

SPECIAL

Investment Letter

Achmea Investment Management

achmea 

September 2016



Onderdruk

Macro-economie

Terugblik & verwachtingen

3

Beleggings-categorieën

Terugblik & verwachtingen

9

Nieuwe scenario's

Happy end niet gegarandeerd

17

Beleggings-portefeuille

Mogelijkheden in een laagrendements-omgeving

20

Onder druk

De wereldeconomie groeit al enige tijd in een gematigd tempo. De economische groei in de Verenigde Staten zwakt af terwijl Europa het positieve groeimomentum vasthoudt. In China stabiliseert de economische groei en andere opkomende landen tonen herstel na jaren van economische tegenwind. De achtergrond waartegen dit gebeurt, stemt echter niet vrolijk. Schuld-, rente- en inflatieniveaus liggen in veel landen op zorgelijke niveaus, wat gepaard gaat met een grote kwetsbaarheid voor onverhoopte nieuwe economische tegenwind. Het monetaire beleid is de dominante factor, maar is overbelast en lijkt in ieder geval op eigen kracht niet veel meer te kunnen uitrichten. De internationale beleidscoördinatie is beperkt.

In veel landen staan de bestaande politieke machtsverhoudingen onder druk. De financiële crisis van 2008/2009 en haar lange en problematische nasleep tasten de steun in het Westen voor een open, liberale internationale economische orde aan. Stagnerende inkomens, inkomensongelijkheid, hardnekkig hoge werkloosheid, onveiligheid en een onvermogen om internationale crises op te lossen, wordt de bestaande elite aangerekend. In veel ontwikkelde economieën zetten politici en burgers vraagtekens bij de trend van globalisering, waarbij personen, goederen, diensten en kapitaal steeds makkelijker vrij over de wereld kunnen bewegen. De roep om zekerheid, economisch en fysiek, en bewaking van de eigen identiteit, klinkt luidt.

Het vertrouwen in de bestaande politieke partijen en de bestaande economische instituties ligt op een laag niveau. Niet-traditionele partijen en politici hebben de afgelopen jaren in de peilingen dan ook veel steun gewonnen. Het Britse referendum over het lidmaatschap van de Europese Unie (EU) in juni maakte duidelijk dat de ontevredenheid over de bestaande orde, zich inmiddels ook vertaalt in concreet stemgedrag.

Ondanks de onzekere macro-economische achtergrond en de keuze van de meerderheid van de Britse bevolking om de EU te verlaten, staan de meeste beleggingscategorieën dit jaar in de plus. Vooral de vergaande monetaire beleidsmaatregelen en de verwachting dat dit beleid lang ruim blijft, drukten renteniveaus naar nieuwe historische laagterecords. In het kielzog van de dalende renteniveaus, stegen de waarderingen van andere beleggingen. De zoektocht naar rendement (*search for yield*) is weer springlevend.

Door de extreem lage renteniveaus staan de verwachte rendementen voor de komende jaren onder druk. Bijna de helft van de staatsobligaties in de eurozone handelt tegen een negatieve effectieve rente. De waarderingen in de opkomende landen ogen aantrekkelijker waardoor deze regio de meeste rendementskansen biedt. De regio Europa is kwetsbaar door de legio problemen en risico's waarmee het continent worstelt.

Al met al zijn de rendementsverwachtingen voor de meeste beleggingscategorieën gematigd.

In Europa zijn keuzes en aanpassingen met betrekking tot de EU en de eurozone noodzakelijk, willen deze vormen van samenwerking en soevereiniteitsdeling overleven. De Verenigde Staten gaan gebukt onder een sterk gepolariseerd politiek systeem en een onevenwichtige verdeling van de economische groei die steeds meer kritiek uitlokt. Politieke risico's zullen een prominente rol blijven spelen de komende maanden. Naast diverse cyclische en politieke risico's, verandert een aantal structurele trends die het langetermijnbeeld aantasten.

De economisch-politieke ordening ligt dicht bij een omslagpunt. Onder druk van ontevreden kiezers en tegenvallende resultaten van de huidige beleidsinzet zullen naar verwachting nieuwe wegen worden verkend. De overheid zal waarschijnlijk een grotere rol in de economische ordening gaan opeisen. Het begrotingsbeleid zal daarbij als beleidsinstrument aan belang winnen ten koste van het monetaire beleid. Linksom of rechtsom zal gestreefd worden naar voortgaande reflatie van de economie, met uiteindelijk hogere inflatie en renteniveaus tot gevolg. In de special *Nieuwe scenario's: happy end niet gegarandeerd* (hoofdstuk 3) schetsen we een aantal langetermijnscenario's waarin de beleidsinzet een centrale rol speelt.

Centrale banken zullen blijven inzetten op ongekende beleidsexperimenten. Op termijn zal het monetaire beleid enigszins genormaliseerd worden tegen een achtergrond van een gestage verbetering van de economische fundamenteën. Maar andere, minder gunstige scenario's blijven mogelijk. Grote veranderingen ten aanzien van economie, politiek, markten en beleid zullen op elkaar inwerken. Uitkomsten zijn moeilijk te voorspellen. Daarom is een beleggingsportefeuille waarin gestreefd wordt naar effectieve diversificatie een verstandig vertrekpunt. In de special *Beleggingsportefeuille 2017: mogelijkheden in een laagrendementsomgeving* (hoofdstuk 4) verkennen we de mogelijkheden hoe om te gaan met de laagrendementsomgeving zonder dat de robuustheid van de portefeuille teveel aangetast wordt.

De beleggingsomgeving, economische en politieke instituties en verwachte rendementen staan allemaal onder druk. In deze Visie 2017-2021 lichten we de genoemde punten verder toe. In hoofdstuk 1 staan macro-economie en monetair beleid centraal. In een aparte box gaan we in op de risico's die de beleggingsomgeving overschaduwen. De financiële markten komen in hoofdstuk 2 aan bod. Na een korte terugblik worden de rendementsverwachtingen voor de liquide en minder liquide beleggingscategorieën geschetst. In de specials (hoofdstuk 3 en 4) staan de langetermijnscenario's en de modelportefeuille centraal.

1 Terugblik en macro-economische verwachtingen

Ondanks alle turbulentie, waaronder het Brexit-referendum, groeit de wereldeconomie in een gematigd tempo. De ontwikkelde landen houden het beperkte groeimomentum vast en de opkomende landen tonen herstel na jaren van economische tegenwind. Vooral de binnenlandse bestedingen zijn robuust. De achtergrond waartegen dit gebeurt, oogt fragiel. De schuld niveaus blijven hoog en de politieke risico's stijgen. Het monetaire beleid is de dominante factor geweest de afgelopen jaren. Maar de effectiviteit van dit beleid neemt af. De kwetsbaarheid voor economische tegenwind is hierdoor hoog. Nieuwe beleidsopties, waaronder samenwerking tussen centrale banken en overheden, worden waarschijnlijk verkend.

1.1 Terugblik 2016

2016 startte turbulent. Onrust op de Chinese aandelenmarkt, de aanhoudende daling van de olieprijs en de angst voor een recessie in de Verenigde Staten waren de oorzaken hiervan. Uiteindelijk zette herstel in. De macro-economische indicatoren verbeterden waardoor de recessie-angst wegebede. Door de internationale turbulentie werd de Amerikaanse centrale bank (Fed) terughoudender met het normaliseren van het monetaire beleid. Mede hierdoor en door de stijging van de olieprijs stabiliseerde de situatie in veel opkomende landen. Daarnaast bleven andere belangrijke centrale banken, waaronder de Europese Centrale Bank (ECB) en de Japanse centrale bank (BoJ), de markten volop van stimulansen voorzien. In het tweede kwartaal verschoof de focus naar de toenemende politieke onrust, met als voornaamste aandachtspunt het Brexit-referendum op 23 juni. Tegen de marktverwachting in stemde een meerderheid van de Britse bevolking voor een vertrek van het Verenigd Koninkrijk uit de (EU). Vooralsnog is de impact hiervan op de wereldeconomie beperkt. De geschetste doembeelden van een nieuwe wereldwijde Lehman-achtige financiële crisis zijn niet uitgekomen. Het effect is met name lokaal. Vooral de Britse economie ondervindt op de korte termijn hinder van de ontstane vertrouwenscrisis. In de rest van Europa leidde de referendumuitslag vooral tot een politieke schok.

1.2 Macro-economische omgeving

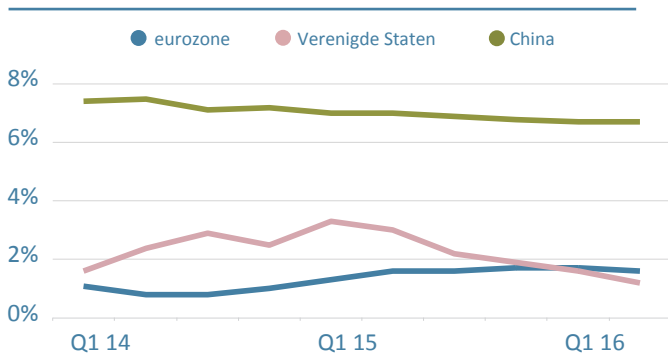
Het Brexit-referendum is tekenend voor de heersende onvrede in West-Europa. Er worden ook steeds vaker vraagtekens gezet bij de trend van globalisering. Hierdoor staan in veel landen de bestaande politieke machtsverhoudingen onder druk. Niet-traditionele partijen en politici hebben de afgelopen jaren dan ook veel steun gewonnen. Deze trend speelt zich af tegen een fragiele macro-economische achtergrond. De afgelopen jaren zijn schuld niveaus verder gestegen, is de productiviteitsgroei laag en zijn de onevenwichtigheden in de wereldeconomie niet opgelost. Deze factoren zijn een belemmering voor uitbundige groei. Daarnaast staan rentes op extreem lage niveaus. De experimenten met onconventionele monetaire maatregelen van de afgelopen jaren zijn nog steeds onvoldoende in staat gebleken om de economische groei en inflatie structureel aan te zwengelen. De geesten worden ondertussen rijp gemaakt voor een volgende stap om de economische groei te stimuleren, namelijk beleidscoördinatie tussen centrale banken en overheden. In dit hoofdstuk duiden we de regionale economische ontwikkelingen voor de komende periode.

Gematigde groei Verenigde Staten

In lijn met de verwachtingen voor de lange termijn, zijn de economische groeivoorzichten in de ontwikkelde landen voor de komende kwartalen gematigd. De economische groei in de Verenigde Staten koelt af. De afgelopen drie kwartalen kwam de groei niet uit boven de 2% op jaarbasis, zoals uit figuur 1 blijkt. Sommige sectoren, vooral de industriële sector, hadden het moeilijk en toonden tekenen van krimp door de gedaalde energieprijzen en de appreciatie van de Amerikaanse dollar. De Amerikaanse consument houdt echter stand en is grotendeels verantwoordelijk voor de positieve groeicijfers. De gunstige ontwikkelingen op de arbeidsmarkt en de huizenmarkt dragen hieraan bij. De werkloosheid in de Verenigde Staten is gedaald tot onder de 5% en de loongroei trekt aan. Leidende indicatoren, zoals de inkoopmanagersindices, duiden op aanhoudend gematigde groei in zowel de industriële als de dienstensector. De Amerikaanse economie begint echter aan het eind van de cyclus te komen. De dalende investeringen, de daling van de bedrijfswinsten en de vlakker wordende rentetermijnstructuur duiden hierop. De inflatie begint langzaam aan wat op te lopen. De krappere wordende arbeidsmarkt en de stabilisatie van de grondstofprijzen dragen hieraan bij. Maar al met al is de inflatiedruk nog steeds beperkt en het monetaire beleid is mede hierom nog zeer ruim.

FIGUUR 1 ECONOMISCHE GROEI (JAAR-OP-JAAR)

Bron: Bloomberg, Achmea IM

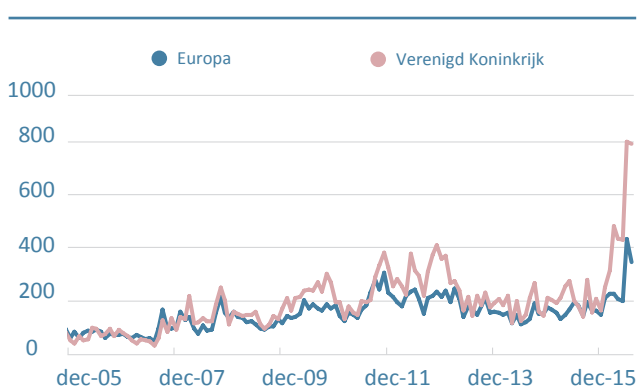


Aantrekkelijke groei, lage inflatie in Europa

Ondanks alle (politieke) onrust in Europa, groeit de eurozone-economie in een redelijk tempo. De afgelopen kwartalen bedroeg de economische groei circa 1,5% jaar-op-jaar (zie figuur 1) en dat was het hoogste niveau sinds 2011. Het herstel is ook zichtbaar op de arbeidsmarkt. De werkloosheid in de eurozone is gedaald naar circa 10%. Nog steeds een hoog niveau, maar wel een daling ten opzichte van 2013 toen het werkloosheidspercentage ruim 12% bedroeg. Niet alle landen binnen de eurozone profiteren in gelijke mate. De Duitse economie blijft er robuust bijliggen en ook de Spaanse economie trekt de positieve trend van vorig jaar door. Italië en Frankrijk blijven achter en tonen tekenen van stagnatie. De inflatie in de eurozone blijft onveranderd laag. Het afgelopen jaar schommelde het inflatiecijfer rond de 0%, ondanks de verwoede pogingen van de ECB om de inflatie aan te jagen. Naar verwachting loopt de inflatie de komende maanden wat op, maar deze zal per saldo laag blijven vanwege de nog steeds aanwezig overcapaciteit, beperkte loongroei en stabilisatie van de euro.

FIGUUR 2 ECONOMISCHE BELEIDSONZEKERHEID FORSGESTEGEN*

Bron: Bloomberg, Achmea IM



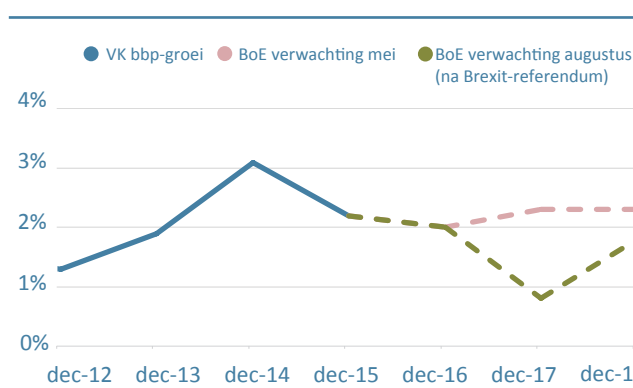
* Deze indicator (de Baker, Bloom en Davis index) van economische beleidsonzekerheid meet het aantal keer dat in kranten gerefereerd wordt naar 'beleidsonzekerheid'. Voor Europa betreft dit tien kranten in de vijf grootste economieën in de EU.

Toekomstige Brexit overschaduwde Europa

De verwachtingen in Europa worden overschaduwde door de uitkomst van het Brexit-referendum. De onverwachte keuze van de meerderheid van de Britten om de EU te verlaten, leidt tot zowel economische als politieke onzekerheid. Deze onzekerheid is de afgelopen tijd fors gestegen, zoals uit figuur 2 blijkt. De Britse economie ondervindt waarschijnlijk hinder en de schade voor de eurozone valt op de korte termijn mee. De leidende indicatoren, zoals de inkoopmanagersindices, duiden in eerste instantie op een forse economische afzwakking in het Verenigd Koninkrijk. De Britse inkoopmanagersindex daalde van 52,5 naar 47,5 in de maand na het Brexit-referendum. Vervolgens herstelde deze index weer tot boven de 50. Al met al lijkt de angst voor een economische ineenstorting ongegrond. De Bank of England heeft de verwachte economische groei voor 2017 wel fors naar beneden bijgesteld ten opzichte van de verwachting eerder dit jaar, zoals uit figuur 3 blijkt. De inkoopmanagersindex voor de eurozone veranderde nauwelijks. Voor de middellange termijn zijn de effecten van een Brexit nog onduidelijk. Veel zal afhangen van de afspraken die de EU en het Verenigd Koninkrijk maken. De komende jaren hoort het Verenigd Koninkrijk nog 'gewoon' bij de EU. De Britten hebben de officiële aanvraag voor EU-uitreding nog niet ingediend. Na de aanvraag is er nog sprake van een tweejaarsperiode van onderhandelingen. Indien beide partijen zich constructief opstellen, kunnen de negatieve effecten voor beide partijen meevallen. Maar gezien de politieke gevoeligheden is dit geen sinecure. Naast de potentiële economische schade is er de kans op grote politieke spanningen met onduidelijke consequenties (zie box *Risico's in overvloed*).

FIGUUR 3 BoE verlaagt verwachte economische groei VK na referendum

Bron: Bank of England, Achmea IM



Kentering opkomende landen

Positief is dat de opkomende landen economisch herstel tonen. Na jaren van tegenvallende groeicijfers keert het tij. De stabilisatie van de grondstofprijzen ondersteunt het herstel in de grondstofafhankelijke economieën, zoals Rusland en Brazilië. Deze landen zaten vorig jaar nog in een diepe recessie, maar recente economische data en leidende indicatoren duiden op verbetering. Daarnaast valt de afkoeling van de Chinese economie mee. Eind vorig jaar bestond de vrees voor een harde landing in China, maar de laatste data duiden op een stabilisatie van de economische groei. In het tweede kwartaal bedroeg deze 6,7% op jaarbasis; gelijk aan de groei in het eerste kwartaal (zie figuur 1). De groeistabilisatie gaat wel gepaard met een sterke kredietgroei. Dit is op lange termijn geen houdbare situatie (zie box *Risico's in overvloed*). Door het economische groeiherstel in de opkomende landen en de terughoudendheid van de Fed met betrekking tot de normalisatie van het monetaire beleid, zijn de financiële condities in de meeste opkomende landen verbeterd. De valuta's herstelden ten opzichte van de Amerikaanse dollar en de renteniveaus en risico-opslagen namen af. Dit geeft een verdere impuls aan het economische herstel. We verwachten dan ook dat de economische opleving in de opkomende landen de komende kwartalen doorzet.

1.3 Monetair beleid

Fed blijft terughoudend

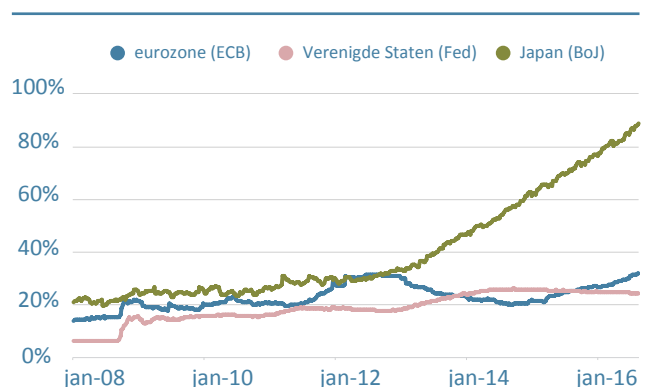
De Fed heeft vorig jaar in december een eerste rentestap gezet, maar daar is het vooralsnog bij gebleven. Eind 2015 verwachtten financiële markten voor dit jaar nog meerdere renteverhogingen in de Verenigde Staten. Ook de Fed zelf gaf aan de beleidsrente in meerdere stappen met circa 1%-punt te willen verhogen. De turbulentie op de financiële markten in het begin van het jaar en de diverse risico's, zoals het Brexit-referendum, leidde tot gereserveerdheid bij de Fed. De gematigde economische groei en de onzekere politieke omgeving met de presidentsverkiezingen in november in zicht, noopten de Amerikaanse centrale bank tot terughoudendheid waardoor de normalisatie van het monetaire beleid stopt. Dit jaar vindt mogelijk nog één renteverhoging plaats en financiële markten prijzen voor 2017 maar een zeer beperkte stijging in. De vorig jaar verwachte normalisatie van het monetaire beleid is dus van tafel. Hierdoor heeft de Amerikaanse centrale bank weinig beleidsruimte wanneer de Amerikaanse economie in een recessie geraakt.

ECB rekt beleid steeds verder op

Waar de normalisatie van het monetaire beleid in de Verenigde Staten stopt, drukken de andere grote centrale banken het monetaire gaspedaal nog verder in. De ECB verlaagde de beleidsrentes tot historisch lage niveaus. De depositorente bedraagt nu -0,4%. In april werd het opkoopprogramma met €20 miljard per maand vergroot. De ECB koopt nu elke maand voor €80 miljard aan obligaties op. Dit zijn voornamelijk staatsobligaties, maar sinds juni worden ook bedrijfsobligaties opgekocht. De ECB heeft nu bedrijfsobligaties van onder andere de Nederlandse bedrijven Akzo Nobel, Unilever, Shell en Achmea in bezit. Het opkoopprogramma resulteert in een gestaag groeiende omvang van de centralebankbalans, zoals uit figuur 4 blijkt. Dit alles met het doel de economie te stimuleren en de inflatie aan te zwengelen. Tot op heden met maar beperkt resultaat. Het beleid begint ook tegen haar grenzen aan te lopen. Het opkoopprogramma kent diverse restricties. Deze hebben onder andere betrekking op de hoeveelheid aan obligaties die van een bepaalde uitgifte of bepaald land opgekocht mag worden. De limieten komen in zicht en daarom volgen in september mogelijk aanpassingen om het opkoopprogramma te kunnen continueren. Vooralsnog loopt het opkoopprogramma tot maart 2017. De kritiek op dit beleid klinkt echter steeds luider. Het beleid heeft niet het beoogde effect en werkt marktverstrend. De risico's voor de toekomst nemen dan ook toe en de geloofwaardigheid van het monetaire beleid staat ter discussie (zie box *Risico's in overvloed*).

FIGUUR 4 CENTRALEBANKBALANSEN ALS PERCENTAGE VAN DE ECONOMIE

Bron: Bloomberg, Achmea IM



Uitkomst Brexit-referendum bepaalt beleid BoE

Het beleid van de BoE staat in het teken van de keuze van het Britse volk voor een Brexit. Om de verwachte negatieve effecten op de economische groei te verzachten, werd in augustus het monetaire beleid verruimd. De BoE verlaagde de beleidsrente van 0,5% naar 0,25%. Dit was de eerste renteverlaging sinds 2009. Daarnaast gaat de BoE voor £70 miljard aan staats- en bedrijfsobligaties opkopen. Dit wordt verdeeld over £60 miljard staatsobligaties in een periode van zes maanden en £10 miljard bedrijfsobligaties in een periode van anderhalf jaar. Ook wordt een nieuwe leenfaciliteit voor banken in het leven geroepen om de kredietverstrekking aan consumenten en bedrijven te stimuleren.

BoJ test beleidsruimte

In Japan wordt het monetaire beleid op dit moment het zwaarst op de proef gesteld. Uit figuur 4 blijkt dat de Japanse centrale bank veruit het meest uitbundige opkoopprogramma heeft ten opzichte van de omvang van de economie. Net als in de eurozone loopt de BoJ tegen de limieten van het opkoopprogramma aan. Het opkoopprogramma bedraagt ¥80 biljoen per jaar (circa €715 miljard). De staatsobligatiemarkt is ernstig verstoord doordat de BoJ de dominante speler is geworden. Er is dus maar beperkte ruimte om nog meer staatsobligaties te kopen. In juli vergrootte de BoJ wel het aandelenopkoopprogramma van ruim ¥3 biljoen naar ¥6 biljoen per jaar (circa €54 miljard). Aangezien de huidige monetaire maatregelen niet geleid hebben tot het gewenste resultaat, zal in Japan waarschijnlijk een volgende stap gezet worden.

Helikoptergeld

De contouren van samenwerking tussen de monetaire autoriteiten met de Japanse overheid worden steeds meer zichtbaar. In plaats van alleen te leunen op monetaire maatregelen die indirect via hun effect op de financiële markten de bestedingen moeten stimuleren, wordt directe samenwerking met de overheid gezocht om door middel van overheidsbestedingen de economie aan te jagen. De Japanse overheid heeft al een stimuleringsplan van ¥28 biljoen (circa €250 miljard) gepresenteerd. Dit kan gezien worden als een variant van helikoptergeld¹. Deze stap, of een variant hierop, is een verdere oprekking van het beleid. Deze beleidsrichting kan wel eens de blauwdruk vormen voor vergelijkbare maatregelen in andere regio's. Want ook in andere regio's winnen begrotingsmaatregelen aan populariteit. In de eurozone werden bijvoorbeeld geen boetes uitgedeeld aan Spanje en Portugal vanwege overschrijding van het begrotingstekort. Deze landen krijgen dus meer speelruimte ten aanzien van de overheidsbestedingen. Daarnaast is de kans groot dat de opgekochte staatsobligaties permanent op de balans van de centrale bank blijven staan. Wanneer de looptijd van de staatsobligaties verstrijkt, worden deze vervolgens doorgerold. Op deze manier worden overheidstekorten uit het verleden monetair gefinancierd. De facto wordt de overheidsschuld verlaagd, waardoor de ruimte voor nieuwe begrotingsimpulsen toeneemt. Kortom, de verstrengeling tussen monetair beleid en begrotingsbeleid neemt steeds verder toe met als doel de economie aan te jagen en de overheidsschulden beheersbaar te houden.

“The boundaries of the unconventional are stretched day after day.”

Claudio Borio (Hoofdeconoom van Bank for International Settlements)

¹ Met helikoptergeld wordt geldcreatie op grote schaal bedoeld waarbij de centrale bank direct lastenverlichtingen of overheidsbestedingen financiert om de reële economie te stimuleren. Zie voor meer informatie over helikoptergeld: Achmea IM Investment Letter, *Onder nul*, maart 2016

BOX:

Risico's in overvloed

Risico's zijn er altijd. Maar de laatste jaren zijn de onzekerheden ten aanzien van economie, monetair beleid en politiek groter geworden. De kans op extreme uitkomsten met grote impact is toegenomen. Centrale banken bevinden zich op onontgonnen terrein en binnen het politieke speelveld neemt de steun voor de niet-traditionele partijen toe. Voorheen gangbare uitgangspunten worden steeds meer ter discussie gesteld. Dit kan grote consequenties hebben voor enkele langetermijntrends, zoals de globalisering van de afgelopen decennia. In deze box noemen we diverse risico's die potentieel grote impact kunnen hebben op de beleggingsomgeving. De belangrijkste risico's zitten in Europa en China.

Chaotische scheiding tussen Verenigd Koninkrijk en EU

Tegen de verwachting in koos een meerderheid van de Britten voor een vertrek van het Verenigd Koninkrijk uit de EU. Ondanks de waarschuwingen van gerenommeerde instituties voor de grote negatieve economische gevolgen van deze keuze, lijkt van een totale ineenstorting van de Britse economie geen sprake. Ook de financiële markten toonden herstel na een heftige negatieve eerste reactie. Dit neemt niet weg dat de negatieve effecten nog kunnen komen. Het Verenigd Koninkrijk heeft het proces tot uittreding (Artikel 50) nog niet in werking gezet. Dus vooralsnog is het *business as usual*. Een chaotische vechtscheiding zal echter zowel het Verenigd Koninkrijk als de rest van Europa economische schade toebrengen. Daarnaast leidt de keuze voor de Brexit tot nieuwe potentiële politieke risico's. Een nieuw referendum over de onafhankelijkheid van Schotland behoort tot de mogelijkheden. Als blijkt dat de directe negatieve gevolgen van het verlaten van de EU mogelijk meevallen, zal dit mogelijk andere landen stimuleren om hetzelfde te doen. Deze onzekerheid zal negatief uitwerken op de economische groei, aandelenmarkten en de valuta's van de betreffende regio's.

Anti EU-sentiment neemt toe

De sociale onrust in Europa is sterk gestegen de afgelopen jaren. De perifere landen kennen al jaren tegenvallende economische groeicijfers en pijnlijke hervormingen worden niet zonder slag of stoot geaccepteerd. Het ontbreken van een eigen munt bemoeilijkt het aanpassingsproces. In de noordelijke landen heerst vooral onvrede over het extreme monetaire beleid en het niet naleven van begrotingsafspraken. Deze worden continu opgerekt en de historisch lage renteniveaus benadelen spaarders ten gunste van schuldenaars. Ondertussen zorgen de migratiecrisis en de toename van Islamitisch terrorisme voor toenemende druk op de fragiele sociale verhoudingen.

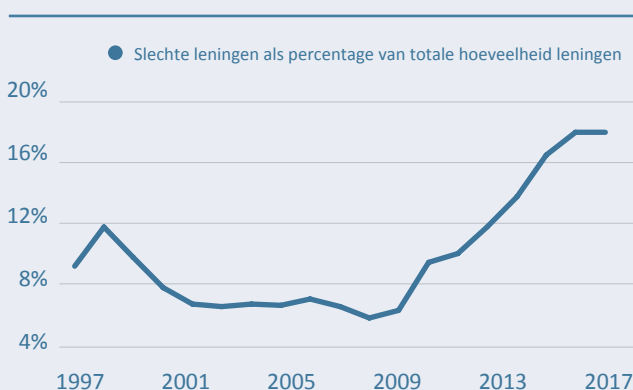
Daarnaast is het onrustig aan de randen van Europa, zoals bleek uit de mislukte staatsgreep in Turkije. Tegen deze achtergrond vinden de komende periode referenda en verkiezingen plaats. Begin oktober wordt de presidentsverkiezing in Oostenrijk overgedaan omdat het Constitutionele Hof de uitslag ongeldig verklaarde vanwege onregelmatigheden bij het tellen van de stemmen. In november vindt een referendum in Italië plaats. Officieel gaat dit referendum over staatsrechtelijke aanpassingen, maar in de praktijk zal een oordeel geveld worden over het beleid van de Italiaanse premier Renzi. Bij een voor hem tegenvallend referendumresultaat zullen er waarschijnlijk nieuwe verkiezingen komen. In Italië is de eurokritische Vijfsterrenbeweging sterk in opmars. Ze maakt zich sterk voor uittreding van Italië uit de euro. Een meerderheid voor deze partij bij eventuele verkiezingen zet de toekomst van de euro op het spel. In Nederland, Frankrijk en Duitsland vinden in 2017 verkiezingen plaats. Ook in deze landen neemt de steun voor de niet-traditionele partijen toe. Er is mede daardoor momenteel onvoldoende draagvlak voor verdere integratie en dreigt eerder verdere ontrafeling. Al met al is de toekomst van de EU en de euro onzeker. Twijfel over de toekomstbestendigheid van de Europese muntunie zal negatief uitwerken op de waarde van de euro, perifere staatsobligaties en de financiële sector.

Zwakke financiële sector in Europa

De financiële sector in de eurozone blijft een zwakke plek. In juli ontstond onrust over de Italiaanse bankensector. Het aantal slechte leningen nam de afgelopen jaren fors toe (zie figuur 5) en tot op heden is deze sector onvoldoende gesaneerd. Daarnaast drukt de negatieve depositorente gecombineerd met de lage lange rente de resultaten van het bankwezen. Uit de Europese stresstest van de *European Banking Authority*, waarin het Europese bankwezen werd doorgelicht, bleken vooral Italiaanse banken een slechtweersscenario niet te kunnen doorstaan. Met name de Italiaanse bank Monte dei Paschi scoorde slecht. Voordat de resultaten van de stresstest bekend werden, werd er een reddingsplan voor deze bank opgetuigd.

FIGUUR 5 VEEL SLECHTE LENINGEN IN DE ITALIAANSE BANKENSECTOR

Bron: Worldbank, Achmea IM



“The Eurozone worries me. It is a society of imperfectly integrated minorities, large migration flows, high unemployment and huge internal imbalances.”

Adair Turner (voormalig voorzitter van de Financial Services Authority)

Ondanks dat de resultaten van de stresstest per saldo meevielen, blijven er zorgen bestaan. Met de stresstest werd geen zware financiële crisis getest en sommige grote financiële partijen die een systeemrisico vormen, ogen kwetsbaar. Ook de ingevoerde Bankenunie met regels over hoe om te gaan met banken in de financiële problemen, kan de zorgen niet wegnemen. Sterker nog, de afspraak dat er geen belastinggeld naar banken mag gaan, maar dat beleggers een bijdrage moeten leveren aan de herkapitalisatie (de zogenaamde *bail-in* clause), leidt tot extra onrust. Zeker in Italië waar een groot deel van de bankobligaties in handen is van Italiaanse huishoudens. Op financiële markten hebben bankaandelen het dan ook moeilijk. Gezien de gematigde economische groei en de lage rentemarge, blijft de Europese financiële sector kwetsbaar.

Kredietgroei China op termijn onhoudbaar

De Chinese economie groeide de afgelopen kwartalen in een gematigd tempo. De groei zwakt geleidelijk aan af. Eerder dit jaar ontstond de vrees voor een sterker dan verwachte groeivertraging in China. De Chinese munt daalde in waarde en leidende indicatoren uit de industriële sector duiden op een forse afzwakking van de groei. Maar mede door ingrijpen van de autoriteiten door onder andere begrotingsstimulansen, werd de economische groei gestabiliseerd. Dit ging wel gepaard met een hoge kredietgroei, zoals uit figuur 6 blijkt. Deze is de laatste jaren al uitbundig geweest en de zorgen over slechte leningen nemen dan ook toe. Veel van deze leningen zitten in de intransparante semi-overheidssector. Hierdoor is de werkelijke omvang van het probleem lastig in te schatten. Dit neemt niet weg dat de aanhoudende hoge kredietgroei op termijn onhoudbaar is. Tegelijkertijd moet China door een verre van eenvoudige transitie richting een meer op het binnenland en de dienstensector gerichte economische structuur. Gezien het grote en toenemende belang van China in de wereld economie, heeft een eventuele flinke Chinese groeivertraging wereldwijde consequenties. Vooral in Azië zullen economieën hiervan hinder ondervinden.

Verkiezingen in de Verenigde Staten

Net als in Europa neemt de ontevredenheid in de Verenigde Staten toe. De toegenomen inkomensongelijkheid en de onmacht van de bestaande politiek om in samenwerking problemen aan te pakken, hebben geleid tot het op drift raken van de kiezers. Dit bleek uit de voorverkiezingen voor de presidentskandidaten bij zowel de Republikeinen als de Democraten. Bij de Republikeinen is de buitenstaander Donald Trump verkozen tot presidentskandidaat. Een jaar geleden had niemand dit verwacht en binnen de Republikeinse partij heeft dit tot veel commotie geleid. De keuze voor Trump is zowel controversieel binnen de partij als daar buiten. Bij de Democraten is Hillary Clinton verkozen tot presidentskandidaat. Zij kreeg echter veel tegenstand van haar tegenstrever Bernie

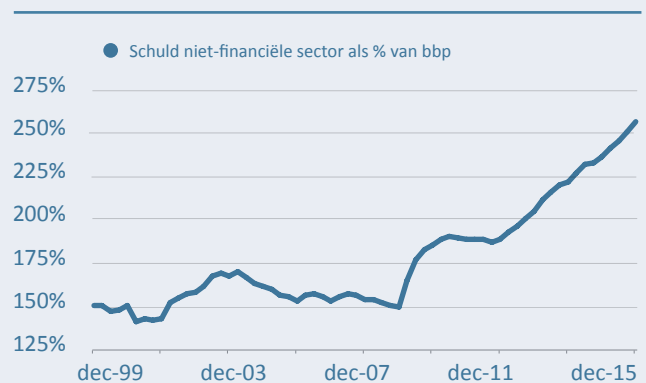
Sanders die een veel linksere koers nastreeft. Binnen de Democratische partij en daarbuiten is dan ook veel weerstand tegen Clinton die de gevestigde orde vertegenwoordigt. Op acht november vinden de presidentsverkiezingen plaats in de Verenigde Staten. Hillary Clinton wordt gezien als de ‘veilige’ keuze omdat dit grotendeels leidt tot een voortzetting van het huidige beleid. De keuze voor Trump wordt als onvoorspelbaarder gezien. Er bestaat onzekerheid over zijn aanpak ten aanzien van onder andere handelsrelaties en begrotingsbeleid. Deze onzekerheid zal leiden tot een stijgende volatiliteit op de financiële markten. In de peilingen heeft Hillary Clinton een voorsprong op haar Republikeinse tegenstrever. Maar zoals we bij het Brexit-referendum gezien hebben, zitten de peilingen er ook wel eens naast.

Verlies vertrouwen in centrale banken

De afgelopen jaren is veel gevraagd van centrale banken. Deze hebben via hun beleid tijd gekocht waarin de economie moest herstellen en tegelijkertijd politici hervormingen konden doorvoeren. Hiermee is een begin gemaakt, maar tot op heden is onvoldoende progressie geboekt. Inmiddels worden de grenzen van het monetaire beleid steeds verder opgezocht. Opkoopprogramma's zijn vergroot en uitgebreid naar steeds risicovollere beleggingen. Ook experimenteren centrale banken met negatieve renteniveaus. Hierdoor zijn centrale banken dominante spelers geworden op de financiële markten en hebben ze een marktverstoring effect. Ondertussen blijven de economische groeicijfers en inflatie gematigd en zijn financiële markten afhankelijk geworden van de extreem lage renteniveaus. De weg terug naar meer normale verhoudingen lijkt vooralsnog een moeilijke. Eén en ander is niet zonder risico. Een algeheel verlies van vertrouwen in de mogelijkheden van de centrale bank om de monetaire situatie onder controle te houden, zal tot heftige bewegingen op de financiële markten leiden. Forse rente- en valutabewegingen zijn dan niet uit te sluiten.

FIGUUR 6 UITBUNDIGE KREDIETGROEI CHINA

Bron: Bloomberg, Achmea IM



2 Beleggingscategorieën: terugblik & verwachtingen

Nagenoeg alle beleggingscategorieën staan dit jaar in de plus. Renteniveaus daalden naar nieuwe historische laagterecords en ondanks de nodige turbulentie herpakten aandelenmarkten de opwaartse trend. Door de extreem lage renteniveaus en gedaalde risico-opslagen staan de verwachte rendementen voor de komende jaren onder druk. De waarderingen in de opkomende landen ogen aantrekkelijker waardoor deze regio de meeste rendementskansen biedt. Europa is kwetsbaar door de problemen en risico's waarmee het continent worstelt.

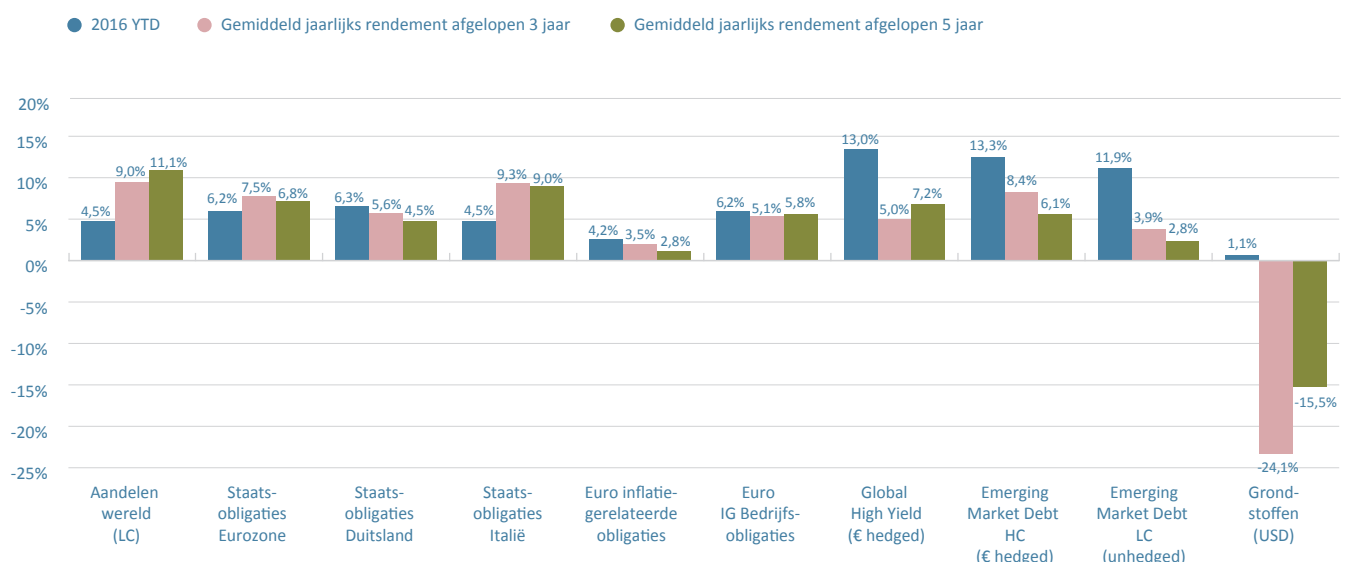
2.1 Terugblik

Renteniveaus in de ontwikkelde landen bereikten nieuwe historische laagterecords de afgelopen maanden. De aanhoudende monetaire stimulering van centrale banken en de verwachting dat dit nog lange tijd zo blijft, drukten renteniveaus verder omlaag. Een steeds groter deel van de staatsobligaties in de eurozone heeft een negatieve effectieve rente. Waar in eerste instantie vooral staatsobligaties met een korte looptijd de effectieve rente onder de 0% zagen zakken, gebeurt dat nu ook steeds vaker op het lange stuk. De daling versnelde na het Brexit-referendum. Sinds dit referendum bevindt de Duitse 10-jaarsrente zich onder de 0%. Ook de renteniveaus in de perifere landen daalden verder. De centrale banken kopen naast staatsobligaties ook risicovollere beleggingen op waaronder bedrijfsobligaties. Deze opkoopprogramma's drukten de risico-opslagen voor investment grade credits. Door de extreem lage renteniveaus moeten beleggers steeds

meer risico nemen om een aantrekkelijk verwacht rendement te behalen. Deze zoektocht naar rendement stuwt ook de waarderingen van andere beleggingscategorieën op. Zeker wanneer ook de vooruitzichten verbeteren voor de betreffende beleggingscategorie, zoals bij high yield en schuld papier uit opkomende landen. Deze kredietcategorieën lieten dan ook de hoogste rendementen zien over de eerste acht maanden in 2016 (zie figuur 7). Aandelenmarkten lieten een wisselend beeld zien, maar noteerden per saldo een positief rendement. Aan de ene kant profiteerden aandelenmarkten van de verder dalende renteniveaus en het extreem ruime centralebankbeleid. Aan de andere kant speelden er diverse macro-economische en politieke zorgen. Dit waren onder andere de groeivertraging in China, de angst voor een recessie in de Verenigde Staten en het Brexit-referendum. Daarnaast waren de regionale verschillen groot. De valuta's in de westerse wereld stonden in het teken van het Brexit-referendum. Door de uitslag van het referendum ging het Britse pond fors onderuit. Vooral ten opzichte van de Amerikaanse dollar daalde het pond naar een langjarig dieptepunt. De wisselkoers van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar bewoog overwegend zijwaarts. Per saldo apprecieerde de euro licht dit jaar. Dit was vooral een gevolg van het feit dat de verwachtingen ten aanzien van het aantal renteverhogingen van de Fed sterk teruggeschroefd werden. De olieprijs herstelde sterk in de eerste helft van 2016 na de forse dalingen in voorgaande jaren. De wereldwijde olievoorraden blijven hoog, maar de productiebeperkingen en aanhoudend hoge vraag brengen de markt meer in balans. Binnen de beleggingscategorie grondstoffen viel de sterke stijging van de goudprijs op.

FIGUUR 7 TOTAALRENDEMENTEN BELEGGINGSCATEGORIEËN

Bron: Bloomberg, Achmea IM



De totaalrendementen in 2016 zijn tot en met ultimo augustus. De totaalrendementen over de afgelopen 3 en 5 jaar zijn jaarlijkse meetkundige rendementen per ultimo augustus.

Monetair beleid dominant

Al met al resulteerden positieve totaalrendementen voor nagenoeg alle beleggingscategorieën gedurende de eerste acht maanden van het jaar. Het extreem ruime monetaire beleid was het overkoepelende thema. Zowel de verdere verlaging van beleidsrentes en het vergroten van opkoopprogramma's alsook de anticipatie dat normalisatie van het monetaire beleid uitgesteld wordt, zorgden voor een positief sentiment op de financiële markten. In figuur 7 staan de totaalrendementen weergegeven. In deze figuur zijn ook de jaarlijkse totaalrendementen over de afgelopen drie en vijf jaar weergegeven. Ondanks de lage renteniveaus liggen de totaalrendementen voor diverse vastrentende waarden dit jaar in lijn met de jaarlijkse rendementen die de afgelopen drie en vijf jaar behaald zijn. De aanhoudende daling van de renteniveaus zorgde voor koerswinsten ondanks dat de renteopbrengst laag is. Het totaalrendement op kredietobligaties in 2016 ligt boven het rendement dat de afgelopen jaren behaald werd. Naast de daling van de risicovrije rente profiteerden deze categorieën van de daling van de risico-opslagen. Het aandelenrendement vlakke wat af ten opzichte van de voorgaande periodes en de daling bij grondstoffen is tot stilstaan gebracht. De overwegend positieve en aantrekkelijke rendementen hebben geleid tot gestegen waarderingen waardoor deze rendementen in de toekomst waarschijnlijk niet haalbaar zullen zijn voor veel categorieën. Zeker voor de staatsobligaties is de ruimte voor nieuwe koersstijgingen beperkt. Dit kan alleen maar als de renteniveaus nog negatiever worden. Dit is niet uit te sluiten, maar dat zou

dan wel tot een verder verstoorde beleggingsomgeving leiden. In de rest van dit hoofdstuk zullen we onze verwachtingen verder toelichten.

2.2 Verwachtingen liquide beleggingen

In figuur 8 staan de Dynamische Asset Allocatie (DAA) verwachtingen en de aantrekkelijkheid van de liquide beleggingscategorieën uitgaande van ons basisscenario Reflatie (zie de special *Nieuwe scenario's: happy end niet gegarandeerd* voor meer informatie over het basisscenario). Per saldo is sprake van een laagrendementsomgeving. Op basis van onze waarderingsanalyses blijven risicovollere beleggingen voor de middellange termijn aantrekkelijker dan veilige staatsobligaties. Vanwege de gedaalde renteniveaus is het verwachte totaalrendement voor staatsobligaties uit de kernlanden negatief. Hetzelfde geldt voor staatsobligaties uit de niet-kernlanden. Het is nu eenmaal lastig veel rendement te verwachten van een beleggingscategorie waarvan de helft een negatieve effectieve rente heeft. De lage risicovrije rente drukt ook het verwachte rendement voor de kredietcategorieën. De risico-opslagen daarentegen bevinden zich overwegend op historisch gezien gemiddelde niveaus. Op de aandelenmarkten zijn er grote regionale verschillen. Waar aandelen Verenigde Staten aan de duurdere kant zijn, ogen aandelen opkomende markten nog steeds aantrekkelijk geprijsd.

FIGUUR 8 DAA-VERWACHTINGEN (ULTIMO AUGUSTUS 2016)

Bron: Achmea IM

Beleggingscategorie	Negatief	Positief	Advies	DAA	Toelichting
Aandelen Emerging Markets (\$)	■ ■ ■ ■ ■		+ 1%	10,75%	Aantrekkelijk gewaardeerd maar gevoelig voor externe schokken
Emerging Market Debt LC	■ ■ ■ ■ ■			6,25%	Relatief aantrekkelijke renteniveaus ten opzichte van ontwikkelde markten
Aandelen Europa	■ ■ ■ ■ ■			7,50%	Moeizame winstontwikkeling en kwetsbaar voor politieke risico's
Emerging Market Debt HC	■ ■ ■ ■ ■			2,50%	Risico-opslag nog steeds aantrekkelijk; landen tonen herstel
Aandelen VS (\$)	■ ■ ■ ■ ■			4,00%	Beneden gemiddeld verwacht rendement door relatief hoge waardering
Aandelen Japan (¥)	■ ■ ■ ■ ■			4,00%	Gedreven door Japans monetair beleid, structureel herstel ontbreekt
Global High Yield	■ ■ ■ ■ ■			2,75%	Risico-opslag is gedaald en bevindt zich rond de historische mediaan
Grondstoffen	■ ■ ■ ■ ■			2,75%	Olieprijs blijft zeer volatiel, wereldwijde olievoorraden nog steeds hoog
Kasgeld	■ ■ ■ ■ ■			0,00%	Verwacht rendement op kasgeld laag door extreem ECB-beleid
Investment Grade Credit	■ ■ ■ ■ ■			-0,50%	Laag verwacht rendement, maar voorlopig ondersteuning door ECB-beleid
Staatsobligaties Niet-Kernlanden	■ ■ ■ ■ ■			-0,75%	Historisch lage renteniveaus en gevoelig voor politieke ontwikkelingen
Inflatiegerelateerde Obligaties	■ ■ ■ ■ ■			-1,50%	Negatief verwacht rendement door negatieve reële rente en lage inflatie
Staatsobligaties Kernlanden	■ ■ ■ ■ ■		- 1,0%	-1,50%	Negatief verwacht rendement door lage rente en verwachte rentestijging

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 of afgedekt naar euro's tenzij anders vermeld. De aantrekkelijkheid van de beleggingscategorieën komt tot stand op basis van zowel rendements- als risicoschattingen.

“It is better to be roughly right than precisely wrong.”

John Maynard Keynes

Zoektocht naar rendement

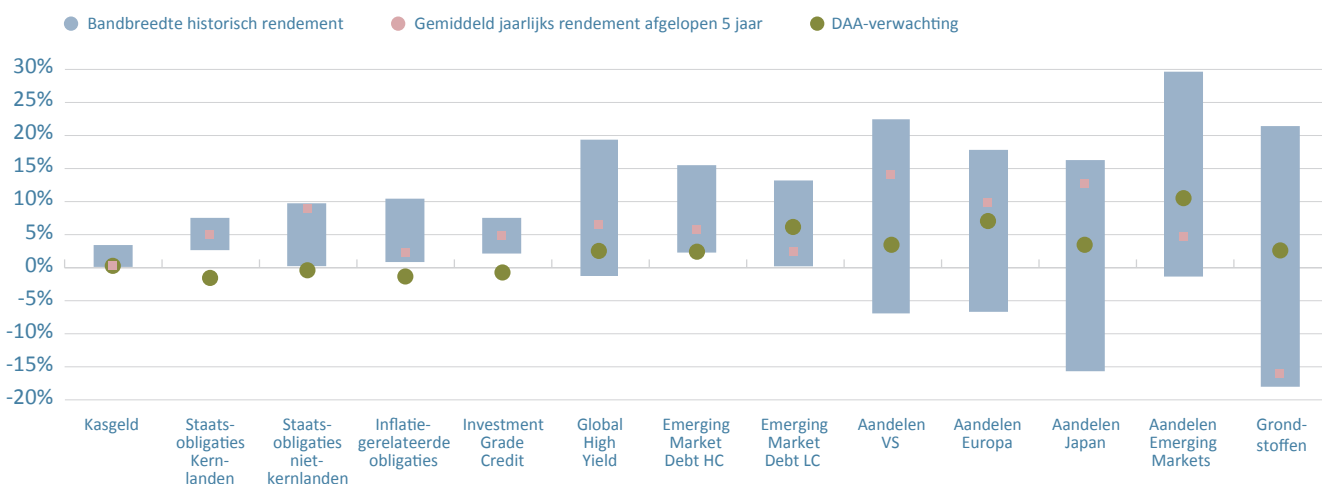
Op korte termijn blijven financiële markten echter balanceren tussen de omgeving gekarakteriseerd door de zoektocht naar rendement enerzijds en de macro-economische en politieke onzekerheden anderzijds. De zoektocht naar rendement blijft voortduren zolang de risicovrije rentes op deze lage niveaus liggen. En gezien de uitingen van de centrale banken komt daar voorlopig geen einde aan. Ook de opkoopprogramma's van onder andere de ECB jagen de prijzen van staatsobligaties en investment grade credits verder omhoog. Beleggers zijn hierdoor genoodzaakt zich verder op de risicocurve te begeven om een aantrekkelijk rendement te behalen. In deze zoektocht naar rendement ogen obligaties uit opkomende landen het meest kansrijk. Toch zijn er genoeg redenen voor beleggers om niet teveel risico te nemen. De macro-economische omgeving is fragiel en de politieke risico's zijn talrijk (zie box *Risico's in overvloed*). Daarnaast is Europa een regio met veel problemen. De onevenwichtigheden in de eurozone duren voort, er is sprake van een instabiele muntunie, de EU desintegreert, de politieke risico's zijn groot en nemen toe, renteniveaus zijn negatief, de vluchtelingencrisis zet de sociale verhoudingen op scherp en Islamitische terreur treft het continent met enige regelmaat. Al met al een complexe beleggingsomgeving waarbij een effectief gespreide beleggingsportefeuille het beste uitgangspunt is waarbij selectief risico genomen kan worden. In de special *Beleggingsportefeuille 2017: mogelijkheden in een laagrendementsomgeving* bespreken we de beleggingsimplicaties in de huidige laagrendementsomgeving.

DAA-rendementen in perspectief

In figuur 9 zetten we de verwachte DAA-rendementen af tegen het rendement van de afgelopen vijf jaar. Zoals bekend moet de DAA-verwachting gezien worden als een aannemelijke indicatie voor het rendementspotentieel op basis van de onderliggende waardering in plaats van een precieze puntschatting. Naast de DAA-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 geannualiseerde voortschrijdende vijfjaarsrendementen. De omvang van de bandbreedte zegt ook iets over de volatiliteit van de rendementen door de tijd heen. Voor veel beleggingscategorieën liggen de DAA-verwachtingen onder het gerealiseerde rendement. Voor geen enkele beleggingscategorie bevindt de DAA-verwachting zich aan de bovenkant van de bandbreedte. Vooral voor staatsobligaties zijn de verwachte totaalrendementen fors lager dan de rendementen die we de afgelopen vijf jaar hebben gezien. Door de huidige lage rente ligt de verwachting ook buiten de historische bandbreedte. Dit geldt tevens voor inflatiegerelateerde beleggingen en investment grade credits. Binnen vastrentende waarden verwachten we dat alleen schuld papier uit opkomende markten in lokale valuta de komende jaren een hoger totaalrendement genereert dan over het afgelopen halve decennium. Het verwachte rendement voor deze beleggingscategorie ligt in het midden van de historisch bandbreedte. Bij aandelen voorzien we grote regionale verschillen. Het verwachte rendement voor

FIGUUR 9 DAA-VERWACHTINGEN TEN OPZICHTE VAN HISTORISCHE RENDEMENTEN

Bron: Bloomberg, Achmea IM



De verwachte DAA-rendementen en de rendementen over de afgelopen vijf jaar zijn meetkundige jaarrendementen per ultimo augustus. De bandbreedte is opgebouwd uit het minimum en maximum meetkundig jaarrendement berekend over een rollende 5-jaarsperiode van de betreffende beleggingscategorie over de periode 1998-2016. Duitse staatsobligaties zijn als proxy gebruikt voor staatsobligaties kernlanden en Italiaanse staatsobligaties voor staatsobligaties niet-kernlanden.

aandelen Verenigde Staten en aandelen Japan is lager dan de gerealiseerde rendementen over de afgelopen vijf jaar. Voor aandelen opkomende markten verwachten we daarentegen een hoger rendement, al is deze verwachting in historisch perspectief niet extreem. Voor grondstoffen verwachten we herstel na de zeer teleurstellende rendementen in de afgelopen jaren. De DAA-verwachtingen voor de verschillende beleggingscategorieën lichten we kort toe in de rest van dit hoofdstuk.

Kasgeld

De ECB heeft aangegeven dat de renteniveaus de komende jaren laag zullen blijven. Ook wanneer het opkoopprogramma wordt beëindigd, zal de beleidsrente naar verwachting nog langere tijd niet verhoogd worden. Het opkoopprogramma loopt nog tot maart 2017 en wordt mogelijk nog verlengd in september. Een renteverhoging zit de komende jaren dus niet in de pijplijn. Een verdere verlaging is zelfs niet uit te sluiten. Dit betekent dat het verwachte rendement op kasgeld zeer laag tot negatief zal zijn de komende jaren.

Staatsobligaties kernlanden en inflatiegerelateerde obligaties

In lijn met de verwachting voor kasgeld verwachten we dat renteniveaus de komende jaren laag blijven. De anticipatie op een langdurig lage beleidsrente en het opkoopprogramma van de ECB drukken de renteniveaus op het lange stuk. De Duitse kapitaalmarktrente is zelfs negatief, zoals uit figuur 10 blijkt. Op korte termijn zullen de lage renteniveaus naar verwachting aanhouden. Binnen ons basisscenario Reflatie verwachten

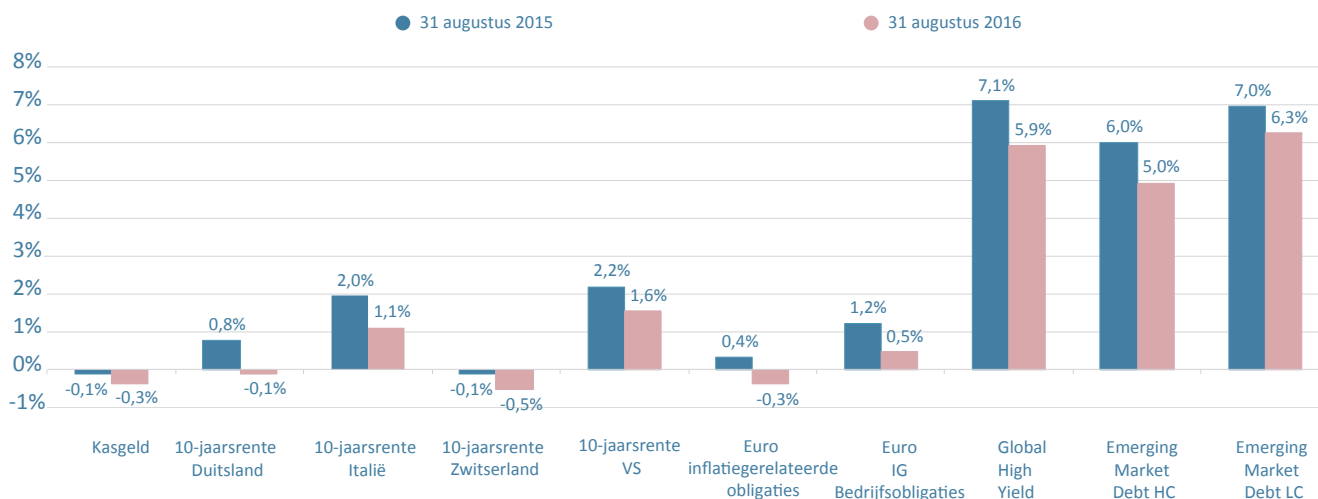
we wel dat op middellange termijn de renteniveaus de weg omhoog weer weten te vinden. De huidige beleidsinzet is gericht op het stimuleren van de economische groei en het aanjagen van de inflatie. Indien beleidsmakers slagen in deze opzet, passen hier op termijn hogere renteniveaus bij. Dit zal echter een zeer geleidelijk proces zijn. Na een lange periode van lage renteniveaus neemt de kwetsbaarheid voor rentestijgingen toe. We verwachten dat de Duitse 10-jaarsrente zal stijgen naar 1,5% over 5 jaar. Dit leidt tot een negatief verwacht rendement voor staatsobligaties uit de kernlanden. De lage renteomgeving is een wereldwijd fenomeen. Ook in het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten staan renteniveaus onder druk en deze blijven naar verwachting laag de komende jaren. In het risicoscenario Stagnatie zal de kapitaalmarktrente langer laag blijven. Maar de ruimte voor een verdere daling vanaf de huidige lage niveaus is beperkt. Maar een nog negatievere kapitaalmarktrente is niet uit te sluiten, zoals blijkt uit de situatie in Zwitserland. Voor inflatiegerelateerde obligaties geldt een vergelijkbaar verhaal. De reële rente is negatief en de inflatie blijft de komende jaren gematigd. Per saldo resulteert een negatief verwacht totaalrendement.

Staatsobligaties niet-kernlanden

Staatsobligaties uit de niet-kernlanden profiteerden van het ECB-beleid. Rentenniveaus in Italië en Spanje daalden tot recordlaagtes. De daling was in lijn met die van de kernlanden waardoor de risico-opslag ten opzichte van Duitsland per saldo constant bleef. Dit ondanks de verschillen in economische ontwikkeling en de toegenomen politieke risico's. Het ECB-beleid,

FIGUUR 10 EFFECTIEVE RENTENIVEAUS VASTRENTENDE WAARDEN

Bron: Bloomberg, Achmea IM



en dan vooral het opkoopprogramma, is de stuwende kracht achter de rentedaling. De uitslag van het Brexit-referendum leidde niet tot een langdurige stijging van de risico-opslag. Door de lage aanvangsrente is het verwachte rendement voor de komende jaren negatief. In ons basisscenario gaan we uit van een gematigde rentestijging. Maar de exogene risico's nemen toe. De toekomstige ontwikkeling van de renteniveaus zal sterk afhangen van de toekomst van de eurozone (zie box *Risico's in overvloed*).

Investment grade credits en high yield

De ECB koopt sinds juni ook investment grade bedrijfsobligaties op. Net als bij staatsobligaties had het opkoopprogramma een drukkend effect op de effectieve renteniveaus. De rente daalde naar een nieuw laagterecord (zie figuur 10). Er zijn zelfs bedrijven die tegen minder dan 0% kunnen lenen. Ook voor deze beleggingscategorie geldt dat de vooruitzichten zeer gematigd zijn vanwege de lage aanvangsrente. Op korte termijn zal het opkoopprogramma van de ECB echter voor druk blijven zorgen op de renteniveaus. High yield profiteerde van de stijging van de olieprijs waardoor de risico-opslag op oliegerelateerde bedrijven daalde. In de zoektocht naar rendement blijft high yield een interessante categorie ondanks dat het verwachte rendement in historisch perspectief beperkt is. De risicovrije rente is laag en de risico-opslag bevindt zich rond het historische langetermijngemiddelde. High yield oogt wel kwetsbaar als de economie verslechtert. De schuld niveaus zijn toegenomen en de kredietcondities zijn verslechterd.

Emerging Market Debt

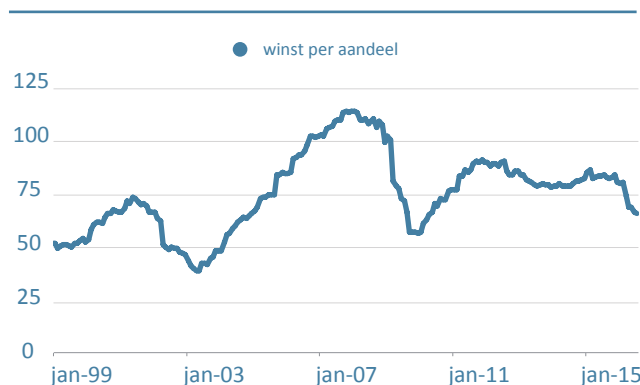
De renteniveaus in opkomende landen zijn relatief hoog ten opzichte van de niveaus in de eurozone, zoals uit figuur 10 blijkt. Hierdoor is deze beleggingscategorie in trek en zijn de kapitaalstromen hiernaar toegenomen. Zeker nu de macro-economische situatie verbetert, mede door de terughoudendheid van de Fed en het herstel van de grondstofprijzen. De valuta's van de opkomende landen zijn gemiddeld genomen gestabiliseerd na een jarenlange daling. Positief was ook dat er nauwelijks sprake was van negatieve impact op opkomende landen als gevolg van het Brexit-referendum. Het verwachte rendement voor de middellange termijn is aantrekkelijk voor met name schuld papier uit opkomende markten in lokale valuta (EMD LC). De positieve verwachting wordt gedreven door de aantrekkelijke renteniveaus en valutawaarderingen gecombineerd met het economische herstel in diverse landen. De risico-opslag voor schuld papier in harde valuta (EMD HC) ligt rond het langjarig gemiddelde. Dit neemt niet weg dat er wel degelijk risico's zijn. Vooral de twijfel over de houdbaarheid van de Chinese economische groei is een potentieel risico. Daarnaast blijven de politieke risico's in veel opkomende landen hoog, zoals duidelijk werd met de coup poging in Turkije in juli.

Aandelen

Relatief ten opzichte van de lage renteniveaus zijn aandelen, samen met schuld papier uit opkomende markten, de te prefereren beleggingscategorie. Echter, absoluut gezien zijn de verwachte rendementen voor de aandelenmarkten in historisch perspectief beperkt. Wel zijn er grote regionale verschillen. Amerikaanse aandelen zijn relatief duur na de hoge rendementen van afgelopen jaren. Amerikaanse aandelenindices tikten nieuwe recordniveaus aan, maar van een euforische stemming is geen sprake. Per saldo is de koerswinstverhouding verder gestegen. Dit komt zowel door de gestegen koersen als de onder druk staande winstgroei. De rendementsverwachting voor de middellange termijn is dan ook gematigd. Voor de andere regio's liggen de verwachte rendementen hoger. Vooral aandelen opkomende markten zijn aantrekkelijk gewaardeerd. Gecombineerd met het economische herstel in deze regio lijkt de jarenlange underperformance ten opzichte van de ontwikkelde landen ten einde. In Europa blijft de winstontwikkeling problematisch ondanks de economische opleving en het ruime monetaire beleid. De winst per aandeel is de afgelopen jaren gedaald en een herstel voltrekt zich vooralsnog niet (zie figuur 11). Zo blijft de financiële sector in Europa kwetsbaar. Bankwinsten staan onder druk door de negatieve rente, hoge juridische claims en de slechteleningenproblematiek. De Japanse aandelenmarkt wordt sterk gedreven door het monetaire beleid en daarmee door de waardeverandering van de Japanse yen. De Bank of Japan heeft het aandelenopkoopprogramma vergroot maar vooralsnog is het effect hiervan beperkt.

FIGUUR 11 WINST PER AANDEEL MSCI EUROPA ONDER DRUK

Bron: Bloomberg, Achmea IM

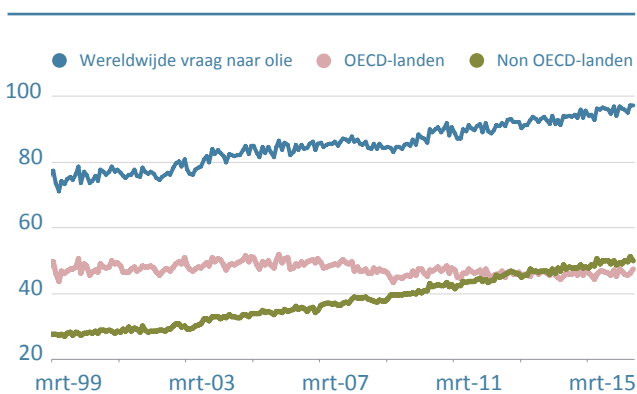


Grondstoffen

De jarenlange daling van de olieprijs kwam in de eerste helft van 2016 tot stilstand. In januari dook de prijs voor een vat Brent olie nog onder \$30. Sindsdien herstelde de prijs tot circa \$45 à \$50 per vat. In april en mei leidden productieontwrichtingen in vooral Nigeria en Canada voor opwaartse druk op de olieprijs. De grote onbalans tussen vraag en aanbod van de afgelopen jaren zwakt nu af. De wereldwijde voorraden zijn nog steeds hoog, maar de olieproductie in de Verenigde Staten toont tekenen van krimp. Door de gedaalde prijs was het voor sommige schalie-olieproducenten niet meer rendabel olie te produceren. Daarnaast stijgt de wereldwijde vraag naar olie nog steeds (zie figuur 12). We verwachten dan ook dat de olieprijs op termijn verder zal herstellen wanneer de vraag-/aanbodverhouding meer in balans raakt. Het verwachte rendement op grondstoffen is echter nog steeds relatief laag. Het verwachte rendement op het onderpand is zeer laag en het rolrendement is negatief voor de meeste grondstoffen. De verwachte spotprijsstijging compenseert dit maar ten dele. Door semi-actief beheer is het wel mogelijk de risico-/rendementsverhouding van deze beleggingscategorie te verbeteren.

FIGUUR 12 WERELDWIJDE VRAAG NAAR OLIE STIJGT NOG STEEDS (MLN. VATEN PER DAG)*

Bron: Bloomberg, Achmea IM



* De OECD-landen zijn 35 overwegend welvarende landen.

Valuta

Het Britse pond eiste dit jaar een hoofdrol op. Door de uitslag van het Brexit-referendum ging het Britse pond fors onderuit. Vooral ten opzichte van Amerikaanse dollar bereikte de Britse munt een langjarig dieptepunt. De Japanse yen daarentegen apprecieerde fors ten opzichte van de andere belangrijke valuta's. Het uitblijven van grote nieuwe monetaire stimulansen in Japan zorgden voor opwaartse druk op de Japanse munt. Het monetaire beleid is sowieso een belangrijke driver van de valuta's. Door het terugschalen van het aantal renteverhogingen van de Fed, gaf de Amerikaanse dollar terrein prijs ten opzichte van de euro. Ondanks dat de ECB het monetaire gaspedaal dieper indrukte. Anticipatie op divergentie in het monetaire beleid zal een belangrijke rol spelen voor toekomstige valutabewegingen. Indien de Fed het beleid sneller gaat verkrappen dan verwacht, zal dit gepaard gaan met appreciatie van de Amerikaanse dollar.

Dynamische Asset Allocatie

Binnen ons DAA-beleid geven we de voorkeur aan aandelen ten koste van vastrentende waarden. De 2%-overweging in aandelen Europa is afgelopen mei teruggedraaid. Voor deze afbouw waren een aantal redenen. Ten eerste de afzwakkende wereldwijde economische groei met grote neerwaartse risico's. Ten tweede de zorgen over de afnemende effectiviteit van het monetaire beleid in Europa en de beperkte middelen die nog ingezet kunnen worden. Ten derde de stijgende politieke onrust met het Brexit-referendum nog in het vooruitzicht. Vooral de regio Europa oogde kwetsbaar. De absolute waardering van aandelen Europa biedt naar onze mening onvoldoende *margin of safety* rekening houdend met de huidige beleggingsomgeving. Dit neemt niet weg dat ten opzichte van de lage rente aandelen relatief positief afsteken. De 1%-overweging van aandelen opkomende markten ten koste van euro-staatsobligaties hebben we wel in stand gehouden. De waardering is aantrekkelijk en gecombineerd met het economische herstel in diverse opkomende landen, geven we aan deze regio de voorkeur. Over de eerste acht maanden van dit jaar is de bijdrage van deze posities licht negatief geweest. Vooral de overweging van Europese aandelen in de eerste helft van het jaar droeg negatief bij. Ook de aanhoudende daling van de rente droeg negatief bij.

2.3 Verwachtingen illiquide beleggingen

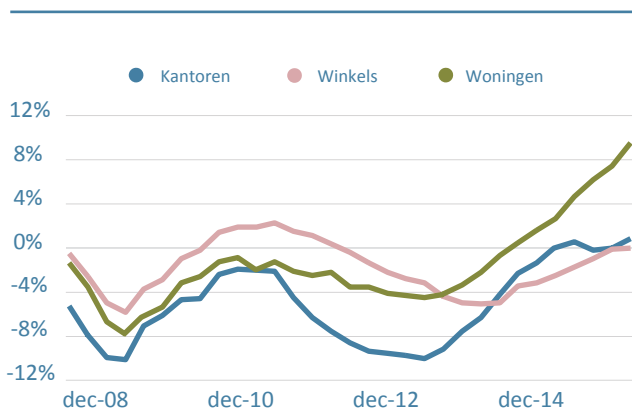
Onder de illiquide beleggingen vallen onder meer direct vastgoed, infrastructuur, private equity en hypotheek. Illiquide beleggingen worden niet actief meegenomen in het DAA-beleid. Door hun lage liquiditeit, hoge aan- en verkoopkosten en de langjarige aan- en verkoopprogramma's zijn deze beleggingen niet geschikt om actief mee te sturen. Hieronder worden de langjarige verwachtingen voor de verschillende illiquide beleggingscategorieën kort toegelicht. In deze paragraaf worden ook de verwachtingen voor hedge funds besproken. De rendementsverwachtingen zijn in euro na kosten.

Direct vastgoed

Vastgoed is de belangrijkste beleggingscategorie binnen de risicocategorie *real assets*. Het totaalrendement op vastgoed is opgebouwd uit twee componenten: het direct rendement (de huurinkomsten) en het indirect rendement (de waardeverandering van het onderliggende vastgoed). Bij direct vastgoed gaat het om directe beleggingen in Nederlands vastgoed. De Nederlandse vastgoedmarkt heeft een aantal slechte jaren achter de rug door forse afboekingen op de waarde van het vastgoed (zie figuur 13). Bij kantoren ging dit gepaard met sterk oplopende leegstand waardoor ook de huurinkomsten onder druk stonden. Met het op gang komen van het economische herstel, veert ook de vastgoedmarkt in Nederland op. De zeer lage kapitaalmarktrente geeft de vastgoedmarkten een extra stimulans. Door de zeer lage rente is het relatief hoge directe rendement op vastgoed een steeds interessanter alternatief geworden voor beleggers. Sinds eind 2014 loopt de waarde van het vastgoed weer op, vooral door sterke prijsstijgingen van het huurwoningensegment.

FIGUUR 13 HERWAARDERINGEN NEDERLANDS VASTGOED (JAAR-OP-JAAR)

Bron: IPD, Achmea IM



Doordat de vraag naar vrijesectorhuurwoningen groter is dan het aanbod, zitten de huren in een stijgende trend. Huurwoningen lieten hierdoor in zowel 2015 als de eerste helft van 2016 hoge rendementen zien. Naar verwachting houdt deze positieve omgeving voor huurwoningen de komende jaren aan. Ook op de kantorenmarkt verbetert de situatie, al blijft de kantorenmarkt zuchten onder een overschot aan kantoorruimte. Dit overaanbod aan kantoorruimte is inmiddels verdisconteerd in de prijzen. Winkelvastgoed blijft daarentegen hinder ondervinden van de problemen in de Nederlandse detailhandel. Door ontwikkelingen als de vergrijzing en de opkomst van online winkelen, gaat het winkellandschap door een structurele verandering. Meer afschrijvingen op winkelvastgoed vallen daardoor niet uit te sluiten. Per saldo verwachten we voor de komende jaren voor een breed gespreide belegging in Nederlands vastgoed, zoals de IPD Netherlands index, een totaalrendement van 6% tot 7% per jaar. De bulk van dit rendement komt uit de huurinkomsten.

Hypotheek

De populariteit van Nederlandse particuliere hypotheek is de laatste jaren bij institutionele beleggers sterk gegroeid. Door de relatief hoge risico-opslag ten opzichte van staatsobligaties vormen ze in de huidige lage renteomgeving een aantrekkelijk alternatief. Hypotheek hebben een overwegend laag risicoprofiel, vooral kwalitatief hoogwaardige hypotheek met een lage *loan-to-value* en NHG-garantie. Voor het verwachte rendement is de hoogte van de hypotheekrente de bepalende factor. De hypotheekrente is opgebouwd uit de swaprente en een risico-opslag. Deze risico-opslag is afhankelijk van de looptijd en het risicoprofiel van de hypotheek. De swaprente is momenteel historisch laag. Ook de risico-opslagen voor hypotheek zijn gedaald, maar blijven aantrekkelijk. De hypotheekrente ligt al snel 200 basispunten boven de swaprentes met een vergelijkbare looptijd. Het verwachte rendement voor hypotheek bedraagt circa 2% tot 3%.

Infrastructuur

Infrastructuur omvat een verzameling van fysieke voorzieningen die essentiële diensten voor de samenleving levert. Kenmerkend voor core-infrastructuur zijn de inflatiegerelateerde kasstromen. Vanwege deze karakteristieken maakt infrastructuur onderdeel uit van de risicocategorie *real assets*. Wij beleggen in infrastructuur met behulp van niet-beursgenoteerde infrastructuurfondsen. Beleggingen in infrastructuur zijn illiquide en hebben een lange beleggingshorizon. Door de zoektocht naar rendement en het streven naar betere diversificatie, kan de beleggingscategorie infrastructuur zich verheugen op een toenemende belangstelling van institutionele beleggers. Het aanbod van infrastructuurprojecten is echter beperkt en reageert nauwelijks op de toegenomen vraag. Door de grote beleggingsvraag zijn de waarderingen van bestaande

infrastructuurprojecten gestegen. Managers hebben daardoor steeds meer moeite om geschikte infrastructuurprojecten te vinden. Het rendement op infrastructuur bestaat uit twee componenten. De directe component bestaat uit de inflatiegerelateerde kasstromen en de indirecte component uit de waardeverandering van het project. Het directe rendement op infrastructuur staat onder druk door de gedaalde aanvangsrendementen. Het totaalrendement op infrastructuur is afhankelijk van de kwaliteit van de manager en het startjaar van het fonds. Het verwachte rendement voor de komende jaren voor core-infrastructuur is met 5% tot 6% lager dan wat we in het verleden hebben gezien.

Private equity

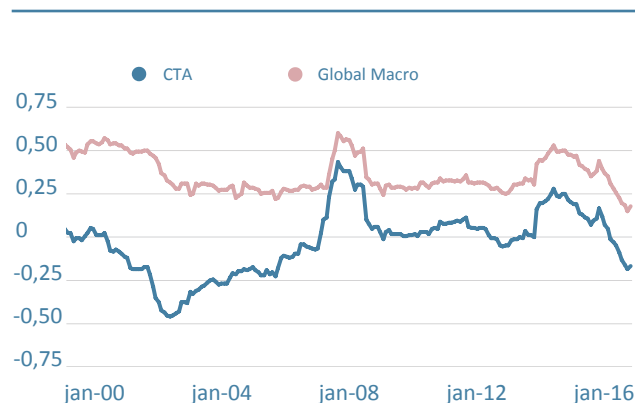
Private equity is een actieve en illiquide beleggingscategorie met een langetermijnhorizon. Een belegger zit in principe de hele looptijd, veelal 10 jaar, vast aan het fonds. Bij private equity is de expertise van de fondsmanager doorslaggevend voor het behalen van een goed rendement. Door de structuur van een private-equitybelegging is ook het *vintage year* een belangrijke bepalende factor voor het uiteindelijke rendement. Het *vintage year* verwijst naar het jaar waarin daadwerkelijk wordt begonnen met het investeren. Goede *vintage years* zijn de jaren waarin private-equityfondsen tegen gunstige waarderingen in bedrijven kunnen beleggen. Uit onderzoek blijkt dat goede en slechte *vintage years* een relatie hebben met de conjunctuurcyclus en de waarderingen op de publieke aandelenmarkten. Zo waren de jaren direct na de kredietcrisis door de lage waarderingen goede jaren om te investeren. Private equity heeft dan ook een periode met goede rendementen achter de rug. Door de hoge rendementen en de lage renteomgeving neemt de interesse onder beleggers voor private equity sterk toe. Dit betekent dat er inmiddels grote bedragen aan de zijlijn klaar staan om belegd te worden. De laatste jaren zijn de waarderingen van bedrijven echter gestaag opgelopen. Dit betekent dat het voor private-equitymanagers moeilijker is om geschikte investeringen te vinden. Private-equitymanagers hebben echter lessen getrokken uit het verleden. Tot op heden weten ze de investeringsdrang te weerstaan en blijven ze vast houden aan hun (rendements)eisen. Het feit dat private-equitymanagers zich niet laten verleiden om op grote schaal, tegen elke waardering, te investeren geeft vertrouwen dat private equity ook in de toekomst goede rendementen weet te behalen. Wij verwachten dat, bij een goede managersselectie, private equity gemiddeld genomen een 3% netto excesrendement behaalt boven het rendement op de aandelen ontwikkelde landen. Dit komt neer op een verwacht totaalrendement van circa 8% per jaar. Belangrijke randvoorwaarden voor deze verwachting zijn wel een goede spreiding over verschillende *vintage years* en een goede managersselectie.

Hedge funds

De beleggingscategorie hedge funds valt onder de risicocategorie niet-traditioneel. Het universum aan hedge funds bestaat uit een groot aantal verschillende strategieën. De karakteristieken van deze strategieën, zoals het rendement, de volatiliteit en de correlaties met de traditionele beleggingscategorieën, verschillen sterk van elkaar. Wij zien hedge funds vooral als bron van diversificatie binnen de portefeuille. Daarom beleggen wij in de hedgefondsstrategieën Global Macro en CTA. Deze strategieën zijn geselecteerd vanwege hun goede diversifiërende eigenschappen. In figuur 14 is de correlatie met aandelen weergegeven over een 5-jaars voortschrijdende periode. Deze diversificatie is het gevolg van blootstelling naar niet-gecorrleerde risicofactoren zoals momentum en naar alpha, het rendement dat voortvloeit uit de *skill* van de manager. De beleggingsomgeving was de afgelopen jaren uitdagend voor Global Macro en CTA waardoor de rendementen laag waren. Ook voor de komende jaren verwachten we lage absolute rendementen. Het rendement op hedge funds bestaat uit het rendement op kasgeld plus een strategie-afhankelijke opslag. De hoogte van de opslag is het gevolg van de karakteristieken van de strategie en de *skill* van de manager. Op basis van de historische data komen wij tot een schatting voor deze opslag van circa 3% na kosten. Doordat het rendement op kasgeld de komende jaren rond de 0% schommelt, zal het verwachte totaalrendement op hedge funds gelijk zijn aan deze opslag. Daarmee is het verwachte rendement op hedge funds absoluut gezien laag. Relatief ten opzichte van vooral de vastrentende categorieën blijft het rendement echter aantrekkelijk. In combinatie met de goede diversifiërende eigenschappen blijven hedge funds hierdoor een aantrekkelijke toevoeging aan de portefeuille.

FIGUUR 14 CORRELATIE CTA EN GLOBAL MACRO MET AANDELEN

Bron: Bloomberg, Achmea IM



3 Nieuwe scenario's: happy end niet gegarandeerd

De wereldeconomie is als een film waarin scenes elkaar opvolgen en de verhaallijn zich ontvouwt. Hoe het afloopt, is ongewis. Beleidsmakers spelen een hoofdrol en zetten in op herstel van groei, inflatie en uiteindelijk ook het renteniveau. Maar de uitgangssituatie is lastig en er is ook tegenwind. Een happy end is niet gegarandeerd. In deze special gaan we in op de nieuwe langetermijnsenario's.

Toekomst fundamenteel onzeker

De toekomst is fundamenteel onzeker. Dat is één van de belangrijkste lessen die uit de kredietcrisis getrokken moet worden. Daarnaast maakte de kredietcrisis pijnlijk duidelijk dat ons begrip van het functioneren van economie en markten minder groot is dan dat we wel eens aannemen. Achmea IM heeft daaruit de conclusie getrokken dat een relatief visie-arme strategische asset allocatie met een grote nadruk op effectieve kapitaal- en risicodiversificatie een verstandig vertrekpunt is voor een beleggingsportefeuille. Beleggingsvisies zijn zeker nuttig, maar daarop actief acteren is alleen verstandig bij een aanzienlijke mate van convictie. Eén en ander betekent niet dat de toekomst helemaal open ligt. Op basis van trends, de huidige uitgangssituatie, historische parallellen en theoretische verbanden zijn sommige toekomstbeelden waarschijnlijker dan andere. Hieronder presenteren we de, wat ons betreft, meest waarschijnlijke toekomstbeelden voor de lange termijn. Deze langetermijnsenario's kunnen worden gebruikt ten behoeve van asset liability management (ALM) en portefeuilleconstructiestudies.

Raamwerk voor de lange termijn

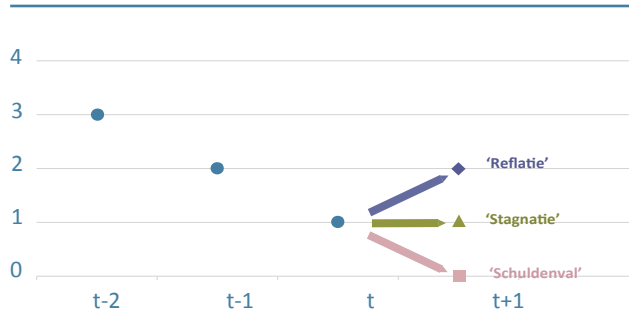
De horizon voor deze scenario's is 15 jaar. De afgelopen jaren was Aanpassing & Groei ons basisscenario en hanteerden we een aantal alternatieve scenario's. Op deze basis bouwen we verder. Tegen een achtergrond van zeer lage inflatie, historisch lage rentes en hoge schuld niveaus, presenteren we drie nieuwe economische langetermijnsenario's². Twee moeizame macrobeelden vergezellen een gematigd optimistisch scenario waarin rente en inflatie langzaam de weg omhoog vinden. De nieuwe scenario's zijn aan de hand van een analytisch raamwerk ontwikkeld. Dit raamwerk omvat de belangrijkste actoren zoals overheden en centrale banken en het menu aan beleidsopties waarover zij beschikken. Dit wordt geplaatst binnen de huidige macro-economische omgeving van gematigde economische groei en lage inflatie. Ook wordt aandacht besteed aan belangrijke exogene trends, zoals demografie en technologische ontwikkeling.

Verschillende scenario's

Figuur 15 staat in zekere zin symbool voor de drie nieuwe scenario's. De door de stippen gemarkeerde neerwaartse trendbeweging in deze figuur symboliseert de decennialange beweging van de (reële) rente dan wel van de inflatie. Een ommekeer in deze trendbeweging van rente en inflatie is iets dat de afgelopen 15 jaar regelmatig door velen is voorspeld en iets waarnaar de autoriteiten feitelijk nu al jaren streven, zij het tevergeefs. Een dergelijke ommekeer zou een hele gebeurtenis zijn. Datzelfde geldt echter ook voor een continuering van deze trendbewegingen. Dan komen we immers in een hele nare wereld met deflatie en nog lagere rentes. Dit zou het falen van het macro-beleid op grote schaal zijn. Tenslotte is het ook mogelijk dat er vanaf nu voor langere tijd niets tot bijna niets verandert in de niveaus van deze grootheden. Een dergelijke bestendige status quo doet denken aan wat Japan heeft meegemaakt de laatste 20 jaar. Dit komt echter niet vaak voor, maar uit te sluiten is het geenszins.

FIGUUR 15 GESTILEERDE WEERGAVE SCENARIO'S

Bron: Achmea IM



Groeiherstel beperkt de afgelopen jaren

De afgelopen jaren heeft het scenario Aanpassing & Groei gefungeerd als de centrale langetermijnmacrovisie. De gedachte achter dit scenario is dat via een beleid gericht op duurzaam groeiherstel en macro-economische stimulansen de wereldeconomie zich geleidelijk aan zou normaliseren. Het voorziene groeiherstel is er uiteindelijk ook langzaam en beperkt gekomen, eerst in de Verenigde Staten en later in Europa. De inzet van het monetaire beleid is echter veel sterker en langduriger geweest dan oorspronkelijk voorzien. Ook is in veel landen de inflatie blijven dalen. Tegelijkertijd is onvoldoende hervormd.

² Zie Achmea IM, *Nieuwe Lange Termijn Scenario's (2016-2030)*, april 2016

Schuld niveaus blijven stijgen

Beleidsrentes in veel landen zijn de laatste jaren naar om en nabij de 0% gestuurd en centrale banken zijn op grote schaal vermogenstitels gaan opkopen. Mede hierdoor is de lange rente sterk gedaald. Mede onder invloed van dit beleid zijn op veel plaatsen in de ontwikkelde landen, alsook in opkomende landen, de private schulden in zowel absolute als relatieve zin verder gestegen. Daar waar wel sprake is geweest van dalingen, blijven de schuld niveaus nog steeds hoog. Ook de staatsschulden zijn in veel landen de afgelopen jaren verder gestegen. Een belangrijke motivatie voor het gevoerde monetaire beleid is het risico van deflatie, iets wat de beleidmakers in het licht van de gestegen schulden *coûte que coûte* proberen af te wenden.

Politieke risico's toegenomen

Tegelijkertijd is de stress in veel politieke systemen hoog. Dat geldt zeker voor Europa, dat onder andere worstelt met een nog steeds kwetsbare muntunie, een vluchtelingenprobleem en de risico's van het uiteenvallen van de huidige EU. Maar ook in de Verenigde Staten is het politieke klimaat weinig constructief. Het vermogen om electoraal gezien moeilijke maatregelen te nemen lijkt, los van acute crisissituaties, klein. In veel landen zijn niet-traditionele politieke partijen in opkomst en dreigt een breuk tussen het establishment en dat deel van de bevolking dat na jaren van globalisering en crises zijn welvaart heeft zien dalen.

Trends minder gunstig

De laatste decennia kenmerkten zich door trends die in veel regio's een gunstige invloed hadden op groei en inflatie. Globalisering, een groeiend arbeidsaanbod en snelle technologische ontwikkeling gaven de vraag- als ook de aanbodkant een sterke impuls. De internationale politieke situatie was lang stabiel, mede onder invloed van de dominante positie van de Verenigde Staten. Van deze trends zet alleen de technologische ontwikkeling nog onverminderd door. Dit neemt niet weg dat sommige economen verwachten dat we het beste aan productiviteitsstijgingen hebben gehad. De andere trends zijn gedraaid of hebben aan kracht ingeboet. Door vergrijzing en stijgende afhankelijkheidsratio's is er inmiddels sprake van demografische tegenwind. De globalisering is gepiekt nu de meeste opkomende landen in de wereldeconomie zijn geïntegreerd en de politieke steun voor nieuwe handelsakkoorden afkalft. De politieke omgeving is aanzienlijk instabieler en de deregulerings- en liberaliseringstrends worden deels teruggedraaid. Per saldo wijzen deze exogene trends op meer economische tegenwind, een lager groeipotentieel voor de wereldeconomie en meer opwaartse inflatiedruk. Eén en ander impliceert een nog steeds kwetsbare uitgangspositie voor economie en beleggingsomgeving. De nieuwe scenario's beogen de hiermee gepaard gaande onzekerheid op hoofdlijnen in beeld te brengen.

Uitgangspunt is een kwetsbare wereldeconomie

Reflatie het nieuwe basisscenario

Het nieuwe centrale scenario noemen we Reflatie. In dit scenario voorzien we een voortzetting van het economische herstel in de ontwikkelde economieën en een geleidelijke kentering in de trendmatige neerwaartse beweging van rente en inflatie. Dit is daarmee het scenario waar alle, vooral monetaire, beleidsinzet van de laatste jaren op gericht is geweest. Hogere inflatie en meer robuuste groeicijfers stellen centrale banken, met de Amerikaanse centrale bank voorop, in staat hun beleid te normaliseren. In dit scenario lopen de kapitaalmarktrentes wat op en vooral de meer risicovolle beleggingen laten behoorlijke rendementen zien. De relatief veilige vastrentende waarden doen het een stuk minder als gevolg van het feit dat de rentes bij aanvang zeer laag zijn en over de projectieperiode beperkt stijgen. Reflatie verschilt qua beleggingsrendementen beperkt van het vorige centrale scenario Aanpassing & Groei. Een belangrijk onderscheid is dat in het nieuwe centrale scenario nu ook voor de lange termijn wordt uitgegaan van een lager evenwichtsniveau van de (reële) rente. We gaan uit van een reële 10-jaarsrente van 1,25% (was 1,5%) voor de eurozone op lange termijn, bij een overigens identiek langetermijninflatieniveau van 2%. Hoge schuld niveaus, een laag groeipotentieel en een hoge spaarzin in delen van de wereldeconomie vormen hiervan de achtergrond. Naast Reflatie hanteren we andere scenario's die we een lagere waarschijnlijkheid toedichten. Reflatie achten we uiteindelijk het meest waarschijnlijk omdat westerse democratieën in het verleden hebben bewezen om, linksom dan wel rechtsom, via aanpassingen in beleid en institutionele structuren terug te kunnen keren naar houdbare economische groei. Zeker is dit allerm minst, gezien de uitgangssituatie en de trendmatig minder gunstige onderstroom. Daarom hebben we twee alternatieve scenario's ernaast gezet.

Falen beleid leidt tot stagnatie

Het tweede scenario, Stagnatie genaamd, geeft een beeld van het neerwaarts risico ten opzichte van het centrale scenario. In Stagnatie toont het economische herstel zich steeds weer kwetsbaar en vooral cyclisch van aard. De *animal spirits* bij ondernemers en consumenten blijven zwak waardoor stimulering door de overheid en de centrale bank noodzakelijk blijft. Centrale banken kunnen de beleidsrente dan ook niet noemenswaardig verhogen. De inflatie blijft zeer laag, en dat geldt ook voor de nominale groei, waardoor schuldquoten hoog blijven of zelfs verder stijgen. Er dreigt in dit scenario voortdurend een overschot aan besparingen waardoor de

“(…), I can assure you that any specific projection I write down will turn out to be wrong, perhaps markedly so.”

Janet Yellen (Voorzitter Federal Reserve)

vraag zich moeizaam ontwikkelt. Tegelijkertijd herstelt de productiviteitsgroei nauwelijks doordat structurele hervormingen niet echt van de grond komen. De blijvend zeer lage rente remt ondertussen, onbedoeld, het proces van voortdurende innovatie (*creative destruction*), een voorbeeld van een medicijn dat de kwaal verergert. De beleggingsrendementen liggen in Stagnatie onder die van Reflatie, al blijven de verschillen in termen van rekenkundige gemiddeldes per jaar bij de meeste categorieën beperkt (zie figuur 16). De blijvende steun van centrale banken voor de financiële markten in dit scenario gaat gepaard met een voortgaande zoektocht naar rendement waardoor waarderingniveau's stevig (blijven) afsteken tegen de bleke macro-economische ontwikkeling. In beide scenario's, maar vooral in Reflatie, wordt het nemen van beleggingsrisico beloond. De verwachte rendementen steken wel wat bleekjes af tegen de langjarige historische gemiddeldes. Veilige vastrentende waarden laten in beide scenario's zeer lage rendementen zien en impliceren daarmee het einde van de decennialange *bull* markt in deze beleggingscategorie.

Nieuwe schok leidt tot helikoptergeld

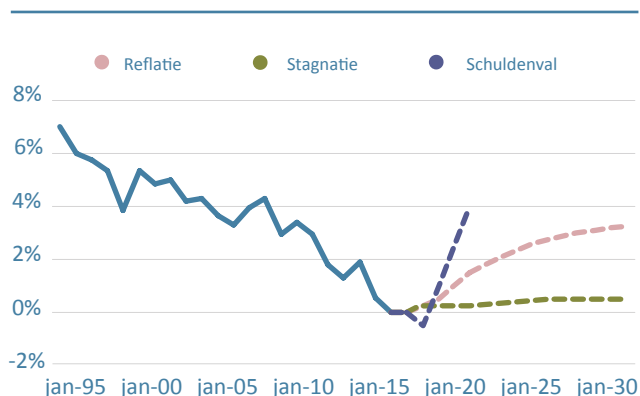
Het derde nieuwe scenario, *Debt Trap* of Schuldental genaamd, is een instabiel crisisscenario met een horizon van vijf jaar. In dit scenario veroorzaakt een nieuwe negatieve schok een recessie in de economie met grote negatieve gevolgen voor de financiële markten. De overheid en monetaire autoriteiten slaan hierop de handen ineen en besluiten tot vormen van directe monetaire financiering van bestedingen en/of lastenverlichting: het zogenaamde helikoptergeld. Onder invloed van dit beleid herstelt de economie en trekt de inflatie flink aan.

FIGUUR 16 VERWACHTE RENDEMENTEN IN REFLATIE EN STAGNATIE*

Bron: Achmea IM

Periode 2016 - 2030	Reflatie	Stagnatie
Kasgeld	1,1%	-0,1%
Staatsobligaties kernlanden	1,0%	0,4%
Staatsobligaties niet-kernlanden	1,7%	1,2%
Investment Grade Credit	2,1%	1,4%
Hypotheke	2,9%	2,3%
Global High Yield	4,9%	3,1%
Emerging Market Debt HC	4,6%	4,1%
Emerging Market Debt LC	6,7%	5,7%
Aandelen Ontwikkelde Landen	6,3%	4,2%
Aandelen Opkomende Landen	7,9%	5,5%
Private equity	9,3%	7,2%
Inflatiegerelateerde obligaties	1,6%	0,2%
Wereldwijde inflatiegerel. obligaties	1,7%	0,0%
Beursgenoteerd Vastgoed	6,3%	4,2%
Direct Vastgoed Nederland	5,6%	3,8%
Infrastructuur	4,7%	2,4%
Grondstoffen	4,7%	-1,2%
Hedge funds	4,1%	2,9%

FIGUUR 17 VERLOOP DUITSE 10-JAARSRENTE IN DIVERSE SCENARIO'S



Aanvankelijk lopen de geëiste risicopremies sterk op, wat gepaard gaat met sterk negatieve rendementen op de risicovollere beleggingen. Rentes zullen in eerste instantie naar een nieuw dieptepunt dalen. Een beweging richting meer normale niveaus vindt pas plaats als de economie herstelt. Daarnaast zal een effectieve bestedingsimpuls die het groeimomentum herstelt goed zijn voor de risicovollere beleggingen. Het inzetten van helikoptergeld gaat wel gepaard met grote risico's. In het ergste geval kan het leiden tot een oncontroleerbare stijging van de inflatie. Een risico dat bij de inzet van dit instrument op voorhand niet uitgesloten kan worden.

Rentebeweging afhankelijk van het scenario

Figuur 17 geeft een beeld van het rentebeeld in de drie scenario's. Het scenario Schuldental kent daarbij de meest uitgesproken dynamiek. Als gevolg van een recessie daalt de rente in eerste instantie. Dit wordt gevolgd door een sterke monetaire en budgettaire expansie die via groei- en inflatieherstel de rente vervolgens snel doet oplopen. Het rentebeeld in Reflatie spoort met een langzame normalisatie van het nu nog extreme monetaire beleid. In Stagnatie blijft de economie volgens beleidsmakers te zwak om de rente te verhogen. Mede via voortgaande financiële repressie worden kapitaalmarktrentes in de buurt van de huidige lage niveaus gehouden.

Wereldeconomie op driesprong

De wereldeconomie bevindt zich op een driesprong. Rentenniveaus en inflatie kunnen de komende jaren stijgen en dichterbij de gewenste en normaal geachte niveaus komen te liggen. Dit vereist een voortgaande economische groei en vervolgens een geleidelijke normalisatie van het monetaire beleid. Ten opzichte van deze relatief positieve uitkomst liggen de belangrijkste risico's aan de onderkant. De wereldeconomie blijft kwetsbaar voor tegenslagen. In ALM- en portefeuilleconstructiestudies dient hiermee rekening te worden gehouden. Er is immers geen garantie op een *happy end*.

*in euro of euro hedged, per ultimo eerste kwartaal 2016

4 Beleggingsportefeuille 2017: mogelijkheden in een laagrendementsomgeving

In de vorige Investment Letter³ bespraken we het belang van effectieve diversificatie bij het samenstellen van een beleggingsportefeuille. Op basis van deze filosofie wordt de Achmea IM modelportefeuille geconstrueerd. Vanwege de nadruk op effectieve diversificatie wordt ten behoeve van de portefeuillesamenstelling slechts in beperkte mate gerekend met de altijd onzekere verwachte rendementen. Mede door de zeer lage rentes en het extreem ruime monetaire beleid zijn de waarderingen van veel beleggingscategorieën opgelopen. De verwachte absolute rendementen van de meeste beleggingscategorieën zijn hierdoor laag. Voor veilige vastrentende producten ligt het verwachte rendement zelfs op een historisch dieptepunt. Hierdoor is het voor beleggers lastig om hun portefeuilledoelstellingen te behalen. In deze special bespreken we kort de modelportefeuille en een aantal mogelijkheden om in de huidige beleggingsomgeving het risico-/rendementsprofiel van deze portefeuille te verbeteren zonder de effectieve diversificatie uit het oog te verliezen.

Robuustheid als uitgangspunt

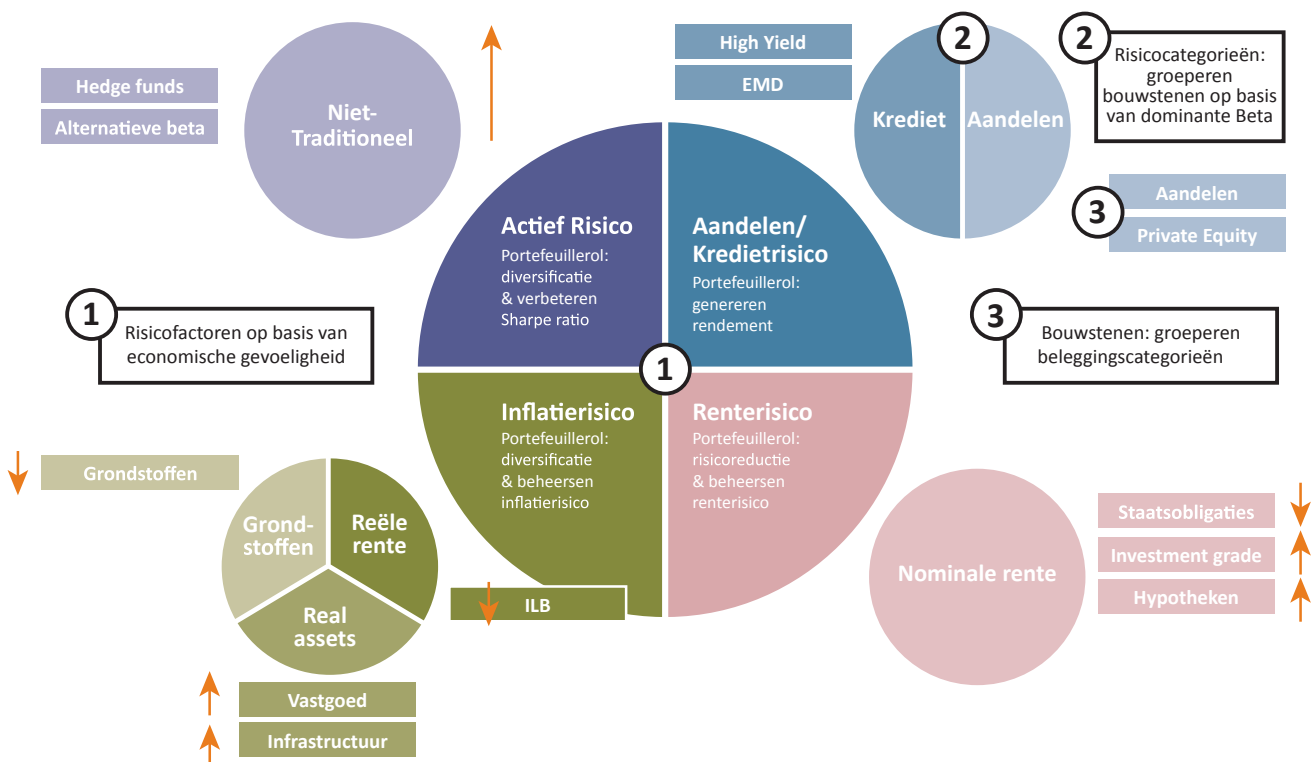
Een belangrijke doelstelling bij de constructie van de Achmea IM modelportefeuille is een relatieve robuustheid voor verschillende economische scenario's en verwachtingen. Uit het vorige hoofdstuk bleek dat de renteverwachting sterk afhankelijk is van het scenario dat zich in de toekomst ontvouwt. Om niet teveel te leunen op één scenario wordt de modelportefeuille breed gespreid over de diverse risicofactoren en daaraan gekoppeld, de onderliggende risicocategorieën. We onderscheiden vier risicofactoren, namelijk: Renterisico, Aandelen/Kredietrisico, Inflatierisico en Actief (niet-traditioneel) risico. Deze risicofactoren kunnen vervolgens opgedeeld worden in zeven risicocategorieën en vervolgens in bouwstenen/beleggingscategorieën. In figuur 18 is dit weergegeven.

Beleggingscategorieën binnen de risicofactoren

De risicofactor Renterisico bestaat uit beleggingscategorieën waarbij het renterisico de dominante factor is. Deze categorie bestaat uit euro-staatsobligaties (kern- en niet-kernlanden), euro investment grade credits en hypotheek, zoals in figuur 18 is weergegeven. De rol van deze beleggingen in de portefeuille

FIGUUR 18 MOGELIJKE AANPASSINGEN MODELPORTEFEUILLE

Bron: Achmea IM



³ Zie de special *Onzekerheid vraagt om diversificatie* in Achmea IM Investment Letter, *Unheimisch*, juni 2016

zijn risicoreductie en het beheersen van het renterisico bij pensioenfondsen en verzekeraars. De risicofactor Aandelen-/Kredietrisico bestaat uit de beleggingscategorieën aandelen ontwikkelde landen, aandelen opkomende landen, private equity, high yield en obligaties van opkomende landen (EMD HC en EMD LC). Deze beleggingen staan vooral opgesteld voor het genereren van rendement. De risicofactor Inflatierisico is ingevuld met de beleggingscategorieën inflatiegerelateerde obligaties, direct vastgoed, infrastructuur en grondstoffen. De rol van deze beleggingen in de portefeuille is diversificatie en het verhogen van de inflatiegevoeligheid. De risicofactor Actief Risico/Niet-traditioneel bestaat uit beleggingen waar alternatieve risicopremies en/of actief beleid dominant zijn. Deze categorie is momenteel ingevuld met de hedgefundstrategieën Global Macro en CTA, maar ook alternatieve risicopremies zouden een plek in deze categorie kunnen krijgen. De rol van deze beleggingen in de portefeuille is diversificatie en het verbeteren van het risico-/rendementsprofiel.

Constructie modelportefeuille

Bij de constructie van de modelportefeuille varen we niet blind op de uitkomsten van optimalisaties over verwachte rendementen en risico's (de zogenaamde *mean-variance* optimalisaties), maar is een hoge mate van diversificatie het uitgangspunt. Er wordt gewerkt met begrenzings, vanwege bijvoorbeeld beperkte liquiditeit of marktomvang of een relatief grote complexiteit, en er wordt gestreefd om in alle risicocategorieën te beleggen. De verwachte, maar altijd onzekere, rendementen van de verschillende beleggingscategorieën hebben daardoor maar een beperkte invloed op de uiteindelijke gewichten binnen de modelportefeuille. De nadruk ligt niet op het maximaliseren van de ex-ante Sharpe-ratio (maatstaf voor risicogecorrigeerd rendement), maar op een streven naar een zekere robuustheid. Door de effectieve diversificatie over risicofactoren en risicocategorieën is de modelportefeuille beter bestand tegen diverse groei- en inflatieschokken dan een geoptimaliseerde portefeuille. In figuur 19 staat de huidige modelportefeuille weergegeven. Vermogen en risico worden gealloceerd over vier risicofactoren en vervolgens wordt op een lager aggregatieniveau binnen de afzonderlijke risicocategorieën belegd in een groot aantal beleggingscategorieën en -strategieën.

Laag verwacht rendement

In de huidige beleggingsomgeving met extreem lage renteniveaus en een negatief rendement op kasgeld, is het verwachte rendement op de modelportefeuille relatief laag. Zelfs bij een relatief optimistisch toekomstbeeld. De 15-jaarsrendementsverwachting van de modelportefeuille in het Reflatiescenario daalde van circa 4,6% per medio 2014 naar circa 4,0% per medio 2016. In historisch perspectief gezien is dit percentage beperkt. Voor portefeuilles die worden gedomineerd door vastrentendewaardenbeleggingen is dit zelfs nog een

stuk lager. De huidige laagrendementsomgeving dwingt tot keuzes. Men kan de ambities naar beneden bijstellen, op zoek gaan naar mogelijkheden om het risico-/rendementsprofiel van de portefeuille te verbeteren, of een combinatie van deze twee opties. In het vervolg van deze special verkennen we de mogelijkheden om de risico-/rendementskarakteristieken van de modelportefeuille te verbeteren zonder al teveel concessies te doen aan het uitgangspunt van effectieve diversificatie.

Het toevoegen van meer risico

De voor de hand liggende manier om het verwachte portefeuillerendement te verhogen, is het verhogen van de allocatie naar beleggingen met een hoger verwacht rendement. Dit zijn veelal de beleggingen met een hoger risico waardoor per saldo ook het portefeuillerisico groter wordt. Deze methode staat dan ook bekend als het *uprisken* van de portefeuille. Een voorbeeld van een dergelijke strategie is het ophogen van het portefeuillengewicht van aandelen ten koste van staatsobligaties. Ook andere risicovollere beleggingscategorieën, zoals private equity of obligaties opkomende landen, kunnen aan de portefeuille worden toegevoegd. Deze optie biedt niet alleen een hoger verwacht rendement, maar vergroot in aanleg ook de diversificatie. Het voordeel hiervan is dat het totale portefeuillerisico minder stijgt dan bij het ophogen van het aandelengewicht.

FIGUUR 19 ACHMEA IM MODELPORTEFEUILLE*

Bron: Achmea IM

Modelportefeuille	Kapitaalallocatie
Renterisico	37,5%
Euro staatsobligaties kernlanden	14,5%
Euro staatsobligaties niet-kernlanden	5,0%
Investment grade credits	12,5%
Hypotheke	5,0%
Kasgeld	0,5%
Aandelen-/Kredietrisico	30%
Aandelen ontwikkelde landen	12,5%
Aandelen opkomende landen	5,0%
Private equity	2,5%
High yield	5,0%
Emerging market debt (HC en LC)	5,0%
Inflatierisico	25,0%
Inflatiegerelateerde obligaties	5,0%
Direct vastgoed	10,0%
Infrastructuur	5,0%
Grondstoffen	5,0%
Actief Risico / Niet-Traditioneel	7,5%
Global Macro / CTA	7,5%

* Kasgeld is vermeld onder de risicofactor Renterisico. Aangezien kasgeld geen risicopremie kent (geen duratierisico) is dit feitelijk niet correct. Gezien het beperkte gewicht van kasgeld is deze vanuit pragmatisch oogpunt onder deze risicofactor geschaard.

“The key is not to predict the future, but to be prepared for it.”

Pericles

Tot slot kan men binnen een risicocategorie schuiven van beleggingscategorieën met een laag risico naar risicovollere categorieën met een hoger verwacht rendement. Dit verhoogt zowel het verwachte portefeuillerendement als het risicoprofiel van de portefeuille, terwijl de balans in de gevoeligheid naar de verschillende macro-schokken niet te sterk wordt aangetast. Hier staat tegenover dat naast het verwachte rendement ook de Sharpe-ratio van de portefeuille kan verbeteren. Een voorbeeld van een dergelijke risicoverhogende strategie binnen een risicocategorie is de verschuiving van staatsobligaties naar investment grade credits en hypotheek. Uit berekeningen blijkt dat deze aanpassing in verschillende langetermijnsenario's leidt tot een hogere verwachte gemiddelde dekkingsgraad, terwijl ook de dekkingsgraadvolatiliteit licht oploopt. Maar in risico-/rendementstermen zien we per saldo een verbetering. Voor veel pensioenfondsen en verzekeraars is het toevoegen van meer risico echter niet of nauwelijks mogelijk vanwege een beperkt actueel risicobudget en restricties als gevolg van wet- en regelgeving.

Het innen van illiquiditeitspremies

De rentes zijn historisch laag en voor een groot deel van het universum van euro-staatsobligaties zelfs negatief. Ook de koersen van euro investment grade credits worden direct omhoog gestuwd door het opkoopprogramma van de ECB. Hoewel het ruime monetaire beleid ook de waardering van de meer risicovolle beleggingen verhoogt, wordt vooral de prijsvorming van de veiligere obligaties verstoord. Een gevolg hiervan is dat de risicopremie van diverse illiquide beleggingscategorieën, gemeten ten opzichte van de extreem lage rente, is opgelopen. Illiquiditeit kan aan de portefeuille worden toegevoegd door in categorieën zoals direct vastgoed, infrastructuur en hypotheek te beleggen. Binnen risicocategorieën of beleggingscategorieën kan ook richting illiquide vormen gedraaid worden. Dit kan bijvoorbeeld door een verschuiving van beursgenoteerde bedrijfsobligaties naar private debt of bank loans. Binnen de categorie Inflatierisico kan een verschuiving plaatsvinden van inflatiegerelateerde obligaties en grondstoffen naar direct vastgoed en infrastructuur. Deze aanpassing leidt, aan de hand van doorrekeningen van de aannames in de langetermijnsenario's, vaak tot een lichte verbetering van het risico-/rendementsprofiel van de totale portefeuille. De verwachte gemiddelde dekkingsgraad loopt wat op en ook de dekkingsgraadvolatiliteit neemt af. De illiquiditeitspremie is echter geen *free lunch*. Het verlagen van de liquiditeit van de portefeuille is niet zonder risico. Het afbouwen van posities kan veel langer duren dan gewenst. Ook is er een groter gevaar van grote prijscorrecties wanneer beleggers tegelijk van hun illiquide beleggingen af willen. Daarnaast is de complexiteit van dergelijke beleggingen hoger en de transparantie lager. Het beheer van dergelijke portefeuilles is dan ook arbeidsintensiever en vereist veelal specialistische expertise. Hierdoor zijn de beheerskosten hoger. Ook het opbouwen van

Verwacht rendement staatobligaties op historisch dieptepunt

een voldoende grote allocatie kan langer duren dan gewenst door gebrek aan goede beleggingsmogelijkheden.

Toevoegen van niet-traditionele risicopremies

De verwachte rendementen op traditionele risicopremies, zoals de obligatierisicopremie en de aandelenrisicopremie, staan onder druk. Ook hebben de meeste institutionele beleggers de afgelopen jaren hun blootstelling aan deze traditionele beleggingen al verfiend. Zo zijn onder meer highyieldbeleggingen, obligaties van opkomende landen, private equity, infrastructuur en hypotheek aan veel beleggingsportefeuilles toegevoegd. Dit betekent dat de grenzen van wat met diversificatie over traditionele risicopremies mogelijk is, worden bereikt. Een alternatief zijn de zogenaamde niet-traditionele risicopremies. Niet-traditionele risicopremies zijn een brede verzameling van beleggingsstrategieën die bronnen van rendement en risico aanboren die afwijken van de risicopremies van traditionele beleggingen. Voorbeelden hiervan zijn hedgefundstrategieën zoals Global Macro en CTA's (trendvolgende strategieën), volatiliteitsstrategieën en long/short factorpremiestrategieën (bijvoorbeeld *value*, etc.). Veelal hebben deze niet-traditionele risicopremies een beperkte correlatie met traditionele beleggingen, zoals de categorieën aandelen en staatsobligaties. Door het toevoegen van deze beleggingen neemt het diversificatiepotentieel toe en kan het portefeuillerisico worden verlaagd. Daarnaast bieden ze een additionele bron van rendement. De hedgefundstrategieën Global Macro en CTA worden al enkele jaren door Achmea IM geopperd als een vorm van niet-traditionele beleggingen die door hun hoge diversificatiepotentieel in portefeuilverband waarde kunnen toevoegen. Factorpremies, zoals *low volatility* en *value*, worden momenteel al binnen bestaande beleggingscategorieën geoogst. Achmea IM adviseert factorbeleggen binnen aandelen en het semi-actief beleggen in grondstoffen. Maar ook bij andere beleggingscategorieën, zoals credits, zijn volop mogelijkheden. Het is echter ook mogelijk om de factorpremies via long/short strategieën los te koppelen van de traditionele marktbeta's. De betreffende factorpremie komt dan los te staan van de traditionele beleggingscategorie en kan gezien worden als een op zichzelf staande belegging. Een nadeel van niet-traditionele beleggingen is dat ze veelal complexer en minder transparant zijn dan de vertrouwde traditionele beleggingscategorieën. Ook is de beleggingscapaciteit van dergelijke strategieën vaak kleiner dan die van de traditionele beleggingen. Ook vereist een succesvolle investering een weloverwogen selectie van

potentiële strategieën. Echter, gezien de zeer magere verwachte rendementen van de veilige vastrentende categorieën en het aantrekkelijke diversificatiepotentieel, is het zeker de moeite waard om de mogelijkheden van deze niet-traditionele strategieën te verkennen.

Meer ruimte bieden aan actief beheer

In een omgeving met een negatieve rente op kasgeld en weinig beleggingscategorieën die aantrekkelijk gewaardeerd zijn, kan alpha, de resultante van actief beheer, een waardevolle manier zijn om het totale rendement te verhogen en/of het risico te verlagen. Actief beheer kan over de beleggingscategorieën heen, maar ook binnen de beleggingscategorieën. Over de beleggingscategorieën heen kan via Dynamische Asset Allocatie (DAA) ingespeeld worden op extreme waarderingsverschillen. In hoofdstuk 2 lichten we het DAA-beleid toe en adviseren we een overwogen positie in aandelen opkomende markten. Binnen beleggingscategorieën kunnen bijvoorbeeld sectorposities, landenposities en titelselectie bij voldoende *skill* zeker toegevoegde waarde hebben. Alpha genereren via traditioneel actief beleid met behulp van selectievaardigheden is echter geen risicopremie maar een zero-sum game en biedt dus zeker geen garanties. Naast traditioneel actief beheer is de laatste jaren het eerder genoemde long-only factorbeleggen sterk in opkomst. Bij long-only factorbeleggen wordt de marktbeta gecombineerd met zogenaamde factorpremies die ontstaan als gevolg van bepaalde structurele marktinefficiënties of anomalieën (bijvoorbeeld *low volatility*).

Factorpremies zijn een goede aanvulling op de beleggingsportefeuille

Evenwichtige oplossingen

De Achmea IM modelportefeuille is relatief visie-arm en relatief robuust voor diverse groei- en inflatieschokken. Vanwege de gedaalde renteniveaus en opgelopen waarderingsverschillen is het verwachte rendement van deze portefeuille beperkt. Het verwachte rendement kan verhoogd worden door meer risico te nemen of meer illiquiditeitspremie te verdienen. Bij voorkeur vindt een verschuiving plaats binnen een risicofactor om de robuustheid van de totale portefeuille te waarborgen. Een verschuiving van euro-staatsobligaties naar hypotheek binnen de risicofactor Renterisico is hier een voorbeeld van. In figuur 18 zijn deze wijzigingen weergegeven met de oranje pijlen. Naast het verhogen van het verwachte rendement van de modelportefeuille, kan de diversificatie verbeterd worden. Door de laagrendementsomgeving is de totale portefeuille gevoelig voor een rentestijging, oftewel duratierisico. Long/short factorpremies kennen nauwelijks duratierisico en kunnen de gevoeligheid van de portefeuille hiervoor verminderen. De genoemde aanpassingen leiden per saldo tot een verbetering van het risico-/rendementsprofiel van de modelportefeuille terwijl het streven naar effectieve diversificatie gehandhaafd blijft. Het enige andere alternatief is het neerwaarts bijstellen van het ambitieniveau vanwege de laagrendementsomgeving.

Colofon

Deze Investment Letter is een uitgave van Achmea Investment Management; opgesteld in september 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.

