

Investment Letter

Nieuw beleggingsregime vraagt om vergaande diversificatie

AUTEURS



Wim Barentsen,
Chief Strategist



Coen van de Laar,
Sr. Investment Strategist

Samenvatting

- De hoge inflatie en de verkrapping van het monetaire beleid raken zowel aandelen als obligaties. Dit maakt van 2022 één van de slechtste beleggingsjaren voor een traditionele gebalanceerde portefeuille die voornamelijk bestaat uit aandelen en nominale obligaties.
- Voor een betere spreiding en robuustere portefeuilles moeten 'afwijkende' beleggingen worden toegevoegd. Zo maakt bijvoorbeeld de toevoeging van CTA's, inflatie gerelateerde obligaties (ILB's) en grondstoffen de portefeuille stabiel.
- In het huidige FTK ligt de focus op nominale zekerheid en de dekkingsgraad. Stabiliteit van het vermogen is dan van ondergeschikt belang.
- In het nieuwe pensioenstelsel ligt de focus echter op vermogensopbouw en vermogensbehoud. Het beheersen van het neerwaarts risico, en daarmee een effectieve diversificatie van de (return)portefeuille, worden dus belangrijk.

Voor beleggers is 2022 een onplezierige wake-up call. De meeste beleggers vertrouwen op (staats)obligaties om in tijden van marktstress de verliezen op aandelen op te vangen. De wereld is echter veranderd. De inflatie ligt op het hoogste niveau in decennia en centrale banken verhogen in snel tempo de beleidsrentes. De wereldwijde aandelenmarkten zijn weggezakt in een bear market. Doordat ook de kapitaalmarktrentes sterk stijgen, kunnen beleggers voor het eerst in lange tijd niet meer vertrouwen op (staats)obligaties voor het beheersen van de portefeuillerisico's. Het huidige beleggingsregime vereist een vergaande diversificatie naar beleggingen die fundamenteel afwijken van aandelen en nominale obligaties.

2022 is een eyeopener voor het belang van vergaande portefeuillediversificatie

De wereld heeft een regimeverandering ondergaan met grote consequenties voor beleggers. Sinds het einde van de coronacrisis is inflatie terug als belangrijke risicofactor op de financiële markten. De correlatie tussen aandelen en obligaties is hierdoor voor het eerst in lange tijd weer (sterk) positief. Dit betekent dat dalende aandelenkoersen samenvallen met stijgende rentes en dalende obligatiekoersen. Dit heeft vergaande consequenties voor het beheersen van het portefeuillerisico. Beleggers die de stabiliteit van de portefeuille willen verbeteren, moeten verder kijken dan het aandelen-, krediet- en (nominale) renterisico. Vergaande portefeuillediversificatie is nu noodzakelijk om de portefeuille robuuster te maken voor de verschillende groei- en inflatieregimes.



Dit houdt in dat beleggingscategorieën met fundamenteel afwijkende drijvers van rendement en risico, zoals CTA's, grondstoffen en inflatie gerelateerde obligaties (ILB's), een plek in de portefeuille verdienen. Door een deel van het aandelen- en (nominaal)reterisico naar deze categorieën te spreiden, verbetert de stabiliteit van het rendement en dalen de piek-dal-verliezen. In het nieuwe pensioenstelsel is een stabielere vermogensontwikkeling ook voor pensioenbeleggers aantrekkelijk.



Het piek-dalverlies van een traditioneel gebalanceerde portefeuille zit momenteel in de top zes van de slechtste periodes sinds 1900

Hoge inflatie en de verkrapping van het monetaire beleid raken zowel aandelen als obligaties

Alles wijst erop dat 2022 een teleurstellend beleggingsjaar wordt. Zowel (staats)obligaties als aandelen staan op fors verlies. Dit betekent dat de twee hoekstenen van vrijwel iedere beleggingsportefeuille gelijktijdig dalen. De oorzaak ligt bij de belangrijke regimeverandering op de financiële markten. Jarenlang drukte een laag inflatieregime haar stempel op de financiële markten. Dat zorgde voor neerwaartse druk op de kapitaalmarktrentes en gaf centrale banken de ruimte om in tijden van recessie en crisis

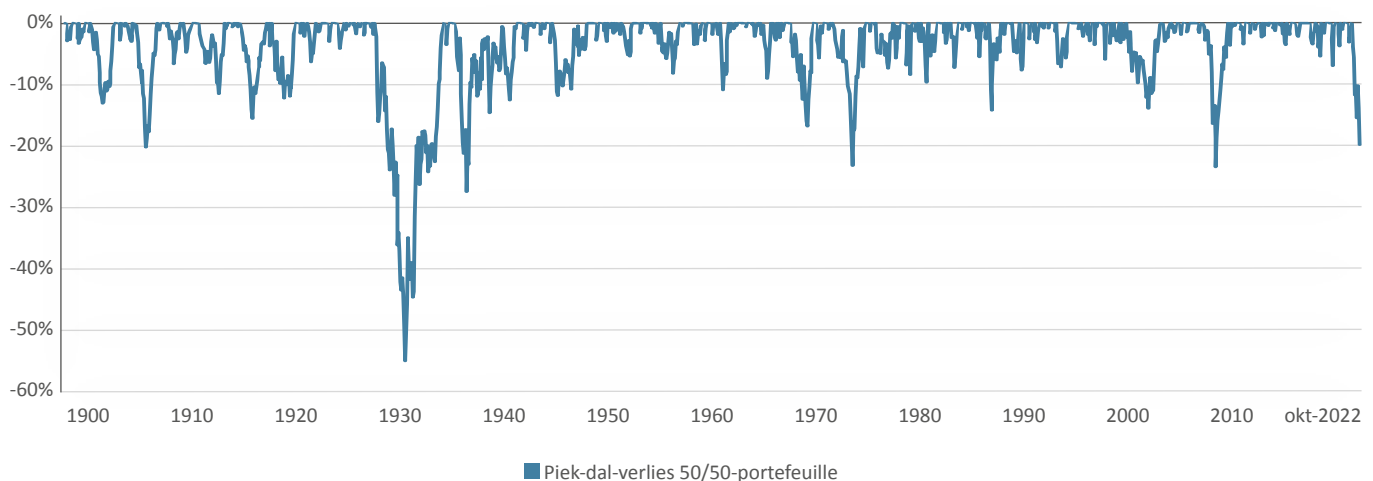
het monetaire beleid agressief te verruimen. Dit resulteerde in goede nominale én reële rendementen op zowel (staats)obligaties als aandelen. Daarnaast zorgde het voor een lage correlatie tussen beide beleggingscategorieën. De wereld is nu in een omgeving met hoge inflatie terechtgekomen met vergaande gevolgen voor de beleggingsomgeving. Door de hoge inflatie en stijgende rentes dalen nu zowel de aandelen- als obligatiekoersen.

2022 is een slecht beleggingsjaar voor de traditionele gebalanceerde portefeuille

Daarmee raakt de regimeverandering de traditionele portefeuilles. Die leunen voor hun balans op diversificatie tussen aandelen en nominale obligaties. Periodes met hoge inflatie pakken echter voor beide categorieën slecht uit. Vooral de reële, voor inflatie gecorrigeerde rendementen, zijn laag. Nu zowel aandelen als (staats)obligaties dalen, zien de meeste beleggers het vermogen van hun portefeuilles sterk afnemen. Het piek-dalverlies van een traditioneel gebalanceerde portefeuille zit momenteel in de top zes van de slechtste periodes sinds 1900.

Dit illustreren we aan de hand van een portefeuille die voor 50% bestaat uit Amerikaanse aandelen en voor 50% uit Amerikaanse staatsobligaties. Er is voor Amerikaanse data gekozen omdat die voor een lange ononderbroken periode beschikbaar zijn. Daarnaast behoorden zowel de Amerikaanse aandelen- als obligatiemarkt deze gehele periode tot de belangrijkste markten ter wereld. Het piek-dal-verlies van de 50/50-portefeuille schommelt nu rond de 20%. Dat is hoger dan het portefeuillevlies tijdens de diepe aandelen bear market van 2000 – 2002. Het huidige verlies is ook maar enkele procentpunten verwijderd van het piek-dal-verlies ten tijde van de financiële crisis in 2008 – 2009 en van de oliecrisis in 1974. Alleen het nominale piek-dal-verlies tijdens de Great Depression uit de jaren dertig van de vorige eeuw springt er met kop en schouders bovenuit.

Figuur 1: Historisch groot piek-dal-verlies voor een gebalanceerde portefeuille*



*Portefeuille bestaat uit 50% S&P500 en 50% Amerikaanse 10-jaarsstaatsobligaties

Bron: Bloomberg, Shiller, Achmea IM

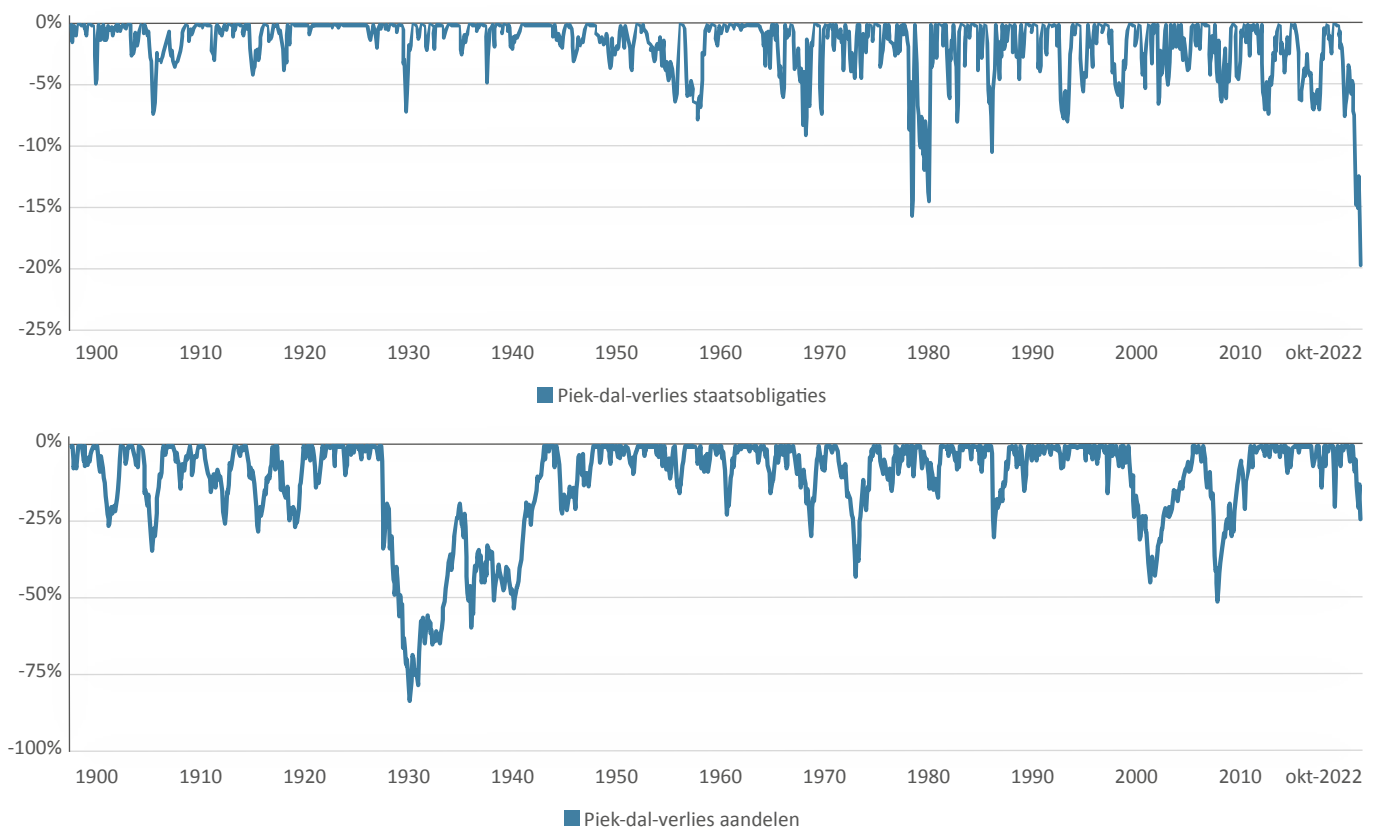
Forse verliezen bij 'veilige' obligaties zijn de belangrijkste oorzaak voor de tegenvallende rendementen

Het zijn vooral de historisch hoge verliezen op (veilige) staatsobligaties die ervoor zorgen dat traditioneel gebalanceerde portefeuilles het nu historisch slecht doen. De verliezen worden veroorzaakt door een zeer lage aanvangsrente in combinatie met een hoge inflatie en de daarmee gepaard gaande sterke verkrapping van het monetaire beleid. De bear market op de aandelenmarkten is momenteel relatief gematigd. Normaliter zijn het juist diepe bear markets in aandelen die de slechte periodes in een gebalanceerde portefeuille veroorzaken. Staatsobligaties fungeren dan als veilige buffer die het vermogen beschermen. De laatste decennia fungeerden staatsobligaties zelfs als een crisishedge. De dalende aandelenmarkten gingen gepaard met dalende kapitaalmarktrentes en hoge totaalrendementen op staatsobligaties. Dit dempte de impact van de aandelenverliezen op het rendement van een gebalanceerde portefeuille. Dat de extreem lage rente de beleggingsrol van staatsobligaties had uitgehouden was de laatste jaren al duidelijk geworden. Hier hebben wij eerder op gewezen in een reeks Investment Letters over staatsobligaties (zie onder meer [Investment Letter juni 2020](#)).

De lessen zijn niet nieuw, maar blijven belangrijk

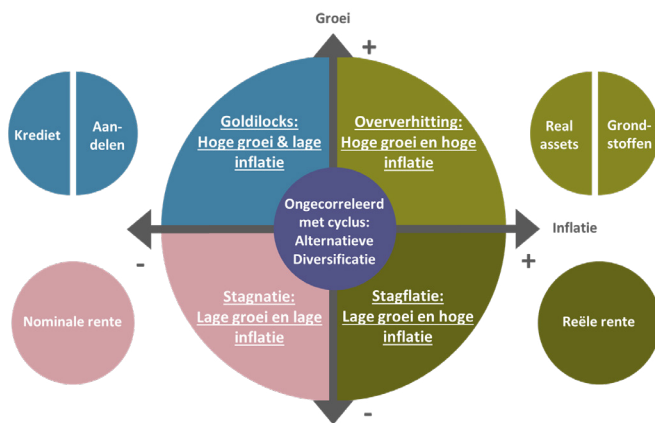
Dat het (reële) rendement van vooral nominale obligaties kwetsbaar is voor periodes met hoge inflatie is al lang bekend. Ook het feit dat de resultaten van traditionele gebalanceerde portefeuilles gevoelig zijn voor het heersende groei- en inflatieregime is niet nieuw. In dat opzicht is de huidige beleggingsomgeving een hernieuwde waarschuwing voor de kwetsbaarheid van veel portefeuilles. Als Achmea IM wijzen we daarom al geruime tijd op het belang van een effectieve portefeuillediversificatie. Dan wordt bij de portefeuilleconstructie rekening gehouden met meerdere groei- en inflatieregimes. Daarnaast maken we relatief veel gebruik van risicopremies buiten de traditionele rente-, krediet- en aandelenrisicopremies. Op deze manier kunnen robuustere portefeuilles worden gebouwd. Die laten een stabielere rendementsverloop laten zien met minder diepe piek-dal-verliezen. Om te helpen met het aanbrengen van balans in de portefeuille heeft Achmea IM het beleggingsuniversum overzichtelijk gestructureerd in een zevental risicocategorieën. Daarnaast is in kaart gebracht bij welk groei- en inflatieregime deze risicocategorieën het best renderen.

Figuur 2: Piek-dal-verlies veilige staatsobligaties grootste ooit, piek-dal-verlies aandelen is relatief gematigd



Bron: Bloomberg, Shiller, Achmea IM

Figuur 3: Meer stabiliteit door spreiding over economische schokken



Bron: Achmea IM

Voeg 'afwijkende' beleggingen toe voor betere portefeuillespreiding

De diversificatie van een portefeuille verbetert wanneer er beleggingen worden toegevoegd uit de risicocategorieën waarin veelal niet of slechts in beperkte mate wordt belegd. Door een goede mix van risicocategorieën kan een betere blootstelling worden verkregen naar de verschillende groei- en inflatieregimes. De meeste beleggingsportefeuilles worden gedomineerd door een drietal risicocategorieën. Dat zijn Nominale rente bestaande uit veilige staats- en kredietobligaties, Aandelen bestaande uit liquide en illiquide aandelenbeleggingen en Krediet bestaande uit de risicovollere obligaties. De risicocategorieën Krediet en Aandelen zijn onderling sterk gecorreleerd. De beleggingen in de risicocategorie Nominale rente bieden diversificatie ten opzichte van krediet en aandelenbeleggingen. Althans als groeifactoren de belangrijkste drijvers zijn op de financiële markten. Als inflatiefactoren het sentiment op de financiële markten bepalen, verandert dat beeld. Zowel de risicocategorieën Nominale rente als Aandelen en Krediet zijn kwetsbaar voor (onverwacht) hogere inflatie. Dit betekent dat de beleggingen in deze risicocategorieën vooral goed renderen in een omgeving waarin inflatie geen thema is. Dit maakt een portefeuille die overwegend uit deze risicocategorieën bestaat kwetsbaar voor een omgeving met een (sterk) stijgende inflatie. Dat blijkt ook uit de recente verliezen van de gebalanceerde 50/50-portefeuille. Door het toevoegen van beleggingen uit één of meer van de andere risicocategorieën dan Aandelen, Krediet en Nominale rente verbetert de diversificatie en daarmee ook het portefeuilleresultaat.

We voegen hier een aantal minder traditionele diversificatiebronnen toe

Door de beleggingscategorieën grondstoffen, ILB's en CTA's in de portefeuille op te nemen, worden afwijkende bronnen van rendement- en risico toegevoegd. Via de beleggingscategorie vastgoed hebben veel beleggers al blootstelling naar de

risicocategorie Real assets. Daarom lichten wij er hier een aantal beleggingscategorieën uit die vaak onderbelicht blijven. Grondstoffenbeleggingen doen het vooral goed in periodes waarin de inflatie (sterk) stijgt. Door de hoge positieve inflatiegevoeligheid zijn grondstoffen een aantrekkelijke toevoeging in een portefeuille met weinig blootstelling naar inflatierisico. De gemiddelde correlatie met zowel aandelen als (staats)obligaties is laag. Deze aantrekkelijke eigenschappen gaan echter wel gepaard met een keerzijde. De risicopremie op grondstoffen is historisch zeer volatiel en regime-afhankelijk. Dit betekent dat er langjarige periodes zijn met (zeer) lage rendementen.

De risicocategorie Reële Rente bestaat uit ILB's. ILB's staan bloot aan de reële rente plus de gerealiseerde inflatie. De meerwaarde van ILB's is vooral zichtbaar in periodes waarin de verwachte inflatie (break-even inflatie) oploopt. ILB's zijn echter kwetsbaar voor periodes waarin de reële rente stijgt. ILB's zijn dan ook vooral een alternatief voor nominale obligaties bij een meer reële doelstelling. De hedge fund strategie CTA, of trendfollowing, is onderdeel van de risicocategorie Alternatieve Diversificatie. Dit zijn beleggingen die goede diversificatie-eigenschappen bieden door een relatief lage en stabiele correlatie met zowel aandelen als obligaties. CTA's hebben als bijkomend voordeel dat het een categorie is met crisis-hedge-eigenschappen. CTA's laten tijdens crisisperiodes veelal hoge rendementen zien. In rustige markten met weinig volatiliteit is het rendement op CTA's echter gematigd.



Door de hoge positieve inflatiegevoeligheid zijn grondstoffen een aantrekkelijke toevoeging in een portefeuille met weinig blootstelling naar inflatierisico.

Rendementsverloop grondstoffen, ILB's & CTA' wijkt af van dat van aandelen en staatsobligaties

Het risico-rendementsprofiel van een portefeuille die bestaat uit grondstoffen, ILB's en CTA's wijkt sterk af van die van de gebalanceerde portefeuille bestaande uit 50% aandelen en 50% obligaties. Dit illustreren we door de rendementen over de afgelopen 20 jaar tegen elkaar af te zetten. We maken een

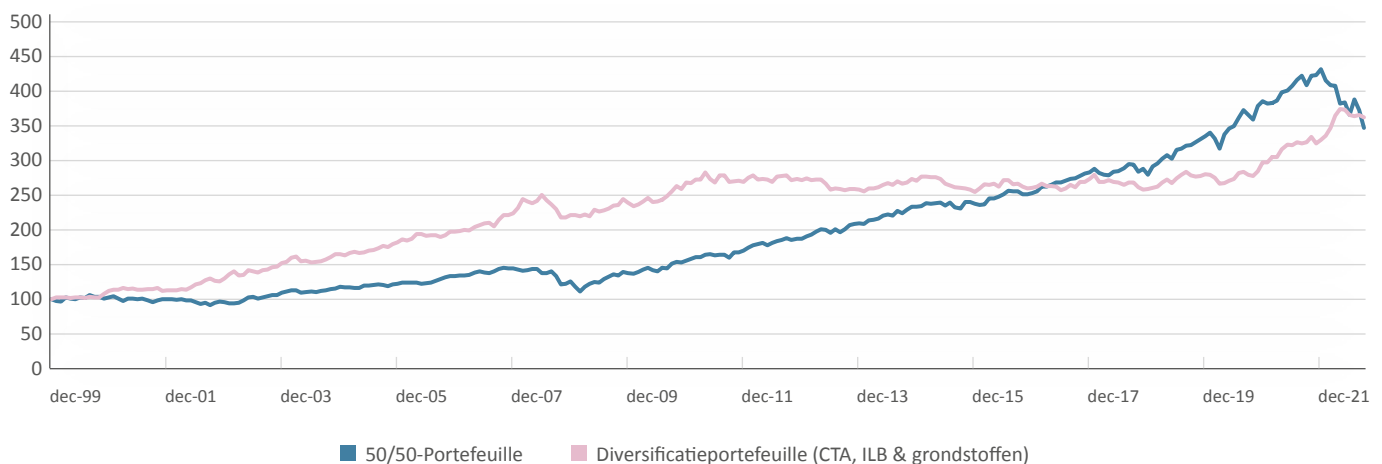
portefeuille die bestaat uit 50% CTA's, 25% grondstoffen en 25% ILB's. Hierdoor bestaat de portefeuille voor de ene helft uit diversificatie en crisishedge beleggingen (CTA's) en voor de andere helft uit diversificatie en positieve inflatiegevoeligheid (grondstoffen en ILB's).

De correlatie van deze 'Diversificatieportefeuille' met de gebalanceerde 50/50-portefeuille is over de hele periode gemeten laag. Ook tijdens crisisperiodes blijft de correlatie laag. Zoals verwacht bieden CTA's de meeste diversificatievoordelen en de beste crisishedge-eigenschappen. Dit laatste blijkt onder meer uit de negatieve correlatie tijdens crisisperiodes. Ook het historische rendementsverloop laat de toegevoegde waarde zien van de toevoeging van CTA's, grondstoffen en ILB's. Het gemiddelde historisch rendement van beide portefeuilles is weliswaar vergelijkbaar, maar het rendementsverloop wijkt duidelijk af. Zo zien we dat in de periode 2012 – 2019, die gedomineerd werd door deflatie-angst en extreem monetair

"Een portefeuille die wordt gedomineerd door aandelen en nominale staatsobligaties is gevoelig voor regimes met hoger dan verwachte inflatie. Dit werd afgelopen jaar weer pijnlijk duidelijk."

beleid, de Diversificatieportefeuille maar beperkt rendeert. Aandelen en staatsobligaties lieten in deze periode juist bovengemiddeld hoge rendementen zien. In de periode 1999-2008 doet de Diversificatieportefeuille het weer aanzienlijk beter dan de portefeuille van aandelen en staatsobligaties. Zo leidt de toevoeging van CTA's, ILB's en grondstoffen aan de gebalanceerde 50/50-portefeuille tot een aanzienlijk stabielere rendementsverloop, resulterend in een lagere volatiliteit en aanzienlijk kleinere piek-dal-verliezen.

Figuur 4: Het rendementsverloop van de diversificatieportefeuille (CTA, ILB & grondstoffen) wijkt af van dat van de 50/50-portefeuille



CTA is de SocGen CTA index, ILB is de Bloomberg US Treasury Inflation notes en grondstoffen is de S&P GSCI 3 month forward equal weight commodity sector index.

Bron: Bloomberg, Achmea IM

Tabel 1: Correlatie met de traditioneel gebalanceerde 50/50-portefeuille (50% aandelen & 50% staatsobligaties)

	50% CTA, 25% ILB & 25% Grondstoffen	CTA	ILB	Grondstoffen
1999-2022	0,28	-0,04	0,44	0,37
2000-2002	-0,29	-0,37	-0,12	0,17
2007-2009	0,38	-0,18	0,56	0,48
2020-2022	0,16	-0,40	0,85	0,37

Bron: Achmea IM

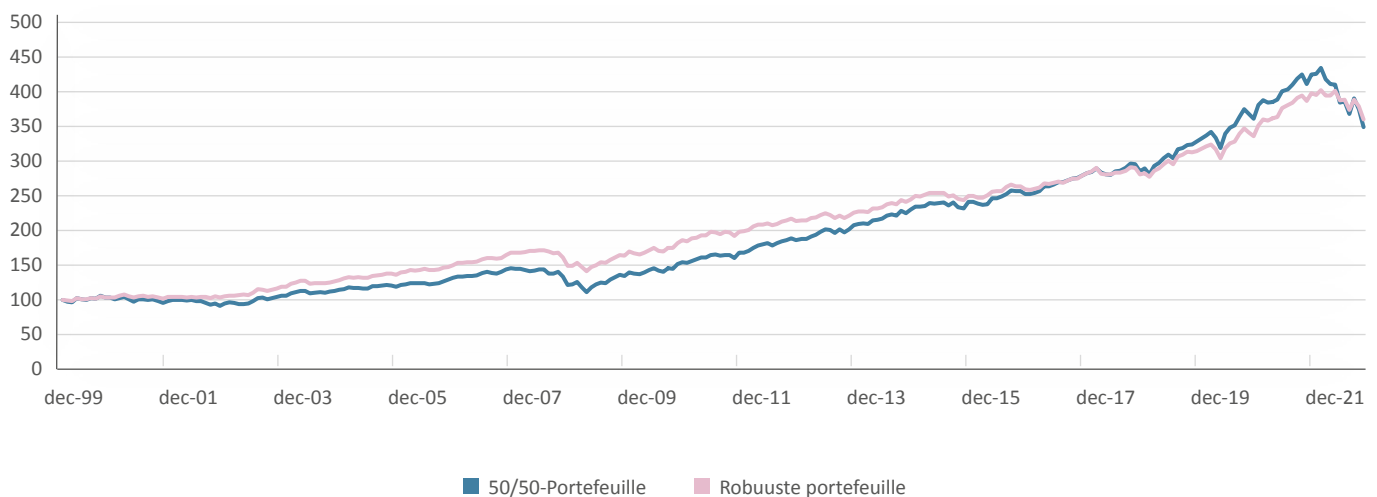
Toevoegen van grondstoffen, ILB's en CTA's maken een gebalanceerde portefeuille robuuster

De traditioneel gebalanceerde 50/50-portefeuille wordt robuuster door het toevoegen van grondstoffen, ILB's en CTA's. Historisch resulteerde dit in een vergelijkbaar rendement als de 50/50-portefeuille, maar met een lager risico. Dit illustreren we aan de hand van de recente historie. Voor de periode december 1999 – september 2022 hebben we twee portefeuilles doorgerekend. De traditionele gebalanceerde 50/50-portefeuille van 50% aandelen en 50% staatsobligaties en een beter gediversifieerde robuuste portefeuille inclusief grondstoffen, ILB's en CTA's. De portefeuillengewichten zijn niet geoptimaliseerd of modelmatig berekend. Deze zijn gebaseerd op 1/3 rendement via

aandelen, 1/3 veiligheid via staatsobligaties en 1/3 diversificatie via grondstoffen, ILB's en CTA's. Uit de historische analyses blijkt dat de 50/50-portefeuille inderdaad baat heeft bij de toevoeging van deze afwijkende risicopremies. Zeker in situaties waarbij de traditionele gebalanceerde 50/50-portefeuille het slecht doet, doordat zowel aandelen als staatsobligaties een negatief rendement laten zien. Zo wordt het piek-dal-verlies over de eerste negen maanden van 2022 gehalveerd.

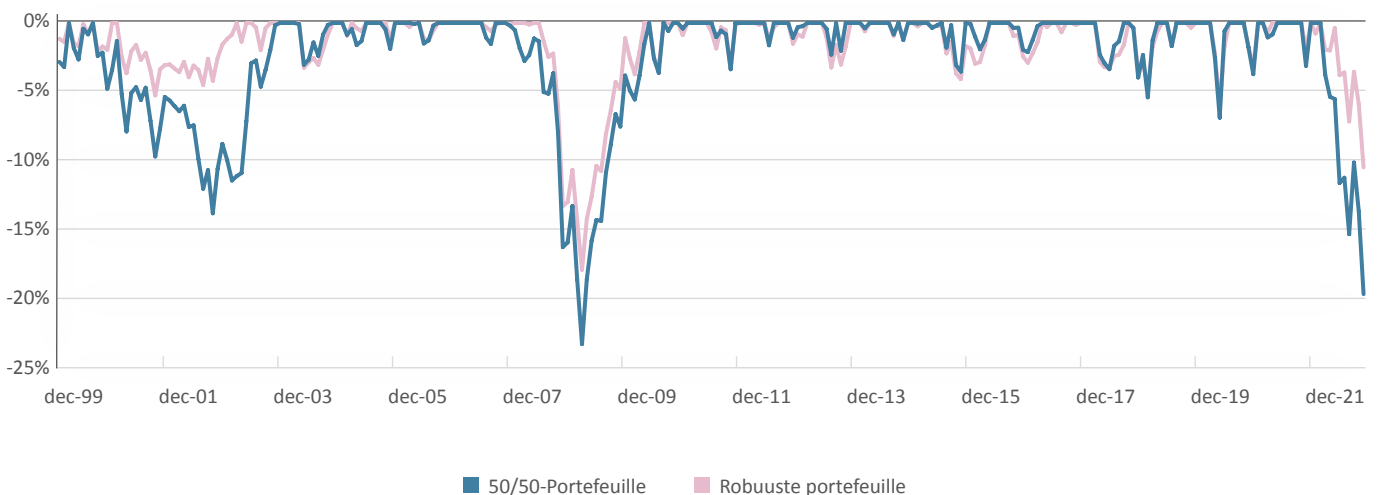
De hier gebruikte gewichten zijn geen advies. In de praktijk volgen de gewichten uit een portefeuilleconstructie. We geven wel mee dat zeer kleine allocaties beter vermeden kunnen worden. De toegevoegde waarde daarvan is beperkt.

Figuur 5: De robuuste portefeuille is stabielere dan de 50/50-portefeuille met een vergelijkbaar rendement



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Figuur 6: De robuuste portefeuille heeft aanzienlijk lagere piek-dal-verliezen dan de 50/50 portefeuille



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Tabel 2: Risico-rendementskarakteristieken voor de drie portefeuilles

1999-2022	Traditionele gebalanceerde portefeuille: 50% aandelen en 50% staatsobligaties	Diversificatie portefeuille: 50% CTA, 25% ILB & 25% Grondstoffen	Robuuste portefeuille: 2/3 Traditioneel & 1/3 Diversificatie
Rendement	5,6%	5,8%	5,8%
Volatiliteit	7,7%	6,6%	6,1%
Rendement-Risicoverhouding	0,74	0,89	0,95
Piek-dal-verlies	-23,3%	-13,2%	-17,9%

Bron: Achmea IM

In het huidige FTK ligt de focus op nominale zekerheid en de dekkingsgraad

Pensioenbeleggers kijken niet alleen naar de vermogensontwikkeling, maar ook naar de verplichtingen. In het huidige pensioenstelsel ligt de nadruk op de nominale dekkingsgraad, de verhouding tussen het vermogen en de contante waarde van de nominale verplichtingen. De ontwikkeling van het vermogen speelt daarbij een ondergeschikte rol. Pensioenfondsen met de focus op de nominale dekkingsgraad maken zich minder druk om vermogensverliezen die ontstaan door stijgende rentes. De verplichtingen dalen dan immers sterker in waarde, waardoor de dekkingsgraad veelal verbetert. Dit zien we momenteel gebeuren. Voor veel pensioenfondsen zijn door de rentehedges de vermogensverliezen groter dan tijdens de financiële crisis, maar de dekkingsgraden stijgen desondanks sterk. Uiteraard gaat dit goede nieuws alleen op als er met een nominale bril naar de huidige ontwikkelingen wordt gekeken. De inflatie is namelijk dermate hoog dat de pensioenen er reëel gezien nog steeds op achteruit gaan.

“Een stabielere meer robuuste portefeuille vereist een effectieve diversificatie.

Dit kan onder meer bereikt worden door het toevoegen van beleggingen als grondstoffen, ILB's en CTA's.”

In het nieuwe pensioenstelsel ligt de focus op vermogensopbouw en vermogensbehoud

In zowel de solidaire premieregeling (SPR) als de flexibele premieregeling (FPR) komt het individueel pensioenvermogen centraal te staan. De ‘harde’ pensioentoezegging en de dekkingsgraad verdwijnen en in plaats daarvan ligt de nadruk op vermogensopbouw. Deelnemers krijgen inzicht in de ontwikkeling van het individuele pensioenvermogen. Dit betekent dat het beheersen van het neerwaarts risico aan belang wint. Dit geldt met name voor de middelbare en oudere leeftijdscohorten. Die zijn het meest gevoelig voor (grote) verliezen, omdat de vermogens zeer groot zijn en de herstelmogelijkheden beperkt. Dit komt door de kortere beleggingshorizon, de kleinere bijdrages vanuit de pensioenpremie en het gebruik van lifecycles. In een lifecycle gaan ouderen namelijk minder risicovol beleggen. Dit verlaagt enerzijds de risico's, maar beperkt anderzijds het herstel als er vlak voor de afbouw een fors verlies optreedt. De jongste leeftijdscohorten kunnen in theorie beter met forse verliezen omgaan. Het vermogen is klein in verhouding tot de premie-inleg en de beleggingshorizon is nog zeer lang. Dit jaar laat zien dat een portefeuille die alleen bestaat uit aandelen, krediet en een nominale matching portefeuille geen garantie biedt voor het beheersen van de neerwaartse risico's. Integendeel, door stijgende rentes in combinatie met een grote matchingportefeuille zullen de vermogens sterk dalen. Dit lijkt onwenselijk in het nieuwe contract. Daarom is er ook op langere termijn idealiter een grotere rol weggelegd voor beleggingen en strategieën die de volatiliteit en het piek-dal-verlies van het vermogen verlagen.

Zie ook hiervoor ook onze [Investment Letter over het nieuwe pensioenstelsel uit oktober 2020](#).



Voor meer informatie:



[Investment Highlights, Investment Letter en whitepapers](#)

Wekelijks publiceert ons Investment Strategy team de Investment Highlights met daarin een analyse van de ontwikkeling op de financiële markten. Met onze Investment Letters blijft u op de hoogte van onze visie en van marktontwikkelingen.



[Achmea IM podcasts](#)

Ook te beluisteren op uw favoriete podcast-app, zoekwoord: Achmea Investment Management.



[Achmea IM op youtube](#)

Hier vindt u heldere video's met informatie over de implicaties van het pensioenakkoord, maatschappelijk verantwoord beleggen, risicomanagement en het selecteren van de best-passende externe managers.



[Achmea IM op LinkedIn](#)

Volg ons LinkedIn-kanaal voor updates.



www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel

E-mail: achmeaim@achmea.nl

Contact:

Neem contact op met uw contactpersoon bij Achmea Investment Management.
Of met Renier Brenninkmeijer, Business Development Director, Renier.Brenninkmeijer@achmea.nl, +31 6 201 384 74,
of Mark Bakker, Business Development Director, Mark.Bakker@achmea.nl, +31 6 101 851 94.

Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. ("Achmea IM") heeft de informatie in dit document met zorg samengesteld. Deze informatie is alleen bestemd voor gekwalificeerde beleggers en/of professionele beleggers zoals bedoeld in de Wet op het financieel toezicht ("Wft").

Dit document is of bevat (i) geen aanbod of uitnodiging om financiële instrumenten te kopen, te verkopen of te verhandelen (in de zin van 1:1 Wft), (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies (in de zin van 1:1 Wft), en (iii) geen juridisch of fiscaal advies. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch of fiscaal adviseur. Achmea IM raadt u af een (beleggings)beslissing uitsluitend te baseren op de in dit document opgenomen informatie. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van een dergelijke (beleggings)beslissing.

De informatie in dit document is (mede) gebaseerd op informatie die Achmea IM van betrouwbaar geachte informatiebronnen heeft verkregen. Achmea IM garandeert niet de betrouwbaarheid van die bronnen en de juistheid en volledigheid van de van die bronnen verkregen informatie. De informatie in dit document is puur informatief en u kunt daaraan geen rechten ontleen. Alle informatie is een momentopname, tenzij uitdrukkelijk anders is aangegeven. Het verstrekken van dit document na de oorspronkelijke publicatiedatum is geen garantie dat de hierin opgenomen informatie op die latere datum nog juist en volledig is. Achmea IM heeft het recht om deze informatie zonder aankondiging te wijzigen. Het noemen van rendementen op beleggingen in dit document dient uitsluitend als uitleg en toelichting. Achmea IM spreekt daarmee geen verwachting uit over het rendement of koersverloop van die beleggingen. De waarde van uw belegging kan fluctueren en in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De informatie in dit document is gebaseerd op door Achmea IM gemaakte aannames. Het is mogelijk dat andere aannames worden gemaakt dan de door Achmea IM gemaakte aannames. De door Achmea IM getrokken conclusies zijn daarom niet noodzakelijkerwijs juist en/of volledig.

U mag de informatie in dit document alleen voor eigen persoonlijk gebruik kopiëren. U mag de informatie niet overnemen, vermenigvuldigen, distribueren of openbaren zonder schriftelijke toestemming van Achmea IM. Alle informatie (teksten, foto's, illustraties, grafisch materiaal, handelsnamen, logo's, woord- en beeldmerken) blijft eigendom van of in licentie bij Achmea IM en wordt beschermd door auteursrecht, merkenrecht en/of intellectueel eigendomsrecht. Er worden geen rechten of licenties overgedragen bij gebruik van of toegang tot deze informatie.

Uitgegeven door: Achmea Investment Management B.V., statutair gevestigd te Zeist en kantoorhoudende te Zeist (Handelsregister nr. 18059537). Achmea IM is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") in Amsterdam als een beheerder van beleggingsinstellingen als bedoeld in artikel 2:65a Wft en is onder deze vergunning bevoegd tot het verlenen van de beleggingsdiensten als opgenomen in het door de AFM gehouden register.