit gaat zien, is omgeven met veel onzekerheid. Dalio (2021) laat zien dat dergelijke machtsverschuivingen vaak eindigen in een militaire confrontatie tussen de zittende en opkomende macht. In het nucleaire tijdperk, waarin wederzijdse vernietiging reëel is, is een direct en grootschalig militair treffen echter minder waarschijnlijk.

SCENARIO-ANALYSE IS EEN WAARDEVOL INSTRUMENT

Scenario-analyses helpen bij het in kaart brengen van geopolitieke risico's en de mogelijke gevolgen daarvan. Dergelijke scenario-analyses zijn vooral zinvol bij grote schokken die kunnen leiden tot een macro-economische regimeverandering. Scenario's zijn niet bedoeld als exacte voorspellingen van de toekomst. Ze helpen bij het duiden van de mogelijke ontwikkelingen en ze bieden inzicht in potentiële kwetsbaarheden in een beleggingsportefeuille. Historische gebeurtenissen bieden aanknopingspunten voor het opstellen van geopolitieke risicoscenario's. Zoals genoemd zijn de Nixon-schok, de oliecrisis en de recentere Oekraïne-oorlog, voorbeelden van stagflatieschokken met grote impact op de financiële markten. De economische groei komt onder druk en de inflatie loopt fors op, vaak gedreven door een forse stijging van de grondstofprijzen. Naast de historische analyses kunnen op basis van de huidige ontwikkelingen ook alternatieve scenario's worden opgesteld. Denk hierbij aan de veranderende rol van de Verenigde Staten op het wereldtoneel. In zo'n scenario staat de aantrekkelijkheid van Amerikaanse activa onder druk ten opzichte van andere regio's. Mede op basis van een dergelijke scenario-analyse volgen een aantal aanbevelingen hoe een beleggingsportefeuille robuuster gemaakt kan worden tegen geopolitieke risico's. Deze aanbevelingen volgen later in dit artikel.

EEN MINDER EFFICIËNTE WERELDECONOMIE MET VERHOOGDE INFLATIERISICO'S

In een wereld van elkaar beconcurrerende machtsblokken zal de wereldeconomie minder efficiënt zijn. Globalisering zal niet verdwijnen, maar belemmeringen op het gebied van handel en kennisoverdracht zullen blijven bestaan. Ook als president Trump straks van het wereldtoneel is verdwenen. Daarnaast is efficiëntie niet meer de alles bepalende factor voor (bedrijfs)investeringen, maar verschuift de focus naar veerkracht (*resilience*). Tijdens de coronapandemie werden de kwetsbaarheden van internationale productieketens en de eenzijdige focus op de laagste productiekosten pijnlijk duidelijk. Het is waardevol voor landen om bepaalde productie in eigen land te houden, ook al is dat wat duurder. Nu de wereld fragmenteert in verschillende blokken, zal de behoefte aan strategische autonomie op het gebied van bijvoorbeeld defensie, energievoorziening, voedsel en andere strategische sectoren toenemen. Per saldo resulteert dit in hogere kosten en minder efficiënte productieprocessen. De inflatierisico's voor de wereld nemen hierdoor toe. Een wat meer gefragmenteerde wereldeconomie heeft mogelijk ook een voordeel voor beleggers. De meerwaarde van internationale spreiding neemt toe doordat de conjunctuurecycli minder synchroon verlopen.

BREDE DIVERSIFICATIE BLIJFT EEN VERSTANDIG STARTPUNT

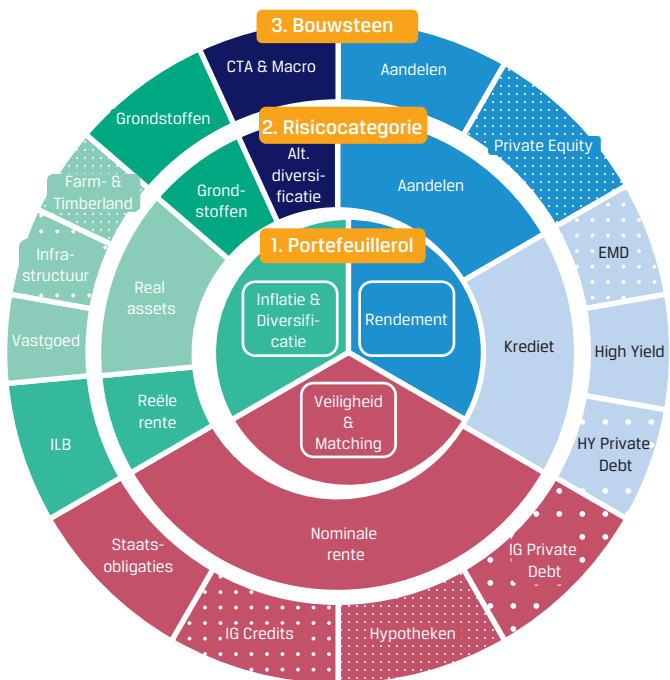
Het startpunt voor het omgaan met een onzekere wereld met verhoogde geopolitieke risico's is een brede spreiding van de beleggingsportefeuille. Op deze manier is een belegger het beste voorbereid op een onzekere toekomst waarin meerdere scenario's zich kunnen ontploffen. In de periode 2010–2020 had diversificatie weinig toegevoegde waarde. Een eenvoudige portefeuille van staatsobligaties en aandelen was nauwelijks te verslaan, mede dankzij de negatieve correlatie tussen aandelen en obligaties. Dit was echter een uitzonderlijke beleggings-

omgeving die inmiddels tot het verleden behoort. Een brede spreiding is ook het beste fundament om voorbereid te zijn op regimeveranderingen. Het geeft de portefeuille een zekere robuustheid om met dergelijke veranderingen om te gaan. Met een brede spreiding bedoelen we dat een portefeuille wordt opgebouwd uit meerdere fundamentele bronnen van rendement en risico.

INDELING BELEGGINGSUNIVERSUM OP BASIS VAN PORTEFEUILLEROL EN RISICOCATEGORIE

In figuur 3 staat hoe Achmea IM het beleggingsuniversum indeelt op basis van portefeuillerollen en een aantal onderscheidende risicocategorieën. Die kunnen worden gevuld met de verschillende beleggingscategorieën, ofwel bouwstenen. Idealiter bestaat een portefeuille dus niet alleen uit aandelen en nominale staatsobligaties, maar ook uit alternatieve rendementsbronnen. Denk daarbij aan diverse soorten krediet, met blootstelling aan bijvoorbeeld opkomende landen, bedrijven en consumenten. Maar ook aan real assets, zoals vastgoed en infrastructuur, en categorieën zoals grondstoffen en hedgefondsen. Een dergelijke spreiding helpt om portefeuilles veerkrachtiger te maken tegen regimewisselingen en onverwachte geopolitieke schokken. Naast spreiding over beleggingscategorieën zijn er andere manieren waarop de robuustheid van de beleggingsportefeuille verbeterd kan worden. Denk hierbij bijvoorbeeld aan voldoende spreiding over sectoren en factoren. Er zijn sectoren, zoals defensie, die juist positief renderen bij verhoogd geopolitiek risico. Ook het toevoegen van factoren met een lage correlatie met de brede index, zoals momentum en kwaliteit, zorgen voor betere spreiding. De inzichten van Ilmanen (2011, 2022) liggen mede ten grondslag aan deze indeling.

Figuur 3
Indeling beleggingsuniversum Achmea IM



Bron: Achmea IM

INFLATIEGEVOELIGHEID VERDIENT EXTRA AANDACHT

Veel beleggingsportefeuilles zijn gepositioneerd voor scenario's met lage, stabiele inflatie. Dit komt met name doordat de laatste decennia werden gekenmerkt door desinflatie. Inflatie was een probleem uit het verleden. Sinds 2021 is duidelijk dat inflatie niet iets uit het verleden is, maar nog steeds één van de grootste risico's voor een langetermijnbelegger. De hoge schuld niveaus vormen een extra reden om de sterke nominale focus van de vastrentende-waardenportefeuilles tegen het licht te houden. Alle grote economische blokken kampen met torenhoge (overheids)schulden. In landen als de Verenigde Staten, China en Frankrijk zijn de begrotingstekorten onhoudbaar hoog. De schuldquotes lopen daardoor snel op naar recordniveaus. Idealiter groeien landen uit de schulden, maar de kans dat dit lukt wordt steeds kleiner. Financiële repressie en inflatie lijken daarmee de meest voor de hand liggende route om de schuldproblematiek onder controle te krijgen. Zo'n soort scenario is funest voor het reële rendement op nominale obligaties. Vooral langlopende obligaties zijn kwetsbaar. Het is daarom verstandig om in de portefeuille voldoende ruimte in te ruimen voor beleggingscategorieën die het relatief goed doen in scenario's met hoger dan verwachte inflatie. Voorbeelden daarvan zijn onder meer inflatiegerelateerde obligaties, grondstoffen en real assets (zoals vastgoed, infrastructuur, landbouwgrond en bosbouw).

VAN EEN WERELDWIJDE ALLOCATIE, NAAR EEN GEOPOLITIEK BEWUSTE ALLOCATIE

Het wereldwijd spreiden van de beleggingen blijft ook in de nieuwe wereld een waardevol uitgangspunt, maar deze keuze is minder eenduidig dan voorheen. De onvoorspelbaarheid blijft groot wat de keuze voor de toekomstige winnaars en verliezers niet eenvoudig maakt. Een wereldwijde spreiding blijft daarmee een verstandig uitgangspunt. Maar de tijd is voorbij dat een wereldwijde spreiding een *free lunch* is zonder mogelijk nadelige gevolgen. De geopolitieke fragmentatie en het ontstaan van elkaar beconcurrerende machtsblokken dwingt beleggers om in hun allocatie rekening te houden met geopolitieke risico's. Een recent voorbeeld daarvan waren de, inmiddels weggestemde, plannen voor een Amerikaanse 'vergeltingsbelasting' voor buitenlandse beleggers in Amerikaanse activa. Maar de grootste risico's zitten bij beleggingen in de zogenaamde strategische tegenstanders, zoals China. De vergaande financiële sancties tegen Rusland hebben in 2022 laten zien hoe kwetsbaar beleggers zijn voor dergelijke maatregelen. Ook kapitaalrestricties of onteigening zijn geen ondenkbare scenario's meer bij escalatie van geopolitieke conflicten. Bij de landen- en regio-allocatie moeten naast de marktkapitalisatie en risico-/rendementskenmerken nu ook de geopolitieke risico's worden gewogen. Een focus op meer robuustheid tegen geopolitieke staartrisiko's kan dan resulteren in een afwijkende allocatie ten opzichte van de regio- en landenverdeling die uit de reguliere benchmarks volgt. De meer ongebonden landen, zoals India, Indonesië, Mexico of Vietnam, zijn in een multipolaire wereld met fricties mogelijk interessanter dan strategische rivalen, zoals China.

Figuur 4
De goudprijs stijgt
vaak tijdens
aandelen bear markets



Bron: Bloomberg, Achmea IM

LASTIG DILEMMA VOOR BELEGGER

De regionale afweging plaatst beleggers wel voor een dilemma. Uit de voorgaande alinea blijkt dat wereldwijde spreiding noodzakelijk is in een onvoorspelbare multipolaire wereld. Aan de andere kant nemen de risico's van 'ver van huis' beleggen toe. Aan steeds meer landen en regio's kleven geopolitieke staart- en risico's, maar ook een hoge *home bias* brengt risico's met zich mee. Hier een afweging in maken is niet eenvoudig. Deze discussie speelt vooral binnen de aandelenallocatie. Het volgen van de regionale allocatie uit de marktkapitalisatie is voor veel beleggers het startpunt. Bij veel Europese beleggers komt dit mede doordat de *home bias* naar Europa al decennialang rendement kost. Een marktkapitalisatie gewogen index heeft als groot voordeel dat het alle trends oppikt waardoor de allocatie zich automatisch aanpast aan de veranderende omgeving. De winnaars worden groter en de verliezers worden kleiner. Dit werkt goed totdat er een regimeverandering optreedt. Gedurende de transitie naar het nieuwe regime kunnen marktkapitalisatiegewogen indices kwetsbaar zijn, al hangt dat ook sterk af van de aard van de regimeverandering.

HERWAARDERING VAN 'ALTERNATIVES'

Alleen vertrouwen op wereldwijde aandelen en obligaties uit een beperkt aantal eurolanden maakt de portefeuille kwetsbaar. Een dergelijke portefeuille is voor het rendement volledig afhankelijk van de aandelenrisicopremie, terwijl de risicosturing geheel afhangt van de correlatie tussen aandelen en obligaties. In een onzekere wereld met verhoogde geopolitieke risico's kunnen *alternatives*, die de laatste jaren uit de gratie zijn geraakt, van grote meerwaarde zijn voor de beleggingsportefeuille. Voorbeelden zijn hedgefondsen en grondstoffen. Binnen het brede universum aan hedgefondsen zijn er specifieke strategieën met goede diversificatie-eigenschappen versus de aandelenmarkten, zoals *trend following* (CTA). Deze hedgefundstrategie diversifieert niet alleen, maar beschikt ook over crisishedge-eigenschappen. Dergelijke eigenschappen zijn waardevoller in een volatielere

wereld. Hetzelfde geldt voor verschillende alternatieve risicopremies, zoals momentum en value. Ook een categorie als catastrofeobligaties (*insurance linked*) bieden veel diversificatie. Bij deze categorie hangen de risico's samen met natuurrampen en niet met de economische cyclus, geopolitieke risico's en het monetaire beleid. Tot slot zijn ook binnen de private markten goede bronnen te vinden van extra rendement en diversificatie.

GOUD HERWINT ZIJN ROL ALS VEILIGE HAVEN

Goud maakt bij beleggers een *comeback* als veilige haven. Want een aantal beleggingen die deze rol vervulde in het vorige beleggingsregime staat onder druk. Ten eerste geldt dit voor 'veilige' staatsobligaties. Voorheen waren kredietwaardige staatsobligaties een goede *diversifier* voor aandelen en er was sprake van een negatieve correlatie. In een macro-economisch regime waarbij de inflatierisico's aan de bovenkant liggen en er aanhoudend zorgen zijn over de houdbaarheid van de staats-schuld, zullen staatsobligaties deze rol minder goed vervullen. Ten tweede staan de veilige-haven-eigenschappen van de Amerikaanse dollar ter discussie. De Amerikaanse dollar is sinds de Tweede Wereldoorlog de veilige haven bij uitstek mede door de status als wereldwijde reservevaluta. Tijdens crises steeg de Amerikaanse munt dan ook in waarde ten opzichte van andere valuta's. Maar in de eerste helft van 2025 is een ander beeld zichtbaar. Het grillige Amerikaanse beleid en het tanende vertrouwen in Amerikaanse instituties drukken het vertrouwen in de dollar. Daarnaast streeft de regering-Trump actief naar een zwakkere dollar. Beleggers kunnen dus niet meer vertrouwen op de veilige havens van weleer. Goud heeft de rol van veilige haven herwonnen en wordt gezien als de ultieme neutrale 'store of value'. Zeker ook omdat centrale banken, vooral in de opkomende landen, hun goudreserves fors uitbreiden ten koste van met name Amerikaanse staatsobligaties. Daarnaast zorgt goud voor aantrekkelijke diversificatie ten opzichte van aandelen en obligaties. Zoals in figuur 4 is te zien, rendeert vaak goud goed gedurende crises.

OVERWEEG INTEGRATIE VAN DE ANTIFRAGILITY PRINCIPES VAN TALEB

De hierboven besproken opties zijn vooral gericht op het robuuster maken van de strategische beleggingsportefeuille. Beleggers kunnen ook een stap verder gaan en de ideeën van Taleb (2012) integreren. Taleb betoogt dat robuustheid alleen niet genoeg is. Hij propageert *antifragiel* beleggen. Dat zijn strategieën of beleggingen die profiteren van volatiliteit, onzekerheid en stress. Dit in tegenstelling tot fragiele beleggingen die nadeel ondervinden van volatiliteit (bijvoorbeeld producten met veel leverage) en robuuste beleggingen die bestand zijn tegen volatiliteit, maar hier niet van profiteren. Risico en onzekerheid werken juist positief uit op antifragiele beleggingen. In de praktijk is antifragiel beleggen vaak lastig te implementeren voor grote institutionele beleggers. De feitelijke uitvoering op grote schaal is vaak te complex. Dit geldt zeker voor pensioenfondsen onder de Wtp. Maar bepaalde lessen en inzichten kunnen natuurlijk wel worden geïntegreerd in de portefeuille.

VERSCHILLENDE MANIEREN OM ANTIFRAGIEL BELEGGEN TOE TE PASSEN

Antifragiele beleggen wordt vaak vormgegeven via zogenaamde barbell-strategieën. Dit zijn strategieën die gemiddelde risico's vermijden en zich focussen op een combinatie van zeer veilige beleggingen met zeer risicovolle beleggingen met een groot opwaarts potentieel. In de praktijk betekent dit vooral gebruik maken van optionaliteit via optieconstructies. Een barbell-strategie kent een beperkt neerwaarts risico met de kans op grote, niet-lineaire, asymmetrische winsten. Er zijn ook andere manieren om het principe van antifragiel beleggen toe te passen. Bijvoorbeeld door het verlagen van de blootstelling naar fragiele beleggingen, zoals complexe producten. Complexiteit verbergt vaak fragiliteit. Een andere mogelijkheid is het afdekken van staartrisiko's via opties. Maar ook blootstelling naar andere beleggingen met 'ingebodde optionaliteit'. Denk hierbij aan venture capital met een mogelijk hoog opwaarts potentieel of specifieke hedgefundstrategieën. Zo zijn er specifieke tailhedgefondsen, maar ook CTA's hebben tot op zekere hoogte een antifragiel karakter.

CONCLUSIE EN AANBEVELINGEN

De wereld gaat door een geopolitieke regimeverandering. De unipolaire wereldorde onder Amerikaanse dominantie maakt plaats voor een multipolaire wereld met elkaar beconcurrerende machtsblokken. Dit leidt tot structureel hogere geopolitieke risico's, hogere volatiliteit en meer onzekerheid. Beleggers hoeven de kortstondige geopolitieke schokken niet te vrezen. De financiële impact daarvan eb't snel weer weg. Maar een regimeverandering heeft echter wel vergaande gevolgen voor de financiële markten. Beleggers die blijven vertrouwen op de historische rendementen en patronen van de afgelopen decennia kunnen hierdoor onaan-

genaam verrast worden. De oplossing ligt in het begrijpen van de verschillende regimes, het doorrekenen van scenario's en het aanpassen van portefeuilles aan de nieuwe realiteit. Dit kan door:

1. Maak onderscheid tussen kortetermijnschokken en regimeveranderingen.
2. Identificeer geopolitieke risico's die in potentie een regimeverandering kunnen veroorzaken. Maak scenario's en integreer deze in het beleggingsbeleid.
3. Maak de beleggingsportefeuille robuust tegen (geopolitieke) schokken en regimeveranderingen. Dit kan door een brede spreiding over verschillende rendementsbronnen. Kijk daarbij verder dan aandelen en (nominale) obligaties en voeg inflatiegevoelige beleggingen toe.
4. Monitor het heersende beleggingsregime en pas de allocatie indien nodig aan om in te spelen op veranderingen. Verlies robuustheid daarbij niet uit het oog. De wereld is inherent onzeker.
5. Voor beleggers die een stap verder willen gaan: implementeer de principes van antifragiliteit. Bouw portefeuilles die niet alleen robuust zijn, maar ook profiteren van volatiliteit en regimewisselingen.

Literatuur

- Achmea Investment Management, 2014, Geopolitieke onrust terug in vizier, Syntus Achmea Investment Letter, Special: 25-28
- Achmea Investment Management, 2020, The triumph of the pessimists, Deel 1: Obligatierendementen in historisch perspectief, Achmea IM Investment Letter
- Achmea Investment Management, 2020, The triumph of the pessimists, Deel 2: Inflatie en hoge schuldquotes belangrijke risico's voor staatsobligaties, Achmea IM Investment Letter
- Achmea Investment Management, 2020, The triumph of the pessimists, Deel 3: Safe haven no more, Achmea IM Investment Letter
- Achmea Investment Management, 2022, Scenario-analyse: een wereld vol conflicten, Achmea IM Investment Letter
- Achmea Investment Management, 2024, Scenario-analyse deel 1: Instabiele wereld tekent beleggingsregime, Achmea IM Investment Letter
- Achmea Investment Management, 2025, De grote transitie – Scenariostudie 2025
- Baker S., N. Bloom en S. Davis, 2016, Measuring economic policy uncertainty, Economic Policy Uncertainty Index
- Caldara, D. en M. Iacoviello, 2022, Measuring geopolitical risk, American Economic Review
- Dalio, R., 2021, Principles for dealing with the changing world order
- DNB, 2025, Weerbaar in een gure wereld: Geopolitieke risico's en financiële instellingen
- Ilmanen, A., 2011, Expected returns, John Wiley & Sons
- Ilmanen, A., 2022, Investing amid low expected returns, John Wiley & Sons
- Klement, J., 2021, Geo-Economics; the interplay between geopolitics, economics, and investments, CFA Institute Research Foundation
- Taleb, N., 2012, Antifragile, Things that gain from disorder
- Van de Laar, C., 2017, Erken het onvermijdelijke, VBA Journaal, Nummer 130, 10-15