

UITGAVE 19

Investment Letter

Achmea Investment Management

achmea 

Juni 2016

Unheimisch

Beleggingsomgeving
Politieke
onrust neemt
toe

2

Markontwikkelingen
Sterk herstel
na zwak begin

4

Vooruitzichten
Risico
van tafel

5

Special
Onzekerheid
vraagt om
diversificatie

6

Politieke onrust neemt toe

Financiële markten kalmeerden nadat de staat van de wereldeconomie minder slecht was dan gevreesd. Deze stabilisatie vindt echter plaats tegen een achtergrond die omgeven is door onzekerheid en instabiliteit. Diverse economieën ogen kwetsbaar en de effectiviteit van het monetaire beleid staat ter discussie. Daarnaast neemt wereldwijd de politieke onzekerheid toe met als voornaamste aandachtspunt het Brexit-referendum op 23 juni. Deze ontwikkelingen leiden tot een unheimisch gevoel over de beleggingsomgeving.

Stabilisatie economische groei

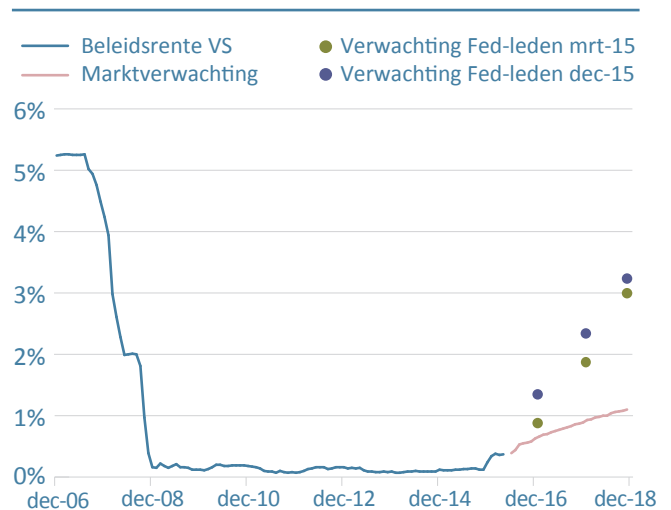
De wereldeconomie stabiliseert en de recessie-angst ebt weg. De Amerikaanse economie kende een zwak eerste kwartaal, maar leidende indicatoren duiden op een groeiversnelling in de rest van het jaar. De eurozone daarentegen deed het beter en de economische groei over de eerste drie maanden van het jaar bedroeg 0,5%. De groei is niet uitbundig maar leidt wel tot een gestage verbetering op onder andere de arbeidsmarkt. In China is de groei gestabiliseerd, mede door de genomen beleidsmaatregelen. Maar de hernieuwde versnelling van de kredietgroei en de hoge schulden maken de Chinese economie kwetsbaar. Daarmee blijft China een belangrijke bron van risico voor andere (opkomende) landen. Al met al is de wereldwijde economische groei gematigd. Het stabilisatieproces vindt echter plaats in een wereld die omgeven is door onzekerheden. De schuld niveaus blijven hoog en de afhankelijkheid van lage renteniveaus is gestegen. Hierdoor zijn de economieën en financiële markten kwetsbaar geworden voor lage economische groei en een stijging van de renteniveaus. Dit laatste risico speelt vooral in de Verenigde Staten.

Rentepad Fed onzeker

Vanwege de zorgen over de economie en de marktturbulentie in het eerste kwartaal, schaalde de Amerikaanse centrale bank (Fed) het aantal verwachte renteverhogingen voor dit jaar terug. Eind 2015 verwachtte de Fed de beleidsrente in ongeveer vier stappen met 25 basispunten te verhogen. In maart werd deze prognose verlaagd naar twee stappen. De financiële markten prijzen een nog kleinere stijging van de beleidsrente in voor dit jaar, zoals uit figuur 1 blijkt. Nu de Amerikaanse economie lijkt te herstellen van een zwak eerste kwartaal, de verbetering op de arbeidsmarkt doorzet en de inflatie richting de doelstelling van de centrale bank beweegt, heeft de Fed de ruimte om de beleidsrente verder te verhogen. Mogelijk al deze maand. Aangezien op de financiële markten een zeer geleidelijke stijging van de beleidsrente is ingeprijsd, bestaat het risico dat de Fed de markten verrast met een snellere verhoging van de rente.

FIGUUR 1 VERWACHTINGEN BELEIDSRENTE FED (EIND MEI 2016)

Bron: Bloomberg, Achmea IM



Effectiviteit monetair beleid neemt af

Waar de Fed zich opmaakt voor een nieuwe renteverhoging, zitten de centrale banken in de eurozone (ECB) en Japan (BoJ) nog volop in de verruimingsmodus. Deze centrale banken kopen diverse activa en ze experimenteren met negatieve depositorentes. De vrees is wel dat de effectiviteit van dit beleid afneemt. Dit is goed zichtbaar in Japan. De BoJ koopt op grote schaal diverse beleggingen op, waaronder staatsobligaties en aandelen, en heeft de depositorente negatief gemaakt. Desondanks hapert de economie en staat de inflatie weer onder neerwaartse druk. De financiële markten reageerden teleurgesteld toen in april verdere verruiming van het monetaire beleid uitbleef. De Japanse aandelenmarkt staat dit jaar fors in het rood en de Japanse yen is in waarde gestegen. Mogelijk neemt de BoJ deze zomer toch nog extra maatregelen. De vrees is wel dat centrale banken nog maar beperkte ruimte hebben om de economie opnieuw te stimuleren en schokken op te vangen. Er zijn nog onconventionele instrumenten beschikbaar, zoals *helicopter money*¹, maar dit wordt waarschijnlijk pas ingezet tijdens een crisissituatie.

Effect ECB-beleid tanende

Net als in Japan, lijkt het stimulerende effect van de monetaire maatregelen in de eurozone af te nemen. De afgelopen jaren heeft de ECB een belangrijke rol gespeeld in de economie en op de financiële markten. Sinds 2012 heeft deze centrale bank er mede voor gezorgd dat de muntunie niet uit elkaar is gevallen. De extreme monetaire maatregelen zorgden voor lagere rentelasten voor overheden en bedrijven en droegen

¹ Voor meer informatie over *helicopter money*, zie: Achmea IM Investment Letter, *Onder nul*, maart 2016

in aanzienlijke mate bij aan een economisch herstel. De economische groei is de laatste kwartalen gematigd positief en de werkloosheid daalt gestaag al blijft deze op een hoog niveau. De meest recente maatregelen van de ECB leidden echter niet tot een verdere verzwakking van de euro en de renteniveaus staan al op historisch lage niveaus. Een verdere renteverlaging heeft waarschijnlijk een averechts effect.

Politieke onrust in Europa neemt toe

De politieke spanningen in Europa nemen verder toe en alles wijst erop dat de onrust onder het electoraat de komende jaren hoog zal blijven. Het Britse referendum over het lidmaatschap van de Europese Unie krijgt nu de meeste aandacht. Maar het rommelt ook in andere Europese landen waar niet-traditionele partijen, partijen die niet tot de grote conventionele middenpartijen behoren, sterk in opmars zijn. De langdurige economische malaise, de onenigheid over de inzet van het monetaire beleid en het (dis)functioneren van Europese instituties zijn de belangrijkste oorzaken van deze opmars. De afkeer van de almaar verdere Europese integratie neemt toe en de migrantencrisis verergert deze situatie alleen maar. De opkomst van alternatieve partijen ten koste van de traditionele middenpartijen is zichtbaar in zowel de kernlanden als in de periferie. In Oostenrijk verloren de traditionele regeringspartijen (de sociaaldemocraten en de conservatieven) de presidentsverkiezingen. Dit is sinds de Tweede Wereldoorlog niet meer voorgekomen. In Spanje worden nieuwe verkiezingen gehouden omdat geen werkbare coalitie mogelijk was door de uitslag van de laatste verkiezingen. In Griekenland neemt de sociale onrust weer toe vanwege extra bezuinigingen die nodig zijn voor de volgende tranche van het noodpakket. Steeds meer partijen, waaronder het IMF, pleiten voor kwijtschelding van de Griekse schulden. Dit ligt echter moeilijk in Duitsland en zou koren op de molen zijn voor Alternative für Deutschland (AfD). Deze partij was de grote winnaar bij de Duitse deelstaatverkiezingen. De Duitse minister van Financiën Schäuble gaf ECB-president Mario Draghi zelfs de schuld van de opkomst van de AfD. Door het rentebeleid van de ECB worden Duitse spaarders namelijk hard geraakt. De populariteit van bondskanselier Merkel neemt dan ook in rap tempo af, mede door haar aanpak van de migrantencrisis. Het fragiele akkoord met Turkije staat onder druk nu de Turkse premier Ahmet Davutoğlu het veld heeft moeten ruimen.

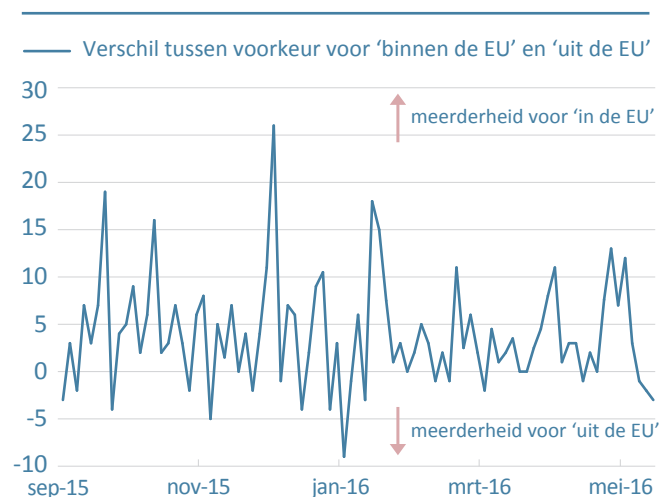
Referendum in het Verenigd Koninkrijk

Op korte termijn zijn de ogen vooral gericht op het Verenigd Koninkrijk. Op 23 juni houden de Britten een referendum over het lidmaatschap van de Europese Unie. Volgens de diverse opiniepeilingen zijn het voor- en tegenkamp vrijwel even groot met meestal een kleine voorsprong voor het 'blijven'-kamp (zie

figuur 2). Maar een aanzienlijk deel van de kiezers heeft haar keuze nog niet gemaakt. Het is daarom nog zeker geen gelopen race. De gevolgen van een eventuele Brexit, het uittreden van het Verenigd Koninkrijk uit de Europese Unie, zijn ongewis. Veel zal afhangen of de uittreding ordelijk of chaotisch verloopt. Het grootste risico is besmettingsgevaar. Wanneer de Britten kiezen voor uittreding uit de Europese Unie zal in meer landen de roep om een referendum over het EU-lidmaatschap klinken. De kans op een verdere ontrafeling van de Europese Unie, en mogelijk de eurozone, is dan groot in het huidige gepolariseerde politieke klimaat.

FIGUUR 2 GEMIDDELDE VAN DIVERSE PEILINGEN OVER BRITS EU-REFERENDUM

Bron: Bloomberg, Achmea IM



Consequenties op lange termijn

Een eventuele Brexit kan dus grote langetermijnconsequenties hebben voor de hele Europese Unie. Maar ook wanneer de Britten binnen de Europese Unie blijven, zijn de politieke risico's niet voorbij. Naast de genoemde problemen en de opmars van niet-traditionele partijen, zijn er in 2017 naast parlementsverkiezingen in ons eigen land ook verkiezingen in Duitsland en Frankrijk. En niet alleen in Europa nemen de politieke risico's toe. In november vinden de presidentsverkiezingen in de Verenigde Staten plaats. Vanwege de onvrede in de samenleving sleept de onconventionele buitenstaander Donald Trump zo goed als zeker de nominatie voor de Republikeinse partij in de wacht. Maar ook de gedoodverfde Democratische kandidaat, Hillary Clinton, ondervindt sterke tegenstand binnen de partij van de voor Amerikaanse begrippen onconventionele Bernie Sanders. De toenemende afkeer van de gevestigde politiek is een wereldwijd fenomeen. De politieke risico's worden daardoor steeds groter.

Sterk herstel na zwak begin

Na een zwak begin van 2016 herstelden risicovolle beleggingen sterk. Vooral de stijging van de olieprijs is fors. Maar ook aandelenmarkten en kredietobligaties profiteerden van het herstel. Het totaalrendement over de eerste vijf maanden van het jaar is dan ook positief voor de meeste beleggingen.

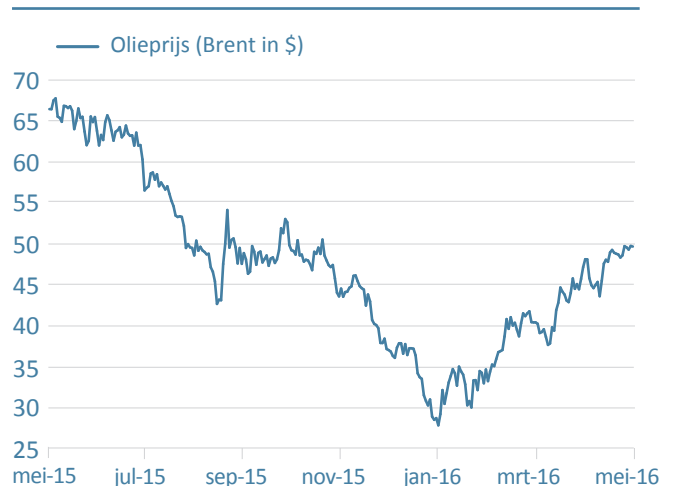
Sterk herstel

Financiële markten kenden een volatiele start in 2016, waarbij aandelenmarkten onderuit gingen en risico-opslagen opliepen. Daarnaast daalden de risicovrije renteniveaus verder. Sinds medio februari is echter sprake van een sterk herstel van risicovolle beleggingen. Vooral de olieprijs liet een forse stijging zien. De olieprijs dook in januari onder de \$30 en steeg vervolgens tot circa \$50 per vat (zie figuur 4). De olieproductie in de Verenigde Staten begint te dalen en diverse productieverstoringen in andere landen zorgden voor een rem op het olieaanbod. Daarnaast blijft de wereldwijde vraag naar olie groot. Het rendement op de beleggingscategorie grondstoffen is gedraaid van een forse min naar een ruime plus. In het kielzog van de stijgende olieprijs profiteerden de oliegerelateerde beleggingen. Zo daalde de risico-opslag op Global High Yield mede door de forse daling van de risico-opslag in de energiesector. Ook de landen die afhankelijk zijn van de export van olie, zoals Rusland, profiteerden. Maar ook Braziliaanse beleggingen rendeerden goed, mede door het afzetten van de van corruptie verdachte president Rousseff. Het totaalrendement op aandelen blijft achter bij het rendement op de risicovollere vastrentende waarden (zie figuur 3). Sinds medio februari zijn ook aandelenmarkten in waarde gestegen. Maar de overwegend tegenvallende winstontwikkeling zet een rem op het rendement. De winst per aandeel staat in zowel de Verenigde Staten als Europa onder druk.

Het herstel op de financiële markten ging niet gepaard met een stijging van de kapitaalmarktrentes. De Duitse 10-jaarsrente blijft op een laag niveau liggen en schommelt rond de 0,15%. Het (uitgebreide) opkoopprogramma van de ECB en de aanhoudend lage inflatie hebben een drukkend effect op de renteniveaus. In de perifere landen is de kapitaalmarktrente in april wat opgelopen. Toch is het totaalrendement op deze staatsobligaties positief over de eerste vijf maanden van het jaar. De Amerikaanse dollar daalde gedurende maart en april in waarde ten opzichte van de meeste andere valuta's. Nu de Fed de beleidsrente mogelijk toch sneller lijkt te gaan verhogen dan de markten een aantal maanden geleden verwachtten, wint de Amerikaanse munt weer terrein terug. Het Britse pond herstelt de laatste maanden enigszins na de daling in de eerste maanden van het jaar. De onzekerheid omtrent het Brexit-referendum houdt het Britse pond in haar greep.

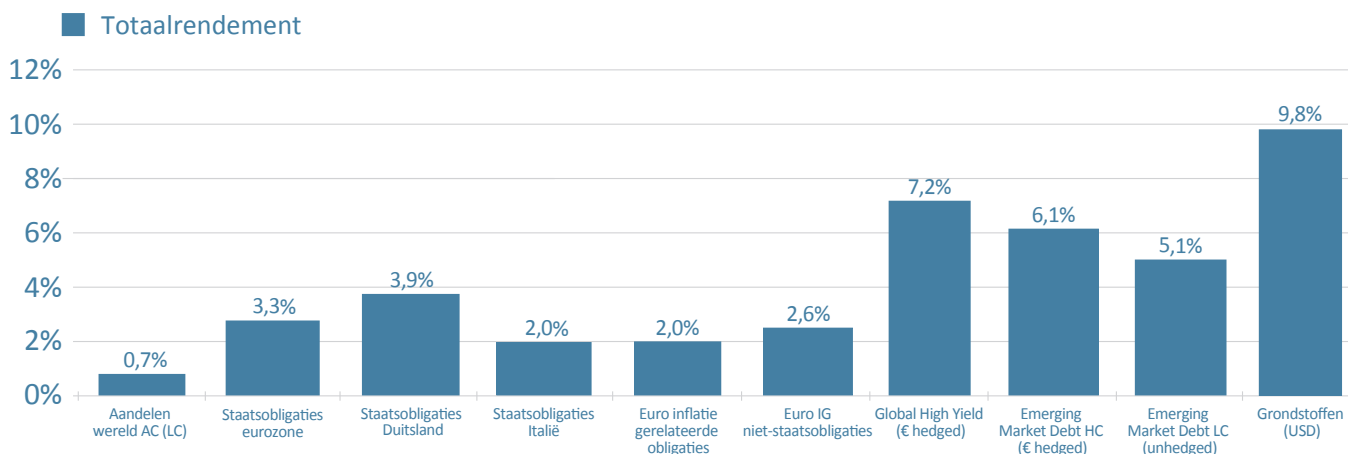
FIGUUR 4 STERK HERSTEL OLIEPRIJS

Bron: Bloomberg, Achmea IM



FIGUUR 3 TOTAALRENDEMENTEN T/M ULTIMO MEI 2016

Bron: Bloomberg, Achmea IM



Risico van tafel

De risico's zijn gestegen de afgelopen maanden. De wereldwijde economische groei zwakt af, twijfels rijzen over de effectiviteit van het monetaire beleid en de bedrijfswinsten staan onder druk. Daarnaast duurt de politieke onrust voort. Deze onzekere beleggingsomgeving met potentieel grote negatieve consequenties was aanleiding om risico van tafel te nemen. Daarom hebben we het herstel op de aandelenmarkten sinds medio februari benut om de overweging van aandelen Europa te sluiten.

Overweging aandelen teruggebracht

2016 kende een turbulente start van het jaar. Sinds medio februari hebben de risicovollere beleggingscategorieën een sterk herstel laten zien. Aandelenmarkten hebben een groot gedeelte van het dit jaar opgelopen verlies weggewerkt terwijl de risicovrije rente onveranderd laag blijft. In de tweede helft van mei hebben we het herstel op de aandelenmarkt aangegrepen om de overweging van Europese aandelen en de onderweging van eurostaatsobligaties ter grootte van 2%-punt te sluiten. De belangrijkste redenen om risico van tafel te nemen zijn de toegenomen economische en politieke risico's. Een omgeving gekenmerkt door onzekerheid en instabiliteit gaat meestal gepaard met stijgende risicopremies. Lagere koersen zijn dan nodig om beleggers te compenseren voor de toegenomen gepercipieerde risico's.

Toegenomen risico's

Wij taxeren het opwaarts potentieel voor de Europese aandelenmarkt de komende periode als beperkt. De wereldwijde economische groei zwakt af en de winsten van financiële instellingen staan onder druk vanwege de negatieve renteniveaus. Daarnaast zijn de mogelijkheden voor de ECB om de economie van nieuwe monetaire impulsen te voorzien beperkt. *Helicopter money* lijkt vooralsnog een stap te ver. Ook zijn de politieke risico's in Europa aanzienlijk. De onzekerheid over het Brexit-referendum op 23 juni is groot en de politieke polarisatie neemt verder toe.

Middellange termijn

Per saldo zijn Europese aandelenmarkten kwetsbaar in de huidige onzekere macro-economische omgeving en liggen de risico's aan de onderkant. Gegeven de onzekerheid en de potentiële volatiliteit op de financiële markten, hebben we geadviseerd de DAA-positie te sluiten. Dit neemt niet weg dat het verwachte rendement voor de middellange termijn voor aandelen hoger is dan voor staatsobligaties uit de eurozone, zoals uit figuur 5 blijkt. Wij vinden echter momenteel de *margin of safety*, de omvang van de verwachte vergoeding voor het risico, te laag in het licht van de toegenomen risico's. Voor aandelen Opkomende Markten schatten we deze hoger in en daarom houden we deze overweging in stand.

FIGUUR 5 DAA-VERWACHTINGEN (ULTIMO MEI 2016)

Bron: Achmea IM

Beleggingscategorie	Negatief	Positief	Advies	DAA	Toelichting
Aandelen Emerging Markets	■ ■ ■ ■ ■		+ 1%	10,00%	Aantrekkelijke waardering en lichtpuntjes in macro-economische omgeving
Emerging Market Debt LC	■ ■ ■ ■ ■			6,75%	Relatief aantrekkelijke renteniveaus maar hoog valutarisico
Aandelen Europa	■ ■ ■ ■ ■			7,50%	Relatief gunstige waardering maar kwetsbaar door toegenomen risico's
Emerging Market Debt HC	■ ■ ■ ■ ■			3,75%	Risico-opslag nog steeds op vrij hoog niveau; kredietwaardigheid onder druk
Global High Yield	■ ■ ■ ■ ■			3,50%	Risico-opslag gedaald door herstel olieprijs en rond de historische mediaan
Aandelen VS	■ ■ ■ ■ ■			4,00%	Beneden gemiddeld verwacht rendement door relatief hoge waardering
Aandelen Japan	■ ■ ■ ■ ■			4,00%	Structureel herstel in Japan blijft vooralsnog uit
Grondstoffen	■ ■ ■ ■ ■			2,25%	Olieprijs is sterk hersteld maar voorraden blijven historisch hoog
Investment Grade Credit	■ ■ ■ ■ ■			0,25%	Laag verwacht rendement maar ondersteuning door ECB-beleid
Kasgeld	■ ■ ■ ■ ■			0,00%	Rendement op kasgeld momenteel negatief door extreem ECB-beleid
Staatsobligaties Niet-Kernlanden	■ ■ ■ ■ ■			0,00%	Zeer lage renteniveaus in verhouding tot fundamentals
Inflatiegerelateerde Obligaties	■ ■ ■ ■ ■			-0,75%	Negatief verwacht rendement door negatieve reële rente en lage inflatie
Staatsobligaties Kernlanden	■ ■ ■ ■ ■		- 1%	-0,75%	Negatief verwacht rendement door historisch lage renteniveaus

Deze tabel vat de visie samen die ten grondslag ligt aan de Dynamische Asset Allocatie (DAA). De verwachte rendementen zijn gemiddelde rendementen per jaar en hebben betrekking op de komende 5 jaar. De verwachte rendementen zijn in euro's. Alle niet-eurobeleggingen zijn afgedekt naar euro's behalve Emerging Market Debt LC. De aantrekkelijkheid van de beleggingscategorieën komt tot stand op basis van zowel rendements- als risicoschattingen.

Onzekerheid vraagt om diversificatie

De onzekerheid waarmee de economie en de financiële markten worden geconfronteerd, is groot. Dit raakt ook de vooruitzichten voor de lange termijn en de strategische beleggingsallocatie. Het economische scenario is met meer vraagtekens omgeven en de spreiding rondom de verwachte rendementen neemt toe. Omgaan met onzekerheid moet daarom een integraal onderdeel zijn van iedere portefeuilleconstructie. De oplossing is een effectieve diversificatie over onafhankelijke bronnen van rendement en risico. In de praktijk is dat echter makkelijker gezegd dan gedaan. In deze special schetsen wij onze visie op de indeling van het beleggingsuniversum. Dit pragmatische en flexibele raamwerk levert zo de bouwstenen voor de samenstelling van de strategische portefeuille.

Onzekerheid is een gegeven

De wereld is onzeker. Visies en verwachtingen, die als input dienen voor de portefeuilleconstructie, zijn daardoor per definitie foutgevoelig. Schattingsfouten werken bij modelmatige optimalisaties versterkt door in de uitkomsten. Een goede portefeuilleconstructie houdt dus rekening met de onzekerheid rondom de gebruikte aannames en verwachtingen. Achmea IM heeft de afgelopen jaren onderzoek gedaan naar manieren om de portefeuilleconstructie te verbeteren². Uit de onderzoeken kwam naar voren dat de portefeuille idealiter efficiëntie, dat wil zeggen een gunstig risico-/rendementsprofiel, koppelt aan een grote mate van robuustheid. Een robuuste portefeuille laat een relatief stabiel rendementsverloop zien door de tijd. Dit vereist een zekere balans over verschillende economische scenario's waardoor het rendement en risico van de portefeuille minder afhankelijk zijn van één scenario. De portefeuille presteert idealiter onder meerdere economische regimes. Ook moet voorkomen worden dat het risico-/rendementsprofiel van de portefeuille wordt gedomineerd door één beleggingscategorie. Uit onze onderzoeken en analyses bleek echter ook dat er helaas geen 'beste methode' is waarmee deze perfecte portefeuille kan worden gebouwd. Een goede portefeuilleconstructie blijft een combinatie van *art and science*.

Effectieve diversificatie

Achmea IM ziet een relatief visiearme strategische portefeuille, die gekenmerkt wordt door een effectieve diversificatie, als de beste oplossing om met de onzekere beleggingsomgeving om te gaan. Met de term 'visiearm' bedoelen we overigens niet dat verwachtingen voor rendement en risico geen rol meer spelen in de portefeuilleconstructie. Met 'visiearm' geven we aan dat de nadruk van de portefeuilleconstructie moet liggen op het streven naar een effectieve diversificatie. Een effectief gediversifieerde

portefeuille is minder afhankelijk van het wel of niet uitkomen van verwachtingen dan een modeloptimalisatie op basis van verwachte rendementen en risico's. Goede diversificatie resulteert daardoor in een grotere mate van stabiliteit voor de portefeuille. Dit vertaalt zich uiteindelijk in een beter risico-/rendementsprofiel.

Indeling beleggingsuniversum vormt basis

Het bouwen van een goed gediversifieerde portefeuille start met het indelen van het beschikbare beleggingsuniversum in een overzichtelijk aantal bruikbare bouwstenen. Dit proces begint met het in kaart brengen van de onderliggende determinanten van het rendement en risico van de verschillende beleggingen. Door dit inzichtelijk te maken, is het mogelijk om de portefeuille goed te spreiden over verschillende rendementsbronnen. Bij de indeling van het beleggingsuniversum kiezen wij bewust voor een vereenvoudiging van de werkelijkheid. Deze pragmatische aanpak is geïnspireerd op de beroemde uitspraak van John Maynard Keynes: *"It's better to be roughly right than precisely wrong"* en vormt de leidraad onder onze portefeuilleconstructie-aanpak.

Onderliggende risicofactoren van belang

De fundamentele drijvers die een grote impact hebben op het rendement en risico van de beleggingscategorieën vormen de basis van ons raamwerk. Economische groei en inflatie zijn de twee belangrijkste fundamentele drijvers. Mede op basis van de gevoeligheid voor (schokken in) deze fundamentele drijvers, is een beperkt aantal dominante risicofactoren te identificeren. Dit zijn systematische bronnen van risico waaraan de diverse beleggingscategorieën zijn blootgesteld. Er zijn maar een beperkt aantal echt onderscheidende risicofactoren. Wij onderscheiden aandelen-/kredietrisico, renterisico, inflatierisico en actief risico. Deze risicofactoren vormen de basis van iedere portefeuille waarbij iedere risicofactor een specifieke rol in de portefeuille vervult. Met behulp van deze factoren wordt op hoofdlijnen het risico-/rendementsprofiel van de portefeuille bepaald. Ook kan met de risicofactoren een balans worden gezocht over verschillende economische scenario's.

Stap 1: risicofactoren

In figuur 6 wordt het complete raamwerk voor het indelen van het beleggingsuniversum samengevat. In de grote cirkel in het midden van de figuur staan de in de vorige paragraaf toegelichte vier risicofactoren met de belangrijkste kenmerken en hun portefeuillerol weergegeven (stap 1). Uit de figuur blijkt dat de beleggingen die onder 'aandelen-/kredietrisico' vallen de belangrijkste rendementsdrijvers voor een portefeuille zijn.

² Zie de Syntrus Achmea Investment Letter uit augustus 2012 en uit april 2013

De positieve gevoeligheid van de factor ‘aandelen-/kredietrisico’ voor de economische groei maakt de portefeuille echter kwetsbaar voor economische tegenwind. De factor ‘renterisico’ beheerst niet alleen het renterisico maar staat ook opgesteld om het totale portefeuillerisico te reduceren. Zoals de naam al aangeeft vallen onder de risicofactor ‘inflatie’ beleggingen die de positieve gevoeligheid van de portefeuille voor een oplopende inflatie verhogen. ‘Inflatie’ staat echter ook opgesteld om de diversificatie binnen de portefeuille te verbeteren. Diversificatie is ook de belangrijkste rol van de laatste factor: ‘actief risico’. De efficiëntie van de portefeuille verbetert door de laag gecorreleerde rendementen van deze factor.

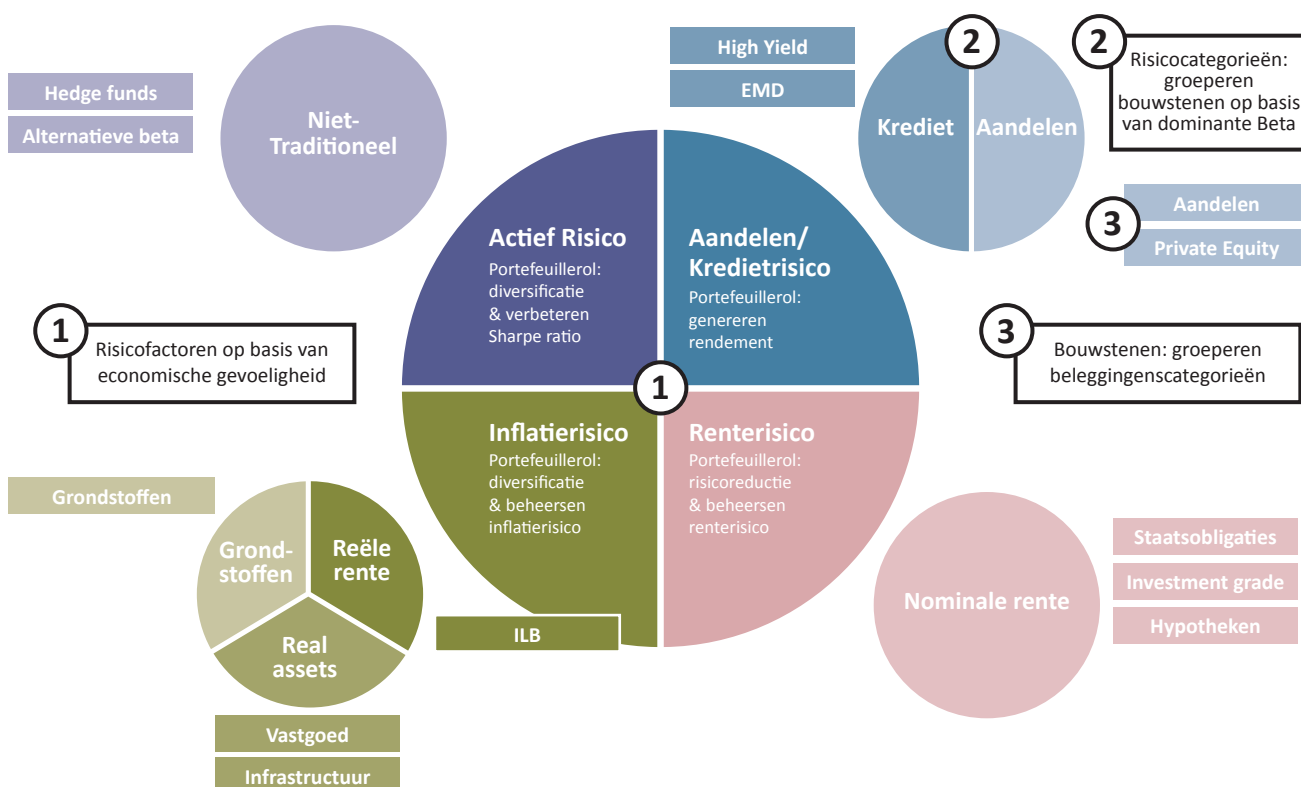
Stap 2: opsplitsing naar risicocategorieën

Een precieze en zuivere vertaling van het beleggingsuniversum naar de verschillende risicofactoren is praktisch onmogelijk. Wij kiezen daarom voor een pragmatische indeling op basis van zogenaamde risicocategorieën. De term ‘risicocategorie’ is de benaming die Achmea IM gebruikt voor clustering van beleggingscategorieën met een gelijksoortige, dominante marktβeta en bijbehorende risicopremie. Een risicocategorie is dus een verzameling beleggingscategorieën waarvan het

risico en het rendement een gelijksoortige blootstelling hebben naar de onderliggende fundamentele drijvers. Deze indeling maakt het mogelijk om de risicocategorieën te koppelen aan de vier genoemde fundamentele risicofactoren. Bij Achmea IM hebben we in totaal zeven risicocategorieën gedefinieerd. Dit zijn naast ‘aandelen’ de categorieën ‘krediet’, ‘nominale rente’, ‘reële rente’, ‘real assets’, ‘grondstoffen’ en ‘niet-traditioneel’. De namen van de risicocategorieën zijn zodanig gekozen dat ze zoveel mogelijk direct te koppelen zijn aan de onderliggende beleggingscategorieën. In figuur 6 worden met behulp van de kleine cirkels de zeven risicocategorieën weergegeven. In de volgende stap wordt aangegeven welke beleggingen vervolgens in de verschillende risicocategorieën passen. De risicofactor ‘aandelen-/kredietrisico’ bijvoorbeeld bestaat uit twee risicocategorieën: ‘aandelen’ en ‘krediet’ (stap 2). De risicocategorie ‘aandelen’ is op haar beurt gedefinieerd als bestaande uit beleggingen waarvan het rendement (grotendeels) gedreven wordt door de aandelenrisicopremie, een vergoeding voor ondernemingsrisico. Alle beursgenoteerde aandelenbeleggingen ongeacht de omvang (zowel *large caps* als *small caps*) en regio vallen in deze categorie. Naast beursgenoteerde aandelen vallen echter ook private equity beleggingen onder de risicocategorie ‘aandelen’.

FIGUUR 6 INDELING BELEGGINGSUNIVERSUM: VAN RISICOFACTOREN NAAR BOUWSTENEN

Bron: Achmea IM



Uitgangspunten risicocategorieën

Naast de eerder genoemde dominante gevoeligheid voor één van de vier risicofactoren zijn de risicocategorieën vastgesteld op basis van een aantal andere uitgangspunten. Zo zijn de categorieën te koppelen aan de economische theorie. Dit betekent dat er een fundamentele verklaring moet zijn voor de risicopremie die de belegger compenseert voor het risico dat wordt gelopen. Tevens zijn de risicocategorieën dusdanig gekozen dat de onderlinge overlap zoveel mogelijk wordt beperkt. Een beperkte overlap tussen de categorieën maakt het eenvoudiger om de gewenste effectieve diversificatie te bereiken. Deze aanpak maakt daarbij een directe koppeling van bestaande beleggingscategorieën aan risicocategorieën mogelijk. Tot slot moeten de risicocategorieën logisch en eenvoudig te begrijpen zijn.

Stap 3: investeerbare bouwstenen

In de laatste stap worden de verschillende bouwstenen, bestaande uit beleggingscategorieën en -strategieën, toegewezen aan de risicocategorieën. De nog steeds wat abstracte risicocategorieën worden zo gevuld met de concrete beleggingen. De invulling komt tot stand op basis van *investment beliefs* en onderzoek. In figuur 6 is dit aangegeven met stap 3. De risicocategorie 'aandelen' bestaat dus uit de bouwstenen beursgenoteerde aandelen en private equity. Deze bouwstenen worden vervolgens gevuld met de beschikbare beleggingscategorieën. Voor de bouwsteen beursgenoteerde aandelen zijn dit onder andere aandelen ontwikkelde landen en aandelen opkomende landen.

Een flexibel raamwerk voor de portefeuille

De indeling van het beleggingsuniversum in figuur 6 helpt bij het bereiken van onze doelstelling van een effectieve portefeuille-diversificatie. Ten eerste geeft het raamwerk inzicht in de onderliggende determinanten van het rendement en het risico van een belegging. Dit biedt ondersteuning bij het bouwen van een portefeuille die bestaat uit fundamenteel verschillende bouwstenen. Ten tweede wordt met behulp van risicofactoren en risicocategorieën een effectieve spreiding over de belangrijkste risico's eenvoudiger. Dit voorkomt een (onbewuste) concentratie naar bepaalde risico's. Met een effectieve spreiding over de risicocategorieën wordt het potentieel aan diversificatiekracht binnen het beleggingsuniversum zo optimaal mogelijk benut. Tot slot helpt het raamwerk bij het sturen op de risicoallocatie binnen de portefeuille. Uiteindelijk draait het namelijk niet alleen om de kapitaalgewichten van de portefeuille. Ook de bijdrage van de verschillende bouwstenen aan het portefeuillerisico is een element waarop we sturen. Dominante risicoallocaties worden, waar mogelijk, voorkomen.

Conclusie

Het in deze special uiteengezette pragmatische en flexibele raamwerk voor de indeling van het beleggingsuniversum, resulteert in een overzichtelijk aantal bouwstenen voor de portefeuille. In een volgende Investment Letter zetten we uiteen hoe we dit raamwerk gebruiken in de constructie van onze modelportefeuille. De aanpak met een beperkt aantal risicofactoren en risicocategorieën maakt een effectieve diversificatie mogelijk. Zeker in een wereld die gekenmerkt wordt door een toenemende onzekerheid, neemt het belang hiervan toe. Per saldo resulteert deze aanpak in een grotere mate van efficiency en robuustheid van de totale beleggingsportefeuille.

Colofon

Deze Investment Letter is een uitgave van Achmea Investment Management; opgesteld in juni 2016. Meer weten? Neem dan contact op met uw fondsmanager of account-CIO.

Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. ('Achmea IM') heeft de informatie in dit document met zorg samengesteld. De 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, (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies, (iii) geen juridisch, fiscaal of ander advies. Achmea IM raadt u af een (beleggings)–beslissing uitsluitend te baseren op de informatie in dit document. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch, fiscaal of andere adviseur. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van zo'n (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. 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. Achmea Investment Management B.V., statutair gevestigd te Zeist (KvK 18059537), beschikt over een vergunning als beheerder van beleggingsinstellingen zoals bedoeld in de Wet op het financieel toezicht. Achmea Investment Management B.V. is ingeschreven in het register van de Stichting Autoriteit Financiële Markten onder nummer 15001209.