

SPECIAL

# Investment Letter

Achmea Investment Management

achmea 

September 2019

## Nog dieper

Macro-economie  
Monetair  
geschut in  
stelling

Financiële Markten  
Renterecords  
sneuvelen

Special I  
Effectieve  
diversificatie

Special II  
Drie actuele  
risico's &  
beleidsopties

# Nog dieper

Een jaar geleden normaliseerden de Fed en ECB nog hun monetaire beleid. De Fed verhoogde geleidelijk aan de beleidsrente en de ECB stopte eind 2018 met het obligatie-opkoopprogramma. In de loop van 2019 draaiden beide centrale banken 180 graden. Deze *dovish* draai is een belangrijke drijver geweest achter de positieve rendementen op de meeste beleggingscategorieën dit jaar. Het oplaaiende handelsconflict tussen de Verenigde Staten en China hinderde dit herstel een aantal keer. Zowel in mei als in augustus zorgden de handelsspanningen voor turbulentie op de financiële markten. Het handelsconflict hangt als een donkere wolk boven de markt. Een oplossing op korte termijn is niet waarschijnlijk. In de tweede special van deze Investment Letter gaan we in op diverse crisisscenario's. Eén daarvan is een handelsoorlog.

Ondertussen zijn renteniveaus naar nieuwe laagte-records gedaald. Nominale rentes van steeds meer landen en looptijden duiken onder de 0%. De Duitse 10-jaarsrente daalde in augustus naar een nieuw dieptepunt van -0,70%. De hele Duitse rentetermijnstructuur, tot en met 30 jaar, is nu negatief. Ook landen als België en Frankrijk krijgen geld toe op 10-jaarsstaatspapier. Enkele maanden geleden verlaagden wij de verwachte renteniveaus in ons basisscenario 3L (lage groei, lage inflatie & lage rente). Diverse structurele factoren, zoals gematigde nominale economische trendgroei, dreigende *excess savings* en demografische ontwikkelingen, resulteren naar verwachting in lage renteniveaus de komende jaren. De daling van de afgelopen maanden is echter extreem. Het beleid van centrale banken lijkt de belangrijkste boosdoener.

Centrale banken zetten alles op alles om de economische expansie te verlengen en de inflatie aan te jagen. Dit laatste vooral nog met beperkt succes. De vraag is of nog meer van hetzelfde wel leidt tot een structurele opleving van de inflatie. Een andere vraag is of de gematigde inflatie überhaupt een probleem is. De kerninflatie van circa 1% van de afgelopen tien jaar in de eurozone heeft niet tot problemen geleid. Daarnaast spelen wereldwijde factoren buiten het bereik van de ECB een belangrijkere rol bij de wereldwijd lage inflatie. Globalisering en technologische vooruitgang zijn sterke deflatoire krachten. Dit type deflatie is over het algemeen gunstig waardoor de angst voor deflatie overdreven is.

Dit neemt niet weg dat centrale banken verder gaan op het ingeslagen pad en het monetaire gaspedaal nog dieper gaan indrukken. Een vorm van directe monetaire financiering om de economie een impuls te geven, zoals helikoptergeld, is niet langer uit te sluiten. Het monetaire medicijn is mogelijk erger dan de kwaal. De extreem lage rentes hebben allerlei negatieve bijeffecten. Marktparticipanten en overheden raken verslaafd aan de lage renteniveaus. Daarnaast leidt het extreme beleid tot misallocatie van kapitaal, waardoor zombiebedrijven ontstaan en *financial engineering* hoogtij viert. De reinigende werking van het kapitalisme wordt verstoord waardoor de totale productiviteit onder druk staat. Een te laag renteniveau leidt ook tot een hogere kans op zeepbellen op de financiële markten. Daarnaast bestaat het risico van onbeheersbare inflatie op de langere termijn.

De negatieve nominale en reële rentes zetten daarnaast het nut van sparen onder druk. De financiële repressie van centrale banken leidt tot uitholling van de waarde van veilige bezittingen. Het reële totaalrendement op een belegging in kasgeld in de eurozone lag het afgelopen decennium lager dan -10%. Deze kapitaalsvernietiging is geen teken van een gezonde economie. Het wordt steeds moeilijker voor spaarders, zoals pensioenfondsen en verzekeraars, om op lange termijn een positief rendement te halen op hun beleggingen tegen een acceptabel risico. Het verwachte nominale rendement op beleggingen met een beperkt risico is de komende jaren negatief. Gecorrigeerd voor inflatie zijn de verwachtingen nog lager. Meer risico nemen is niet altijd een optie. De rendementsverwachtingen voor de meeste risicovolle beleggingen zijn namelijk ook beperkt.

De beleggingsomgeving is dan ook uitdagend. Lage renteniveaus, lage risicopremies, afzwakkende economische groei en diverse risico's vormen de ingrediënten voor de huidige beleggingscocktail. Daarbij drukken centrale banken en overheden een grote stempel op de beleggingsomgeving. Het binaire karakter van de diverse risico's, zoals de brexit en het handelsconflict, maakt het nog lastiger. Een beleggingsportefeuille waarin gestreefd wordt naar effectieve diversificatie is dan een verstandig vertrekpunt. Dit is geen oplossing voor het lage verwachte rendement, maar verlaagt wel de kwetsbaarheid voor een specifieke economische schok.

# Monetair geschut in stelling

De wereldwijde economische groei staat onder druk. Groeicijfers zwakken af en de handelsconflicten zorgen voor veel onzekerheid. Monetaire autoriteiten proberen het tij te keren. De Fed heeft ondertussen de beleidsrente verlaagd. De ECB staat klaar om nieuwe stimulansen aan te kondigen. De mogelijkheden voor centrale banken zijn echter beperkt en het effect van de maatregelen neemt af. Nieuwe onconventionele maatregelen, zoals nauwere afstemming tussen de monetaire politiek en een expansief budgettair beleid, liggen in het verschiet.

### Wereldeconomie koelt af

Macro-economische indicatoren verzwakken wereldwijd. De economische groei in het tweede kwartaal nam af ten opzichte van het eerste kwartaal. Dit gold voor zowel de Verenigde Staten, de eurozone als China. Relatief gezien staat de Verenigde Staten er nog goed voor. De groei neemt weliswaar af, maar deze ligt nog rond het potentiële groeivolume. In de eurozone is sprake van een forsere economische afkoeling, vooral in de industriële sector. Ook in China zwakt de economische groei af. Eerder in 2019 kondigden de Chinese autoriteiten stimuleringsmaatregelen aan. Het gunstige effect van de maatregelen wordt gedeeltelijk teniet gedaan door de aanhoudende onzekerheid over het handelsconflict.

### Vertrouwensindicatoren tonen een somber beeld

Diverse sentimentsindicatoren duiden op een zwakkere dynamiek in de komende maanden. De inkoopmanagersindices dalen en vooral de industriële sector heeft het moeilijk. Vooral landen en regio's met een open economie staan onder druk. De wereldwijde inkoopmanagersindex voor de industrie bevindt zich nu een aantal maanden onder de 50. Dit niveau duidt op krimp. Vooralsnog zijn de vooruitzichten in de dienstensector beter, al nemen ook daar de verwachtingen af. De wereldeconomie wordt bedreigd door een aantal risico's. Vooral de onzekerheid over het handelsconflict drukt het sentiment. Deze onzekerheid beïnvloedt het ondernemersvertrouwen negatief waardoor bedrijven terughoudend zijn met investeringen. We zien dit onder meer terug in de IFO-index die het vertrouwen van Duitse ondernemers meet. Deze index is gedaald naar niveaus die voor het laatst zijn gezien tijdens de eurocrisis in 2012 (zie figuur 1).

*This outlook is getting worse and worse.*

*Mario Draghi, ECB-voorzitter op 25 juli 2019*

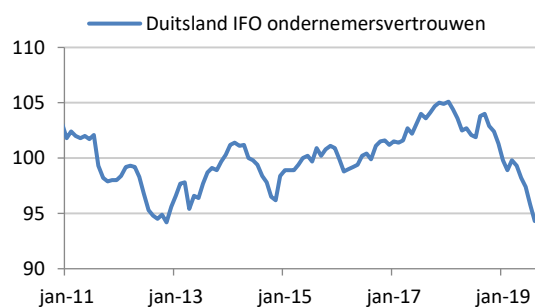
Op basis van de diverse vertrouwensindicatoren verwachten we dat de economische groei zwak blijft de komende maanden. Afhankelijk van het uitblijven van diverse risico's en de maatregelen die centrale banken gaan nemen, kan de groei in 2020 weer aantrekken. Dit is echter met grote onzekerheid omgeven. Een oplossing voor het handelsconflict of nieuwe Chinese stimuleringsmaatregelen kunnen de wereldwijde economie een impuls geven.

### Risico's bedreigen wereldeconomie

Veel risico's die vorig jaar actueel waren, zijn dat nu nog steeds. Het wereldwijde handelsconflict sleept zich voort en de eurocrisis sluimert op de achtergrond. In de special *Drie actuele risico's & beleidsopties* beschrijven we een drietal crisisscenario's, de handelsoorlog, de eurocrisis en een klimaatcrisisscenario. Naast deze crisisscenario's zijn er meer risico's die de economie en financiële markten bedreigen. De aanstaande brexit is daar één van. Nadat de uittreding van het Verenigd Koninkrijk uit de Europese Unie (EU) een aantal keer is uitgesteld, is het nu de bedoeling dat dit uiterlijk op 31 oktober gaat gebeuren. Afgelopen juli nam Boris Johnson het Britse premierschap over van Theresa May. Deze *brexiteer* gaat proberen het brexit-akkoord met de EU open te breken. Vooralsnog wordt er weinig vooruitgang geboekt. De kans op een harde brexit neemt hierdoor toe. De uitkomst blijft echter ongewis.

### FIGUUR 1 DUIJS Ondernemersvertrouwen

Bron: Bloomberg, Achmea IM



### Inflatie blijft gematigd

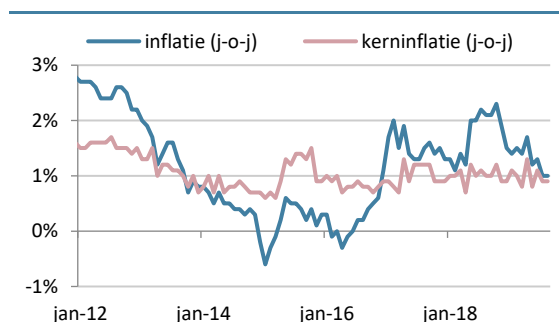
De inflatie in de eurozone blijft gematigd en ligt onder de doelstelling van de ECB. De kerninflatie schommelt nu al geruime periode rond de 1% (zie figuur 2). De krappe arbeidsmarkt leidt vooralsnog niet tot een stijging van de inflatie. Ook de inflatieverwachtingen voor de komende jaren blijven laag. Deze zijn de afgelopen maanden gedaald tot onder de 1,5%. Voor de ECB is dit aanleiding nieuwe maatregelen te lanceren. Ook in de Verenigde Staten zijn de inflatiecijfers gematigd. De recente inflatiecijfers liggen in de buurt van de beoogde doelstelling van de Fed. De kerninflatie schommelt de laatste maanden tussen de 1,5% en 2%. De sterke Amerikaanse arbeidsmarkt resulteert in gematigde loonstijgingen. Het effect van de importtarieven op de Amerikaanse inflatie is vooralsnog beperkt. Dit komt door de sterke dollar, het beperkt doorberekenen van de importtarieven en substitutie. We verwachten dat de inflatedruk beperkt zal zijn, zeker nu de wereldwijde economische groei afneemt.

### Fed in verzuimingsmodus

In juli verlaagde de Fed voor het eerst in ruim tien jaar de beleidsrente. Deze verlaging volgde op een periode van rentenormalisatie. Vanaf 2015 trok de Fed in geleidelijke stappen de beleidsrente op naar 2,25% - 2,5%. Na de verlaging van 25 basispunten in juli bedraagt de bandbreedte nu 2% - 2,25%. Naast het verlagen van de beleidsrente stopte de Fed ook per direct met de afbouw van de centralebankbalans. De belangrijkste redenen voor de renteverlaging waren de aanhoudende onzekerheden over de economische vooruitzichten en de gematigde inflatie. De grootste onzekerheden zijn het handelsconflict en de ontwikkeling van de wereld-economie. Met de renteverlaging wil de Fed de economische expansie op gang houden.

FIGUUR 2 INFLATIECIJFERS EUROZONE (CPI)

Bron: Bloomberg, Achmea IM



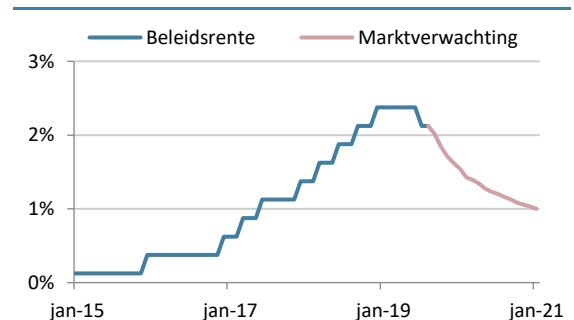
De renteverlaging moet volgens Fed-president Powell gezien worden als een tussentijdse aanpassing en geen begin van een reeks renteverlagingen. Maar sinds de julivergadering is het handelsconflict verder geëscaleerd en duiden macro-economische data op een afnemend economisch momentum. Beleggers gaan er dan ook vanuit dat meer renteverlagingen zullen volgen de komende maanden (zie figuur 3). De eerstvolgende renteverlaging vindt waarschijnlijk al in september plaats. Per saldo verwachten beleggers dat de Amerikaanse beleidsrente met circa 50 basispunten wordt verlaagd in de resterende maanden van 2019.

### ECB onderneemt actie in september

De ECB gaat tijdens de beleidsvergadering in september het monetaire beleid verder versoepelen. Waarschijnlijk neemt de ECB een breed pakket aan maatregelen. Deze maatregelen zijn een verlaging van de depositorente met 10 basispunten naar -0,5% en een verlenging van de *forward guidance*. Dit laatste betekent dat de ECB aangeeft dat de beleidsrente nog langere tijd, waarschijnlijk tot eind 2020, op het huidige of een lager niveau zal blijven. Daarnaast start de ECB naar verwachting in het vierde kwartaal met het opkopen van staatsobligaties en andere obligaties (*QE*). De omvang van het programma zal rond de €30 miljard per maand bedragen. Dit betekent dat minder dan een jaar na het beëindigen van het opkoopprogramma de ECB het opkoopprogramma nieuw leven inblaast. Mogelijk neemt de ECB ook maatregelen om de nadelen van de negatieve renteniveaus voor het bankwezen te beperken (*tiering*). Daarnaast heropent de ECB het loket waar banken tegen gunstige voorwaarden kunnen lenen (de zogenaamde *TLTRO'S*).

FIGUUR 3 BELEIDSRENTE VS EN VERWACHTINGEN

Bron: Bloomberg, Achmea IM



### Lagarde volgt Draghi op




Het verwachte pakket aan maatregelen zal één van de laatste acties zijn van ECB-president Mario Draghi. De Italiaan is sinds november 2011 president van de ECB. Hij gaat de geschiedenisboeken in als de centrale bankier die de beleidsrente nooit verhoogde tijdens zijn acht jaar durende termijn (zie figuur 4). De kwakkelende eurozone-economie, de eurocrisis en de aanhoudend beperkte inflatie weerhielden Draghi ervan de beleidsrente op enig moment te normaliseren. Draghi zal vooral herinnerd worden om de *whatever it takes* toespraak uit 2012. Deze toespraak was het keerpunt in de eurocrisis en hiermee werd de deur opengezet voor het onconventionele beleid. In november neemt de Française Christine Lagarde, tot 12 september nog topvrouw bij het IMF, het stokje over. Naar verwachting continueert zij het ruime monetaire beleid van haar voorganger.

### Opties van centrale banken

De vraag rijst welke opties centrale banken nog hebben om de economische groei te stimuleren en de inflatie aan te jagen. De beleidsrente in de eurozone staat namelijk al op een historisch laag niveau en de ruimte voor verdere verlagingen lijkt beperkt. Ook aan het opkopen van obligaties zitten limieten. In tabel 1 staan de verschillende beleidsopties voor de ECB en een indicatie van de ruimte die ze nog heeft. De meeste maatregelen zijn al ruimschoots ingezet. De mogelijkheden voor de ECB worden steeds beperkter.

**TABEL 1 BELEIDSOPTIES VOOR DE ECB**

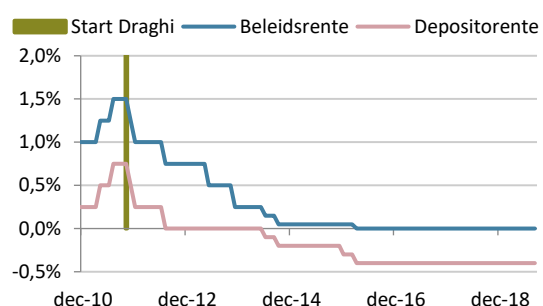
Bron: Achmea IM

|   | Opties voor ECB  | Toelichting opties   |
|---|--|--|
|  | <b>Beleidsrente</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Verder verlagen</li> <li>Forward guidance</li> </ul>                    | Ruimte beperkt<br>Beleidsrente is al laag<br>Positief effect van verdere verlaging beperkt<br>Versturende effecten nemen toe bij negatievere rentes        |
|  | <b>Opkoopprogramma (QE)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Uitbreiden</li> <li>Yield curve control</li> </ul>              | Ruimte beperkt<br>(Zelfopgelegde) limieten komen in zicht<br>Effect is beperkt omdat lange rente al laag is<br>Mogelijk uitbreiden naar andere categorieën |
|  | <b>Monetaire financiering</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Helikoptergeld</li> <li>Samenwerking met overheden</li> </ul> | Nieuw onconventioneel beleid<br>Juridisch en politiek lastiger<br>Waarschijnlijk de enige optie die echt effect heeft bij een nieuwe crisis                |

<sup>1</sup> Bank of Canada, *Estimating Canada's Effective Lower Bound*, Spring 2016

**FIGUUR 4 DRAGHI VERHOOGDE NOOIT DE RENTE**

Bron: Bloomberg, Achmea IM



### Ruimte voor renteverlagingen beperkt

Uit tabel 1 blijkt dat de mogelijkheden steeds beperkter worden. Daarnaast neemt het effect van de maatregelen af. Een renteverlaging van de huidige lage niveaus heeft naar verwachting minder effect op het gedrag van marktparticipanten dan dat dit bij hogere renteniveaus het geval is. De ruimte om de beleidsrente nog verder te verlagen lijkt beperkt omdat het tarief al negatief is. Op enig moment worden de bijeffecten van een negatieve rente te groot. Over waar het potentiële dieptepunt van de beleidsrente ligt, ook wel de *effective lower bound* (ELB) genoemd, verschillen de meningen. Uit een studie van de Bank of Canada kwam een niveau van -0,5% naar voren<sup>1</sup>. Bij een lager niveau wordt het aanhouden van fysiek kasgeld een aantrekkelijk alternatief.

Autoriteiten kunnen echter fysiek kasgeld verbieden of kosten in rekening brengen voor het opnemen van kasgeld waardoor de ELB kan worden opgerekt. Het IMF verwacht daarom dat negatievere renteniveaus haalbaar zijn<sup>2</sup>. JPMorgan taxeerde in 2016 een theoretisch haalbaar niveau van -4,5% voor de deposito-rente<sup>3</sup>. We denken dat een dergelijk laag niveau in de praktijk niet haalbaar is, gezien de ontwrichting dat zo'n laag niveau met zich meebrengt. Onze inschatting is dat de ELB voor de beleidsrente ergens tussen de -0,5% en -1,5% ligt. De ruimte voor verdere verlagingen is dus beperkt. Wel blijft de ECB via de *forward guidance* communiceren dat de beleidsrente erg lang laag blijft. Hiermee worden renteverwachtingen, en daarmee de lange rente, beïnvloed zonder op korte termijn actief de beleidsrente te wijzigen.

#### Ruimte binnen het opkoopprogramma ook beperkt

Ook de ruimte binnen het opkoopprogramma is beperkt. De ECB loopt tegen limieten aan hoeveel overheidsobligaties ze kan kopen. Momenteel hanteert de ECB een limiet van 33%. Dit betekent dat de ECB niet meer dan 33% van een bepaalde obligatie in haar bezit mag hebben. Voor Duitse en Nederlandse staatsobligaties komt deze limiet in zicht. Dit draagt bij aan de schaarste van deze beleggingen waardoor de renteniveaus verder zijn gedaald. De zelfopgelegde limiet van 33% kan natuurlijk aangepast worden. De vraag is alleen welk marginaal effect het kopen van deze obligaties nog heeft nu de renteniveaus al zo laag zijn. Het opkoopprogramma is dan ook vooral een programma om renteniveaus van de perifere eurolanden, zoals Italië, te drukken. Naast staatsobligaties kunnen ook andere effecten opgekocht worden. Voorheen kocht de ECB al bedrijfsobligaties en gedekte obligaties. Het programma kan uitgebreid worden naar aandelen en vastgoed, zoals de *Bank of Japan* (BoJ) doet. Het doel hiervan is een welvaartseffect (*wealth effect*) te creëren. Een andere optie binnen het opkoopprogramma is *yield curve control*. De BoJ voert dit beleid uit. In plaats van een bepaald bedrag aan staatsobligaties elke maand te kopen, streeft de centrale bank een niveau van de lange rente na. De BoJ koopt momenteel zo veel staatsobligaties als nodig om de Japanse 10-jaarsrente op 0% te houden. Voor de ECB is dit lastiger vorm te geven omdat elk land zijn eigen 10-jaarsrente heeft en de Duitse 10-jaarsrente al op een laag niveau ligt.

<sup>2</sup> IMF Working Paper, *Enabling Deep Negative Rates to Fight Recessions: A Guide*, April 2019

*When the next downturn comes, which inevitably it will, policy makers may need to use all policy tools to maximize their combined effect. This means supporting demand through decisive monetary easing and fiscal stimulus wherever possible.*

*Christine Lagarde, IMF-voorzitter en opvolger van Mario Draghi op 5 juni 2019*

#### Nieuwe maatregelen bij een forse recessie

De vraag is dan ook of de ECB in staat is voldoende in te grijpen bij een forse recessie in de eurozone. Het pakket aan maatregelen dat naar verwachting in september gelanceerd wordt, is dat waarschijnlijk niet. Nieuwe onconventionele maatregelen in de toekomst zijn dan ook niet uit te sluiten. Het waarschijnlijkst is een vorm van monetaire financiering. De ECB financiert dan de uitgaven van de overheid of drukt geld dat direct de reële economie instroomt (*helicopter money*). Officieel is monetaire financiering verboden. Maar in het verleden zijn regels flexibel gebleken in de eurozone als de druk groot genoeg wordt. Ook klinken steeds vaker geluiden over de rol die overheden kunnen spelen via budgettair beleid in het stimuleren van de economische groei. Veel landen hebben echter maar beperkte financiële ruimte om de economie te stimuleren. Het vergroten van de overheidsuitgaven kan leiden tot zorgen over de houdbaarheid van de staatsschuld. Daarom wordt steeds vaker gepleit voor een vorm van samenwerking tussen overheden en centrale banken. Dit gaat wel ten koste van de onafhankelijkheid van centrale banken.

#### Nadelen extreem beleid

Het doel van al deze maatregelen is om de inflatie naar een hoger niveau te tillen. Dit is nog onvoldoende gelukt met de bestaande maatregelen. Het is dan ook twijfelachtig of meer van hetzelfde recept de inflatie wel structureel opstuwet en of de nadelen van het extreme monetaire beleid niet te groot worden. Het huidige beleid kent namelijk een aantal nadelen. Hoe langer het monetaire beleid extreem ruim blijft, des te lastiger het is om weer terug te draaien.

<sup>3</sup> J.P. Morgan, *Negative policy rates: The bound is lower than you think*, February 2016

# Renterecords sneuvelen

De *dovish* draai van de centrale banken is de belangrijkste factor op de financiële markten geweest. Nagenoeg alle beleggingscategorieën staan dit kalenderjaar in de plus. De risicovrije rentes daalden naar nieuwe dieptepunten. Hierdoor heeft een steeds groter deel van het uitstaande schuldpapier een negatieve rente. Naast de beleidsdraai van centrale banken zorgden de wereldwijde economische afkoeling en gematigde inflatie voor druk op de renteniveaus. Maar ook de risicovollere beleggingscategorieën stegen in waarde, ondanks de economische afzwakking. Het periodiek oplaaierende handelsconflict onderbrak de opmars van de aandelenmarkt wel een aantal keren. De verwachte rendementen voor de middellange termijn zijn laag. En zelfs lager dan vorig jaar vanwege de gedaalde renteniveaus.

## Terugblik: monetaire draai stuwt beurzen

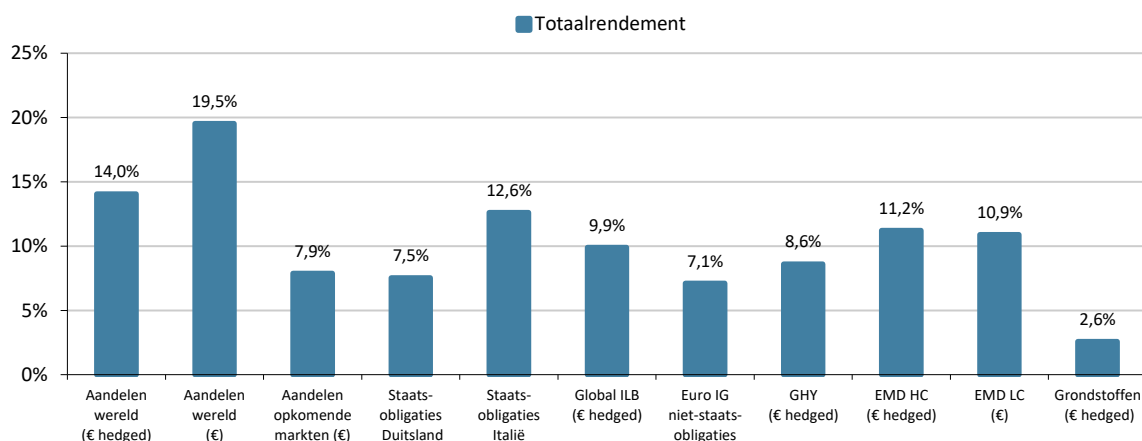
De monetaire beleidsdraai leidde tot een daling van zowel de risicovrije rentes als sommige risico-opslagen. Het totaalrendement op nagenoeg alle beleggingscategorieën was daardoor wel positief in de eerste acht maanden van 2019 (zie figuur 5). De wereldwijde economische afkoeling en diverse risico's hadden per saldo maar een beperkte impact. Aandelenmarkten stegen in waarde, maar het periodiek oplaaierende handelsconflict zorgde wel voor correcties. In mei stonden aandelenmarkten onder druk nadat de onderhandelingen tussen de Verenigde Staten en China vastliepen. In augustus zorgde de aankondiging van nieuwe invoertarieven op Chinese importen voor onrust. Vooral opkomende landen zijn gevoelig voor escalatie

van het handelsconflict. Dit neemt niet weg dat de wereldwijde aandelenmarkten tot nu toe een ruime plus noteren en vooralsnog losgekoppeld lijken van de economische afkoeling.

De vastrentende categorieën profiteerden van de daling van de risicovrije rentes. De Duitse 10-jaarsrente daalde van 0,24% eind vorig jaar naar -0,70% per eind augustus. Ook de Italiaanse kapitaalmarktrente daalde met het vooruitzicht van nieuwe monetaire stimulansen en een nieuwe coalitie. Eind augustus stond de Italiaanse 10-jaarsrente op 1%. Net als in de eurozone daalde ook de Amerikaanse 10-jaarsrente. Deze daalde gedurende de eerste acht maanden van 2019 met bijna 120 basispunten naar 1,5%. De risico-opslagen op de risicovollere kredietcategorieën gingen per saldo omlaag. Het totaalrendement op investment grade credits, global high yield en obligaties uit opkomende landen was positief. Ook in de opkomende landen daalden de renteniveaus. Daarnaast stegen de opkomendelandenvaluta's gemiddeld genomen in waarde ten opzichte van de euro. De olieprijs kende een volatiel verloop. Na een sterke stijging in de eerste vier maanden van het jaar, viel de prijs van een vat olie weer terug. De goudprijs daarentegen is de laatste maanden aan een sterke opmars bezig. Per saldo resulteerde een kleine plus voor de beleggingscategorie grondstoffen. De euro verzwakte gedurende de eerste acht maanden van 2019 ten opzichte van de Amerikaanse dollar en de Japanse yen. De euro was nagenoeg vlak ten opzichte van het Britse pond. De brexit-onrust houdt de Britse munt in haar greep.

**FIGUUR 5 TOTAALRENDEMENTEN IN 2019 T/M ULTIMO AUGUSTUS**

Bron: Bloomberg, Achmea IM



## Verwachtingen liquide beleggingen

In figuur 6 staan de rendementsverwachtingen voor de middellange termijn en de aantrekkelijkheid van de liquide beleggingscategorieën uitgaande van ons basisscenario 3L. De verwachte rendementen zijn gemiddeld genomen laag en vooral voor de vastrentende categorieën lager dan een jaar geleden. De belangrijkste reden hiervoor zijn de verder gedaalde renteniveaus in de eurozone. De rendementsverwachting voor vastrentende beleggingen met een hoge kredietwaardigheid zijn negatief. De huidige negatieve yields gecombineerd met een verwachte beperkte rentestijging op middellange termijn liggen hieraan ten grondslag. Op korte termijn zullen de renteniveaus laag blijven, maar ook dan zijn de verwachte rendementen heel beperkt. De rendementsverwachting voor de risicovollere kredietcategorieën ligt wat hoger. Maar in historisch perspectief zijn ook deze verwachtingen absoluut gezien zeer laag. Hetzelfde geldt voor aandelen en grondstoffen. Per saldo is, meer nog dan vorig jaar, sprake van een laagrendementsomgeving. Zowel aandelen als obligaties uit opkomende landen zijn aantrekkelijker gewaardeerd.

## Allocatie

We geven op de middellange termijn de voorkeur aan aandelen opkomende landen ten koste van euro-staatsobligaties. De waardering van aandelen opkomende landen ligt een stuk lager dan die van aandelen uit de ontwikkelde landen. Het verwachte rendement op aandelen opkomende landen is dan ook relatief aantrekkelijk voor de middellange termijn. Door de lage renteniveaus en de verwachte rentestijging is de rendementsverwachting voor euro-staatsobligaties negatief. Verdere escalatie van het handelsconflict blijft op korte termijn het belangrijkste risico voor deze positie. De recente ontwikkelingen ten aanzien van het handelsconflict zijn dan ook zorgelijk.

Naast de aandelen van de opkomende landen ogen ook de obligaties van de opkomende landen aantrekkelijk, vooral die in lokale valuta. De (reële) rentes in de opkomende landen zijn hoger en de opkomendelandenvaluta's zijn neutraal gewaardeerd. De beleggingscategorie global high yield is minder aantrekkelijk. Global high yield is relatief duur en onderliggend nemen de risico's toe, waardoor deze beleggingscategorie kwetsbaar is voor de economische afkoeling.

**FIGUUR 6 MIDDELLANGETERMIJNVERWACHTINGEN (ULTIMO AUGUSTUS 2019)**

Bron: Achmea IM

| Beleggingscategorie              | Negatief | Positief | Allocatie | MLT-visie | Toelichting   |
|----------------------------------|----------|----------|-----------|-----------|---|
| Aandelen Opkomende Markten       | ■        | ■        | +         | 8,00%     | Aantrekkelijke waardering, maar gevoelig voor handelsconflict               |
| Emerging Market Debt LC          | ■        | ■        | +         | 4,50%     | Relatief aantrekkelijk, maar renteniveau is historisch laag                 |
| Aandelen Ontwikkelde Markten     | ■        | ■        |           | 3,00%     | Gematigd verwacht rendement, vooral door dure Amerikaanse aandelen          |
| Global High Yield                | ■        | ■        | -         | 1,75%     | Risico-opslag is in historisch perspectief beperkt tot neutraal             |
| Emerging Market Debt HC          | ■        | ■        |           | 1,25%     | De risico-opslag ligt op een gemiddeld niveau, maar landspecifieke risico's |
| Grondstoffen                     | ■        | ■        |           | 1,50%     | Beperkt verwacht rendement en volatiel op korte termijn                     |
| Kasgeld                          |          |          |           | -0,25%    | Verwacht rendement op kasgeld negatief door ruim ECB-beleid                 |
| Staatsobligaties Niet-Kernlanden |          |          |           | -0,50%    | Negatief verwacht rendement door historisch lage renteniveaus               |
| Investment Grade Credits         |          |          |           | -1,00%    | Negatief verwacht rendement door historisch laag absoluut renteniveau       |
| Global ILB                       |          |          |           | -1,25%    | Negatief verwacht rendement door negatieve reële rente                      |
| Staatsobligaties Kernlanden      |          |          | -         | -1,75%    | Negatief verwacht rendement door historisch lage rente                      |

Deze tabel bevat de middellangetermijnvisie voor de liquide beleggingscategorieën. De verwachte rendementen zijn gemiddelde rendementen per jaar en hebben betrekking op de komende vijf jaar. De verwachte rendementen zijn in euro's of afgedekt naar euro's (Aandelen Ontwikkelde Markten, GHY, EMD HC, Global ILB en Grondstoffen). De verwachte totaalrendementen zijn na kosten. De aantrekkelijkheid van de beleggingscategorieën komt tot stand op basis van zowel rendements- als risicoschattingen. Deze tabel is mede input voor het Strategisch Risico & Allocatie Management (SRAM) beleid van Achmea IM.



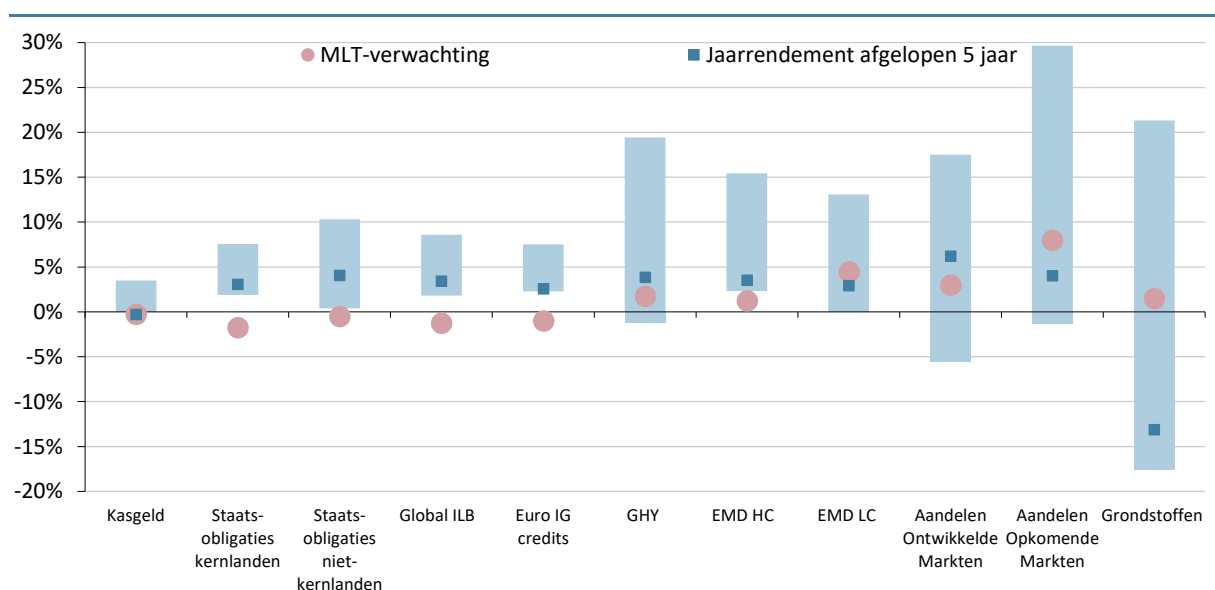
### MLT-rendementen in perspectief

In figuur 7 zetten we de verwachte middellange-termijnrendementen (MLT-rendementen) af tegen het rendement over de afgelopen vijf jaar. De MLT-verwachting moet gezien worden als een indicatie voor het rendementspotentieel op basis van de onderliggende waardering in plaats van een precieze puntschatting. Naast de MLT-verwachting en het gerealiseerde vijfjaarsrendement van elke beleggingscategorie, tonen we de historische bandbreedte van het gerealiseerde rendement. Deze bandbreedte wordt gevormd door het maximum en het minimum te nemen van de voortschrijdende vijfjaarsrendementen op jaarbasis. De omvang van de bandbreedte zegt ook iets over de volatiliteit van de rendementen door de tijd heen. Voor de meeste beleggingscategorieën liggen de MLT-verwachtingen onder of rond het gerealiseerde rendement in de afgelopen vijf jaar. Voor geen enkele beleggingscategorie bevindt de MLT-verwachting zich aan de bovenkant van de bandbreedte. Voor de meeste vastrentende beleggingscategorieën is het verwachte totaalrendement lager dan het rendement dat we de afgelopen vijf jaar hebben gezien. De huidige extreem lage renteniveaus zijn hier de oorzaak van.

De verwachte totaalrendementen liggen buiten of aan de onderkant van de historische bandbreedte. Voor de vastrentende waarden met een hoge kredietwaardigheid is het verwachte rendement negatief. Binnen vastrentende waarden verwachten we dat alleen schuldpapier uit opkomende landen in lokale valuta (EMD LC) de komende jaren een hoger totaalrendement genereert in euro's dan over de afgelopen vijf jaar. Het verwachte rendement voor deze beleggingscategorie ligt in het midden van de historische bandbreedte. Het verwachte rendement voor aandelen ontwikkelde markten ligt lager dan het gerealiseerde rendement over de afgelopen vijf jaar. Dit komt door de opgelopen waardering. Voor aandelen opkomende markten verwachten we wel een hoger rendement dan over de afgelopen vijf jaar. Al is dit verwachte absolute rendement in historisch perspectief niet extreem. Voor grondstoffen verwachten we een licht positief rendement dat in het midden van de historische bandbreedte zit. De MLT-verwachtingen voor de verschillende beleggingscategorieën lichten we kort toe in de rest van dit hoofdstuk.

**FIGUUR 7 MLT-VERWACHTINGEN TEN OPZICHTE VAN HISTORISCHE RENDEMENTEN (ULT. AUGUSTUS 2019)**

Bron: Bloomberg, Achmea IM



*De verwachte MLT-rendementen en de verwachte rendementen over de afgelopen 5 jaren zijn meetkundige jaarrendementen. De bandbreedte is opgebouwd uit het minimum en maximum meetkundige jaarrendement berekend over een voortschrijdende 5-jaarsperiode van de betreffende beleggingscategorie over de periode 1998-augustus 2019. Duitse staatsobligaties zijn als proxy gebruikt voor staatsobligaties kernlanden en Italiaanse staatsobligaties voor staatsobligaties niet-kernlanden.*

## Kasgeld

We verwachten dat het totaalrendement op kasgeld de komende jaren negatief is. De depositorente van de ECB is negatief en bedraagt momenteel -0,4%. De ECB gaat deze beleidsrente naar verwachting nog verder verlagen, waarschijnlijk deze maand al. Daarnaast heeft de ECB aangegeven de beleidsrente nog lang laag te houden. De komende jaren zal de ECB deze rente niet verhogen. De financiële markten verwachten dat de beleidsrente nog zeker vijf jaar rond het huidige lage niveau blijft.

## Staatsobligaties kernlanden

In lijn met de verwachting voor kasgeld verwachten we dat ook de kapitaalmarktrentes van de kernlanden in de eurozone de komende jaren laag blijven. Enkele maanden geleden hebben we onze renteverwachtingen voor de middellange en lange termijn verlaagd in ons basisscenario 3L (lage groei, lage inflatie en lage rente). Diverse structurele factoren houden de renteniveaus laag. Dit zijn onder meer de verwachte gematigde nominale economische groei, het monetaire beleidsregime, de *excess savings*, demografie en schaarste aan veilige beleggingen. Per saldo verwachten we wel een rentestijging op de middellange termijn. De huidige negatieve nominale renteniveaus zijn volgens ons niet 'normaal' en op termijn niet effectief. Dit neemt niet weg dat op de korte termijn negatieve renteniveaus de realiteit blijven.

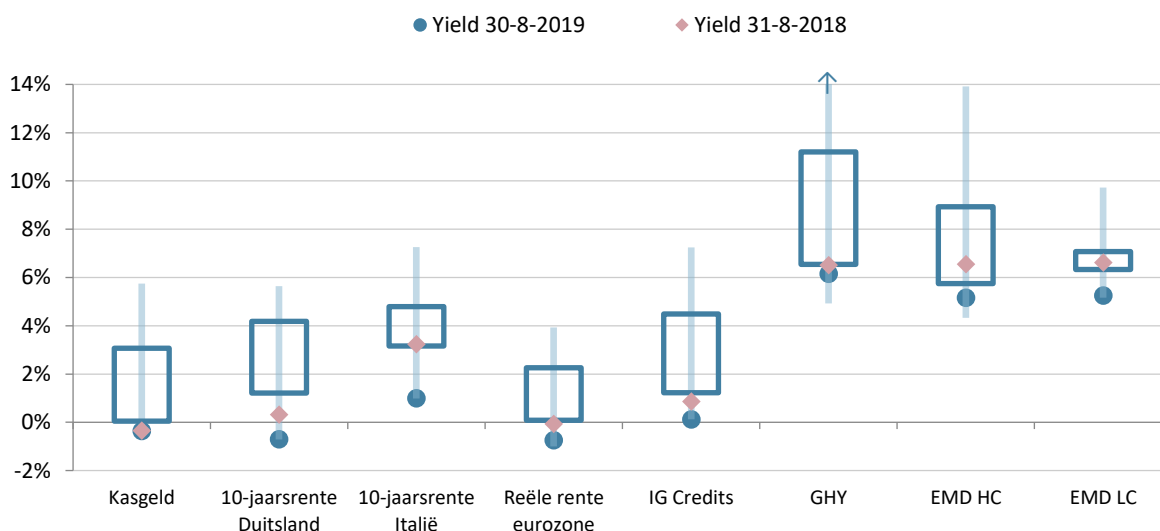
Zeker nu de ECB het monetaire gaspedaal dieper gaat indrukken door de beleidsrente te verlagen en staatsobligaties op te kopen. Het verwachte rendement op staatsobligaties uit de kernlanden is negatief door de verwachte rentestijging. Maar zelfs als deze rentestijging niet komt, zijn staatsobligaties onaantrekkelijk bij deze negatieve *yields*.

## Staatsobligaties niet-kernlanden

De renteniveaus van staatsobligaties uit de niet-kernlanden daalden in lijn met die uit de kernlanden in het afgelopen jaar. Ook voor deze landen zijn de renteniveaus naar historisch dieptepunten gedaald. Zelfs de Italiaanse rente heeft geprofiteerd. De Italiaanse 10-jaarsrente daalde tot onder de 1% (zie figuur 8). De vooruitzichten voor Italiaanse staatsobligaties hangen sterk af van de ontwikkelingen in Italië en de eurozone. Politiek, financieel en macro-economisch boekt Italië weinig vooruitgang. Daardoor blijven de risico's groot. De ECB-maatregelen zijn voorlopig de reddingsboei waaraan Italië zich vastklampt. Voorlopig gaan we nog steeds uit van een instabiel evenwicht waarbij de eurozone intact blijft. Maar opleving van de eurocrisis blijft een belangrijk risicoscenario (zie special II: *Drie actuele risico's & beleidsopties*). Door de fors gedaalde renteniveaus is het verwachte rendement voor deze categorie voor de middellange termijn negatief.

**FIGUUR 8 YIELDS VASTRENTENDE CATEGORIEËN VERDER GEDAALD (ULTIMO AUGUSTUS 2019)**

Bron: Bloomberg, Achmea IM



In deze figuur staan de effectieve rentes (*yields*) van de betreffende beleggingscategorie. De licht blauwe lijn is de historische bandbreedte van de yield. De meeste reeksen beginnen in 1999. Voor sommige reeksen is de horizon korter (bijv. EMD LC vanaf 2003). De donkerblauwe rechthoek geeft het 25%- en 75%-kwartiel weer. Dit betekent dat 50% van de historische waarnemingen binnen deze rechthoek vallen.

### Inflatiegerelateerde obligaties

Het rendement op inflatiegerelateerde obligaties (ILB) wordt bepaald door de ontwikkeling van de reële rente en de ontwikkeling van de inflatie. Beide zijn momenteel laag en gedaald ten opzichte van vorig jaar. De belangrijkste valutablokken in de wereldwijde index voor inflatiegerelateerde obligaties zijn de Amerikaanse dollar, het Britse pond en de euro. De reële rente is in Europa negatief voor de onderliggende indices. In het Verenigd Koninkrijk bedraagt deze minder dan -2%. De Duitse reële rente schommelt rond de -1,5%. In de Verenigde Staten is wel nog sprake van een licht positieve reële rente van circa 0,2%. We verwachten dat de reële rentes op de middellange termijn licht oplopen, maar in Europa negatief blijven. De inflatie blijft naar verwachting gematigd en rond de huidige niveaus schommelen. Per saldo resulteert voor wereldwijde inflatiegerelateerde obligaties een verwacht totaalrendement van -1,25% (afgedekt naar euro).

### Investment grade credits

De effectieve rente op investment grade credits is fors gedaald afgelopen jaar. Dit kwam vooral door de daling van de risicovrije rente. Maar ook de risico-opslag daalde licht. Door de historisch lage effectieve rente en de verwachte rentestijging is het verwachte rendement negatief. Op korte termijn wordt deze categorie ondersteund door het ECB-beleid. De korte rente zal de komende jaren laag blijven. Als de ECB het opkoopprogramma weer opstart, worden waarschijnlijk ook weer kredietobligaties gekocht. Dit zal een drukkend effect hebben op de risico-opslagen.

### Global high yield

De effectieve rente op global high yield is maar zeer beperkt gedaald het afgelopen jaar. De risico-opslag bevindt zich onder het historische langetermijn-gemiddelde. In lijn met andere risicovolle beleggingen profiteerde deze categorie van het positieve sentiment, ondersteund door de beperkte mate van wanbetalingen. Het verwachte rendement voor de middellange termijn is nagenoeg gelijk aan dat van vorig jaar. Het afdekken van het valutarisico drukt de rendementsverwachting, vanwege het grote verschil in rente tussen de Verenigde Staten en de eurozone. Door de nog steeds hoge waardering van global high yield en de toename van de onderliggende risico's, blijft deze categorie kwetsbaar voor een economische afkoeling.

### Emerging Market Debt

De effectieve rentes op obligaties uit opkomende landen in zowel harde valuta (EMD HC) als lokale valuta (EMD LC) zijn gedaald ten opzichte van vorig jaar (zie figuur 8). De risico-opslag van EMD HC bevindt zich rond de verwachte evenwichtswaarde. Per saldo is de kredietwaardigheid van EMD HC toegenomen door de opname van diverse landen uit het Midden-Oosten in de benchmark. Voor EMD LC bedraagt de gemiddelde *yield* 5,3%. De inflatie is in de meeste landen onder controle waardoor de reële rente positief is (circa 2%). De waardering van de valuta's uit de opkomende landen is neutraal. Verdere escalatie van het handelsconflict blijft het belangrijkste risico voor EMD-beleggingen.

### Aandelen

Wereldwijde aandelen stegen gedurende de eerste acht maanden van 2019. De *dovish* draai van centrale banken was de belangrijkste reden. Het handelsconflict zorgde voor periodiek oplopende volatiliteit. Het verwachte rendement voor aandelen ontwikkelde markten is beperkt in historisch perspectief. Naar verwachting zal de sterke winstgroei van de afgelopen jaren afzwakken. De afname van het economische momentum, de krapte op de arbeidsmarkt en het handelsconflict zijn bedreigingen voor de winsten. Het verwachte rendement voor aandelen uit de opkomende markten ligt hoger, vanwege de aantrekkelijkere waardering. Wel blijft deze categorie gevoelig voor het handelsconflict.

### Grondstoffen

De olieprijs was volatiel de afgelopen maanden en gaf per saldo terrein prijs. De prijs voor een vat Brent olie bedraagt bijna \$60. De wereldwijde economische afkoeling en het handelsconflict drukken op de prijs. De olieproductie in de Verenigde Staten blijft oplopen en bedraagt nu meer dan 12 miljoen vaten per dag. Wel blijven geopolitieke risico's aanwezig, zoals de confrontatie tussen de Verenigde Staten en Iran. De goudprijs profiteerde afgelopen jaar van de dalende reële rentes en de toenemende spanningen. Het verwachte rendement op grondstoffen is licht hoger dan vorig jaar. Het verwachte rendement op het onderpand is laag en het rolrendement, het rendement als gevolg van het periodiek doorrollen van de futures, is gemiddeld genomen licht positief. Het verwachte opwaarts potentieel voor de olieprijs is beperkt op de middellange termijn.

## Verwachtingen illiquide beleggingen

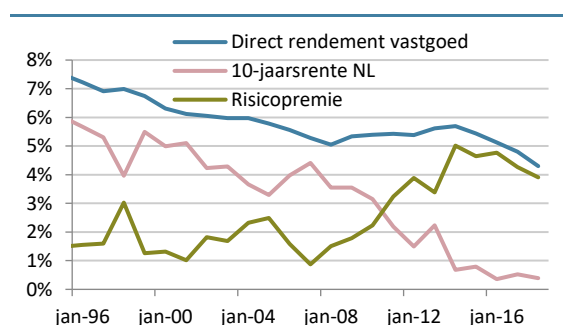
In de rest van dit hoofdstuk lichten wij de verwachte rendementen voor de middellange termijn toe van de illiquide beleggingscategorieën. Dit zijn niet-beursgenoteerd vastgoed, infrastructuur, private equity, Nederlandse woninghypotheken, hedge funds en alternatieve risicopremies. Door de beperkte liquiditeit, hoge aan- en verkoopkosten en de langjarige aan- en verkoopprogramma's zijn deze illiquide beleggingen niet geschikt om actief mee te sturen. Alle verwachte rendementen zijn in euro of afgedekt naar euro en na beheerkosten.

### Niet-beursgenoteerd vastgoed Nederland

Het verwachte rendement voor niet-beursgenoteerd vastgoed bedraagt 4% tot 5% per jaar. Deze verwachting geldt voor een breed gespreide portefeuille in Nederlands vastgoed, zoals de IPD Netherlands index. Het verwachte vastgoedrendement is daarmee absoluut gezien laag. Het vastgoedrendement bestaat uit twee componenten. De eerste component is het direct rendement. Dit zijn de huurinkomsten. De tweede component is het indirect rendement. Dit is de waardeverandering van het vastgoed. Op langere termijn zijn de huurinkomsten bepalend voor het rendement. Door de opgelopen prijzen is het aanvangsrendement (netto huursom gedeeld door de waarde van het vastgoed) de laatste jaren gestaag gedaald. Dit resulteert in een lager verwacht rendement. Dit beeld is niet uniek voor Nederland. In vrijwel alle landen zijn de aanvangsrendementen op vastgoed gedaald. Ten opzichte van andere beleggingscategorieën blijft vastgoed echter relatief aantrekkelijk. Dit is vooral een gevolg van de zeer lage kapitaalmarktrentes. Dit illustreren we in figuur 9.

### FIGUUR 9 RISICOPREMIE NIET-BEURSGENOTEERD VASTGOED NEDERLAND

Bron: MSCI IPDF, Bloomberg, Achmea IM



In deze figuur wordt de ex-ante risicopremie van vastgoed versus de 10-jaarsrente op Nederlandse staatsobligaties getoond. Ondanks de gestage daling van het aanvangsrendement, is de risicopremie op vastgoed nog steeds hoog. De waardeverandering van vastgoed is volatiel en afhankelijk van onder meer de ontwikkeling van de economie, de verandering van de rente en de beleggersvraag.

### Infrastructuur

Infrastructuur omvat investeringen in fysieke voorzieningen die essentieel zijn voor het goed functioneren van de maatschappij en economie. Wij geven de voorkeur aan de zogenaamde *core* infrastructuur in de ontwikkelde landen. Deze beleggingsstijl wordt gekenmerkt door de stabiele, langlopende inflatiegerelateerde kasstromen. Het verwachte middellangetermijnderendement na kosten voor *core* infrastructuur bedraagt 4% tot 5% per jaar. Daarmee ligt het verwachte rendement een stuk lager dan de gerealiseerde rendementen uit het recente verleden. Het verwachte rendement op infrastructuur is afhankelijk van de kwaliteit van de manager en het *vintage year* (jaar van eerste fondsinvestering). Het lage verwachte rendement is vooral het gevolg van de opgelopen waarderingen. Door toegenomen concurrentie en de lage rente zijn de prijzen van infrastructuurprojecten de laatste jaren gestaag gestegen. De aanvangsrendementen zijn hierdoor gedaald. Het rendement van *core* infrastructuur wordt grotendeels bepaald door dit aanvangsrendement en de groei van de kasstromen. De groei van de kasstromen blijft de komende jaren beperkt door de aanhoudend lage inflatie en de gematigde economische groei.

### Private equity

Private equity zijn investeringen in niet-beursgenoteerde bedrijven. De beleggingscategorie is de laatste decennia uitgegroeid tot één van de populairste alternatieve beleggingen. Het belegd vermogen is gestegen naar ongeveer \$5.800 miljard. Wij verwachten een rendement na kosten van circa 5,5% tot 6,5% per jaar. Dit komt overeen met een excessrendement van 3% boven het rendement op beursgenoteerde aandelen. Deze rendementsverwachting geldt voor de huidige *vintage years*. Door de structuur van een private-equity-belegging is het *vintage year* een belangrijke bepalende factor voor het rendement.

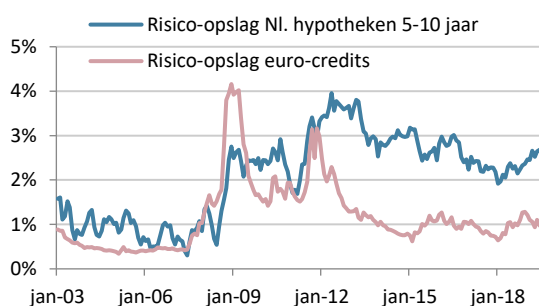
Goede *vintage years* zijn de jaren waarin private-equity-fondsen tegen gunstige waarderingen investeren. Uit onderzoek blijkt dat goede en slechte *vintage years* een sterke relatie hebben met de conjunctuurcyclus en de waarderingen op de publieke aandelenmarkten. De private equity-markt beweegt net als de economie in langjarige cycli. Private equity heeft een periode met goede rendementen achter de rug. Gegeven de huidige waarderingen zijn de verwachte rendementen voor de huidige *vintage years* lager. De hogere waarderingen en verslechterende vooruitzichten vertalen zich in een beperkt absoluut verwacht rendement.

### Nederlandse woninghypotheken

Het verwachte jaarrendement op Nederlandse particuliere woninghypotheken is met 1,5% tot 2,5% absoluut gezien laag. Relatief ten opzichte van de andere beleggingscategorieën blijft hypotheken echter één van de aantrekkelijkste vastrentende beleggingen. Zeker gezien de hoge kredietwaardigheid van een gespreide hypothekenportefeuille. Het lage verwachte rendement is een direct gevolg van de historisch lage kapitaalmarkt-rente. De hypotheekrente is namelijk opgebouwd uit de euroswaprente en een risico-opslag. De swaprente ligt voor alle looptijden op een historisch dieptepunt. De risico-opslagen van hypotheken zijn nog steeds historisch hoog. De looptijd en het risicoprofiel bepalen de hoogte van de risico-opslag. Na een periode van gestage daling is de risico-opslag in de loop van 2018 en 2019 weer opgelopen (zie figuur 10). Deze ligt momenteel boven de 2%. Hierdoor is de hypotheekrente hoog vergeleken met de rente op staatsobligaties en investment grade credits. Dat maakt hypotheken, ondanks de lage liquiditeit en relatief hoge kosten, een aantrekkelijke beleggingscategorie.

### FIGUUR 10 RISICO-OPSLAG HYPOTHEKEN

Bron: DNB, Bloomberg, Achmea IM



### Hedge funds

Hedge funds zijn een heterogene categorie met veel verschillende beleggingsstijlen. Wij baseren onze verwachting op de hedge-funds-strategieën Global Macro en CTA (*trend following*). Het verwachte rendement op deze hedge-funds-strategieën bedraagt 2% tot 3% per jaar. Het lage verwachte rendement is een direct gevolg van de verwachting dat het rendement op kasgeld de komende jaren zeer laag blijft. Het rendement op hedge funds bestaat namelijk uit twee componenten. Dit zijn het rendement op kasgeld en een strategie-afhankelijke opslag die gebaseerd is op de karakteristieken van de beleggingsstrategie en de kunde van de manager. Het rendement op kasgeld schommelt de komende jaren tussen de -0,5% en 0%. Op basis van historische data schatten wij de strategie-afhankelijke opslag op circa 3% per jaar na beheerkosten. Het verwachte rendement op hedge funds komt dus geheel uit deze opslag. Ondanks dit lage absolute rendement blijven hedge funds van toegevoegde waarde in een beleggingsportefeuille. Het verwachte hedge-funds-rendement is ten opzichte van andere beleggings-categorieën aantrekkelijk. Daarnaast zijn Global Macro en CTA waardevolle bronnen van diversificatie.

### Alternatieve risicopremies (ARP)

Alternatieve risicopremies zijn een verzamelnaam voor verschillende systematische strategieën zonder blootstelling naar de traditionele risicofactoren. De bekendste alternatieve risicopremies zijn *Waarde*, *Momentum* en *Carry*. Alternatieve risicopremies worden gekenmerkt door een lage correlatie met de traditionele beleggingscategorieën aandelen en vastrentende waarden. Hierdoor zijn ze een waardevolle toevoeging voor de totale beleggingsportefeuille. Voor alternatieve risicopremies is het verwachte rendement sterk afhankelijk van de samenstelling van de onderliggende portefeuille en de nagestreefde doelvolatiliteit. Voor een defensieve ARP-portefeuille met een doelvolatiliteit van circa 5% verwachten we een excesrendement van circa 3% ten opzichte van kasgeld. Het verwachte totaalrendement is dan vergelijkbaar met hedge funds en bedraagt 2% tot 3% per jaar.

# Effectieve diversificatie voor robuustere portefeuilles

In deze special schetsen we onze visie op de indeling van het beleggingsuniversum. Daarbij bekijken we de portefeuilleconstructie vanuit verschillende invalshoeken. Op deze manier waarborgen we een effectieve diversificatie over verschillende risicodrijvers terwijl de risico's van schijndiversificatie worden vermeden. Zo wordt de robuustheid van de beleggingsportefeuille vergroot. Een ander belangrijk uitgangspunt in onze aanpak is het aanbrengen van voldoende flexibiliteit. Dit is belangrijk om maatwerk een plek te geven in de portefeuilleconstructie. Uiteindelijk resulteert dit in een pragmatisch raamwerk dat de bouwblokken levert voor de strategische beleggingsportefeuille. Dit raamwerk is een doorontwikkeling van beleid dat wij eerder in de Investment Letter hebben toegelicht<sup>4</sup>.

## Onzekerheid vraagt om robuustheid

Een goede portefeuilleconstructie houdt rekening met de onzekerheid rondom de gebruikte aannames. De verwachtingen over zowel de economische ontwikkelingen als de beleggingsrendementen zijn namelijk inherent foutgevoelig. Schattingsfouten werken versterkt door in optimalisaties met een eenzijdige focus op het rendements-/risicoprofiel. Een goede portefeuilleconstructie houdt daar rekening mee. De portefeuillegewichten zijn dan minder gevoelig voor de gebruikte aannames. Dit resulteert in robuustere portefeuilles met een stabielere rendementsverloop door de tijd.

## Effectieve portefeuillediversificatie is noodzaak

Om de robuustheid van een portefeuille te verbeteren is een effectieve diversificatie noodzakelijk. Dit betekent dat de portefeuille voldoende spreiding moet hebben over onafhankelijke bronnen van rendement en risico én verschillende economische scenario's. Op deze manier wordt voorkomen dat het rendements-/risicoprofiel van de portefeuille wordt gedomineerd door één beleggingscategorie en één economische omgeving. Een effectief gediversifieerde portefeuille is daardoor minder afhankelijk van het wel of niet uitkomen van verwachtingen. Ons raamwerk is ontstaan uit dit streven naar een effectieve diversificatie.

## Vermijd schijndiversificatie

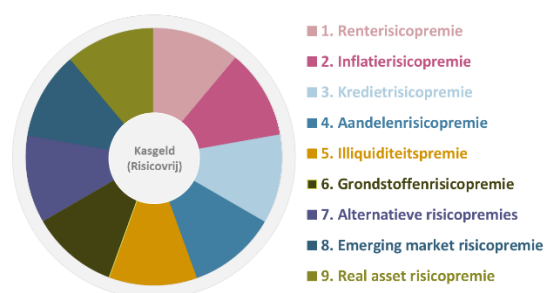
Effectieve diversificatie is niet hetzelfde als zoveel mogelijk diversificatie. Want hoewel diversificatie door Markowitz *the only free lunch* in beleggen werd genoemd, bestaat er wel degelijk te veel diversificatie. Zo kunnen twee beleggingscategorieën op het eerste gezicht verschillend lijken, maar onderliggend grotendeels dezelfde drijvers van het rendement en risico hebben.

## Wij identificeren negen risicopremies

Wij beginnen met het in kaart brengen van de belangrijkste risicopremies. Dit is de eerste invalshoek bij de portefeuilleconstructie. Een risicopremie is de vergoeding boven de risicovrije rente die een belegger krijgt voor het hogere risico van een belegging. Het excessrendement (rendement boven risicovrij kasgeld) en het risicoprofiel van de beleggingscategorieën worden verklaard door combinaties van deze risicopremies. De meeste beleggingen staan bloot aan meer dan één risicopremie. Dit maakt het lastig, zo niet onmogelijk, om alle risicopremies zuiver in kaart brengen. De gemaakte keuzes zijn van grote invloed op hoe het beleggingsuniversum wordt opgedeeld in een overzichtelijk aantal portefeuillebouwstenen. Wij identificeren negen belangrijke risicopremies. Dit zijn risicopremies met een academische en empirische onderbouwing. Zie figuur 11 voor ons risicopremieoverzicht. De alternatieve risicopremies, de illiquiditeitspremie en de real asset risicopremie zijn een clustering van meerdere (kleinere) risicopremies.

FIGUUR 11 NEGEN RISICOPREMIES

Bron: Achmea IM



<sup>4</sup> Zie de special *Onzekerheid vraagt om diversificatie* in Investment Letter 19, *Unheimisch*, juni 2016

### Cluster beleggingsuniversum in risicocategorieën

Doordat beleggingscategorieën een combinatie zijn van meerdere risicopremies, is een zuivere belegging in een risicopremie lastig. Wij kiezen daarom voor een pragmatische indeling van het beleggingsuniversum op basis van risicocategorieën. Dit is onze tweede invalshoek bij de portefeuilleconstructie. Een risicocategorie omvat beleggingscategorieën met een gelijksoortige, dominante risicopremie. Zo bestaat de risicocategorie *Aandelen* uit beleggingen waarvan het rendement (grotendeels) gedreven wordt door de aandelenrisicopremie. Alle beursgenoteerde aandelenbeleggingen ongeacht de omvang, sector en regio vallen in deze categorie. Naast beursgenoteerde aandelen valt ook private equity onder de risicocategorie *Aandelen*. Private equity heeft weliswaar een illiquiditeitspremie, maar voor het rendements-/risicoprofiel is het aandelenrisico dominant.

### Zeven risicocategorieën

De risicocategorieën zijn dusdanig gekozen dat de onderlinge overlap zoveel mogelijk wordt beperkt. Dit maakt het eenvoudiger om de gewenste effectieve portefeuillediversificatie te bereiken. De kans op schijndiversificatie wordt dan sterk verlaagd. De namen van de risicocategorieën zijn logisch en intuïtief te koppelen aan de onderliggende beleggingscategorieën. Wij werken met zeven risicocategorieën, zoals weergegeven in tabel 2. In de tabel staan ook de dominante risicopremies vermeld die ten grondslag liggen aan de betreffende risicocategorie.

### Koppel beleggingen aan een portefeuillerol

De derde invalshoek bij de portefeuilleconstructie is het in kaart brengen van de portefeuillerollen. Er zijn vier belangrijke portefeuillerollen. Dit zijn:

- Rendement, het verhogen van het portefeuillerendement;
- Veiligheid & matching, het verlagen van het (rente)risico van de portefeuille;
- Diversificatie, het verlagen van het portefeuillerisico en het verbeteren van het rendements-/risicoprofiel door bovengemiddeld goede diversificatie-eigenschappen;
- Inflatiegevoeligheid, het verhogen van de inflatiegevoeligheid van de portefeuille.

Om een plek in de portefeuille te verdienen moeten de beleggingen in de risicocategorieën één of meerdere van deze portefeuillerollen vervullen.

**TABEL 2 ZEVEN RISICOCATEGORIEËN**

Bron: Achmea IM

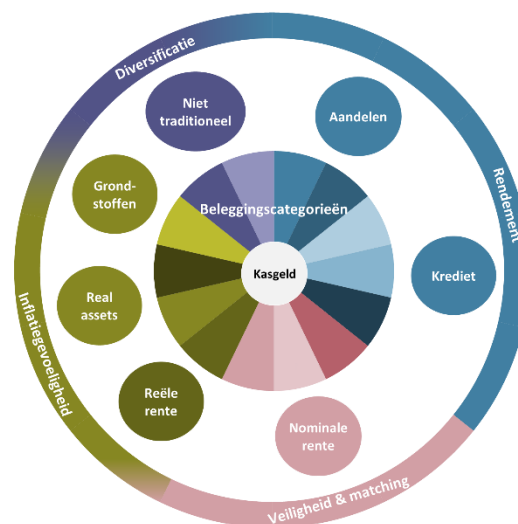
| Risicocategorie   | Dominante risicopremie         |
|-------------------|--------------------------------|
| Aandelen          | aandelenrisicopremie           |
| Krediet           | kredietrisicopremie            |
| Nominale rente    | rente- en inflatierisicopremie |
| Reële rente       | renterisicopremie              |
| Real asset        | real asset risicopremie        |
| Grondstoffen      | grondstoffenrisicopremie       |
| Niet-traditioneel | alternatieve risicopremies     |

### Combineer de verschillende invalshoeken

In figuur 12 worden de drie hierboven behandelde invalshoeken bij elkaar gebracht in één figuur. In het centrum van deze figuur staat de risicovrije belegging kasgeld. Daaromheen staan de verschillende beleggingscategorieën. Dit zijn de bouwstenen van de portefeuille. In de zeven bollen rondom de beleggingscategorieën staan de zeven risicocategorieën. Iedere beleggingscategorie is toegewezen aan één risicocategorie. De risicocategorieën gebruiken we om de portefeuille effectief te diversifiëren. De buitenste cirkel omvat de vier portefeuillerollen. Een risicocategorie kan meerdere rollen vervullen maar meestal is één rol dominant. Zo staat aandelenrisico opgesteld voor het verhogen van het portefeuillerendement en is niet-traditioneel een bron van extra diversificatie.

**FIGUUR 12 RISICOCATEGORIEËN VOOR EFFECTIEVE PORTEFEUILLEDIVERSIFICATIE**

Bron: Achmea IM



### Balans over economische scenario's

De laatste invalshoek brengt de gevoeligheid voor groei- en inflatieschokken in kaart. Dit is een hulpmiddel om de portefeuille effectief te spreiden over verschillende economische scenario's. Dit is noodzakelijk om de robuustheid van de portefeuille te waarborgen. In figuur 13 staat de relatie tussen de risicocategorieën en de economische cyclus. Deze relaties zijn te herleiden tot op het niveau van de risicopremies. Deze hebben een bepaalde gevoeligheid voor (veranderingen in) de economische groei en de inflatie.

### Flexibel raamwerk voor de portefeuilleconstructie

In ons raamwerk worden de vier invalshoeken gecombineerd om het beleggingsuniversum in te delen. Dit helpt bij het bereiken van onze doelstelling: een effectieve portefeuillediversificatie. Door de pragmatische opbouw is het raamwerk flexibel te gebruiken. Maatwerk is op verschillende niveaus mogelijk. Door te starten op het niveau van risicopremies, krijgen we inzicht in de onderliggende determinanten van het rendement en het risico. Dit inzicht helpt bij het bouwen van een portefeuille die bestaat uit fundamenteel verschillende bouwstenen. De clustering in risicocategorieën maakt een effectieve spreiding over de belangrijkste risico's eenvoudiger en voorkomt (onbewuste) risicoconcentratie. Door het inbrengen van de portefeuillerol wordt de beoogde doelstelling van een belegging inzichtelijk gemaakt.

*Diversifying well is the most important thing you need to do in order to invest well.*

*Ray Dalio, oprichter Bridgewater Associates, op 7 augustus 2019*

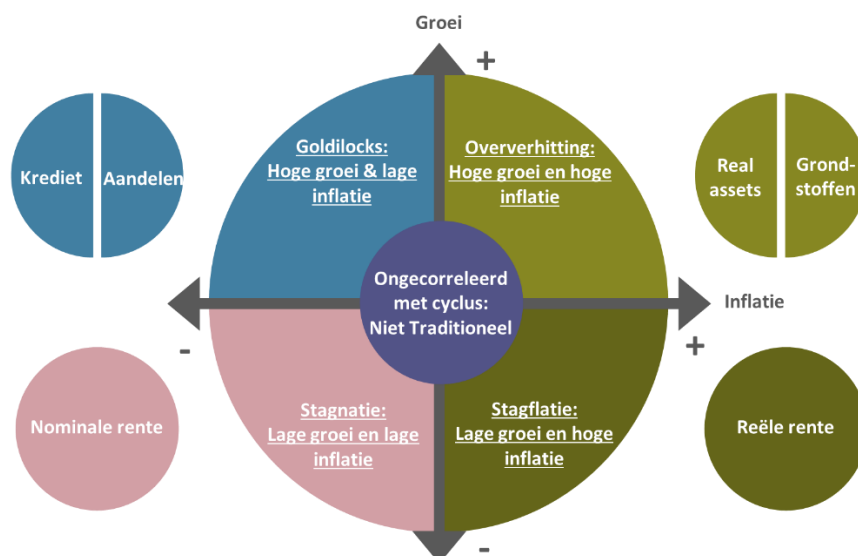
Tot slot maakt het inzicht in de economische gevoeligheden, het eenvoudiger om meer balans aan te brengen over economische scenario's.

### Toepassing in de praktijk

Een goede portefeuilleconstructie is een combinatie van *art and science*. Er moeten keuzes en afwegingen worden gemaakt tussen de verschillende invalshoeken en randvoorwaarden. Zo kan effectieve diversificatie en balans over economische scenario's botsen met het vereiste portefeuillerendement. Ook andere factoren spelen een rol. Zo werken beleggers in de praktijk vaak met een minimumallocatie voor een beleggingscategorie. Bij een te kleine allocatie wegen de operationele belasting en kosten niet op tegen de beperkte voordelen van een dergelijk kleine allocatie. Daarnaast vereisen veel illiquide beleggingen een forse minimum belegging in euro's. Mede daarom maken veel beleggers nadere keuzes over welke beleggingscategorieën wel en niet in het beleggingsuniversum worden opgenomen.

**FIGUUR 13** GEVOELIGHEID RISICOCATEGORIEËN VOOR MACRO-ECONOMISCHE SCHOKSCENARIO'S

Bron: Achmea IM





# Drie actuele risico's & beleidsopties

De behaalde beleggingsrendementen zijn hoog dit jaar. Amerikaanse aandelenmarkten staan in de buurt van recordniveaus en Europese renteniveaus schommelen rond historische laagterecords. Ondanks de positieve beleggingsrendementen hangen diverse risico's als donkere wolken boven de financiële markten. In deze special analyseren we drie verschillende crisisscenario's. Deze scenario's beschrijven mogelijke crises die zich op de korte termijn kunnen voordoen. Dit zijn een nieuwe eurocrisis, een handelsoorlog en een klimaatcrisis. We dragen voor elke crisis verschillende beleidsopties aan om de impact op de totale beleggingsportefeuille te verzachten.

### Uitgangspunt is een robuuste portefeuille

Een belangrijk uitgangspunt dat we hanteren bij het vaststellen van een strategische beleggingsportefeuille is het streven naar robuustheid. Dit betekent effectieve diversificatie over verschillende risicopremies en spreiding over verschillende economische scenario's. In de portefeuille is dat blootstelling naar meerdere drijvers van rendement en risico door middel van verschillende beleggingscategorieën (zie special I *Effectieve diversificatie voor robuustere portefeuilles*). In de constructie van de beleggingsportefeuille worden doorgaans naast ons basisscenario 3L diverse schokscenario's doorgerekend<sup>5</sup>. Naast deze schokscenario's hebben we een drietal crisisscenario's voor de korte termijn ontwikkeld.

### Drie crisisscenario's voor de korte termijn

De crisisscenario's die we onderscheiden zijn een nieuwe eurocrisis, een handelsoorlog en een klimaatcrisis. We zien deze crises op dit moment, alhoewel nog steeds een lage kans, als potentiële bronnen van extreme economische en financiële onrust. Deze crisisscenario's kunnen gebruikt worden om de robuustheid van de portefeuille te testen. In de praktijk kent iedere mogelijke crisis tal van onzekerheden. Hierdoor is het vrijwel onmogelijk te voorspellen hoe een specifieke crisis zich zal ontwikkelen. De crisisscenario's geven slechts een indicatie van wat in een dergelijke crisis verwacht kan worden. De cijfermatige uitkomsten vormen een illustratie op basis van de gemaakte aannames en geven richting aan de diverse beleidsopties om de verwachte negatieve effecten te beperken. De

gehanteerde horizon is één jaar. We beschrijven elk scenario kort. We gaan in op de verwachte gevolgen voor de belangrijkste macro-economische variabelen, de verwachte impact op de financiële markten. Daarnaast dragen we een aantal beleidsadviezen aan om de impact van de schok te verzachten.

### Eurocrisis: eurozone blijft kwetsbaar

De eurozone is kwetsbaar voor het opnieuw opleven van de eurocrisis. De ontwikkelingen in Italië in de afgelopen jaren zijn exemplarisch voor de problemen in de eurozone. De Italiaanse economie is qua omvang de derde economie binnen de eurozone en daardoor een potentieel systeemrisico voor de muntunie. De Italiaanse economische groei blijft structureel achter ten opzichte van Duitsland. De werkloosheid is hoog en er zijn nauwelijks structurele maatregelen doorgevoerd om de economie concurrerder te maken. Italië is daarnaast één van de landen in de eurozone met de hoogste staatsschuld ten opzichte van de economie en in absolute termen. Hierdoor is Italië *too big to fail*. De Italiaanse economie zit gevangen in stagnatie, mede door de euro. Want door de euro mist Italië drie belangrijke macro-economische aanpassingsmechanismen waarmee de eigen economie bijgestuurd kan worden. Dit zijn een eigen valuta, een eigen monetair beleid en een eigen begrotingsbeleid. Door het *one size fits all* beleid van de ECB neemt de divergentie tussen de eurolanden toe. De eurocrisis is niet nieuw. In de periode 2011/2012 leefde de eurocrisis in alle hevigheid op. Deze periode dient dan ook als blauwdruk voor de analyse. De trigger voor het opleven van de eurocrisis kan verschillen. Het kan een politieke confrontatie zijn tussen Italië en Brussel of een forse recessie in de eurozone.

### Handelsoorlog: meer dan handel alleen

Het tweede crisisscenario betreft een escalatie van het handelsconflict tussen de Verenigde Staten en China dat al meer dan een jaar speelt. Het hoge handelstekort met China en de opkomst van China als wereldmacht liggen aan de basis van het huidige conflict. De kans bestaat dat de situatie verder escaleert. Recentelijk zijn opnieuw invoertarieven ingesteld en verhoogd, door zowel de Verenigde Staten als China. In het vierde kwartaal volgen waarschijnlijk nog meer tariefsverhogingen.

<sup>5</sup> Voor meer informatie over ons basisscenario 3L, zie: Investment Letter, *Nieuwe zet in handelsoorlog*, juni 2019

Daarnaast kunnen de Verenigde Staten sancties opleggen aan Chinese bedrijven en sectoren, zoals eerder met Huawei is gedaan. Deze maatregelen zijn schadelijker voor de wereldeconomie en het bedrijfsleven dan de importtarieven. De importtarieven belemmeren het vrije verkeer van goederen en verhogen de kosten voor consumenten en bedrijven, maar ze werpen geen harde barrières op. Sancties, zoals export- en importrestricties, vormen echter wel een harde barrière met potentieel grote gevolgen voor productieketens van het internationale bedrijfsleven. Mogelijke Chinese acties in dit crisisscenario zijn het stopzetten van de export van zeldzame aardmetalen en het stopzetten van de import van Amerikaanse agrarische producten. Daarnaast zullen er gerichte acties komen tegen Amerikaanse bedrijven die actief zijn in China. Escalatie van het handelconflict kan ook resulteren in een valutaoorlog. In een valutaoorlog proberen landen via depreciatie van de munt hun concurrentievoordeel ten opzichte van andere landen te verbeteren. Zo daalde in augustus de Chinese munt ten opzichte van de Amerikaanse dollar naar het laagste niveau in meer dan 10 jaar. De Amerikaanse overheid bestempelt China nu als een valutamanipulator.

#### Klimaatcrisis: focus op transitierisico's

Het crisisscenario klimaatcrisis beschrijft de effecten die klimaatverandering op de economie en financiële markten kan hebben. Klimaatverandering heeft waarschijnlijk op lange termijn een verregaande impact op de samenleving en de economie. Om dit tegen te gaan worden maatregelen genomen om de menselijke impact op het klimaat te verkleinen. Concreet betekent dit voor onze hedendaagse economie een drastische vermindering van het gebruik van fossiele brandstoffen: de energietransitie. De snelheid waarmee de energietransitie zich zal voltrekken is één van de belangrijke risico's. Een ander belangrijk risico is de fysieke impact van klimaatverandering. Dit zijn de fysieke risico's die ontstaan als direct gevolg van de opwarming van de aarde. Onder andere extremer weer, zeespiegelstijging en verlies van biodiversiteit zijn voorbeelden hiervan. Deze zullen zich vooral op de langere termijn manifesteren. Door de horizon van dergelijke analyses is het effect van beleidsopties op de korte tot middellange termijn vaak beperkt. In ons klimaatcrisisscenario beschrijven we echter een situatie waarin sterker dan verwachte fysieke effecten van klimaatverandering de katalysator achter een abrupte

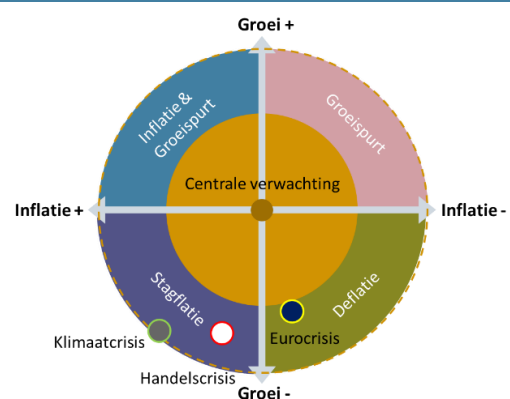
en verregaande energietransitie zijn. De ontwrichtende werking van een langdurige droogte zorgt voor een forse prijsstijging van agrarische producten. Dit leidt op zijn beurt tot een sterke impuls aan de energietransitie. Te denken valt aan forse belastingen om het gebruik van fossiele brandstoffen te ontmoedigen om de CO<sub>2</sub>-voetafdruk drastisch te verkleinen. Dit heeft vervolgens grote negatieve invloed op de wereldhandel.

#### Lagere economische groei, gemengd inflatiebeeld

Op hoofdlijnen leiden alle drie de crisisscenario's tot een daling van de economische groei. Bij een eurocrisis wordt vooral de eurozone geraakt, terwijl bij de twee andere crisisscenario's de gehele wereldeconomie onder druk komt te staan. Zowel de handelsoorlog als de klimaatcrisis resulteren in een wereldwijde recessie. Een handelsoorlog raakt vooral de maakindustrie en doet de wereldhandel krimpen. Het meest kwetsbaar zijn landen met een open economie, zoals de eurozone en de opkomende landen. Een vergelijkbaar beeld geldt in het klimaatcrisisscenario waarbij de wereldhandel fors terugvalt door de uitfasering van fossiele brandstoffen. De klimaatcrisis leidt naar verwachting tot sterk oplopende inflatie en daardoor lijkt dit scenario sterk op een stagflatieschokscenario (zie figuur 14). Dit komt door de forse kostenstijging van fossiele brandstoffen, door het tekort aan agrarische producten door mislukte oogsten en de ontrafeling van de wereldwijde productieketens. Dit geldt in mindere mate voor de handelsoorlog. In een handelsoorlog houden inflatoire krachten en deflatoire krachten elkaar meer in evenwicht, al zal de inflatie wel licht oplopen. De eurocrisis is naar verwachting licht deflatoair door de terugvallende economische groei.

FIGUUR 14 MACRO-ECONOMISCHE IMPACT

Bron: Achmea IM



### Lagere rente en daling risicovolle beleggingen

In alle drie de crisisscenario's daalt de veilige nominale rente. Het monetaire beleid wordt ingezet om de crisis te bestrijden. In de scenario's waar de inflatie oploopt, daalt vooral de reële rente. Risicovolle beleggingen komen onder druk te staan. Per scenario verschilt de pijn per categorie afhankelijk van waar de crisis het hardste terecht komt. In tabel 3 staan de verwachte rendementen voor de verschillende beleggings-categorieën in de crisisscenario's. Beleggingen uit de eurozone zijn kwetsbaar in een eurocrisis, terwijl in het handelsoorlogscenario dit geldt voor beleggingen uit opkomende landen en bedrijven met een sterke internationale blootstelling. De impact van de klimaatcrisis op risicovolle beleggingen is relatief groot. Dit komt doordat de klimaatcrisis leidt tot een algehele systeemverandering met potentieel grote gevolgen voor de macro-economie en financiële markten. Maar vooral beleggingen die afhankelijk zijn van mondiaal transport en fossiele brandstoffen dalen. Dit geldt voor zowel landen, die netto-exporteurs zijn van fossiele brandstoffen, als bedrijven, met onwinbare *stranded assets*. In de eurocrisis zakt de euro in waarde. Dit is ook het geval in het klimaatcrisisscenario omdat Europa voorop loopt met het instellen van klimaatmaatregelen waardoor de economie hard geraakt wordt. In een handelsoorlog zijn vooral de valuta's uit opkomende landen kwetsbaar.

### Beleidsopties per crisis

We stellen een aantal beleidsopties voor die naar verwachting de negatieve impact op de totale portefeuille verzachten. Het doel is niet de beleggingsportefeuille immuun te maken voor de specifieke crisis. Dat is nagenoeg onmogelijk. Daarnaast is de feitelijke implementatie sterk afhankelijk van de samenstelling van de beleggingsportefeuille van de belegger. Dit neemt niet weg dat een aantal beleidsopties waaraan gedacht kan worden zich aftekenen (zie tabel 4).

### Eurocrisis: minder eurobeleggingen

Om de impact van een nieuwe eurocrisis te verzachten, kan de blootstelling naar beleggingen uit de eurozone afgebouwd worden. Dit zijn vooral aandelen uit de eurozone, perifere staatsobligaties en de bankensector in de eurozone. Meer internationale spreiding over en binnen alle beleggingscategorieën (staatsobligaties,

### TABEL 3 IMPACT FINANCIËLE MARKTEN

Bron: Achmea IM

| Beleggings-categorie | Euro-crisis | Handels-oorlog | Klimaat-crisis |
|----------------------|-------------|----------------|----------------|
| MSCI wereld (€)      | -17%        | -27%           | -26%           |
| MSCI EM (€)          | 2%          | -35%           | -32%           |
| GHY (€ hedged)       | -9%         | -12%           | -27%           |
| EMD HC (€ hedged)    | 0%          | -20%           | -23%           |
| EMD LC (€)           | 6%          | -29%           | -26%           |
| Staatsobl. Duitsland | 5%          | 5%             | 0%             |
| Staatsobl. Italië    | -10%        | 0%             | 5%             |
| Grondstoffen (€ h.)  | -28%        | -40%           | -20%           |
| ILB (€ hedged)       | 3%          | 15%            | 42%            |
| Euro-Amerikaanse \$  | -12%        | 1%             | -12%           |

De verwachte rendementen zijn per medio 2019.

kredietobligaties, aandelen, etc.) is wenselijk. Een andere optie is om de valuta-afdekking van bijvoorbeeld de Amerikaanse dollar af te bouwen<sup>6</sup>. Tijdens de vorige eurocrisis pakte het lopen van 'valutarisico' goed uit, zowel qua rendement als diversificatie. Daarnaast gaat de voorkeur binnen staatsobligaties uit naar de veiligste landen, zeker in het kader van het matchen van verplichtingen. Wanneer de eurocrisis escaleert, zijn (perifere) staatsobligaties kwetsbaar.

### Handelsoorlog: minder beleggingen uit EM

Om de impact van een handelsoorlog te verzachten, kan de blootstelling naar beleggingen uit opkomende landen afgebouwd worden. Opkomende landen hebben naar verwachting het meeste last van een wereldwijde handelsoorlog. Dit geldt voor zowel aandelen als obligaties uit opkomende landen. Daarnaast zijn wereldwijde inflatiegerelateerde obligaties (global ILB's) een potentieel interessante belegging. De lichte stijging van de inflatie en de daling van de reële rente in dit scenario zijn gunstig voor het verwachte rendement. Global ILB's zullen het in dit scenario beter doen dan de reguliere nominale staatsobligaties. Een andere optie is om het risico van de totale portefeuille te verlagen, eventueel via een *tail risk hedge*. Omdat een handelsoorlog tot een wereldwijde recessie leidt, zullen risicovolle beleggingen, zoals aandelen, EMD en grondstoffen, onder druk staan. Maar ook bescherming gericht op meer specifieke onderdelen van de handelsoorlog, bijvoorbeeld goud als hedge voor een valutaoorlog, kunnen waardevol zijn.

<sup>6</sup> Het ter discussie staan van de safe haven status van de euro is een reden om minder valutarisico af te dekken. Zie: Achmea IM, *Whitepaper Zwakte eurozone verlaagt aantrekkelijkheid dollarhedge*, maart 2019

### Klimaatcrisis: voorkeur voor global ILB's

Om de impact van een klimaatcrisis te verzachten, kan de blootstelling naar risicovolle beleggingen afgebouwd worden. Vooral de landen en bedrijven die sterk afhankelijk zijn van fossiele brandstoffen zijn het meest kwetsbaar voor een snelle energietransitie en klimaatrisico's. Te denken valt aan diverse opkomende landen (bijvoorbeeld Rusland) en global high yield. Maar ook een beleggingscategorie grondstoffen is kwetsbaar door de hoge weging van energie in de benchmark. Net als voor het handelsoorlogscenario zijn wereldwijde inflatiegerelateerde obligaties kansrijk.

Door de verwachte stijging van de inflatie en de daling van de reële rente in dit scenario is het verwachte rendement op global ILB's hoog en hoger dan dat van de reguliere nominale staatsobligaties. Daarnaast kan het aandeel van duurzame beleggingen in de portefeuille verhoogd worden. De vraag naar duurzame beleggingen en technologieën zal toenemen. Dit kan weerslag hebben op meerdere beleggingscategorieën, zoals vastgoed, infrastructuur en green bonds. Vastgoed en infrastructuur op plaatsen die gevoelig zijn voor klimaatverandering (bijvoorbeeld overstromingsgevaar) zijn daarentegen kwetsbaar.

**TABEL 4 BELEIDSOPTIES VOOR DE DRIE CRISISSCENARIO'S**

Bron: Achmea IM

|                      | <b>Optie 1</b>   | <b>Optie 2</b>   | <b>Optie 3</b>   |
|----------------------|--|--|--|
| <b>Eurocrisis</b>    | Verlaag blootstelling naar beleggingen uit de eurozone       | Bouw de valuta-afdekking af  | Focus op de veiligste landen                             |
| <b>Handelsoorlog</b> | Verlaag blootstelling naar beleggingen uit opkomende landen  | Vergroot blootstelling naar inflatie-gerelateerde obligaties                           | Verlaag risico totale portefeuille                       |
| <b>Klimaatcrisis</b> | Vergroot blootstelling naar inflatie-gerelateerde obligaties | Verlaag blootstelling naar risicovolle beleggingen met link naar fossiele brandstoffen | Vergroot aandeel duurzame beleggingen in de portefeuille |

### Colofon

Deze Investment Letter is een uitgave van Achmea Investment Management; opgesteld door het team Investment Strategy in september 2019. Dit team bestaat uit:

Wim Barentsen, Chief Strategist  
Maurice Geraets, CFA, Senior Investment Strategist  
Reinout van Tuyl, CFA, CAIA, Senior Investment Strategist

Alex van den Berg, RBA, Senior Investment Strategist  
Coen van de Laar, RBA, Senior Investment Strategist

Meer weten? Neem dan contact op met uw account CIO of business development director:  
Mark Bakker T. 06 101 851 94 / Jeroen Van Rumund T. 06 224 559 26

### 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.